

今日焦點:

► 長城汽車 (2333 HK, 港元15.47元, 市值1,320億港元) 高
額銷售費用侵蝕利潤

銷量與平均售價推動營收增長 - 長城汽車第三季營收年增20.5%，達到613億元人民幣，增長主要由兩大支柱推動：1) 需求強勁帶動銷量，季度汽車銷量達35.3萬輛，年增20.2%，季增13%；2) 產品平均售價於季內升至17.3萬元人民幣，且自2024年第四季以來持續呈現穩步上升趨勢。毛利率為18.4%，較上季下降40個基點。產品組合方面，新車型的動能推動魏牌及哈弗銷量分別年增132%及20%，提高了它們對總銷量的貢獻。海外市場及新能源汽車銷售亦見增長，於季內分別佔總收入的36%及33%。

銷售費用拖累利潤：期內研發及銷售、一般及行政費用分別為24億元及39億元人民幣，年增18.8%及43.7%。由於持續投資於直營渠道及新車型營銷，營業利潤年減22%至29.1億元人民幣。營業利潤率為4.8%，去年同期為7.3%。歸屬股東利潤年減31.2%至23億元人民幣，淨利率為3.8%。然而，營運現金流年增約50%，顯示儘管面臨短期利潤壓力，現金生成狀況仍然健康。

業務展望：管理層將毛利率季比下降歸因於兩個因素，即坦克車型季度銷量減少，以及第三季為哈弗及皮卡提供較高的經銷商返利。公司將2025年定位為「產品年」，為擴展市場覆蓋，銷售開支及直營門店的擴張在短期內將維持高位；隨著預期明年營收規模擴大，銷售費用比率有望趨於穩定。產品催化劑包括坦克400的穩步放量，以及魏牌毛利率維持在15%的目標。公司目標是明年魏牌月交付量達到6萬輛。海外增長仍是優先事項，預測明年出口將增長約20%，並計劃於第二季開始在歐洲銷售。隨著直銷模式效率提升，以及產品組合進一步向利潤率較高的魏牌和坦克傾斜，盈利能力將得到改善。

香港及中國市場指數	收市	每日升跌	今年累升
恒生指數	26,160	0.7%	30.4%
中資企業指數	9,363	0.7%	28.5%
紅籌指數	4,091	-0.1%	8.2%
滬深300指數	4,660	1.2%	18.4%
上海A股	4,141	0.7%	-2.4%
上海B股	261	-0.0%	-2.4%
深圳A股	2,606	1.4%	27.3%
深圳B股	1,339	-0.1%	10.4%

主要市場指數	收市	每日升跌	今年累升
美國道指	47,207	1.0%	11.0%
標普500	6,791	0.8%	15.5%
美國納斯達克指數	23,204	1.1%	20.2%
日經平均指數	50,275	2.0%	26.0%
英國富時指數	9,645	0.7%	18.0%
法國證券公會指數	8,225	-0.0%	11.4%
德國法蘭克福指數	24,239	0.1%	21.8%

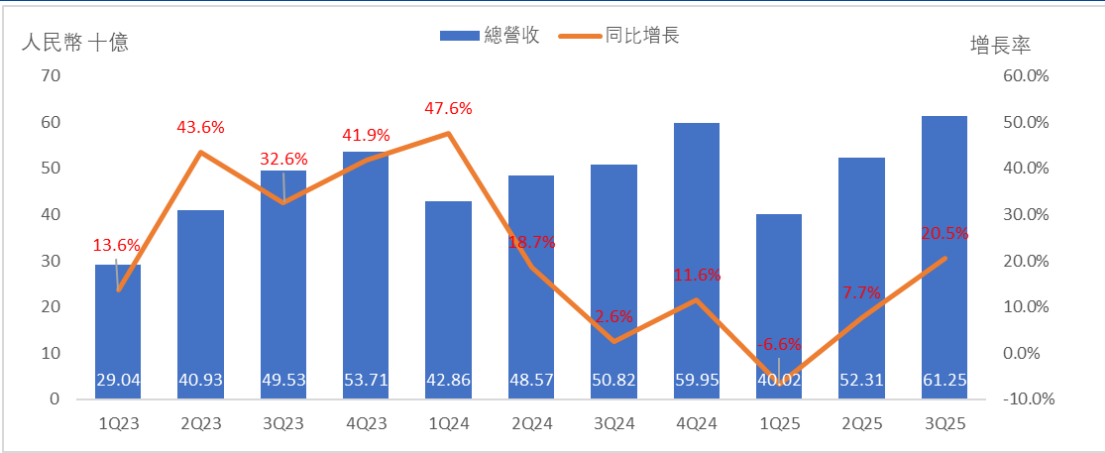
商品價格	收市	每日升跌	今年累升
金價 (美元/盎司)	4,113	-0.3%	55.3%
銅價 (美元/盎司)	2,333	2.9%	30.6%
銀價 (美元/盎司)	48	-0.6%	66.7%
原油 (美元/桶)	61	-0.5%	-13.6%
銅價 (美元/盎司)	10,962	2.8%	25.0%
鋁價 (美元/盎司)	2,859	1.9%	12.1%
鉛價 (美元/盎司)	1,609	-1.2%	76.7%
錫價 (美元/盎司)	3,025	-0.1%	1.6%
小麥 (美分/蒲式耳)	512	-0.1%	-5.6%
玉米 (美分/蒲式耳)	423	-1.1%	-3.2%
糖 (美分/磅)	N/A	N/A	N/A
黃豆 (美分/蒲式耳)	1,060	-0.2%	4.3%
PVC (美元/噸)	N/A	N/A	-12.2%
CRB 指數	302	1.7%	3.0%
BDI		-4.8%	99.7%

匯率	美元	港元	歐羅	日元	瑞郎	人民幣
美元		7.8	0.9	152.9	0.8	7.1
港元	0.1		0.1	19.7	10.2	0.9
歐羅	1.2	9.0		177.8	1.1	8.3
日元	0.0	5.1	0.6		0.5	0.0
瑞郎	1.3	9.8	1.1	192.1		9.0
人民幣	0.1	1.1	0.1	21.5	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	NA	NA
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	16	-21.2%

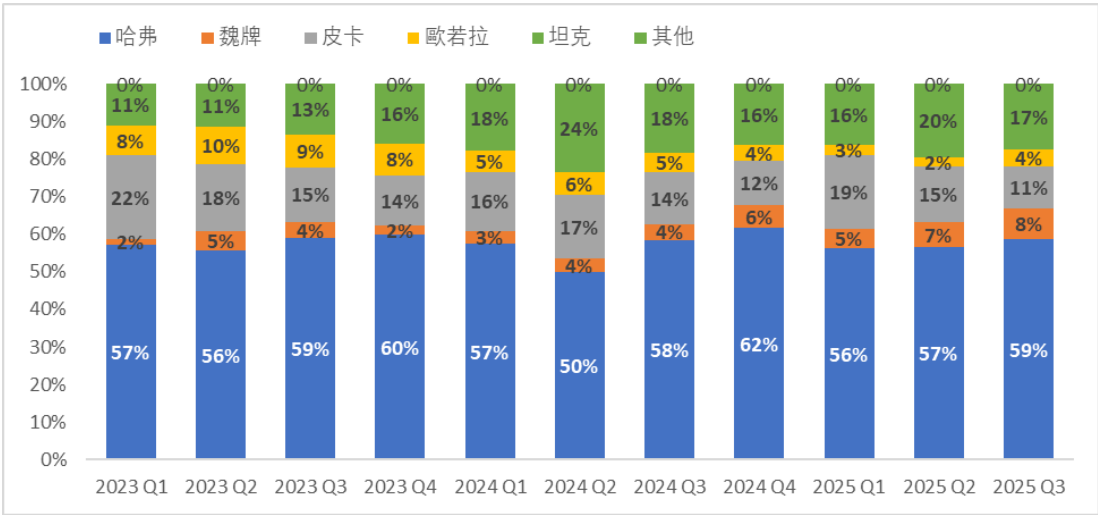
我們觀點：第三季業績顯示公司執行力強勁，推動營收增長，銷量與平均售價均見上升，魏牌新車型亦實現強勁銷售。然而，短期內因擴張直銷網絡而導致開支高企，可能繼續制約盈利表現。現金生成保持穩健，為此投資階段提供了資產負債表支持。進入2026年，隨著利潤率較高的魏牌和坦克車型改善產品組合，其利潤率有望復甦。海外出貨量增加亦預期可支持營收增長並提升營運槓桿。該股目前交易於9倍2025財年預測市盈率。(研究部)

圖 1: 總營收 (人民幣 十億)



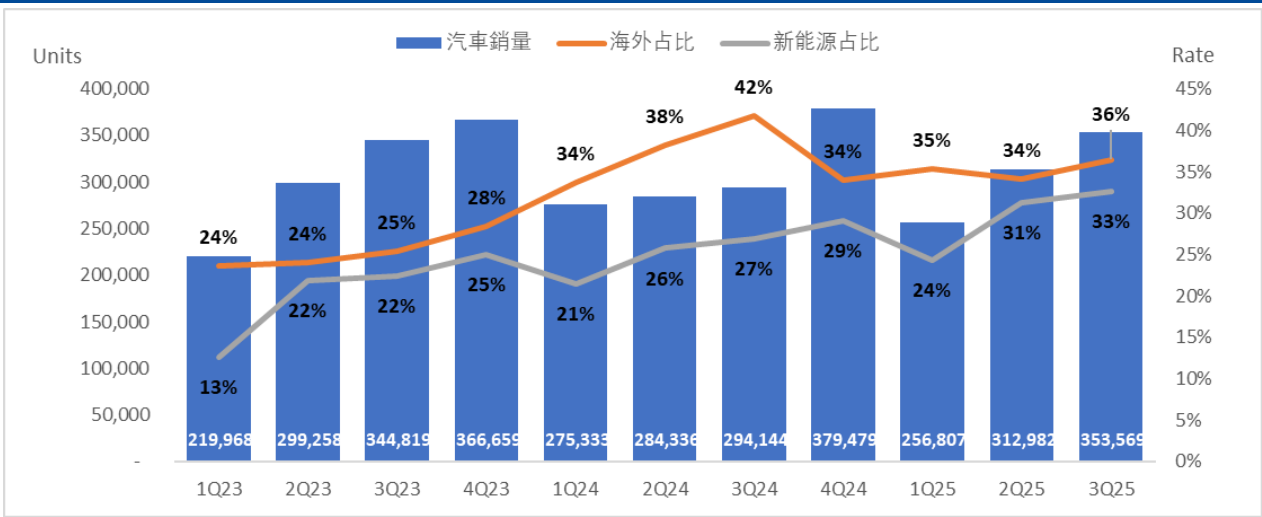
資料來源: 公司數據, 新華滙富研究

圖 2: 汽車銷量結構



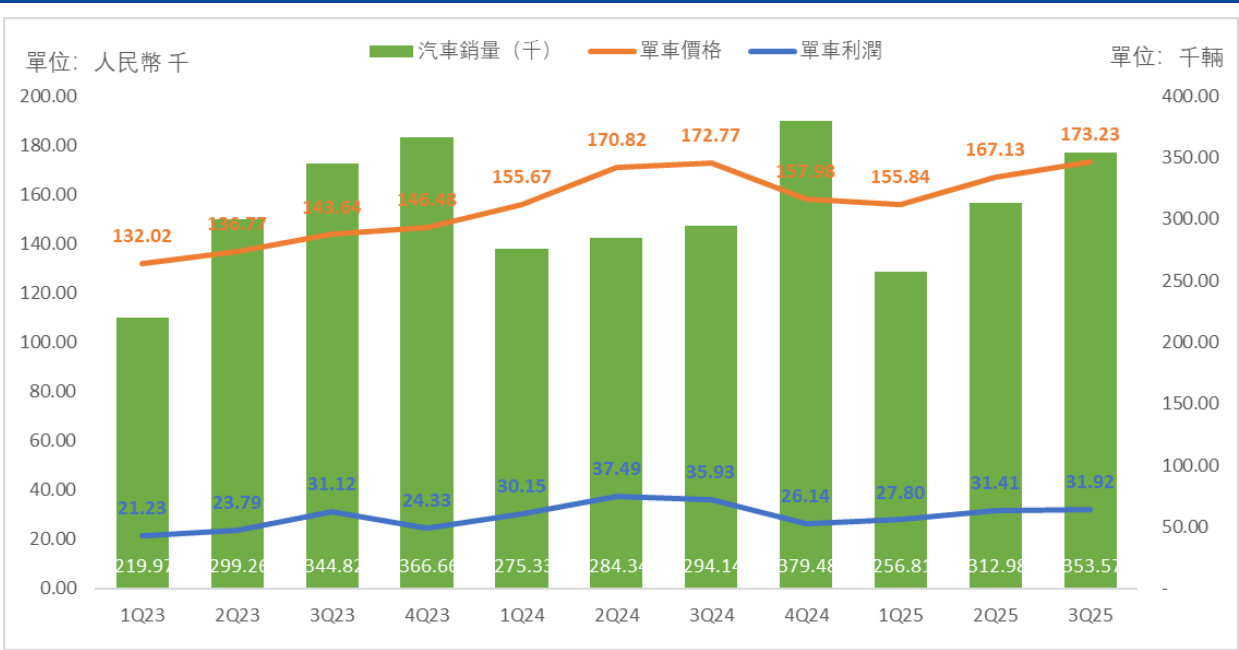
資料來源: 公司數據, 新華滙富研究

圖 3: 汽車銷量細拆



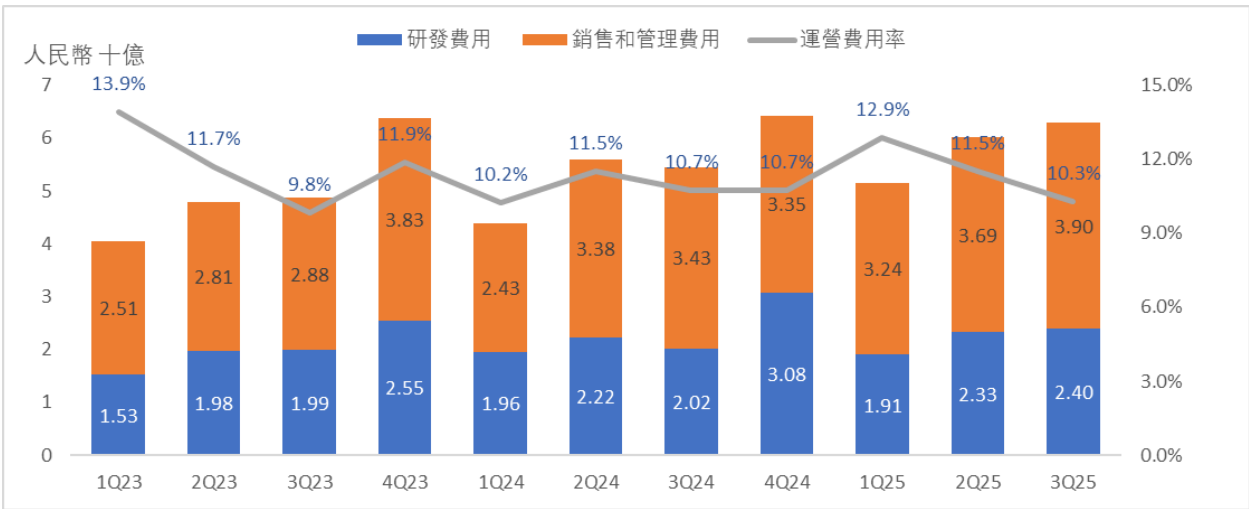
資料來源: 公司數據, 新華滙富研究

圖 4: 汽車單價細拆



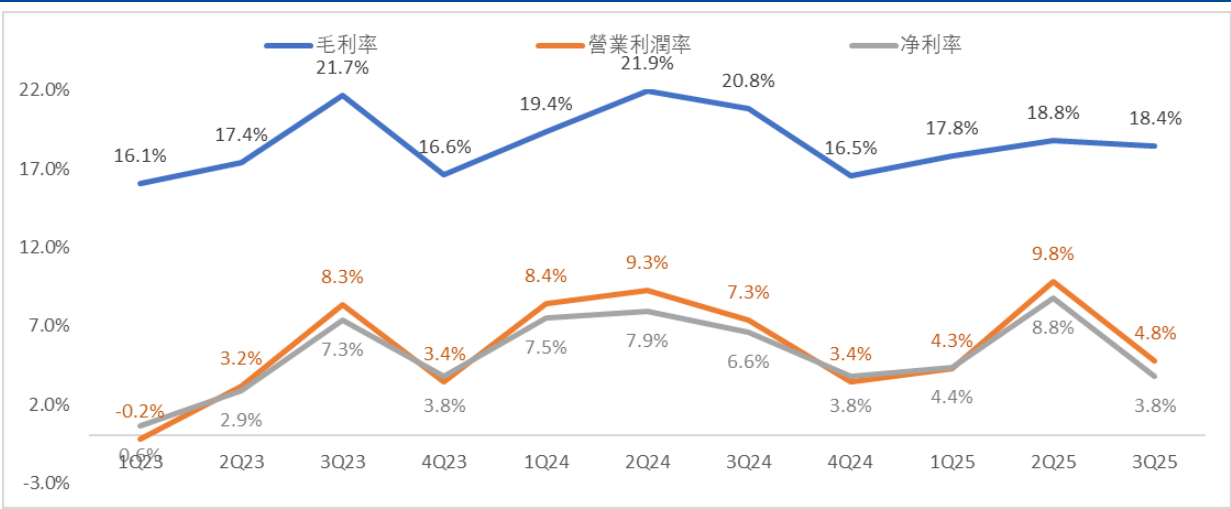
資料來源: 公司數據, 新華滙富研究

圖 5: 運營費用細拆



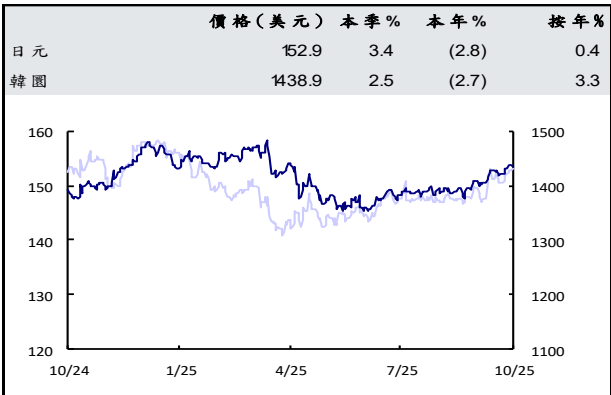
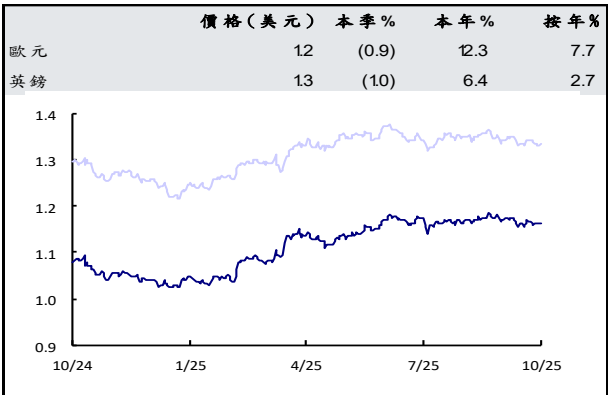
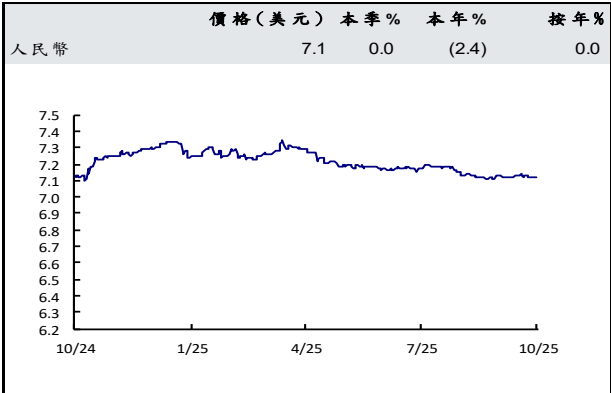
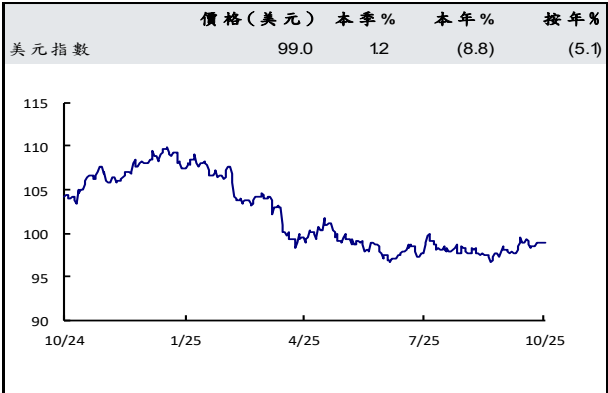
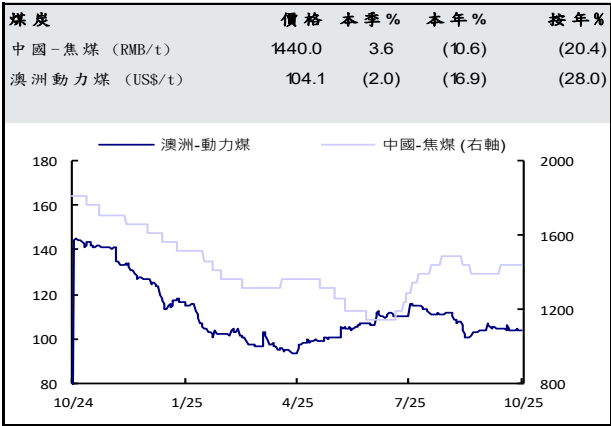
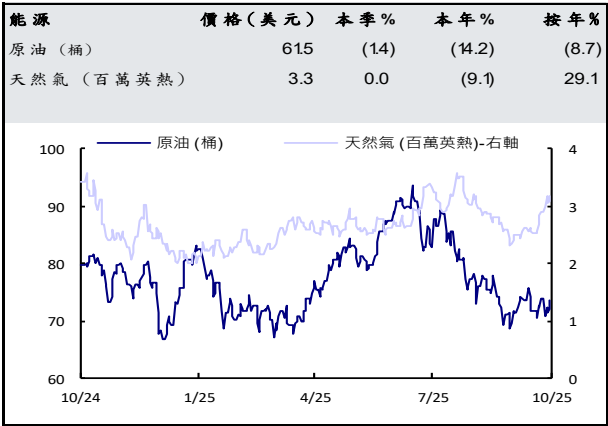
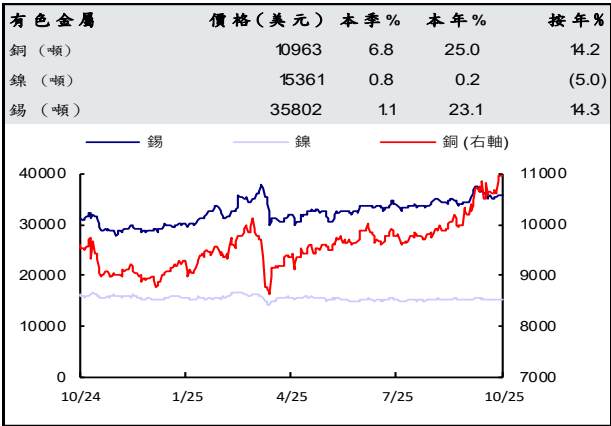
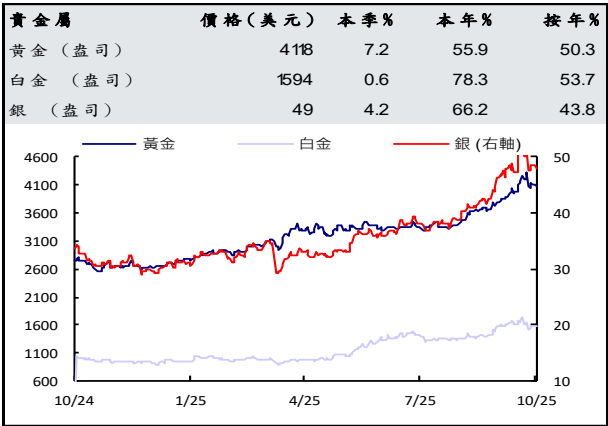
資料來源: 公司數據, 新華滙富研究

圖 6: 盈利水平細拆



資料來源: 公司數據, 新華滙富研究

市場洞察-主要大宗商品和貨幣



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
耐久財訂單	月		25年10月27日
消費者信心指數	月		25年10月28日
批發庫存	月		25年10月29日
首次申請失業保險金人數	週		25年10月30日
國內生產毛額	季		25年10月30日
個人收入與支出	月		25年10月31日
採購經理人指數	月		25年11月3日
貿易收支	月		25年11月4日
工廠訂單	月		25年11月4日
就業報告	月		25年11月7日
消費者物價指數	月		25年11月13日
生產者物價指數	月		25年11月14日
商業庫存	月		25年11月14日
零售業銷售額	月		25年11月14日
工業生產指數	月		25年11月18日
新屋開工與營建許可	月		25年11月19日
成屋銷售量	月		25年11月20日
新屋銷售	月		25年11月26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
採購經理人指數	月		25年10月31日
外匯儲備	季		25年11月7日
貿易收支	月		25年11月7日
M2貨幣供應量	月		25年11月9日
生產者物價指數	月		25年11月9日
消費者物價指數	月		25年11月9日
零售業銷售額	月		25年11月14日
工業生產報告	月		25年11月14日
國內生產毛額	年		

香港經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
貿易收支	月		25年10月27日
國內生產毛額	季		25年10月31日
M2貨幣供應量	月		25年10月31日
零售業銷售額	月		25年10月31日
採購經理人指數	月		25年11月5日
外匯儲備	月		25年11月7日
失業率報告	月		25年11月18日
消費者物價指數	月		25年11月20日
生產價格	季		25年12月15日
工業生產報告	季		25年12月15日
綜合利率	月		

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