

2021年01月26日

吉利汽车 (175.HK)

公司深度分析

证券研究报告

汽车行业

21年是公司科技转型与智能电动车发展的全速之年

目前吉利汽车正处于强劲的产品周期，销量与盈利能力持续提升，未来所有车型将开始混动化、智能化、电动化。吉利汽车在自动驾驶、电子电气架构、平台化造车等方面拥有世界顶尖实力，其短板在于互联网运营思维与模式。随着领克 zero 的上市热销后，市场将对吉利的智能电动车实力进行价值重估。最后我们上调目标价至 60 港元，较现价有 78% 上升空间，相当于 2021 年 39.2 倍市盈率与 4.6 倍市销率，给予买入评级。

报告摘要

吉利汽车 4.0 时代，处于强劲的产品周期。2021 年公司销量目标 153 万辆，计划发布至少 4 款新车，保障业绩与销量持续提升。新车包括领克 zero (SEA 平台)、领克大型 SUV (SPA 平台) EX11、新帝豪(BMA)、新博越 (CMA)。

浩瀚平台代表吉利汽车向智能电动化的转变。浩瀚平台是吉利花费了 4 年，投入 180 亿元研发的纯电动造车平台。到 20 年底，在浩瀚架构上已经有 7 个品牌和 16 个车型研发。1 月吉利控股与百度、富士康达成战略合作，未来将围绕浩瀚平台生产智能电动车。我们认为浩瀚平台拥有两大核心能力。1. 全球最大带宽的智能纯电架构，打破物理局限，可以打造 A-E 级全尺寸汽车。在物理形态上，可以打造轿车、SUV、MPV、皮卡、轿跑、无人驾驶 robotaxi 等。2. 全球最高效的智能电动车解决方案。软件开发时间缩短 50% 以上，传统嵌入式软件开发周期需要 36-44 个月，无法满足快速更新迭代的用户需求。

领克 zero 是可以与 Model 3、Model Y、比亚迪汉、小鹏 P7、蔚来 ES6 正面硬刚的车型。我们认为领克 zero 有望成为爆款车型，因为：1. 领克品牌在中国大获成功，拥有良好的客户基础及销售渠道。目前领克汽车拥有超过 43 万车主和 118 万的 APP 用户。20 年领克汽车销量逆势增长，同比增长 37% 达 17.5 万辆。2. 领克 zero 的配置与竞品有明显差异。我们觉得电动车在续航、动力等方面不相伯仲的情况下，要想在竞争激烈的市场中脱颖而出，就需要在配置上有亮点，提升用户体验。例如领克 zero 的无门框设计+电吸合+自动感应开门、全自动空气悬架等。3. 领克 zero 的续航、加速、轴距、芯片算力等方面均属于行业顶尖水平，合理的定价以及互联网式的运营思维至关重要。我们预测领克 zero 价格在 23-37 万，与其他竞品价格保持一致。

以科技股的估值来衡量吉利汽车未来发展更加精准，目标价 60 港元，买入评级。我们觉得自主品牌车企与造车新势力一样，都是新能源汽车大潮的受益者和参与者。吉利汽车在自动驾驶、电子电气架构、平台化造车等方面拥有世界顶尖实力，其短板在于互联网运营思维与模式。随着领克 zero 的上市热销后，市场将会对吉利汽车的智能电动车实力进行价值重估。最后我们上调目标价至 60 港元，较现价有 78% 上升空间，相当于 2021 年 39.2 倍市盈率与 4.6 倍市销率，给予买入评级。

风险提示：汇率风险；政策风险；汽车召回；疫情风险

(31/12 年结；百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	106,595	97,401	89,609	106,635	120,924
增长率(%)	15%	-9%	-8%	19%	13%
归母净利润	12,553	8,190	7,303	12,459	15,479
增长率(%)	18%	-35%	-11%	71%	24%
毛利率(%)	20.2%	17.4%	17.3%	19.3%	20.5%
净利率率(%)	11.8%	8.4%	8.2%	11.7%	12.8%
每股收益(元)	1.41	0.91	0.74	1.27	1.58
每股净资产(元)	5.03	6.06	6.71	7.81	9.11
市盈率	20.0	30.7	37.7	22.1	17.8
市净率	5.6	4.6	4.2	3.6	3.1
净资产收益率(%)	31.6%	16.5%	12.1%	17.5%	18.6%
股息收益率	1.0%	0.7%	0.5%	0.9%	1.2%

数据来源：公司资料，安信国际预测

评级：买入

目标价格：60 港元

期限：12 个月

现价 (2021 年 01 月 25 日) : 33.8 港元

报告日期：2020-01-25

总市值(百万港元)	331,898.45
流通股市值(百万港元)	331,898.46
总股本(百万股)	9,818.70
流通股股本(百万股)	9,818.70
12 个月低/高(港元)	10/35.5
平均成交(百万港元)	2,571.43

股东结构

李书福	41.2%
其他	58.8%
总计	100%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	25.44	78.14	132.73
绝对收益	37.04	96.32	138.10

数据来源：彭博、港交所、公司

王强

行业分析师

+852 2213 1422

jimmywang@eif.com.hk

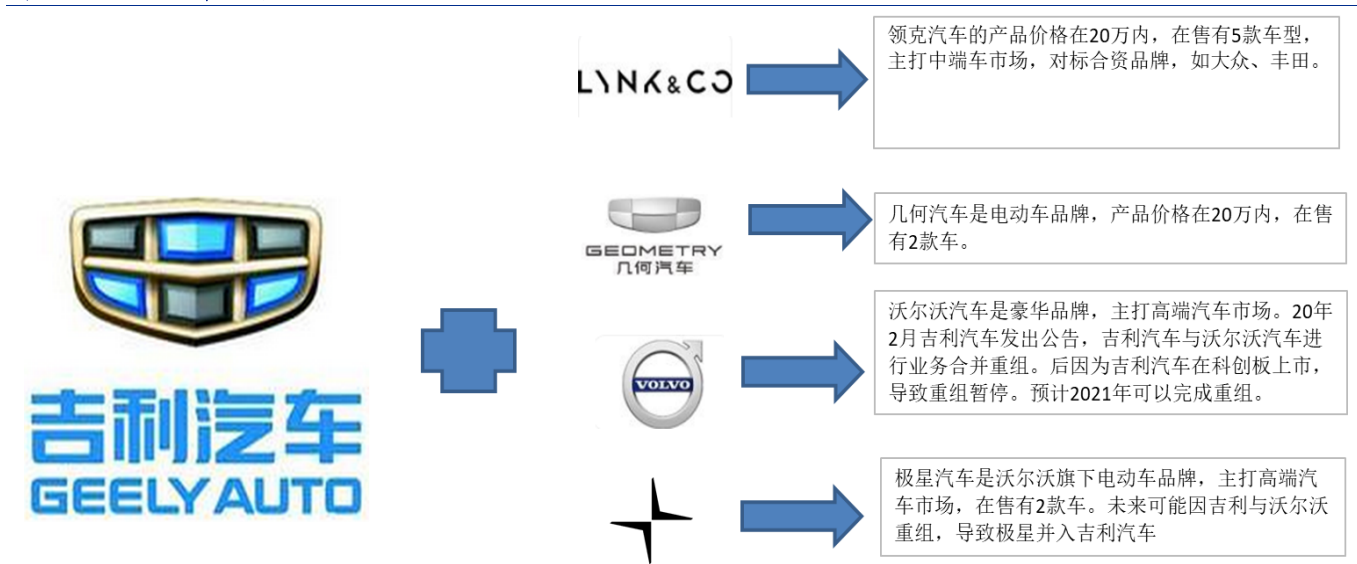
1. 公司概况

1.1 吉利的全方位布局

港股吉利汽车 175.HK 拥有吉利汽车、领克、几何、沃尔沃（即将重组并入）、极星（未来可能并入）等多个汽车品牌。可以看到公司品牌从低端、中端、高端燃油车，到中端电动车、高端电动车等领域已经实现了全方位布局。

目前上市公司收入与利润主要来自吉利汽车与领克两个品牌。但是在 2021 年，吉利与沃尔沃重组完成后，沃尔沃汽车将会成为公司新的核心业务。

图 1：吉利的品牌规划



资料来源：年报，安信国际整理

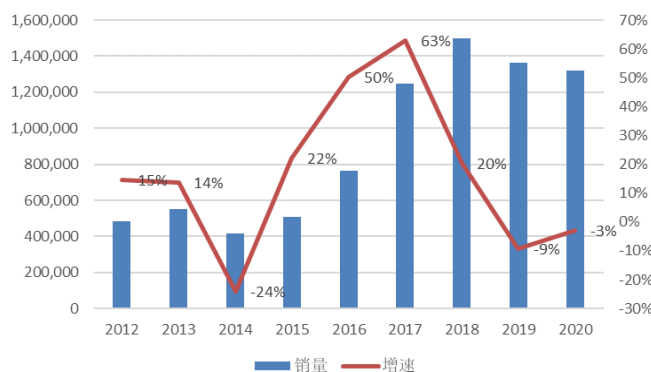
1.2 财务情况

从 2012-2020 年吉利汽车的销量持续提升，当中提升幅度最大的是在 2017-2018 年，增速为 50% 和 63%，在 2018 年吉利汽车销量达到最高峰 150 万辆，随后在 2019 与 2020 年销量持续下滑，分别下降 9% 和 3%。

吉利汽车 3.0 时代在 2018 年达到顶峰，在多领域推出爆款车型。2014-2018 年公司销量从不足 43 万辆增长至超过 150 万辆，乘用车市场占有率从 2.2% 增长至 6.3%，成为自主品牌市占率第一。2015 年起公司进入新产品周期，SUV 和轿车的新产品均衡发展，价格逐步上移。2015 年推出博瑞，2016 年推出博越、帝豪 GL/GS、远景 SUV，2017 年推出远景 S1/X1/X3、以及领克 01，2018 年推出领克 02/03，缤越、缤瑞。

2020 年吉利汽车累计销量 132 万辆，同比下降 3%，完成销量目标。对于 2021 年公司销量目标 153 万辆，同比增长 16%。意味着 21 年吉利汽车销量会再度突破，创下新高。

图 2：销量及增速

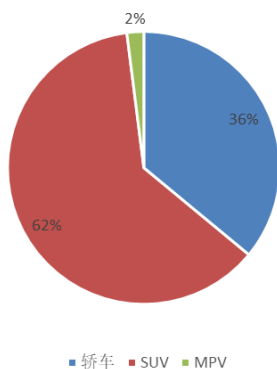


资料来源：年报，安信国际整理

在 2020 年销量中，吉利汽车的轿车、SUV 和 MPV 占比分别为 37%、61%和 2%。SUV 的车型最多，在销量占比最高，轿车销量占比第二，MPV 占比最小，车型最少。

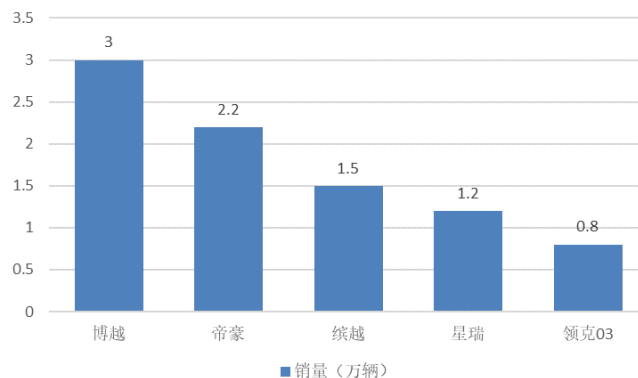
12 月公司销量最高的前五大车型分别为：博越 3.0 万辆，帝豪 2.2 万辆，缤越 1.5 万辆，星瑞 1.2 万辆和领克 03 为 0.8 万辆。当中星瑞是吉利汽车在 2020 年 11 月发售的新车，上市第二个月销量突破 1.2 万辆，排名第四，已经成为吉利的核心车型。

图 3：销量结构



资料来源：年报，安信国际整理

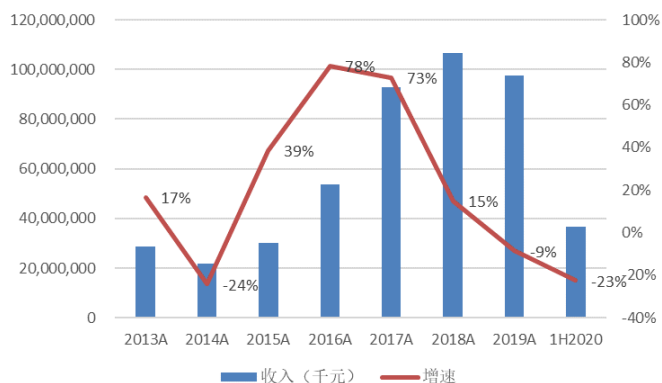
图 4：销量排名



资料来源：年报，安信国际整理

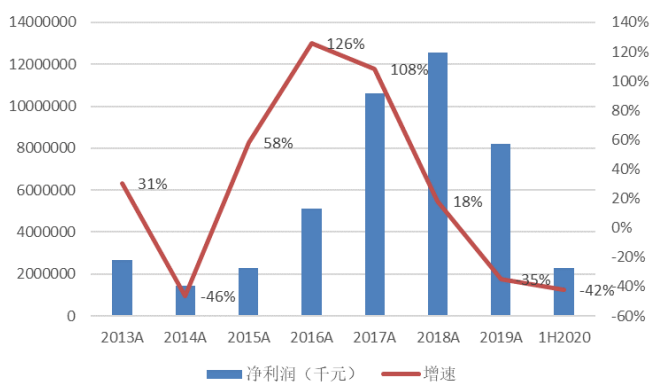
在 2013-2020 上半年，吉利汽车的收入与净利润持续增加。增速最快的时期为 2015-2017 年，收入增速分别为 39%、78%和 73%，净利润增速分别为 58%、126%和 108%。在 2018-2020 上半年吉利汽车的收入与净利润增速不断放缓，甚至出现负增长。

图 5：收入及增速



资料来源：年报，安信国际整理

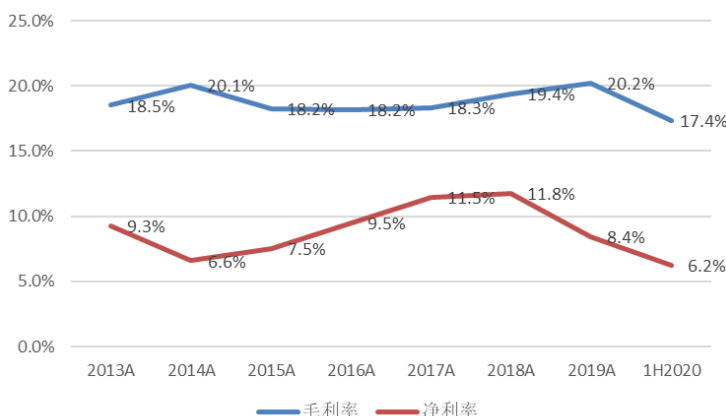
图 6：净利润及增速



资料来源：年报，安信国际整理

在盈利能力方面，从 2013-2020 上半年，吉利毛利率最低为 2020 上半年的 17.4%，最高为 2019 年的 20.2%。毛利率持续提升，主要是公司平台化战略的成功，平台化车型增多，零配件通用比例高，规模效应不断增强导致毛利率持续增加。

图 7: 毛利率与净利率



资料来源: 年报, 安信国际整理

1.3 预计 2021 年吉利销量超过 160 万

我们预计吉利汽车 2021 年销量将超过 160 万辆, 增长点有 1. 预估星瑞月销量在 1.5 万以上, 冲击中国轿车销量前五, 与大众、丰田一较高下。根据公司最新数据披露 12 月星瑞销量 1.2 万, 上市仅两个月就成为吉利汽车单月销量第四大车型。截至到 1 月初, 星瑞从上市以来已经接受 2.8 万多辆订单, 已交付 1.9 万辆, 仍有近 1 万辆未交付订单。已经付 1.9 万辆中 65% 属于高配车型。2. 在 2022 年吉利计划发布至少 4 款新车, 包括领克 zero (SEA 平台)、领克中大型 SUV (SPA 平台) EX11、新帝豪、新博越等。当中帝豪和博越一直是吉利的核心车型, 此次换代后, 有助于销量进一步突破。3. 预计 2021 年中国乘用车行业将保持快速增长, 根据中国汽车协会预测 2021 年中国乘用车增速为 7% 以上, 乘联会预测增速在 10%。这是自 2017 年以来销量增速最快的一年。

2020 年 11 月 1 日, 吉利星瑞上市销售, 定价 11.37-14.97 万元。吉利星瑞依托 CMA 架构设计研发, 有超强的动力系统和优秀的底盘结构, 以及全套的电子电气架构。

通过与中国轿车销量 TOP5 的车型对比, 可以发现星瑞的竞争力还是在于极致的性价比。1. 星瑞搭载 2.0T 发动机, 动力性强。星瑞与领克 01、领克 02、领克 03、领克 05、星越的发动机完全相同。与其他合资竞品车相比, 星瑞 2.0T 动力性是最好的, 其他多为 1.2T-1.8 自然吸气。星瑞百公里加速仅为 7.9 秒, 加速远快于其他竞品。2. 星瑞尺寸最大, 星瑞轴距 2.8 米, 为最长。3. 星瑞价格合理, 星瑞与其他竞品相近, 都是处于 11-15 万元价格区间。

图 8: 星瑞与竞品比较

2019 销量 (万)	品牌	名称	尺寸 (mm)	轴距 (mm)	排量	百公里加速 (s)	价格 (万元)
49.1	大众	新朗逸	4670*1806*1474	2688	1.5L	13.8	9.99-16.19
47.5	日产	轩逸	4641*1815*1450	2712	1.6L	12	10.9-14.3
35.1	丰田	卡罗拉	4635*1780*1455	2700	1.2T/1.8L	11.79	11.98-13.58
32.3	大众	新宝来	4663*1815*1462	2688	1.5L	13.7	11.10万-14.6
31	大众	速腾	4753*1800*1462	2731	1.2T/1.4T	11.3-9.3	12.89-19.19
	吉利	星瑞	4785*1869*1469	2800	2.0T	7.9	11.37-14.97

资料来源: 汽车之家, 安信国际整理

4. 科技配置与智能驾驶功能绝对领先, 长期以来科技配置和智能驾驶一直是自主品牌最具优势的地方。星瑞已经支持 L2 级自动驾驶, 且是行业第一个支持整车 ota 的燃油车。星瑞在 2020 年 11 月上市后, 经过两次升级比如: 新增自动泊车功能、优化全景影像功能、优化整车 NVH 性能、新增抖音、西瓜视频、懂车帝等娱乐专区、新增百度地图等等。这一系列功能需归功于 CMA 平台的电子电气架构。

图 9：科技配置对比

名称	摄像头	雷达	自动驾驶级别	整车OTA
新朗逸	无	后方驻车雷达	L1	否
轩逸	后1	无	L1	否
卡罗拉	前1 后1	后方驻车雷达	L2	否
新宝来	后1	后方驻车雷达	L1	否
速腾	后1	前/后方驻车雷达	L2	否
星瑞	前1 后1	前/后方驻车雷达	L2	是

资料来源：汽车之家，安信国际整理

图 10：星锐 FOTA 升级内容

	升级亮点
FOTA	新增RPA遥控自动泊车功能，手机一键精准泊车入位 优化了540°“上帝之眼”功能，全景影像画质再提升 优化了整车NVH性能，提升驾乘体验品质
SOTA	新增抖音、西瓜视频、懂车帝等娱乐专区 新增百度地图、升级高德地图 车机语音播报声音进行优化，新增冯提莫、金莎等6种模拟真人语音包

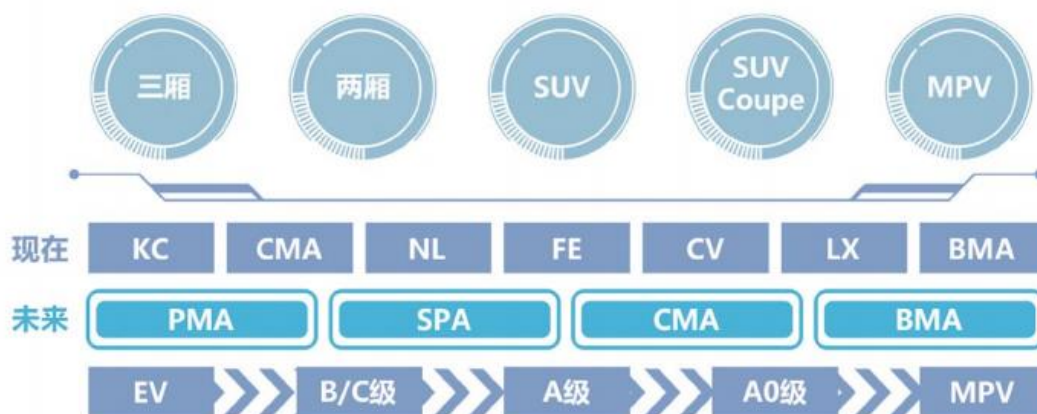
资料来源：吉利汽车公众号，安信国际整理

1.4 吉利平台化战略

现在吉利汽车使用 CMA 和 BMA 两大模块，生产领克系列、星瑞、星越等车型，沃尔沃使用 SPA 与 CMA 平台，生产 C30、C70、S60、XC70 等车型。平台化车型均分享相同的基础底盘结构、座架、电气系统以及传动系统，在成本、安全性、油耗性能等有较大提升。

未来吉利汽车将逐渐淘汰老车型，如远景系列，加快 BMA 和 CMA 产品布局，因为平台零部件通用化率最高可达 70%，研发成本较传统平台降低 20%-30%，研发周期缩短至 18-24 个月，速度提升近一倍。

图 11：吉利平台化战略



资料来源：吉利社会责任报告，安信国际整理

2. 吉利与沃尔沃合并重组后，将成为国际性汽车巨头

2.1 吉利与沃尔沃已经建立深度合作

2010 年吉利控股完成对沃尔沃汽车的 100% 股权收购。2020 年 2 月，吉利汽车发布公告：公司管理层正在与沃尔沃汽车公司的管理层进行讨论，以探讨通过两家公司的业务合并进行重组的可能性。2020 年下半年吉利汽车开始筹备在科创板上市，便暂停了吉利与沃尔沃的重组。2021 年初吉利控股董事长李书福在新年总结中指出，在吉利汽车成功登录科创板后，便重启吉利汽车与沃尔沃汽车重组。我们认为重组完成后，港股上市公司吉利汽车将会拥有吉利汽车、领克、几何、沃尔沃汽车、极星（待确认）等多个汽车品牌，品牌从低端、中端、高端燃油车，到中端电动车、高端电动车等领域实现全方位布局。

我们认为吉利汽车与沃尔沃已经有多方面的深度合作。吉利与沃尔沃联合成立欧洲研发中 CEVT，吉利学习沃尔沃成熟的模块平台技术，将研发重心转向模块化架构开发，推出 CMA/BMA 平台以及全新车型缤越、星越等。技术投入上，近十年，吉利累计研发费用超过 1000 亿元。截止 2019 年，吉利汽车集团及吉利科技集团已获得专利授权 1.7 万项，并在中、英、德、美、瑞士、西班牙等建有 8 个工程研发和造型设计中心，研发设计工程师数量超过 2 万人。

未来合并重组后这些优势会更加明显。1. 全球研发资源共享，将有望真正实现跨洲际高效率共同研发，让研发资源和成果实现共享。例如 2021 年沃尔沃的 SPA 平台生产 EX11 领克中大型 SUV，SEA 浩瀚架构将为吉利汽车、领克、几何、极星、沃尔沃共同使用。2. 借助沃尔沃在欧美市场影

响力，加速领克品牌国际化。3.联合采购，降低成本。吉利与沃尔沃的年产销量将超过 230 万辆，零配件采购量更大，优化结构，降低成本。

图 12: 吉利与沃尔沃的工厂及研发中心



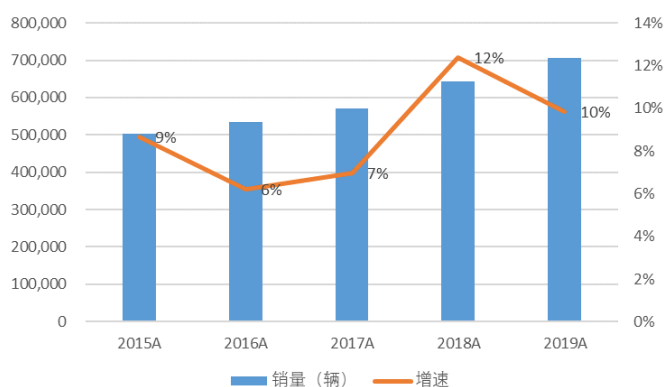
资料来源：吉利集团社会责任报告，安信国际整理

2.2 沃尔沃概况

沃尔沃被收购后，吉利控股资本投入 110 亿美元打造沃尔沃自有的造车架构 SPA，在 2014 年完成后推出了全新的 SUV XC90、SUV (XC60)、轿车 (S90/S60) 以及旅行车 (V90/V60)，

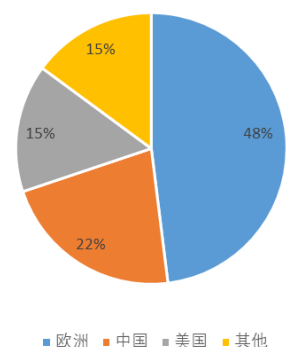
从 2015-2019 年，沃尔沃汽车的销量一直稳步提升，公司在中国、欧洲及美国等市场销量均呈现稳步提升状态。2019 年沃尔沃汽车在全球销量达到 70.5 万辆，同比增长 10%。当中欧洲占比 48%，是销量占比最大的市场，中国销量占比第二，比重为 22%，美国的销量占比 15%。

图 13: 沃尔沃汽车销量及增速



资料来源：年报，安信国际整理

图 14: 沃尔沃销量构成 (按区域划分)



资料来源：年报，安信国际整理

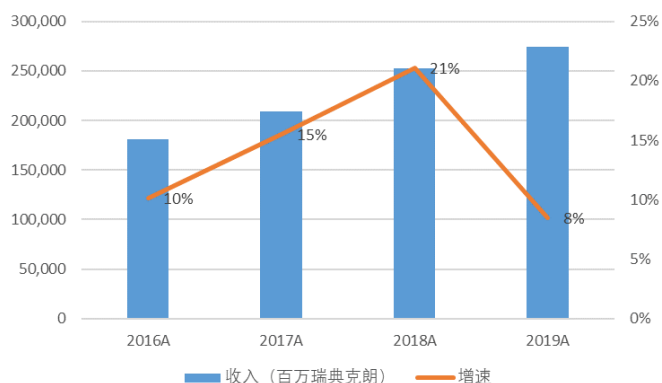
2016-2019 年，沃尔沃汽车的收入持续增加。2016-2019 年，收入增速分别为 10%、15%、21% 和 8%，在 2019 年沃尔沃汽车的收入达到 2741 亿克朗，约为 2156 亿人民币。

2016-2019 年，沃尔沃汽车净利润增速分别为 67%、37%、-4%和-2%，在 2019 年净利润达到 96 亿克朗，约为 76 亿人民币。

2016-2019 年，沃尔沃汽车的利润率较为平稳，毛利率保持在 20%，净利率为 4%。沃尔沃与吉

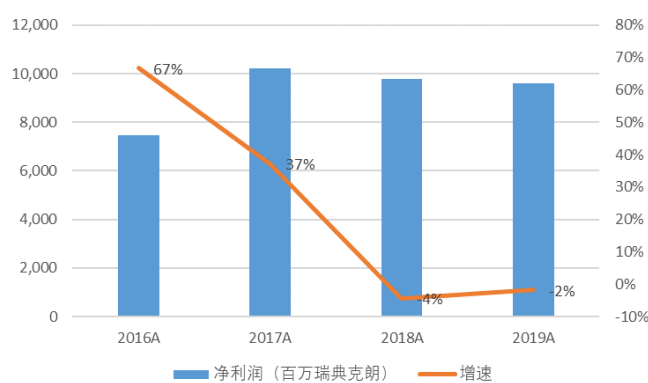
利的毛利率相近，但是沃尔沃的净利率远低于吉利汽车。

图 15: 收入及增速



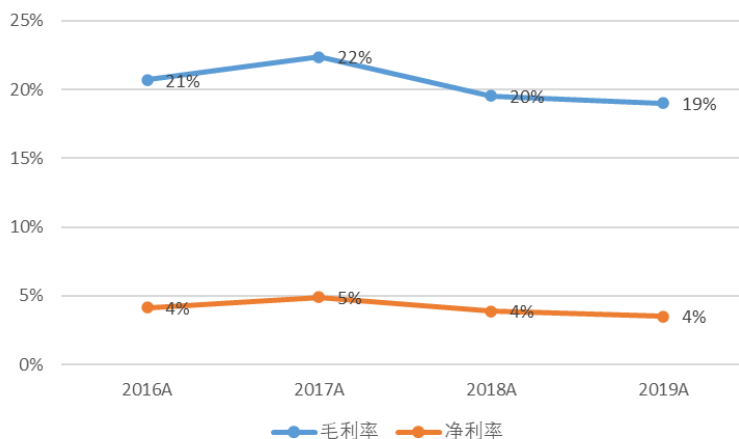
资料来源: 年报, 安信国际整理

图 16: 净利润及增速



资料来源: 年报, 安信国际整理

图 17: 毛利率与净利率



资料来源: 年报, 安信国际整理

沃尔沃计划在未来 10 年内成为纯电动品牌，到 2030 年时所有出售的沃尔沃产品都将会是纯电动车。公司对电气化战略给出了三阶段的规划，第一阶段(2020-2025): 预计在全球范围内电动车销量将占总销量的 20%; 第二阶段(2025-2030 年): 沃尔沃希望纯电动车的销量将占总销量的一半以上; 第三阶段(2030 年后): 沃尔沃将只销售电动车。

3. 浩瀚平台代表吉利汽车向智能电动化的转变

3.1 浩瀚平台介绍

浩瀚平台 SEA 是吉利花费了 4 年，投入 180 亿元，且在瑞典、英国、德国、中国等设立研究中心，共同研发的纯电动造车平台。到 2020 年底，在浩瀚架构上已经有 7 个品牌和 16 个车型研发。浩瀚平台与传统燃油车的架构不同，共有三层，分别是传统硬件层、浩瀚 OS 的系统层、以及承载商业模式的生态层，共同构成浩瀚架构。

浩瀚平台有两大核心能力，这也是吸引百度、富士康成立合资公司的主要原因。两大核心能力分别是 1.SEA 平台是全球最大带宽的智能纯电架构。浩瀚平台打破物理局限，可以打造 A-E 级车全尺寸汽车。在物理形态上，可以打造轿车、SUV、MPV、皮卡、轿跑、无人驾驶 robotaxi 等全部造型。2.全球最高效的智能电动车解决方案。软件开发时间短，传统嵌入式软件开发周期需要 36-44 个月，无法满足快速更新迭代的用户需求，浩瀚平台可以提供端到端的解决方案，使得汽车软件开发时间至少缩短 50%。

浩瀚平台以用户体验为核心，目标打造零边界智能出行体验。产品将围绕空间零边界、能量零边界、进化零边界、交互零边界、安全零边界和驾趣零边界等六个方面展开。

图 18: 浩瀚平台的内容



资料来源: 公司资料, 安信国际整理

空间零边界指的是车子的空间布置灵活,外形尺寸、内部空间远远超过燃油车,轴距范围可以达到1.8-3.3米,让汽车设计师对整车的造型设计有更大的想象空间。

能量零边界指的是解决里程焦虑,绕围着电驱动、电管理和电生态展开。电驱动是要使用最新的三电技术与硬件。吉利汽车在三电方面研发团队超过700人,且吉利已经在售的电动车超过17款,通过曹操专车运营的新能源车里程超过42亿公里,吉利电动车的核心技术与部件已经得到充分验证。未来将全球首发20万公里无衰减,200万公里长寿命动力电池。自主研发高性能两档电驱动变速器,最高轮边扭矩达到8000牛米。电管理是将能量管理个性化,高效化。未来浩瀚平台产品的能量管理将与云端算力相结合,让车主在不同地方、不同路况、不同天气下合理使用电量。电生态是提高汽车充电效率,降低能耗。比如使用碳化硅电动模块、热泵空调等。且计划到2022年使用800V系统,可以让车充电5分钟跑120公里

进化零边界是指汽车操作系统浩瀚OS,这是一套端到端的开发系统。底层是电子电器架构,其核心在于硬件软件化,把所有硬件功能提取出来变成标准化服务,提供给开发者,目前已经能提供超过4000个API接口,后续随着SEA架构开发的深入会持续提升。另外配合云提供算力和应用场景部署,为开发者提供完整的开发工具。初期在硬件系统上吉利与世界主流芯片公司合作,后续吉利将自己研发芯片。公司计划2021年自己研发生产7nm工艺流片的芯片SE1000,支持全功能、高性能数字座舱。2022年推出高性能AD1000芯片可以支持L4级自动驾驶。以领克zero为例,将会使用Mobileye EyeQ5芯片,一开始所有功能只占用芯片算力40%内,可以满足领克zero整个生命周期的升级使用。

安全零边界指汽车的安全性。浩瀚架构以全域安全理念作为安全基准,守护生命域、健康域、财产域、隐私域四大域共计9大系统。基于架构开发的所有产品均可达到全球五星安全标准。在三电安全方面,电池包+模组电芯的安全测试达202项。其中,针对电池保护至关重要的整体侧柱碰撞测试,更是以超过国际标准的严苛要求确保结构的安全性能。在用户的隐私安全保护上,浩瀚架构以满足欧美市场GDPR的要求开发,并在5GTbox上率先部署国密芯片,以保障车辆使用者的信息安全。

交互零边界是指智能驾驶和自动驾驶,浩瀚平台满足完全自动驾驶能力。平台第一款车型领克zero具备脱手、脱眼、自动泊车、自动变道、自动导航驾驶功能。基于浩瀚架构的个人车辆,将于2021年在结构道路实现高度自动驾驶。2023年之前,在开放道路实现高度自动驾驶。同时,浩瀚架构上开发的自动驾驶出租车等智能交通工具,将于2022年,率先在结构道路实现完全自动驾驶,并于2022年亚运会核心区域,提供智能出行服务;2025年之前,在开放道路上实现完全自动驾驶。

驾趣零边界是指驾驶感,浩瀚架构以电池为中心,采用专属的高性能纯电底盘,不仅重心低,还可实现50:50的前后配重平衡。架构上的产品可搭载高性能电四驱系统,实现毫秒级的动力分配;最高600KW的双电机布局,将产品的百公里加速时间缩短至3秒以内。

图 19: 浩瀚平台产品自动驾驶规划

2021 结构道路 高度自动驾驶 (个人车辆)	2022 结构道路 完全自动驾驶 (Robot Taxi)	2023 开放道路 高度自动驾驶 (个人车辆)	2025 开放道路 完全自动驾驶 (Robot Taxi)
批量规模化部署	轻量化L4部署	有限区域内覆盖停车场, 高速路, 市政道路等场景的L4	基于Zenseact技术, 高精度地图、超级大脑等技术
数据收集, 成为数据研发的基础	最大化连续自动驾驶时长	级无人驾驶体验	真正的完全无人驾驶
影子模式	多个场景叠加: 跨层泊车; 随机车位; 特定场景下脱手脱眼		
OTA模式			

资料来源: 公司资料, 安信国际整理

3.2 以浩瀚平台造车为核心, 吉利集团与百度、富士康成立合资公司

1月11日百度宣布以整车智能制造商的省份进入智能汽车赛道, 而吉利作为战略合作伙伴将为百度提供最新研发的浩瀚SEA智能进化体验架构。而目前根据公开市场的消息, 百度与吉利的合作并未披露出来细节, 包括董事会人数比例以及具体业务分工, 根据吉利控股的描述: “此次合作将基于吉利最新研发的全球领先纯电动架构——SEA浩瀚智能进化体验架构展开”。对比百度的描述为: “百度汽车公司将着眼于智能汽车的设计研发、生产制造、销售服务全产业链, 传承百度强大的人工智能、互联网科技基因, 利用Apollo领先的自动驾驶能力, 发挥在汽车智能化领域长达8年的经验优势, 重塑智能汽车产品形态, 成为智能出行时代的变革者”。

百度Apollo平台是其自动驾驶战略的重要组成部分。百度的Apollo平台以人工智能算法作为核心, 感知端采用激光雷达、毫米波雷达、超声波雷达、高精度定位及惯性导航、V2X等, 辅以高精度地图, 构筑了Apollo平台自动驾驶功能实现的根基。典型应用场景包括近期落地的Robotaxi无人驾驶出租车。此次进军乘用车有利于将Apollo平台应用于成长迅速的电动汽车行业。

2021年1月13日, 吉利控股集团与富士康科技集团共同签署战略合作协议, 双方将成立合资公司, 为全球汽车及出行企业提供代工生产及定制顾问服务, 包括但不限于汽车整车或零部件、智能控制系统、汽车生态系统和电动车全产业链全流程等。合资公司将导入ICT(信息与通信技术)分工模式, 帮助客户企业超越现有汽车产业模式, 向创新高效的制造供应链体系和商业模式加速转型, 为汽车的电动化、智能化、网联化、共享化架桥铺路, 创造价值, 实现共赢。根据协议, 合资公司双方各持股50%。合资公司董事会由五名董事组成。其中, 富士康委派三名董事, 吉利控股委派两名董事, 董事长由富士康委派。

富士康是全球消费电子代工的绝对龙头, 并且早在2015年, 就联手腾讯、和谐汽车共同出资10亿元, 成立了和谐富腾, 负责生产制造部分, 但是不久富士康选择停止投资, 项目随之搁浅。此后2018年投资了小鹏汽车, 2020年进入汽车制造部署的快车道, 连续与FCA、裕隆汽车成立合资公司。2021年1月与拜腾汽车、南京市经济技术开发区签署框架协议推进M-Byte量产, 随后不久与吉利汽车成立合资公司, 明确了进入汽车代工领域。

富士康在2020年后加速布局汽车业务, 主要逻辑是一方面承接手机业务进入存量竞争阶段后的新业务驱动, 另一方面在新能源车积累代工能力, 进而为更多第三方企业代工。富士康的现任董事长刘扬伟对电动汽车行业较为看好, 此前曾表示全球电动车市场在2025-2030年将达到每年3600万规模, 富士康目标在2025-2027年拿下10%的份额。

作为苹果的最大代工商, 富士康在汽车代工领域的布局可以说是为争取苹果造车的订单做准备。而苹果的造车计划一直保持低调, 从2014年启动造车项目以来一直没有确定采取特斯拉自建的模式还是与传统消费电子终端类似的代工模式。关于为苹果造车的代工商候选一直

传闻不断，近期现代汽车的传闻呼声很高，但是在一切尘埃落定之前，富士康想要加入苹果合作也需要充足的准备经验。

图表 20：吉利集团李书福、安聪慧参与签约



资料来源：吉利控股官网

图表 21：富士康科技郭台铭、刘扬伟参与签约



资料来源：吉利控股官网

综合来说，吉利集团与百度、富士康的合作都是围绕着浩瀚平台 SEA，足见浩瀚平台技术的优越性。浩瀚平台的两大核心能力，才是合作的关键点，满足百度与富士康的造车需求，缩短造车时间。1.SEA 平台是全球最大带宽的智能纯电架构。浩瀚平台打破物理局限，可以打造 A-E 级车全尺寸汽车。在物理形态上，可以打造轿车、SUV、MPV、皮卡、轿跑、无人驾驶 robotaxi 等全部造型。2.全球最高效的智能电动车解决方案。软件开发时间短，传统嵌入式软件开发周期需要 36-44 个月，无法满足快速更新迭代的用户需求，浩瀚平台可以提供端到端的解决方案，使得汽车软件开发时间至少缩短 50%。

对于上市公司吉利汽车来说，两个合作无法产生直接的业绩贡献。但是随着合作方加入，车型与销量增加后，有利于提升整体规模效应和采购规模，降低成本。另外吉利汽车在公告中也披露，不排除与百度、富士康潜在合作机会可能性。

3.3 领克 zero 一个可以与特斯拉 Model 3、Y、比亚迪汉、小鹏 P7 正面硬刚的产品

领克 zero 作为浩瀚平台上的开山之作，我们认为从尺寸、续航、车内外设计等多个方面来看，领克 zero 将是一个可以与特斯拉 Model 3、Model Y、比亚迪汉、小鹏 P7、蔚来 ES6 全面竞争的产品。领克 zero 量产车将在 4 月 21 日上海国际车展期间亮相，且开始接受预定，计划在 21 年三季度交付。

领克 zero 在外形设计上前脸采用了家族化的设计，LED 分体式大灯造型独特。车尾采用贯穿式的尾灯，首次应用在领克上，造型动感，辨别度极高，车身长度达到了 4950mm，轴距为 2999mm，空间方面表现出色。

从内饰上领克 ZERO 保留了一个的小液晶屏幕用以显示最基本的行车信息，而且前风挡还带有 HUD 功能。ZERO 的内饰中最吸引眼球的就莫过于它的“极光氛围灯”。另外采用 Econyl 环保材质打造而来的内饰面料，全车隐藏式的空调出风口以及随处可见的真铝合金饰板。

从驾驶数据来看，ZERO 将会拥有 700+NEDC 续航里程、零百加速 4 秒以内、搭载空气悬挂、电池将能实现 20 万公里无衰减、200 万公里长寿命以及支持 800V 高压充电，拥有高度自动驾驶能力的轿跑车。

图表 22: 领克 zero 外观图



资料来源: 领克汽车公众号

图表 23: 领克 zero 内饰图



资料来源: 领克汽车公众号

领克 zero 作为浩瀚平台的开山之作, 代表着吉利在智能电动车的最高水平, 意义重大。我们认为领克 zero 有望将会成为爆款车型。主要因为:

一、领克品牌是成功且成熟的中高端品牌, 给领克 zero 提供良好的客户基础及销售渠道。2020 年 12 月, 领克汽车销售新车 2.5 万台, 同比增长约 130%, 环比增长约 9%, 实现连续九个月的同比、环比双增长。2020 全年领克汽车总销量达到 17.5 万台, 同比增长约 37%, 在 2020 年实现逆势增长。自 2017 年底首款车型投放市场至今, 领克汽车累计销量超过了 43 万台, 在领克汽车超过 43 万名的车主群体中, 90 后用户占比约 40%, 85 后+90 后用户占比超过 60%。目前, 领克 APP 注册用户超过 118 万, 月活用户超 61 万人次, 成为品牌与车主连结的重要平台。庞大的粉丝数量足以彰显品牌吸引力, 也为领克汽车的后续发展提供了充足的潜在客户。其他自主品牌在智能电动车发展, 大部分是成立一个新的高端品牌, 独立发展。例如东风汽车的岚图、北汽的极狐、广汽的埃安、长城汽车的 SL 等等。我们认为成立新的高端智能电动车品牌发展是极具挑战性的, 由于品牌、渠道、产品系列的建设需要时间, 短期内是无法与特斯拉、蔚来、小鹏、比亚迪去竞争。例如北汽的极狐 ARCFOX 在全国仅有 9 个交付中心, 10 月发售第一款车型极狐 αT 在 11 月销量仅为 94 台。因此我们认为吉利选择成熟且成功的领克品牌去发展智能电动车是明智之举, 一方面消费者更容易接受, 市场关注度高, 有利于销量提升。另一方面渠道、宣传费用低, 实现盈利。

二、依托于浩瀚平台架构优势, 领克 zero 的外形与内饰不但拥有领克家族的风格, 且添加更多科技属性。我们觉得领克 zero 与 Model 3、Model Y、小鹏 P7、比亚迪汉在续航、动力等方面不相伯仲的情况下, 要想在这个激烈的市场当中脱颖而出, 就需要在车辆自身配置等方面有所亮点, 提升用户体验。例如车门是无门框设计+电吸合+自动感应开门, 无框车门设计独特, 深受年轻人喜爱, 搭载的车型有奔驰 CLA、宝马 2 系、大众 CC、MINI COOPER、小鹏 P7 等。领克 zero 开发一套热管理系统, 提升用户制热和充电体验。冬天电动车制热导致续航打折已经成为行业问题, 被大量消费者质疑和投诉。吉利 zero 将搭载直接式热泵, 其能效比 PTC 提高 1-3 倍, 比普通热泵提高 10% 的热效率; 吉利 zero 将配备全自动空气式悬架, 离地间隙 150-220mm。目前中国热销的电动车中仅有蔚来汽车 ES6、ES8、EC6 使用空气悬架。

图 24: 领克 zero 的亮点



资料来源：汽车之家，安信国际整理

三、领克 zero 续航、加速、轴距、芯片等方面属于行业顶尖水平，合理的定价以及互联网式的运营思维至关重要。我们预测领克 zero 价格在 23-37 万，分为不同续航与不同配置。价格区间将与 Model 3、Model Y、小鹏 P7、AION LX、比亚迪汉相近。由于现在政策补贴以 30 万为界限，我们相信 30 万内将是领克 zero 最重要的价格区间。

图 25: 领克 zero 与竞品对比

	Model Y	Model 3	蔚来ES6	蔚来ES8	小鹏P7	Aion LX	Aion S	汉	领克ZERO
补贴后价格	33.99-36.99	24.99-33.99	34.36-50.35	45.0-60.15	22.99-40.99	22.96-34.96	13.98-20.58	22.98-27.95	/
类别	SUV	轿车	SUV	SUV	轿车	SUV	轿车	轿车	轿跑
轴距	2890	2875	2900	3010	2998	2920	2750	2920	2999
电池能量KWH	77	55-75	70-100	70-100	70.8-80.9	93	49.4-58.8	77	/
续航里程	594/480	468/605	420-610	415-580	562-706	520-600	410-510	550-605	700
百公里加速	3.7-5.1	3.3-5.6	4.7-5.6	4.9	4.3-6.7	3.9	7.9	3.9-7.9	4秒内
驱动结构	双电机全驱动	后轮驱动/双电机全驱动	四驱	四驱	后驱/双电机四驱	前驱	前驱	前驱/双电机四驱	双电机全驱动
电机最大功率	317-339	202-339	320-400	400	196/316	135-300	100-135	163	/
电机最大扭矩	545-623	404-639	610-725	725	390-655	350-700	300	330	/
芯片		HW3.0	Mobileye EyeQ4	Mobileye EyeQ4	NVIDIA DRIVE Xavier	Mobileye EyeQ4	/	骁龙625	Mobileye EyeQ 5

资料来源：汽车之家，安信国际整理

4. 目标价 60 港元，买入评级

4.1 在 2021 年吉利有五大看点

我们认为 2021 年有五个事项会对吉利汽车的业绩与股价有重大影响：

1. 21 年吉利计划发布至少 4 款新车，助力销量增长。包括领克 zero (SEA 平台)、领克大型 SUV (SPA 平台) EX11、新帝豪(BMA)、新博越 (CMA) 等。我们最看重领克 zero 的销量表现，预计领克 zero 在 4 月上海车展亮相，接受预定，Q3 量产交付。新车型销售火爆，对于车企业绩与股价有着重要的作用。比如 20 年长城汽车的新 H6、大狗、坦克；比亚迪汉；吉利星瑞上市后大获好评，也是各大公司股价大涨的开始。
2. 成功在科创板上市，计划融资 200 亿。我们认为科创板成功上市代表着吉利汽车是科技公司，而不是传统制造业，估值将会有巨大改变。预计 21 年上半年完成。
3. 吉利与沃尔沃合并重组，“大吉利”将成为全球性车企巨头。重组完成后上市公司将拥有吉利汽车、领克、几何、沃尔沃、极星（可能并入）等多个汽车品牌。可以看到汽车品牌从低端、中端、高端燃油车，到中端电动车、高端电动车等领域实现了全方位布局。预计 21 年上半年完成。
4. 以混动技术为核心，吉利汽车向新能源车企加速转型。2021 年下半年吉利汽车将公布双电机高电压混合动力系统。采用专业的混动发动机热效率达到 49.5%，超过市场其他竞品。吉利的混动

技术可以与丰田、本田正面竞争。预计在 21 年 Q4 吉利旗下的核心车型将陆续推出混动版本。

5.浩瀚平台是全球最大带宽的智能纯电架构和最高效的智能电动车解决方案。在 1 月吉利控股与百度、富士康达成战略合作，发展智能电动车。我们相信未来在浩瀚平台上会有更多的战略合作。

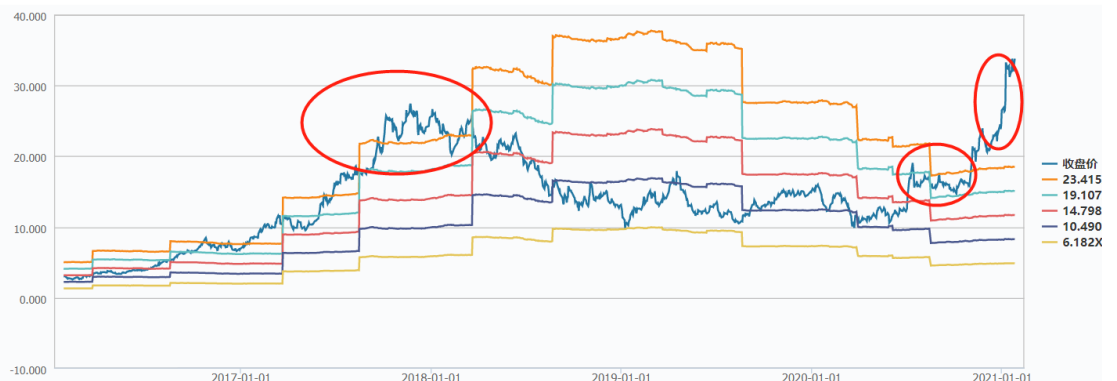
综合而言，2021 年是吉利汽车科技转型与智能电动车发展的全速之年，处于强劲的产品周期。销量与盈利能力持续提升。并且吉利的所有产品将开始混动化、智能化、电动化，进入新的发展阶段。

4.2 以科技股估值来衡量吉利汽车未来发展更准确，目标价 60 港元，买入评级

2020 年汽车行业格局发生重大变化，特斯拉、理想汽车、蔚来、小鹏汽车等车企的市值及估值全面超越传统车企。造车新势力正在逐步改变汽车行业的盈利模式，通过软件、自动驾驶等服务扩大单车盈利，如特斯拉 FSD、蔚来电车分离、换电服务等。我们觉得自主品牌车企与造车新势力一样，都是新能源汽车大潮的受益者和参与者。吉利汽车在自动驾驶、电子电气架构、平台化造车等方面拥有着世界顶尖实力，其短板在于运营模式。我们相信随着领克 zero 的上市热销后，市场将会对吉利汽车的智能电动车实力进行价值重估。

截至 1 月 25 日，吉利汽车收盘价为 33.8 港元，超越了 2017 年的股价最高点 28.9 港元。我们认为当前股价仅体现吉利燃油车业务的价值，吉利的混动技术与浩瀚平台的价值被低估，从 PE Band 可以看到历史上估值最高的两个阶段，第一个为 2017-2018 年，吉利汽车 3.0 时代，以博越、帝豪 GL、领克 01 上市热销为代表，处于强劲燃油车产品周期。第二阶段为 2020 年 11 月吉利汽车 4.0 时代，以吉利星瑞上市热销为起点，以及在 2021 年 1 月，吉利控股与百度、富士康、腾讯达成战略合作，股价加速上涨。我们觉得 2021 年的吉利汽车与 2018 年的吉利汽车有着巨大的不同，2021 年及以后的吉利汽车销量与业绩会不断提升，且来自新能源及智能化业务占比大幅提升，因此以科技股估值来衡量吉利汽车未来发展更为准确。

图 26: PE-BAND



资料来源: wind, 安信国际整理

通过估值对比，可以看到港股汽车估值已经有明显分化，吉利、长城及比亚迪为代表的自主品牌龙头企业估值远远高于广汽、华晨、北汽等合资企业，核心在于吉利、长城和比亚迪经过多年正向研发积累，积极布局新四化，无论燃油车还是新能源车业务均已拥有成功的品牌、产品及技术。反观华晨、北汽、东风严重依赖中外合资公司，在新四化发展较为保守。

美股新能源汽车企平均市销率为 19.2 倍，当中估值最低的为理想汽车 21 年市销率 9.8 倍。最后我们上调吉利汽车目标价至 60 港元，较现价有 78% 上升空间，相当于 2021 年 39.2 倍市盈率与 4.6 倍市销率，给予买入评级。

图 27: 港股汽车估值

公司	代码	股价 (港元)	市值 (亿)	21PE	22PE
吉利汽车	175 HK	33.8	3318	22.1	17.8
长城汽车	2333 HK	28.3	2597	24.6	20.2
比亚迪	1211 HK	278.4	7595	102.0	76.5
广汽集团	2238 HK	7.9	817	7.8	6.9
华晨中国	1114 HK	6.4	322	3.6	3.2
北京汽车	1958 HK	3.0	236	5.2	4.8
东风汽车	489 HK	8.6	740	5.0	4.8
平均				24.3	19.2

资料来源: 彭博, 安信国际整理

图 28: 美股新能源汽车估值

公司	代码	股价 (美元)	市值 (亿)	21PS
特斯拉	TSLA	880.8	8349	26.8
蔚来	NIO	59.9	935	19.5
小鹏	XPEV	54.6	431	20.9
理想	LI	31.9	287	9.8
平均				19.2

资料来源: 彭博, 安信国际整理

5 风险提示

汇率风险; 政策风险; 汽车召回; 疫情风险

附表：财务报表预测

损益表(百万元)

	18年 实际	19年 实际	20年 预测	21年 预测	22年 预测
收入	106595	97401	89609	106635	120924
毛利	21513	16917	15502	20581	24789
销售费用	(4523)	(4332)	(4660)	(4692)	(5321)
管理费用	(3777)	(5122)	(5197)	(5225)	(5804)
其他收入	1237	1225	1237	1249	1262
营业收入	14450	8687	6882	11913	14926
财务开支	79	108	157	164	173
营业外收支	430	842	1631	2713	3277
税前盈利	14959	9636	8670	14790	18376
所得税	(2285)	(1375)	(1301)	(2219)	(2756)
少数股东应占利润	(121)	(72)	(66)	(113)	(141)
净利润	12553	8190	7303	12459	15479
EPS (元)	1.41	0.91	0.74	1.27	1.58

增长

总收入 (%)	15%	-9%	-8%	19%	13%
每股收益 (%)	18%	-35%	-18%	71%	24%

资产负债表(百万元)

	18年 实际	19年 实际	20年 预测	21年 预测	22年 预测
现金	15737	19281	24000	23231	22041
应收账款	22865	25845	26155	31125	35295
存货	4097	4821	4483	5362	6230
其他流动资产	86	67	67	67	67
总流动资产	42785	50014	54705	59784	63633
固定资产	23423	27070	27510	31383	33676
投资性资产	3673	3693	4539	4985	5436
其他固定资产	21580	27150	27992	30968	37257
总资产	91461	107928	114746	127121	140002
应付帐款	41438	47873	44080	46068	46318
短期银行贷款	1375	0	0	0	0
其他短期负债	947	653	616	616	616
总短期负债	43760	48526	44696	46684	46933
长期银行贷款	0	2089	1671	1588	1572
其他负债	2326	2388	1949	1455	1224
总负债	46086	53003	48316	49726	49729
少数股东权益	431	489	555	668	809
股东权益	44944	54436	65875	76726	89464
每股账面值(元)	5.0	6.1	6.7	7.8	9.1
营运资金	(975)	1488	10010	13101	16700

转下页

财务分析

	18年 实际	19年 实际	20年 预测	21年 预测	22年 预测
盈利能力					
毛利率	20.2%	17.4%	17.3%	19.3%	20.5%
净利率	11.8%	8.4%	8.2%	11.7%	12.8%
ROE	31.6%	16.5%	12.1%	17.5%	18.6%
营运表现					
SG&A/收入(%)	8%	10%	11%	9%	9%
实际税率(%)	15%	14%	15%	15%	15%
股息支付率(%)	22%	22%	22%	22%	22%
库存周转天数	18	22	22	23	24
应付账款天数	178	217	217	195	176
应收账款天数	78	97	107	107	107
财务状况					
总负债/股本	1.0	1.0	0.7	0.6	0.6
收入/总资产	0.6	0.5	0.4	0.4	0.5
总资产/股本	2.0	2.0	1.7	1.7	1.6

现金流量表(百万元)

	18年 实际	19年 实际	20年 预测	21年 预测	22年 预测
融资成本					
融资成本	(79)	(108)	(157)	(164)	(173)
营运资金变化	17165	12510	12831	17157	20930
所得税	(2285)	(1375)	(1301)	(2219)	(2756)
其他营运活动	(876)	1510	(3610)	(3696)	(4616)
营运现金流	13925	12538	7764	11078	13385
资本开支					
资本开支	(7523)	(7575)	(6900)	(10400)	(12400)
其他投资活动	(3795)	(3216)	135	240	232
投资活动现金流	(11319)	(10791)	(6765)	(10160)	(12168)
负债变化					
负债变化	0	688	(418)	(84)	(16)
股本变化					
股本变化	0	0	0	0	0
股息					
股息	(2161)	(2806)	(1802)	(1607)	(2741)
其他融资活动	1854	3881	5940	3	350
融资活动现金流	(306)	1763	3720	(1687)	(2407)
现金变化	2300	3510	4719	(769)	(1190)
期初持有现金					
期初持有现金	13415	15737	19281	24000	23231
汇率变动					
汇率变动	23	34	0	0	0
期末持有现金					
期末持有现金	15737	19281	24000	23231	22041

数据来源：公司资料，安信国际预测

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安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。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。安信国际，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、意见及推测反映安信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。安信国际，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、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，而应根据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。

安信国际及其高级职员、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。安信国际，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)，安信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。

收件人应注意安信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，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信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。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

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。
- 安信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。

安信国际证券(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