

吉利汽车(0175.HK)

报告日期: 2021 年 3 月 16 日

新时代, 新吉利

——吉利汽车深度报告

✎ : 王敬 执业证书编号: S1230520080009
☎ : 王敬、刘文婷
✉ : wangjing02@stocke.com.cn

报告导读

吉利汽车是 2021-2022 年新车周期最强的整车标的, 主力车型基于 BMA/CMA/SPA 等平台换代, 同时, 预计将推出 4 款全新车型。我们认为吉利汽车 2021-2022 年基于平台化的新车周期+全新电动车+智能化布局将有助于公司量利齐升, 公司进入新一轮增长周期, 市占率和盈利能力有望提升一个台阶。

投资要点

吉利汽车 2021-2022 年迎来强产品周期, 爆款新车有望驱动公司业绩增长和估值提升超预期。

□ 超预期因素一: 基于新平台的新车销量和盈利超预期

(1)**新一轮强产品周期**: 吉利汽车 2021 年迎来新一轮强产品周期, 公司主力车型帝豪系列、博越基于 BMA/CMA 平台换代, 销量有望恢复到前期水平; 全新车型星瑞(20 年底已上市)、星越 L、领克旗舰 SUV、电动车领克 Zero Concept 等, 预计 2022 年也将有多款新车上市, 公司未来两年销量有望高速增长; (2)**单车盈利能力提高**: 车企盈利与终端折扣、成本控制、规模效应等密切相关, 2021 年吉利主力车型换代, 终端折扣有望收窄; 整合平台进行模块化造车, 开发周期缩短, 开发费用降低, 通过提高零部件共用率, 生产成本降低, 预计公司未来单车盈利能力将大幅提高。吉利全新一代产品在动力、设计、科技配置等方面达到市场领先水平, 产品竞争力极强, 销量和盈利有望超预期。

□ 超预期因素二: 全新一代电动车竞争力和销量超预期

2020 年吉利汽车发布了全新的电动车平台 SEA 架构, 基于新平台, 未来每年将推出多款电动车, 2021 年首款 SEA 架构的电动车领克 Zero 将上市, 我们认为领克 Zero 开启了吉利电动车的新时代: (1)**硬件配置丰富**: 车长 4950mm, 轴距 2999mm, 100kWh 电池, 续航 700 公里, 支持 800 伏高压系统; 搭载全自动空气悬架、感应无框电动门等; (2)**软件功能领先**: SEA OS 智能系统、全景整车 FOTA; 使用 Mobileye 最新 EyeQ5 高算力芯片的自动驾驶辅助系统, 实现 ADAS 可拓展功能和不同的智能驾驶场景。吉利电动车领克 Zero 在硬件配置、智能驾驶等方面达到行业领先水平, 销量有望达到 7000 台/月以上。

□ 超预期因素三: 智能驾驶研发和商业应用进程超预期

吉利汽车在智能驾驶领域早有布局, 通过亿咖通、Fretech 在智能座舱、智能驾驶系统等领域展开研发; 吉利研究院组建智能驾驶研发团队, 针对 Level 3/Level 4 高度无人驾驶进行研发, 基本掌握了算法、控制策略、软件/硬件架构以及功能安全等。同时具备整车控制、域控制等相关技术开发, 实现 FOTA 等功能的量产。基于 SEA 架构的个人车辆 2021 年实现结构道路辅助驾驶, 2023 年在开放道路高度自动驾驶, 2025 年 Robotaxi 在开放道路上实现完全自动驾驶。

□ 股价催化因素

(1)2021 年新车型销量超预期, 增速高于行业平均, 市占率持续提升; (2)模块化造车降本效果显著, 增厚单车净利润, 公司盈利能力提高; (3)SEA 架构电动车销量超预期, 智能化加速, 科技属性提升公司估值水平。

评级

买入

上次评级

买入

当前价格

HKD 23.2

半年度业绩

元/股

H1/2020

0.25

H2/2019

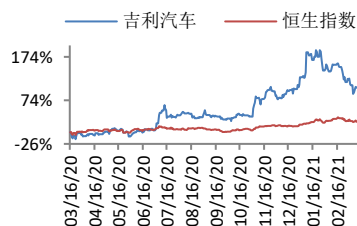
0.46

H1/2019

0.44

H2/2018

0.66



公司简介

吉利汽车是国内自主品牌乘用车龙头企业, 旗下三大乘用车品牌: 吉利、几何、领克, 覆盖低端-高端车型。公司积极布局前瞻技术, 把握行业转型发展的新机遇, 重点进行电动化、智能化等相关领域的技术研发, 率先开展业务转型调整, 进一步夯实行业龙头地位。

相关报告

报告撰写人: 王敬

联系人: 王敬、刘文婷

□ 盈利预测及投资建议

我们预计吉利汽车 2020-2022 年营业收入分别为 918.6/1207.5/1333.2 亿元, YOY 分别为 -5.7%/31.4%/10.4%; 归母净利润分别为 75.5/120.3/149.7 亿元, YOY 分别为 -7.9%/59.5%/24.4%; EPS 分别为 0.77/1.23/1.52 元, 对应 PE 27.4/17.2/13.8 倍。综合考虑公司 21-22 年高增长的确定性, 以及电动智能化布局领先, 给予公司 21 年 30 倍 PE, 对应目标价 44 港元(1 港元=0.8380 人民币), 首次覆盖, 给予“买入”评级。

□ 风险提示

乘用车需求不及预期; 新车销量不及预期; 电动智能化不及预期。

财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	97401.25	91863.51	120745.30	133319.79
(+/-)	-8.63%	-5.69%	31.44%	10.41%
净利润	8189.64	7546.54	12034.01	14964.87
(+/-)	-34.76%	-7.85%	59.46%	24.35%
每股收益(元)	0.83	0.77	1.23	1.52
P/E	25.25	27.40	17.18	13.82

正文目录

1. 厚积薄发，吉利迈入新时代	7
1.1. 二十余载，造自主品牌龙头	7
1.2. 拐点已至，吉利站在新起点	10
2. 整合平台，全面模块化造车	14
2.1. 过去：平台繁杂，通用性低	14
2.2. 今日：合作开发，推陈出新	16
3. 新品周期：2021 年量利齐升	19
3.1. 重视研发，提升产品竞争力	19
3.2. 爆款频出，新一轮产品周期	22
4. 全新架构：拥抱电动新时代	26
4.1. 电动智能，自主品牌新机遇	26
4.2. 纯电平台，升级新浩瀚架构	28
4.3. 领克 Zero，引领吉利电动化	30
5. 盈利预测与投资建议	31
6. 风险提示	32

图表目录

图 1：吉利汽车发展历史	7
图 2：吉利集团主要汽车品牌	8
图 3：2014-2020 年吉利汽车产品变迁	9
图 4：吉利汽车销量及增速(万辆)	9
图 5：吉利汽车主力车型销量占比	9
图 6：吉利汽车产品变化趋势	10
图 7：2009-2020 年乘用车销量及增速(万辆)	11
图 8：2009-2020 年自主品牌销量及增速(万辆)	11
图 9：2009-2020 年自主品牌市占率(万辆)	11
图 10：2009-2020 年吉利汽车销量情况(万辆)	11
图 11：2014-2020H1 吉利汽车营业收入及增速	12
图 12：2014-2020H1 吉利汽车归母净利润及增速	12
图 13：2011-2020H1 吉利汽车单车均价变化	12
图 14：2011-2020H1 吉利汽车毛利率变化	12
图 15：2018-2020 年乘用车终端零售销量(万辆)	13
图 16：2019-2020 年各线城市销量增速	13
图 17：吉利汽车主力车型销量情况	13
图 18：远景系列车型	15
图 19：2014-2020 年远景系列销量及占比(辆)	15

图 20: 帝豪系列车型	15
图 21: 2014-2020 年帝豪系列销量及占比(辆)	15
图 22: KC、NL 和 CV 平台车型	16
图 23: 2016-2020 年博越销量及占比(辆)	16
图 24: 吉利汽车的模块化生产平台	17
图 25: BMA 平台车型	18
图 26: BMA 平台车型销量(辆)	18
图 27: CMA 平台车型	19
图 28: CMA 平台部分车型销量(辆)	19
图 29: 吉利汽车的全球化布局	20
图 30: 2013-2019 年吉利汽车研发投入	21
图 31: 2013-2020H1 吉利汽车研发投入占营收比例	21
图 32: 星瑞外观图	22
图 33: 星瑞中控图	22
图 34: 星瑞 OTA 功能	23
图 35: 星瑞智能驾驶功能	23
图 36: 星瑞及主要合资竞品销量(辆)	24
图 37: 2019-2020 年帝豪系列销量(辆)	24
图 38: 2019-2020 年博越销量(辆)	24
图 39: 2012-2016 年大众汽车毛利率变化(尾气门赔偿金额还原后)	25
图 40: 2018-2020 年我国新能源乘用车批发销量和增速	26
图 41: 2014-2025E 年我国新能源汽车渗透率变化	26
图 42: 节能与新能源乘用车技术路线占比预测	26
图 43: 2019-2020.12 月新能源乘用车零售销量及增速(万辆)	27
图 44: 2019-2020.12 月 BEV 销量及增速(万辆)	27
图 45: 2019-2020.12 月 PHEV 销量及增速(万辆)	27
图 46: 几何 A 销量(辆)	28
图 47: 几何 C 销量(辆)	28
图 48: 吉利浩瀚架构	28
图 49: 浩瀚架构分层结构	28
图 50: 基于浩瀚架构的个人车辆自动驾驶规划	29
图 51: 领克 Zero 造型图	30
图 52: 领克 Zero 内饰图片	30
表 1: 2012-2020 年国内主流乘用车企业市占率变化	9
表 2: 吉利汽车造车平台发展历程	17
表 3: 吉利发动机发展历程	21
表 4: 星瑞与同级别竞品车型性能对比	23
表 5: 星瑞与同价位竞品车型的性能参数对比	23
表 6: 吉利汽车主力车型换代计划	25
表 7: 吉利汽车新产品	25
表 8: 领克 Zero 和竞品性能参数对比	30
表 9: 可比公司估值	32
表附录: 三大报表预测值	33

吉利汽车经历二十余年的发展，在 3.0 精品车时代，通过帝豪系列、博越等爆款车型销量突破 100 万辆，稳居国内自主品牌龙头，17-20 年行业下行，公司销量和业绩短期承压。我们认为吉利汽车 2021 年将会迎来拐点，行业与公司周期共振，预计 21-22 年公司销量增速远超行业平均水平，吉利的市占率和盈利有望提升一个台阶。

1.行业需求向好：2018 年乘用车市场销量首次出现下滑，分结构看，一线城市需求受限购政策影响，每年保持稳定增长；二线城市销量基本持平，而三四五线城市销量大幅下滑。国内乘用车市场目前的增量主要来自三四五线城市首购需求、一二线城市的增购和换购需求，市场仍有上行空间。2020 年疫情缓解后，乘用车行业迎来向上周期的拐点，主要受益于三四五线城市消费需求的释放，考虑到低线城市乘用车消费的特点，自主品牌将会显著受益。

2.公司新车周期：整车的投资逻辑主要是基于公司的产品周期，2020 年长安汽车、长城汽车股价大幅上涨，主要是爆款车型上市后公司销量高增长。吉利汽车经过多年蓄力，2021 年进入产品大年，一方面，在售主力车型换代，公司 2014-2015 年推出的帝豪、远景等车型处于产品换代时点；2016-2017 年上市的帝豪 GL/GS、博越等也面临换代；上述帝豪系列、博越和远景是公司主力车型，销量占比较高，换代后有望恢复至前期销量峰值。另一方面，公司基于新的产品研发理念，将推出一系列全新车型，20 年 11 月上市的星瑞展现出极强的竞争力，上市三个月销量达到 1.4 万辆，预计未来稳态月销量可以达到 2 万辆以上；2021 年吉利将陆续推出星越 L、领克 07、领克 Zero 等全新车型。通过已经公布的新车配置和信息，预计吉利新一代产品有望爆款频出，公司 21-22 年销量将快速增长。

3.新一代电动车：吉利汽车现有电动车帝豪 EV、几何 A、几何 C 等，由于产品定位和配置等原因，上述电动车销量不佳。2020 年吉利发布全新电动车平台-SEA 架构，浩瀚架构在动力、三电、软件 and 智能驾驶等方面均具备较强的优势，2021 年基于 SEA 架构的首款电动车领克 Zero 将上市，通过与竞品比较配置参数，预计领克 Zero 将成为月销 7000 台以上的爆款电动车。领克 Zero 引领了吉利全新一代电动车，未来吉利、领克等品牌每年将会基于 SEA 架构推出 1-2 款电动车，公司电动化进入新的时代。

4.估值体系重塑：2020 年整车投资逻辑和估值体系发生变化，由周期股向成长股切换，其中主要逻辑有三方面：

- ◆ 自主竞争力：通过长期的研发和积累，自主品牌在动力总成、生产工艺、产品品质等方面提升明显，与合资车型差距大大缩小，头部自主品牌近年来推出的中高档车型销量已经达到同级别合资竞品的水平，整体竞争力提高。我们认为头部自主品牌有望抢占二线合资品牌的市场份额，具备长期成长逻辑；
- ◆ 电动化方面：目前国内自主品牌、造车新势力以及特斯拉等占据主要市场，比亚迪、广汽、上通五菱等均有热销车型上市。而合资车企在新能源车领域产品布局相对较弱，其中一线合资车企中，只有大众在大力推进电动化转型，推出 MEB 系列电动车，日系和美系合资整车尚未推出具有竞争力的电动车；二线合资韩系、法系已经全面落后，市场份额持续下滑；
- ◆ 智能化方面：电动车渗透率的提升将加速智能驾驶商业化应用，以特斯拉 Model 3、小鹏 P7 等为代表具备科技属性的产品搭载了较高级别的智能驾驶，与传统燃油车和电动车形成差异化，软件层面带来的驾驶体验的改善远远强于硬件层面，因此高级别智能驾驶可明显提升车企的竞争力。国内自主车企龙头吉利、长城等已经展开全栈自研，较合资车企领先。

国内自主品牌正在加速向科技型车企转型，在电动化和智能化领域的布局领先于合资车企和部分外资，未来有望获得更高的市场份额，甚至在全球乘用车市场占据一席之地。因此自主品牌整车标的的估值体系正在发生转变，综合实力较强的企业理应享受较高的估值溢价。

2021-2022 年乘用车市场将延续复苏的趋势，板块仍有较好的投资机会，综合行业基本面、公司新车周期、电动化、智能化等因素，我们认为吉利汽车将是 21-22 年新车周期最强的整车标的，销量和业绩有望超预期，同时，电动化和智能化等科技属性赋予公司的估值弹性有望超预期，看好吉利汽车未来 1 年的强产品周期行情。

1. 厚积薄发，吉利迈入新时代

1.1. 二十余载，造自主品牌龙头

深耕行业 20 年，全面自主创新。吉利汽车是我国自主品牌乘用车领军企业，成立于 1986 年，1997 年开始进入汽车行业，经过 20 余年的发展，公司已实现自主创新，掌握了汽车领域核心技术。公司旗下产品包括吉利、几何以及领克等三大品牌，产品谱系完善，覆盖 A0 至 B 级乘用车。

纵观吉利汽车发展历史，公司经历了不同的阶段，每个阶段技术储备、产品力均实现质的飞跃，整体可以总结为四个阶段：

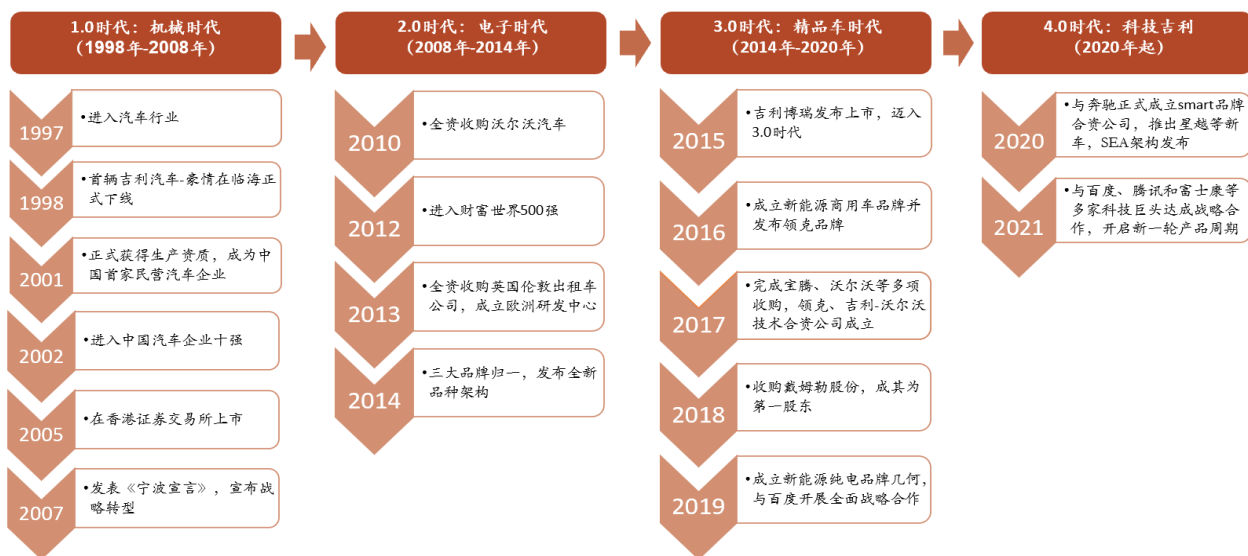
1.0 机械时代 (1998-2008 年)：1997 年开始进入汽车领域，公司逐步实现自主生产的过程，在汽车核心零部件发动机、变速器和底盘的研发和生产工艺日趋成熟，推出了美日、豪情和优利欧等车型。此阶段随着国内居民收入水平的提高，乘用车处于普及阶段，产品供不应求，公司通过推出低价产品占领中低端市场；

2.0 电子时代 (2008-2014 年)：乘用车行业销量保持双位数增长，社会消费升级加速，汽车电子功能配置增加，公司摒弃低质低价策略，加大自主研发，缩小与同级合资车的差距，推出了远景、帝豪等多款经典畅销车型；

3.0 精品车时代 (2014-2020 年)：行业增速中枢下降至个位数，车企竞争加剧，消费者对产品品质要求提高，吉利汽车造车理念转变为推出精品车，收购沃尔沃后，经过多年的开发，公司在产品、供应链、工厂、制造工艺全面比肩合资品牌，发布全新品牌标识，三大品牌回归到一个吉利，相继推出博瑞、博越和帝豪 GS 等新车型。

4.0 科技吉利 (2020 年起)：2020 年乘用车行业进入电动智能化加速阶段，公司把握时代趋势，发布全新 SEA 浩瀚架构，与 BMA、CMA 和 SPA 共同组成四大平台化架构，开启全面架构造车的科技新时代。

图 1：吉利汽车发展历史



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

产品矩阵完善，高中低端全覆盖。吉利控股控制的主营业务涉及乘用车研发、生产及销售的主要整车品牌包括吉利、领克、几何、沃尔沃、路特斯、极星汽车等，港股吉利汽车下属吉利、几何和领克三大品牌，其中公司持有领克 50% 股权，吉利控股和沃尔沃分别持有领克 30%、20% 股权。三大品牌定位不同，实现低端-高端，以及新能源汽车全覆盖。

- ◆ 吉利品牌：覆盖了 A0-B 级轿车、小型-中型 SUV，车型售价区间 4-20 万元，其中远景、帝豪系列定位低端车型，博越、星越和星瑞为中高端车型；
- ◆ 几何品牌：吉利旗下纯电动车品牌，目前已经推出了几何 A、几何 C 等车型，未来有望在纯电动车平台推出更多具有竞争力的车型；
- ◆ 领克品牌：领克是吉利和沃尔沃成立的合资品牌，定位高端品牌，创立至今，相继发布了紧凑型 SUV 领克 01、02、05，小型 SUV 领克 06，以及轿车领克 03，产品价格 11-25 万元，2020 下半年领克全系月销量达到 2.3 万辆以上。

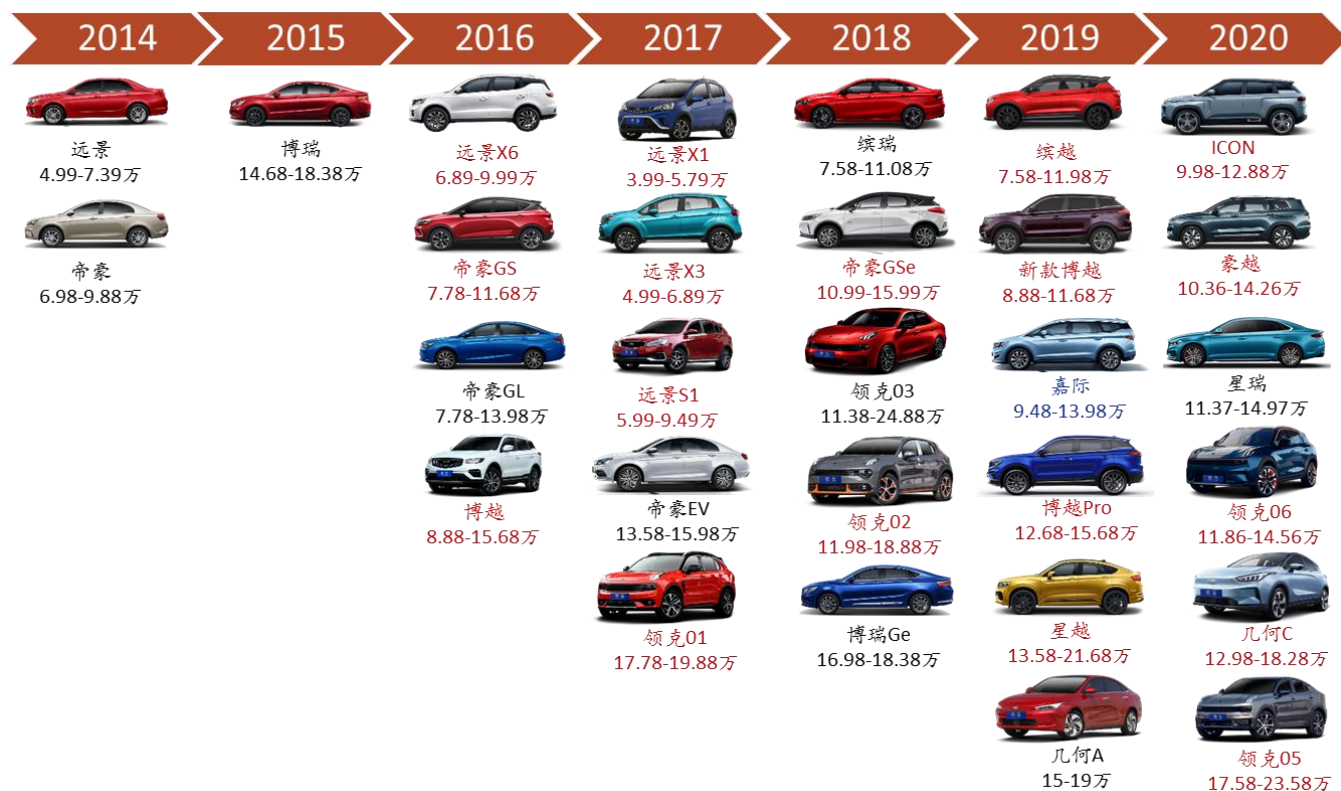
图 2：吉利集团主要汽车品牌



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

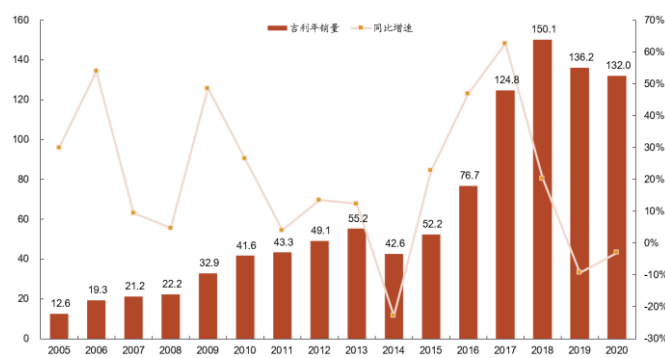
3.0 时代销量领先，稳居自主龙头。吉利汽车 2014 年以前曾推出过金刚、熊猫和经典帝豪等主力车型，但产品种类多、定位不够清晰，整体品牌力较弱。2014 年开启 3.0 时代，进入“精品车”阶段，发布了全新品牌标识，实行“三大品牌回归到一个吉利”的策略。在整合旗下汽车品牌车型的基础上陆续推出帝豪系列、远景系列、博瑞和博越等新车型，大部分车型上市成为爆款，在帝豪、博越和远景系列的提振下，2017 年公司销量达到 124.8 万辆，成为自主品牌中销量率先突破 100 万辆的车企；2017 年公司领克品牌首款车领克 01 上市，主打高端品牌，陆续推出多款车，2018 年吉利和领克全系销量超过 150 万辆，在自主品牌中遥遥领先，市占率排名由 2012 年第八名提高到 2020 年第四名。

图 3：2014-2020 年吉利汽车产品变迁



资料来源：公司官网，浙商证券研究所（黑色字体为轿车，红色字体为 SUV，蓝色字体为 MPV）

图 4：吉利汽车销量及增速(万辆)



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 5：吉利汽车主力车型销量占比



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

表 1：2012-2020 年国内主流乘用车企业市占率变化

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
一汽-大众	8.58%	8.44%	8.86%	7.82%	7.71%	7.91%	8.61%	9.56%	10.29%
上汽大众	8.26%	8.51%	8.33%	8.55%	8.23%	8.34%	8.72%	9.34%	7.48%
上汽通用	8.77%	8.60%	8.60%	8.17%	7.74%	8.08%	8.32%	7.47%	7.29%
吉利汽车	3.17%	3.06%	2.26%	2.55%	3.29%	5.14%	6.34%	6.35%	6.56%
东风日产	4.94%	5.16%	4.96%	4.86%	4.60%	5.06%	5.44%	5.96%	5.96%
上通五菱	8.60%	7.90%	8.03%	8.52%	7.73%	7.66%	7.02%	5.79%	5.44%

长城汽车	3.15%	2.69%	2.83%	3.57%	3.99%	3.84%	3.87%	4.25%	4.40%
长安汽车	2.45%	2.99%	3.07%	5.26%	5.02%	4.56%	3.69%	3.80%	4.92%
东风本田	1.84%	1.79%	1.56%	1.97%	2.35%	2.89%	3.04%	3.73%	4.22%
广汽本田	2.04%	2.43%	2.51%	2.75%	2.63%	2.85%	3.13%	3.60%	3.99%
一汽丰田	3.18%	3.09%	3.03%	2.88%	2.64%	2.79%	3.04%	3.40%	3.87%
北京现代	5.54%	5.75%	5.55%	5.04%	4.70%	3.17%	3.42%	3.33%	2.22%
广汽丰田	1.61%	1.69%	1.89%	1.87%	1.74%	1.79%	2.45%	3.18%	3.80%
上汽乘用车	1.22%	0.49%	0.86%	0.81%	1.32%	2.11%	2.97%	3.14%	3.27%
北京奔驰	0.60%	0.65%	0.74%	1.18%	1.31%	1.71%	2.05%	2.65%	3.03%
比亚迪	2.94%	2.80%	2.19%	2.11%	2.04%	1.66%	2.12%	2.12%	2.09%
广汽乘用车	0.21%	0.61%	0.68%	0.92%	1.53%	2.06%	2.26%	1.79%	1.76%

资料来源：中汽协，浙商证券研究所

产品进军高端，打破价格壁垒。国内自主品牌发展时间较短，在发动机和变速箱等核心技术上，合资和外资品牌具有更强的优势，因此合资品牌一直保持较高的溢价，自主品牌主要集中在中低端市场。吉利汽车 2014 年之前车型价格较低，主要产品位于 5-10 万元价格区间；随着吉利收购沃尔沃后，通过与沃尔沃联合开发等，公司在研发、技术、生产和品控等方面进步明显，2014 年开始，陆续推出了新帝豪、新远景、博瑞、博越等，随着原有车型的更新换代，以及新车上市，吉利品牌车型价格覆盖 5-15 万元；2016 年基于沃尔沃平台，联合开发的领克品牌发布，首款领克 01 上市后，售价 15-20 万元，打入合资车企产品价格区间，直接与合资车型竞争。

图 6: 吉利汽车产品变化趋势



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

1.2. 拐点已至，吉利站在新起点

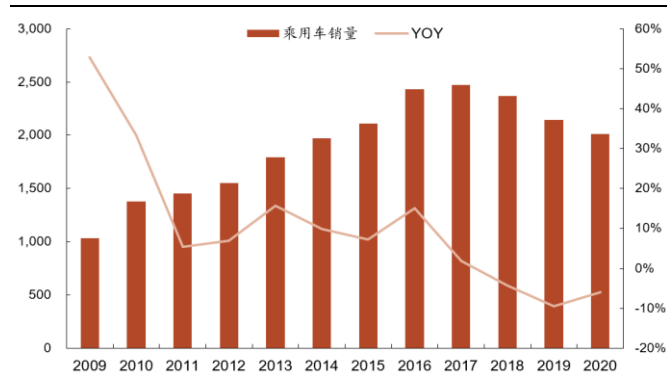
受行业下行影响，公司销量连续 2 年下滑。2015-2017 年购置税优惠政策期间，国内乘用车销量保持正增长，其中 1.6L 排量及以下车型以自主品牌为主，因此自主品牌销量增速高于行业平均，其市占率也自 2015 年的 41.2% 提高到 2017 年的 43.9%。2018

年购置税优惠政策退出，国内乘用车销量首次出现下滑，主要是三四五线城市需求大幅下滑，分析原因主要有以下两方面：

- ◆ 购置税优惠政策期间三四五线城市需求提前释放，造成一定的透支效应；
- ◆ 宏观经济增速下行，三四五线城市居民可支配收入增速下降；

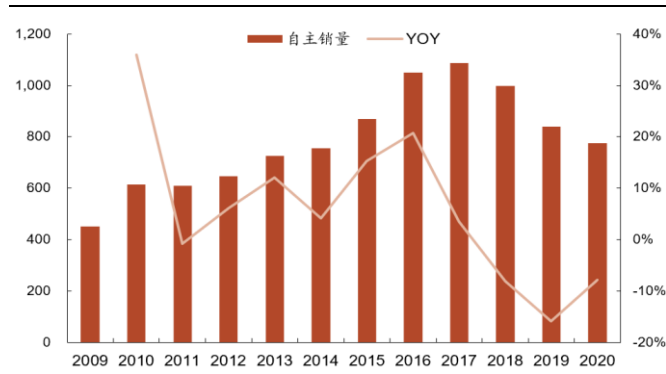
虽然 2018-2019 年乘用车销量连续两年下滑，但 2019 年底行业已呈现出复苏趋势，受疫情影响，乘用车销量拐点由 2020 年初推迟至 2020 年下半年。在此期间，由于下游需求受到暂时的抑制，吉利汽车销量承压，2019-2020 年销量分别下滑 9.3%、3%。但公司市占率逆势提高，由 2017 的 5% 提升至 2020 年的 6.6%。

图 7：2009-2020 年乘用车销量及增速(万辆)



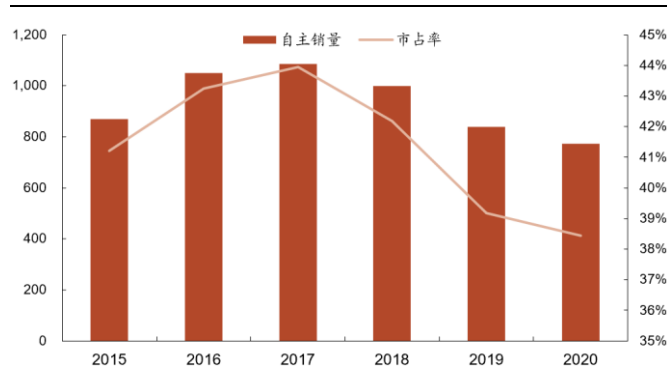
资料来源：中汽协，浙商证券研究所

图 8：2009-2020 年自主品牌销量及增速(万辆)



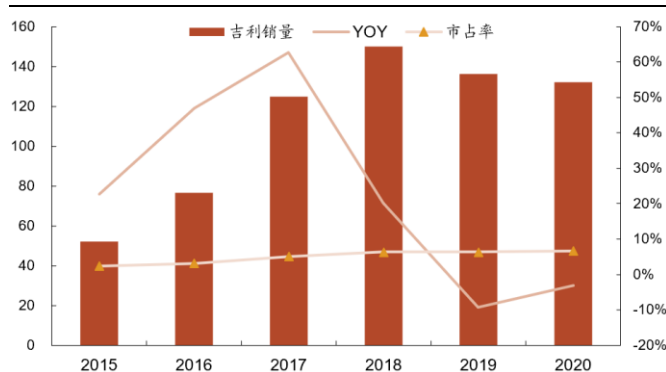
资料来源：中汽协，浙商证券研究所

图 9：2009-2020 年自主品牌市占率(万辆)



资料来源：中汽协，浙商证券研究所

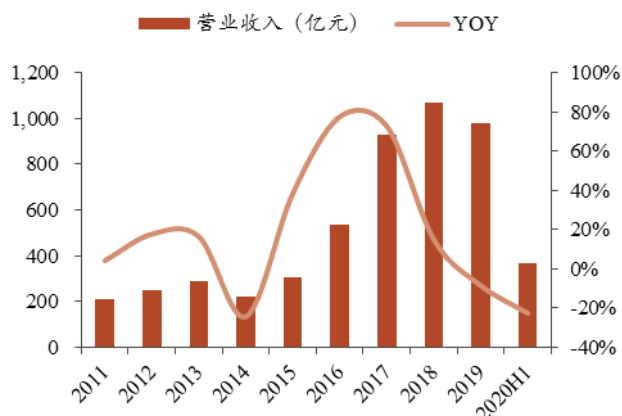
图 10：2009-2020 年吉利汽车销量情况(万辆)



资料来源：中汽协，公司公告，浙商证券研究所

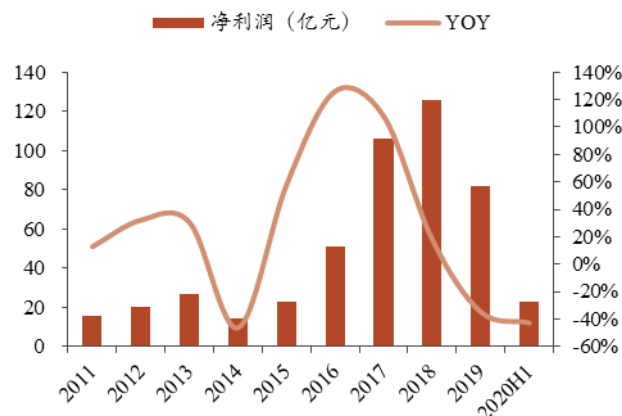
多重因素叠加，业绩短期承压。2015 年开始公司进入高速发展时期，营收和利润均实现大幅增长，2014-2018 年营业收入从 218.5 亿元增长到 1068.4 亿元，CAGR 达到 48.7%，归母净利润从 14.31 亿元提高到 125.53 亿元，CAGR 高达 72.1%。2019 年吉利销量下滑，由于汽车行业规模效应明显，叠加市场价格战，对公司营收和盈利能力影响较大，当年营收和扣非归母增速分别为 -8.5%、-38.1%；2020 年由于疫情等因素影响，公司上半年的营收 368.75 亿元，同比下滑 22.7%，归母净利润 22.97 亿元，同比下滑 42.7%。

图 11：2014-2020H1 吉利汽车营业收入及增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

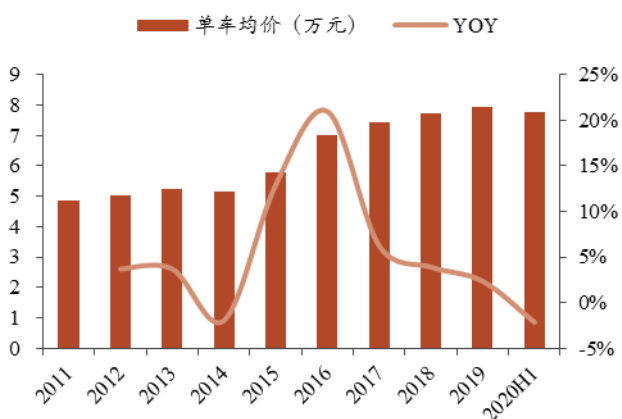
图 12：2014-2020H1 吉利汽车归母净利润及增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

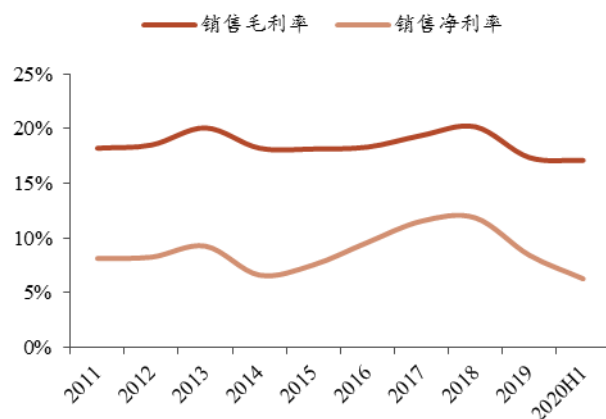
多方因素致 20H1 单车均价和盈利能力下滑。2014 年吉利实行战略转型后开启精品车时代，单车均价连续五年攀升，从 2014 年的 5.13 万元/辆提升至 2019 年的 7.92 万元/辆，整体价格区间上移后，公司的销售毛利率和净利率也有所改善，2018 年同时达到高点，毛利率和净利率分别为 20.2%、11.9%。2020 年受疫情影响，同时主力车型处于需要更新换代的产品末期，公司通过提高折扣率促销，整体均价略有下滑。在行业下行以及清库存等因素影响下，公司整体盈利能力有所下滑，20H1 毛利率、净利率分别为 17.1%、6.3%。

图 13：2011-2020H1 吉利汽车单车均价变化



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 14：2011-2020H1 吉利汽车毛利率变化

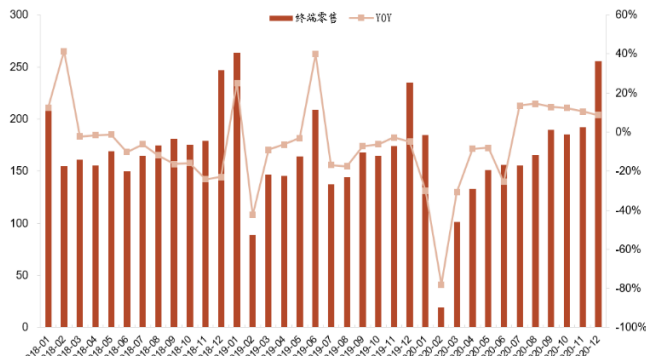


资料来源：Wind，浙商证券研究所

20H2 需求复苏，行业周期向上。2020Q1 乘用车销量大幅下滑，Q2 销量降幅逐月收窄，7 月销量转正，Q3 维持双位数增长，由各线城市销量增速可以看出，三四五线城市需求复苏力度优于一二线城市，同时，新能源汽车销量高增长，行业强势复苏，预计将迎来 2 年维度的向上周期。本轮行业复苏的驱动力主要是三四五线城市购车需求的稳定

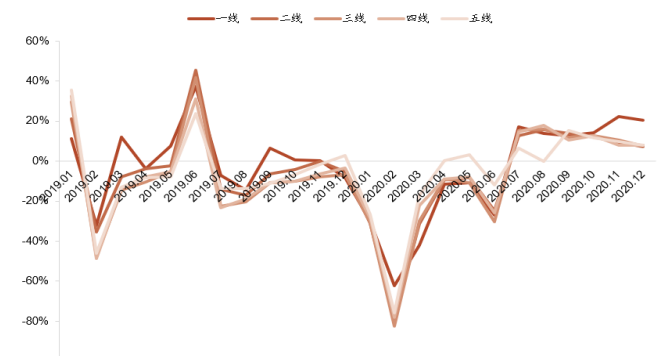
增长，因此我们认为自主品牌会明显受益，而作为自主龙头的吉利汽车将有望充分享受低线城市消费需求的释放。

图 15：2018-2020 年乘用车终端零售销量(万辆)



资料来源：浙商证券研究所整理

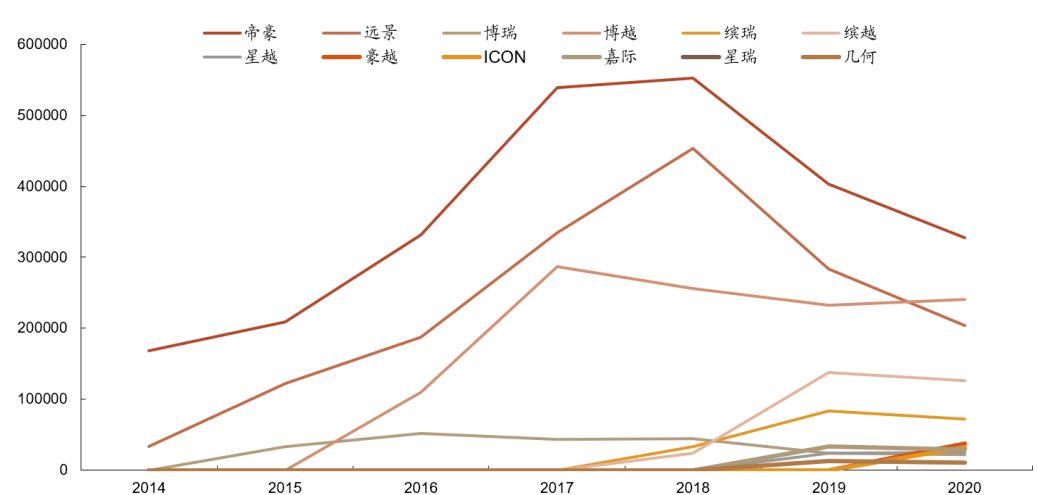
图 16：2019-2020 年各线城市销量增速



资料来源：浙商证券研究所整理

强产品周期来临，吉利步入新一轮快速增长阶段。吉利汽车经过 2014-2018 年快速发展后，2019-2020 年处于调整期，19 年受行业影响销量下滑，20 年下半年销量增速并未高于行业平均，主要是由于主力车型帝豪、博越、远景等处于产品周期末期，销量出现不同程度下滑。2020 年公司基于 CMA 平台打造的首款轿车星瑞上市后销量快速爬坡，成为爆款车型。考虑到公司在售车型基于多种老平台开发而来，2021 年吉利汽车主力车型将基于 BMA、CMA、SPA 等平台进行换代，同时推出多款全新车型。我们认为吉利汽车 2021-2022 年将迎来新一轮强产品周期，公司销量和业绩将提升一个台阶，步入快速增长的阶段。

图 17：吉利汽车主力车型销量情况



资料来源：中汽协，浙商证券研究所

2. 整合平台，全面模块化造车

汽车行业经过了百年的发展，车型研发生产方式由最初的手工作坊，上个世纪二十年代初，为了满足人们对汽车的需求，福特公司开发了汽车生产流水线，提高了生产销量，使汽车开始走进普通人的视线。流水线的生产方式虽然大幅提高了生产效率，解决了市场对汽车数量的需求，但流水线生产的弊端是单一车型不能满足消费者对汽车多样化的诉求。因此，汽车平台应运而生了，它通过共享发动机技术、底盘技术等核心技术，在一个平台上生产出外形各异的车型。当汽车平台技术发展到了特定阶段，零部件的通用率不断提高，汽车各部分总成，例如发动机总成、变速箱总成、悬架总成等能以模块的形式自由组合，从而车企可以在一个平台上开发不同级别、不同类型的车型。

模块化平台是将汽车划分为发动机总成、变速箱总成、车身总成、悬架总成和电子电气系统等几大分总成，通过标准化设计和生产，最终根据不同车型的定位进行改进后即可生产。模块化平台打破了单一汽车平台的限制，可以覆盖不同级别(A0-D 级)，不同车身结构(轿车、SUV、MPV 等)。整车厂通过模块化平台进行设计和生产，可以实现以下优势：

- ◆ 缩短开发周期：基于模块化平台开发新车时，设计参数可以共享，只需对轴距等参数进行修改和调整，选择不同的模块即可，大大缩短开发周期，提高新车设计和开发的效率；
- ◆ 减少开发费用：模块化平台可降低新车型开发费用，预计较传统平台开发费用降低 20% 以上；
- ◆ 降低生产成本：模块化平台提高了零部件共用化率，同时生产线可柔性生产多种车型，提高装配效率，降低生产成本。

乘用车市场竞争加剧，消费者对产品多样化需求日益提升，同时，整车厂也面临成本控制的压力，因此，主流车企纷纷投入巨资研发模块化平台，在此基础上不断推出新车型参与市场竞争。吉利汽车早在 2005 年就推出 FE 汽车平台，此后相继推出了多种平台，但相对而言通用性较差，近年来吉利汽车成功开发了模块化平台，并将现有车型逐渐转移至新平台进行开发和生产。

2.1. 过去：平台繁杂，通用性低

吉利汽车最早投入使用的是 GBC 平台，覆盖了吉利 A0-A 级车，主要推出了金刚、自由舰、远景等车型，后来在沃尔沃技术基础上，GBC 平台演化为 FE 平台，推出了帝豪系列、远景系列等多款月销过万的爆款车型。

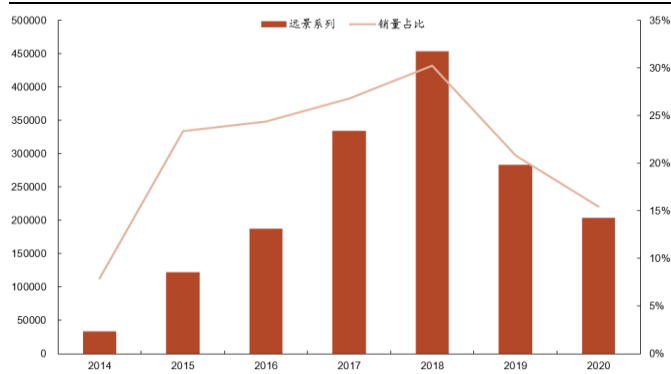
2006 年底吉利紧凑型轿车远景上市，经过多次换代，直到 2018 年月销量仍可达到 1 万台以上；2016-2017 年公司推出了远景 SUV、远景 X1，分别定义为紧凑型 SUV 和小型 SUV，上市成为爆款车型，2019 年远景 SUV 升级为远景 X6；2017-2018 年陆续推出远景 X3 和 S1，月销量分别达到 1 万、0.6 万以上。远景系列一度占吉利销量的 30% 以上，随着产品进入末期，19-20 年销量有所下滑，占比下降至 2020 年的 15.4%。根据公司规划，未来远景系列将逐步退出市场，被新车型替代。

图 18：远景系列车型



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图 19：2014-2020 年远景系列销量及占比(辆)



资料来源：中汽协，浙商证券研究所

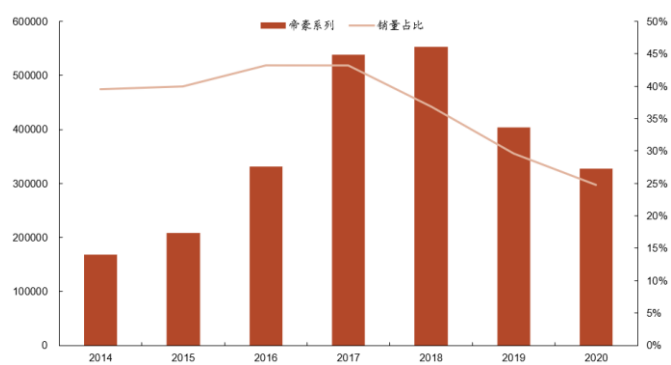
2009 年帝豪上市，定位 A 级轿车，性价比较高，很快成为吉利的主力车型，单一车型销量占比接近 40%。2016 年基于同平台，吉利推出了帝豪 GL 和紧凑型 SUV 帝豪 GS，两款车轴距较帝豪有所拉长，帝豪系列产品形成差异化布局，为消费者提供更多选择。帝豪系列整体定位高于远景，2016-2017 年全系销量占比达到 43% 以上，此后随着其他车型上市，销量占比逐年下滑，2020 年为 24.8%。目前帝豪系列产品已经处于更新换代的节点，预计新款帝豪系列上市后，销量有望恢复至前期水平。

图 20：帝豪系列车型



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图 21：2014-2020 年帝豪系列销量及占比(辆)



资料来源：中汽协，浙商证券研究所

除了 FE 平台外，吉利汽车陆续开发了 KC 平台，NL 平台和 CV 平台等传统汽车平台。

2013 年在上海国际车展上，基于吉利 KC 平台制造的 KC 概念车首次亮相，KC 平台是吉利自主研发的最早的第一个 B 级车平台，2015 年 4 月 KC 平台的第一款车博瑞上市。该平台是吉利回归一个品牌后，战略转型的第一款中型 B 级车。

2016 年吉利汽车 NL 平台推出的博越上市，上市第五个月销量便突破 1 万辆，第十个月突破 2 万辆，此后维持在 2-3 万辆/月，成为公司销量最高的单一车型，至 2020 年累计销量达到 112 万辆。2017 年占公司销量比例 23%，18-19 年维持在 17% 左右，2020 改款，并推出博越 Pro 后，在行业整体下滑的情况下，博越销量同比增长 3.7%，占比提升至 18.2%。

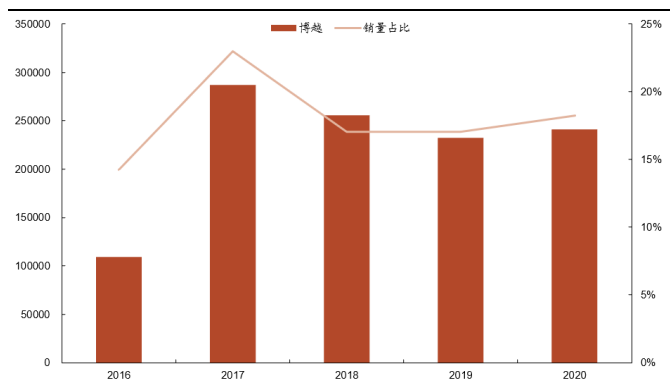
CV 平台是吉利汽车专门为 MPV 打造的平台，2019 年推出首款 MPV 嘉际，上市后月销量稳定在 2000-4000 台。近年来随着中大型 SUV 推出，MPV 市场空间被挤压，细分市场容量有限。

图 22：KC、NL 和 CV 平台车型



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图 23：2016-2020 年博越销量及占比(辆)



资料来源：中汽协，浙商证券研究所

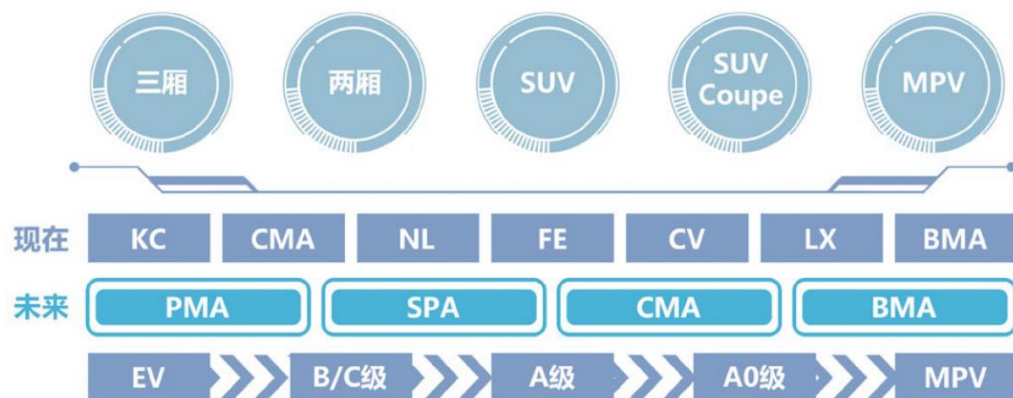
总结：吉利汽车传统汽车平台众多，但通用性较差，单平台衍生车型较少，FE、KC、NL、CV 等平台无法实现跨级别、跨车型的开发功能，对公司缩短开发周期、降低开发费用以及提高车型竞争力并无帮助，因此吉利进行模块化平台开发，将现有在售车型逐渐转移至新平台生产。

2.2. 今日：合作开发，推陈出新

吉利迈入全面模块化造车时代，传统产品平台逐渐落下帷幕。在模块化架构体系成熟之前，吉利汽车生产主要基于 FE、KC、NL、CV 等四大传统产品平台。传统产品平台效率低下、车型分散，为实现资源共享和规模化效应，将逐渐整合融入模块化架构体系当中，开启吉利全面模块化造车时代。

四大模块化平台实现全品类覆盖，步入高效造车的科技 4.0 时代。得益于与沃尔沃技术共享、联合开发和吉利自主研发，目前吉利已经形成了四大整车模块化平台，主要包括 BMA、CMA、SPA 和 SEA 电动汽车专属架构（由 PMA 升级而来），覆盖了不同级别和不同需求的车型。公司旗下各汽车品牌依托四大平台化架构，在基础技术研究、基础架构开发等方面能够高效协同、充分共享，节省开发成本和时间的同时也能通过提升零部件的通用化率来降低成本，未来公司产品的盈利能力有望进一步提升。

图 24：吉利汽车的模块化生产平台



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表 2：吉利汽车造车平台发展历程

阶段	平台	推出时间	代表车型	图片
传统产品平台	FE A 级平台	2005 年开发； 2014 年升级为可扩展汽车平台	帝豪系列 远景系列	
	KC B 级平台	2015 年	博瑞 博瑞 GE	
	NL 平台	2016 年	博越 博越 pro	
	CV 平台	2019 年	嘉际	
模块化架构	SPA	2014 年	沃尔沃 S60 V60 XC60 沃尔沃 S90 V90 XC90	
	CMA	2016 年	领克 星越 星瑞	
	BMA	2018 年	缤瑞 缤越 ICON	
	SEA	2020 年	领克 ZERO Concept	

资料来源：公司公告，汽车之家，浙商证券研究所

BMA 平台：定位低端的紧凑/小型车平台。考虑到产品差异化定位和成本问题，吉利汽车针对吉利品牌低端车型和小型车开发了专属的 BMA 平台，BMA 平台的开发早在 2014 年就已启动，历经四年打造成功，始吉利自主研发的紧凑/小型车模块化架构。BMA 平台具有高度灵活的可扩展性，覆盖了 A0 至 A+级，SUV、轿车、旅行车以及 MPV 等多种车型。

- ◆ **扩展性：**BMA 平台发动机模块位置固定不变，油门踏板至前轮中心的距离不变。车头到前轴的距离、前轮距、后轮距、轴距都可随意调整。因此新平台轴距拓展范围 2550mm-2700mm，轮距拓展范围 1500mm-1600mm，车长、车宽也可以根据造型需求进行相应的调整；
- ◆ **安全性：**采用高安全结构设计：70%+高强度钢比例，20%+热成型钢比例；
- ◆ **智能化：**新车还可实现 L2 级自动驾驶，未来可实现 L3 级别自动驾驶功能，搭载 HID 高度智能驾驶硬件；

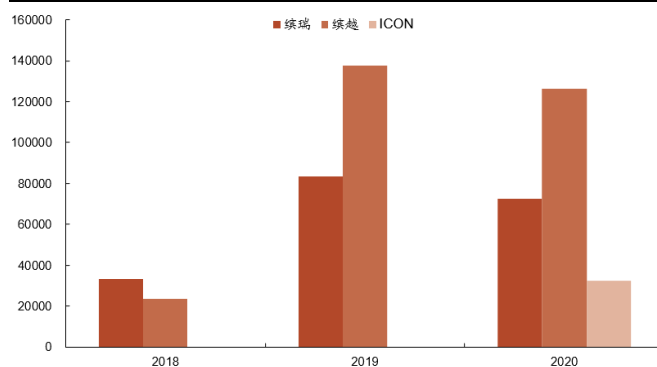
BMA 平台的零部件通用率高达 70%，支持柔性化生产，并实现了高度生产自动化，大大降低了研发生产成本。BMA 平台陆续推出了 A 级轿车缤瑞、小型 SUV 缤越、ICON 等车型，缤越上市首月销量突破 1 万台，此后月销量 1-1.2 万台。

图 25：BMA 平台车型



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图 26：BMA 平台车型销量(辆)



资料来源：中汽协，浙商证券研究所

CMA 平台：联合开发跨时代的中级车平台。CMA 模块架构诞生于 2016 年 10 月，在 CEVT（中欧汽车技术中心）由沃尔沃主导、吉利与沃尔沃共同研发的首个针对中级车的基础模块架构，能够为不同平台的车型提供共享解决方案，包含“技术、工具链、标准、工艺流程、供应链体系等”，让车型研发能够根据品牌定位、用户定位，市场定位，从共享解决方案清单中做选择，然后再做针对性研发。CMA 架构的诞生使得吉利进入“4.0 时代”。

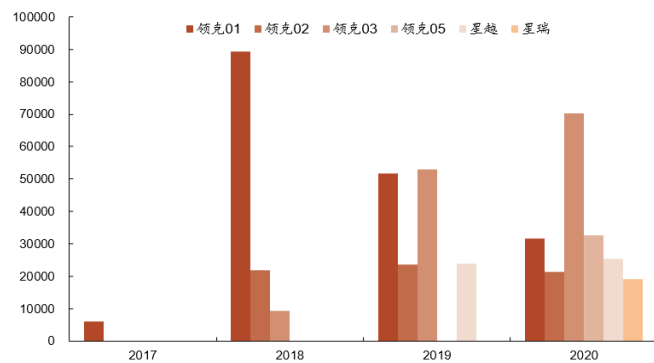
CMA 平台目前已经推出了吉利、沃尔沃、领克和极星四大品牌近 20 款车型，主要包括领克 01/02/03/05，吉利品牌星越、星瑞，沃尔沃品牌的 XC40 等。CMA 作为吉利品牌的主力架构，我们认为吉利现有中级车将会陆续在 CMA 平台上换代，同时，有望推出更多爆款车型。

图 27: CMA 平台车型



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

图 28: CMA 平台部分车型销量(辆)



资料来源: 中汽协, 浙商证券研究所

SPA 平台: 沃尔沃开发的高端车平台。沃尔沃 SPA 平台早在 2011 年已经被提出, 2014 年正式完成研发, 是沃尔沃非常成熟的可拓展型平台。目前在售的车型系列中, S90、XC90、S60、XC60 等车型均基于 SPA 平台生产。该平台是吉利研发模块化造车平台的雏形, SPA 平台当前主要应用于沃尔沃的主力车型, 未来有望应用于领克和吉利的高端车型。

SEA 架构: 由 PMA 升级的电动车平台。2018 年, 吉利与沃尔沃合作开发了全新纯电动车专属的 PMA 架构, PMA 用于打造吉利和领克两大品牌旗下纯电动车型, 该架构的定位是全球化, 满足于全球不同市场需求的架构平台。2020 年吉利汽车发布了全新新能源车平台-SEA 浩瀚架构, 是在 PMA 平台的基础上, 保留了车辆产品本身研发的部分, 又赋予了更多软件和智能化应用层面的部分。浩瀚架构以硬件层、系统层和生态层, 构建三位一体的立体化布局。它拥有全球最大带宽, 实现了从 A 级车到 E 级车的全尺寸覆盖, 可以满足轿车、SUV、MPV、小型城市车、跑车、皮卡及未来出行车辆等全部造型需求。同时, 浩瀚架构是全球最高效的智能电动汽车解决方案, 重新定义软件汽车的研发周期, 将软件开发的时间缩短 50% 以上。未来吉利集团大部分纯电动产品都会基于浩瀚架构进行研发, 并且目前已经有超过 7 个品牌, 总计超过 16 款新车型启动研发, 布局不同的细分市场。2021 年开始, 多款基于浩瀚架构的新车型将陆续投放市场。

模块化平台可以缩短车型开发周期, 加快公司产品迭代速度, 将最新技术和前沿配置搭载到公司新车上, 整体提升公司产品竞争力。吉利汽车整合平台后, 2021 年将基于四大平台开启新一轮产品周期, 由星瑞配置可以看出, 产品动力系统、辅助驾驶等配置达到市场领先水平, 极具竞争力, 预计吉利新一代性价比较高, 有望成为爆款车型。

3. 新品周期: 2021 年量利齐升

3.1. 重视研发, 提升产品竞争力

全球汽车工业经历了上百年的发展, 形成了较为稳定的竞争格局, 其中大众、丰田、本田、奔驰、宝马等外资车企在品牌力、产品性能、技术储备、品控等方面积累深厚, 因此外资品牌车型品牌溢价较高、竞争力较强。国内汽车工业起步较晚, 自主品牌从模仿, 到自主研发, 部分自主车企逐步掌握了汽车核心技术。吉利汽车作为自主品牌龙头企业已经具备与外资、合资品牌同台竞争的實力。

与沃尔沃深度融合，实现全球化研发。2010 年吉利全资收购沃尔沃，10 年来双方从技术研发、成本管控和品牌营销等多个方面开启了战略合作。前期吉利汽车在技术研发、生产体系、成本控制以及销售等方面向沃尔沃学习。近年来，随着自身研发实力、技术储备的提升，吉利利用自身优势，与沃尔沃在核心领域进行联合开发。在“本土化生产、本土化供应链、本土化管理、本土化销售与服务”为一体的战略指导下，公司在全球各地设立了核心的研发中心和设计中心以及众多的制造工厂。公司在中国杭州和宁波、英国考文垂、瑞典哥德堡和德国法兰克福设立了五大工程研发中心，并且在中国上海、瑞典哥德堡、英国考文垂、西班牙巴塞罗那和美国加利福尼亚设立了五大设计造型中心，制造工厂更是遍布全球。通过全球化战略布局，以前瞻的视角把握行业技术发展趋势。

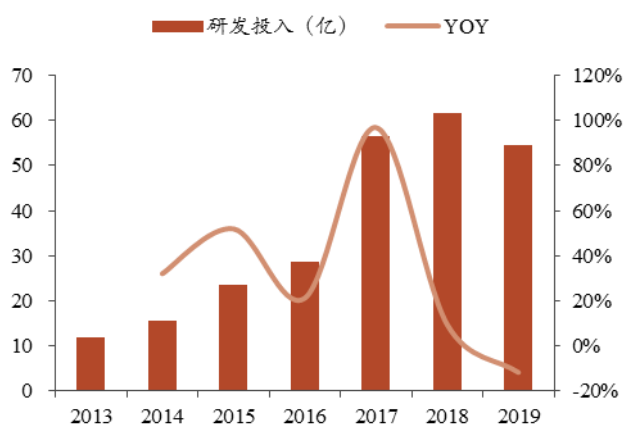
图 29：吉利汽车的全球化布局



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

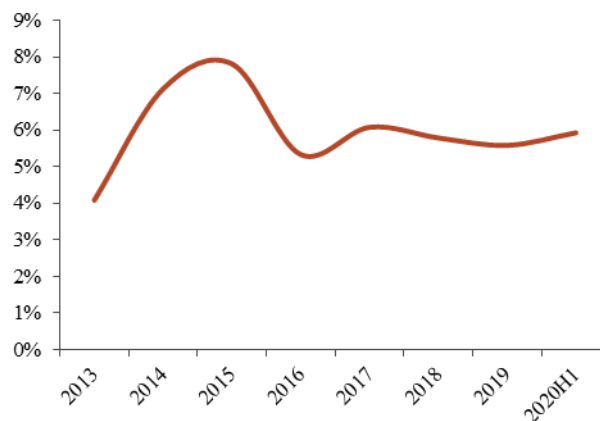
坚持自主创新，研发投入占比较高。公司研发设计工程师数量超过 2 万人。近十年，吉利累计研发投入超过 1000 亿元，吉利汽车集团及吉利科技集团已获得专利授权 17677 件。据公司公告显示，2019 年吉利汽车的研发投入为 54.51 亿，同比略有下滑，占总营收比例为 5.58%，当年的授权专利数量为 1933 余件，其中国际专利 27 件，注册国内外商标 1552 件，申请软件著作权 61 件。吉利汽车作为吉利控股旗下的核心企业，在研发上受到了吉利控股的大力支持，2019 年吉利控股集团的研发投入超 200 亿元，约占销售额的 6%。

图 30：2013-2019 年吉利汽车研发投入



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 31：2013-2020H1 吉利汽车研发投入占营收比例



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

掌握动力总成核心技术，技术指标显著领先。吉利汽车在发展初期发动机主要通过外采，在认识到发动机研发的核心地位后，公司开始走上自主研发的道路。通过在发动机研发领域的持续投入，吉利拥有了较强的动力总成研发实力，在经历 1.0 自吸时代和 2.0 涡轮增压时代后，当前已经步入了 3.0 智擎时代。智擎新能源动力系统通过混动技术、纯电技术、替代燃料和氢燃料电池技术四大技术路径，提供 100% 自主研发的新能源技术体系整体解决方案。吉利汽车新一代的发动机主要有 1.0TD、1.5TD 和 2.0TD 三种排量的发动机，其中 1.5TD 和 2.0TD 这两款发动机是由吉利和沃尔沃共同研发的，在多种性能上全面领先同业。

表 3：吉利发动机发展历程

分类	排量	代表车型	介绍
0.0 学习阶段	-	美日	学习借鉴，自主发动机初始阶段
1.0 自吸时代	1.5L-3.5L	博越	开始自主研发，具备了发动机的自主研发能力。通过改进推出了 JL4G15 发动机
		帝豪	
		远景	
		新金刚	
2.0 涡轮增压时代	1.3T-1.8T	帝豪系列	2015 年下半年推出 1.3T 涡轮增压发动机，后转型升级
		远景 X6	
		新博越、博瑞	
3.0 智擎时代	1.0T-2.0T	缤越、缤瑞	在可靠性、经济性和动力响应等方面全面领先，兼容 MHEV、PHEV、HEV 等电动化系统
		ICON	
		星越、领克 01-03	

资料来源：公司公告，汽车之家，浙商证券研究所

吉利品牌形象、产品竞争力大幅提升。公司的品牌力是由消费者口碑和认可度决定，自主品牌前期产品主要针对低端市场，随着技术进步和产品力的提升，近年来一线自主

均推出或者计划推出高端车型来参与中高端市场的竞争。长城汽车、上汽集团分别推出了 WEY 品牌、智凡，吉利汽车高端品牌领克于 2017 年上市，截止 2020 年共推出 5 款车型，20H2 领克全系月均销量 2.3-2.5 万辆，在自主品牌中处于领先地位，领克品牌的热销背后是吉利汽车品牌形象的提升，同时，吉利品牌中高端车型的价格已经打入合资品牌价格区间。我们认为目前一线自主车企的品牌力已经不弱于二线合资，与一线合资和外资在品牌力的差距正在缩小。公司在掌握动力总成、汽车电子、智能化等核心技术后，中高端车型凭借外观设计、配置丰富、科技感强、性价比高等优势已经与合资品牌竞品相媲美，产品竞争力大幅提升。

3.2. 爆款频出，新一轮产品周期

吉利品牌首款 CMA 平台轿车星瑞有望成为爆款。吉利 2020 年进入 4.0 时代，将基于 CMA、BMA、SPA 和 SEA 等架构整合旗下在售车型，并推出多款新车。我们认为未来吉利品牌的主力中高档车型将在 CMA 平台上开发。首款 CMA 平台吉利品牌的轿车星瑞于 2020 年 11 月上市，搭载 2.0T 发动机，定价 11.37-14.97 万，上市当月销量即达 7017 辆，12 月创下 1.2 万的销量，有望成为下一个爆款。动力系统方面，星瑞是唯一全系标配 2.0TD 发动机的家轿，同款发动机也被应用在沃尔沃 S60、领克 03 等中高端车型上，对比同级竞品功率、扭矩等参数领先。尺寸方面，一般 2800mm 的轴距是用来区分 A 级轿车与 B 级轿车的重要参数之一，2800mm 大轴距使得星瑞具备了更大的车内空间和更舒适的体验。

自主品牌首款实现 FOTA 的燃油车。随着汽车智能化的发展，OTA 也逐渐渗透到汽车行业。汽车 OTA 又分为 SOTA 软件升级和 FOTA 系统固件更新，FOTA 可以实现汽车功能和性能的改进，但其技术难度相对更高。基于 CMA 平台打造的星瑞成为了行业中首款实现整车 OTA 升级的燃油车，可以通过动力域、底盘域、车身域、ADAS 域、车联网域和信息娱乐域六大板块对整车进行 OTA 升级。未来车企通过预装硬件，不断通过 OTA 升级来提升整车性能将成为行业发展趋势。

图 32：星瑞外观图



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图 33：星瑞中控台图



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图 34：星瑞 OTA 功能



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图 35：星瑞智能驾驶功能



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

星瑞较同级别合资品牌竞品性价比更高。星瑞搭载 2.0T 发动机，定价 11.37-14.97 万元，与合资品牌中的朗逸、轩逸、思域、卡罗拉价位相当，通过对比可以发现，星瑞在产品尺寸、发动机性能等硬件方面领先于上述竞品；同时，在影响消费者驾驶体验的功能配置上，如驾驶辅助功能、自动泊车、自适应远近光灯、抬头显示以及 OTA 升级等方面也较竞品丰富，综合评价星瑞较同级别合资竞品来说更具性价比。21 年 1 月，上市仅三个月的星瑞销量达到 1.4 万辆，我们认为星瑞未来销量有望达到 2 万辆/月以上。

表 4：星瑞与同级别竞品车型性能对比

车型	星瑞	朗逸	轩逸	思域	卡罗拉
车身长度 (mm)	4785	4670	4641	4517	4635
车身宽度 (mm)	1869	1806	1815	1799	1780
车身高度 (mm)	1469	1474	1450	1434	1455
轴距 (mm)	2800	2688	2712	2700	2700
发动机	2.0T	1.4T/1.5L	1.6L	1.6L	1.2T/1.8L
最大功率 (kW)	140	110	99	130	90
最大扭矩 (N*m)	300	250	159	226	185
上市时间	2020.11	2020.09	2020.08	2020.07	2020.07
所属企业	吉利	上汽大众	东风日产	东风本田	一汽丰田
售价 (万)	11.37-14.97	9.99-16.19	9.98-14.30	11.99-16.99	11.98-15.98

资料来源：汽车之家，浙商证券研究所

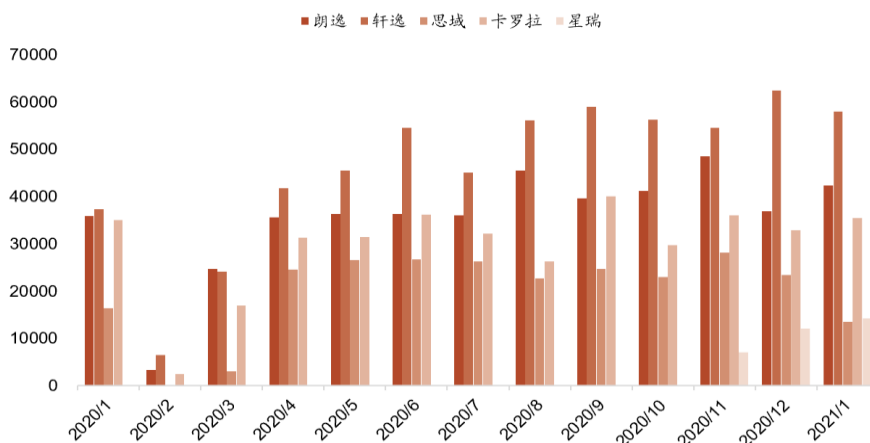
表 5：星瑞与同价位竞品车型的性能参数对比

车型	星瑞 2.0T 旗舰版	朗逸 280TSI 舒适版	卡罗拉 1.2T 旗舰版	轩逸 1.6L 奢享版
售价 (万)	14.97	14.69	14.58	14.30
最大功率 (kW)	140	110	85	99
最大扭矩 (N*m)	300	250	185	159
最大马力 (mm)	190	150	116	135
发动机	2.0T	1.4T	1.2T	1.6L
并线辅助	有	无	无	有
车道保持	有	无	有	无
道路交通标识识别	有	无	无	无
自动泊车入位	有	无	无	无

车型	星瑞 2.0T 旗舰版	朗逸 280TSI 舒适版	卡罗拉 1.2T 旗舰版	轩逸 1.6L 奢享版
方向盘换挡	有	无	无	无
HUD 抬头显示	有	无	无	无
前排座椅加热/通风	有	无	无	无
OTA 升级	有	无	无	有
自适应远近光	有	无	有	无
扬声器数量	10	6	6	4

资料来源：汽车之家，浙商证券研究所

图 36：星瑞及主要合资竞品销量(辆)

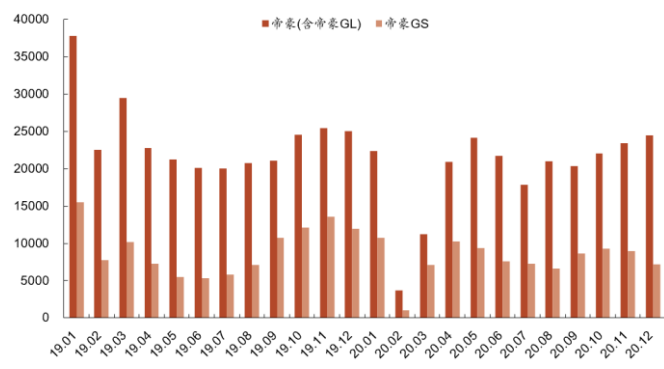


资料来源：中汽协，浙商证券研究所

基于 CMA 平台打造的星瑞开启了吉利汽车新一轮强产品周期，吉利汽车正式迈入 4.0 时代，2021-2022 年吉利汽车的新产品周期将从两个维度发力。

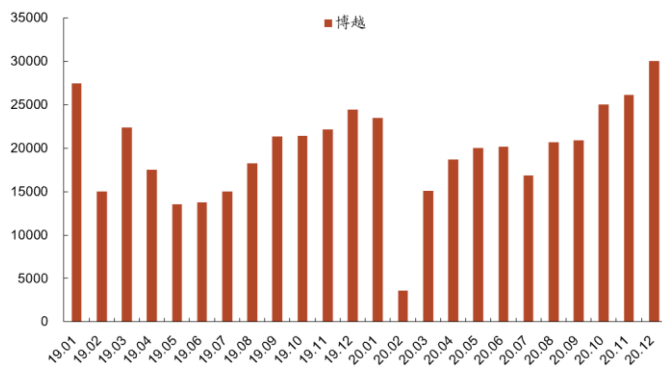
在售主力车型基于新平台进行换代。传统车型生命周期为 5-7 年，一般三年小改，五年换代，2021 年吉利汽车主力畅销车型帝豪系列、博越等均已到了换代的时点。2020 年下半年销量出现一定程度的下滑。帝豪系列为紧凑/小型车，定位低端市场，预计 2021 年将在 BMA 平台进行换代。博越为吉利汽车基于 NL 平台的中档车，月均销量 2-3 万辆，2021 年将基于 CMA 架构换代。我们认为公司主力车型在 BMA、CMA 平台换代后，动力总成升级、配置更加丰富、可实现 OTA 功能，在竞品中竞争力更强，预计销量将有所提高。

图 37：2019-2020 年帝豪系列销量(辆)



资料来源：公开资料，浙商证券研究所

图 38：2019-2020 年博越销量(辆)



资料来源：公开资料，浙商证券研究所

表 6：吉利汽车主力车型换代计划

品牌	上市时间	车型	项目性质
吉利	21H1	帝豪	换代
	21H1	帝豪 GL	换代
	21H2	帝豪 GS	换代
	21H2	博越	换代
领克	21H1	领克 01	换代

资料来源：Marklines, HIS, 公开信息, 浙商证券研究所

多款全新车型陆续上市。随着吉利汽车四大模块化平台完善, 新车开发效率提高, 公司未来新车上市速度将加快, 2020 年上市车型包括豪越、星瑞, 2021 年上市新车主要有领克 07、吉利品牌中型 SUV、电动车 Zero 等。包括 20 年底的星瑞在内, 4-5 款新车既覆盖了轿车和 SUV 领域, 也兼顾了传统燃油车和新能源客户的需求, 性价比和创新兼具, 有成为爆款的潜质

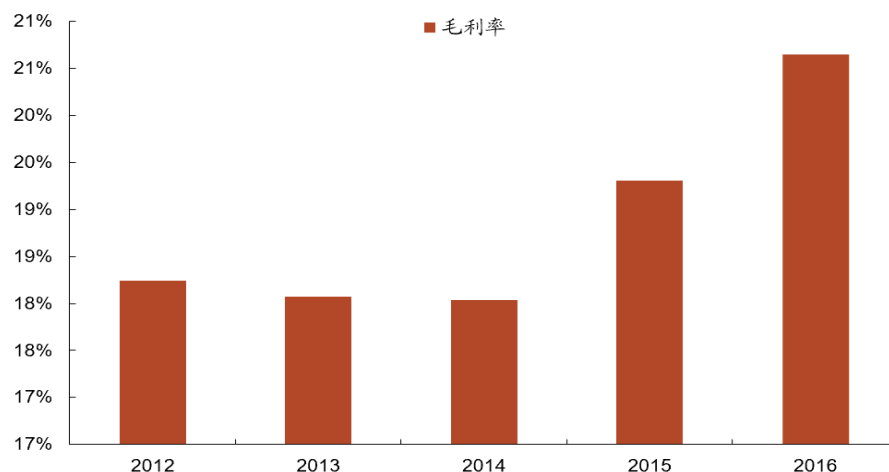
表 7：吉利汽车新产品

品牌	上市时间	车型	项目性质
吉利	20H2	星瑞	全新
	21H2	全新 SUV	全新
领克	21H2	领克 07	全新
	22H1	领克 SUV	全新
新能源	21H1	Zero concept	全新
	22H1	吉利 SUV	全新

资料来源：汽车之家, 浙商证券研究所

新一轮产品周期销量和盈利能力有望大幅增长。从星瑞等新一代产品可以看出, 吉利 4.0 时代的车型在精品车的基础上更加注重配置、性价比和科技智能化, 产品性价比和竞争力大大提高, 预计 2021-2022 年吉利汽车销量将分别达到 165 万辆、190 万辆。公司本轮新品周期是基于模块化平台的新品周期, 以 MQB 平台为例, 可以看出大众在采用 MQB 平台后, 毛利率有所提高。因此, 我们认为基于模块化平台开发新车型的研发、生产、采购成本降低, 吉利汽车盈利能力有望提升。

图 39：2012-2016 年大众汽车毛利率变化(尾气门赔偿金额还原后)



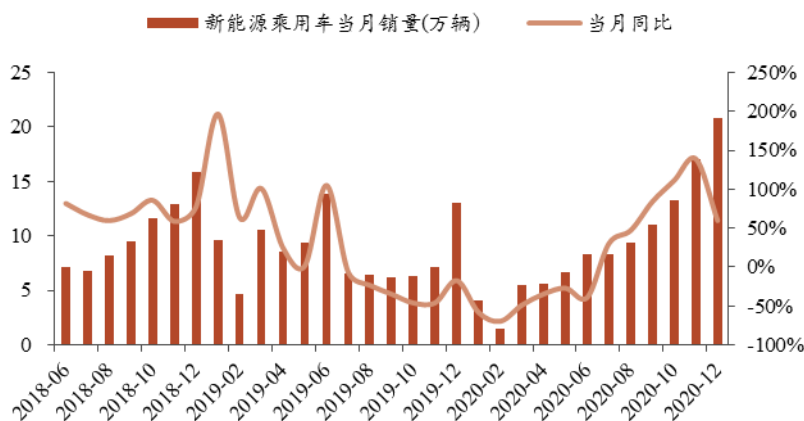
资料来源：大众汽车年报, 浙商证券研究所

4. 全新架构：拥抱电动新时代

4.1. 电动智能，自主品牌新机遇

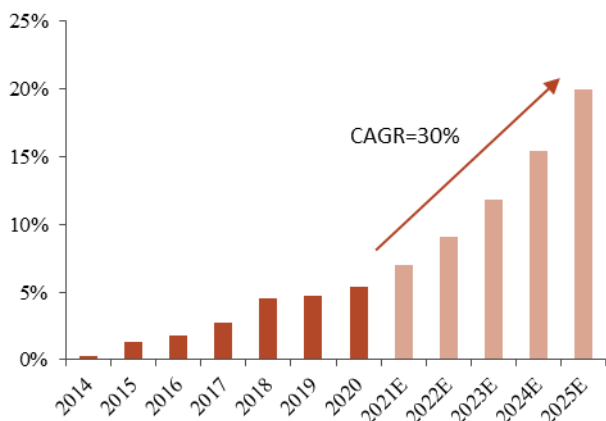
新能源步入爆发期，预计未来 5 年增速超过 30%。2020 年我国新能源汽车渗透率为 5.4%，国务院印发《新能源汽车产业发展规划(2021-2035 年)》提出 2025 年可达到 20%。根据国家信息中心的数据，预计 2030 年我国新能源和电气化车型占比将达到 90%，其中 48V、HEV、PHEV 及纯电动比重分别达 57.4%、7.7%、2.1%和 21.8%。

图 40：2018-2020 年我国新能源乘用车批发销量和增速



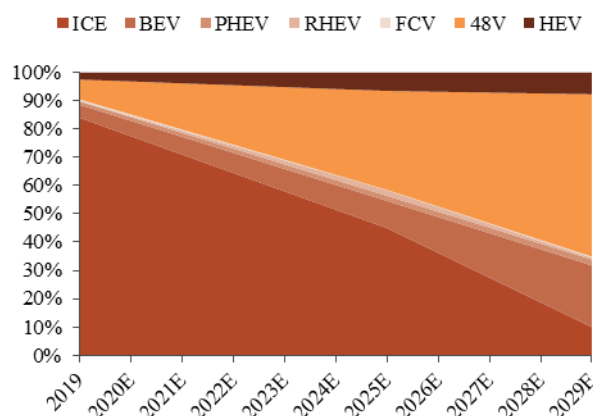
资料来源：乘联会，浙商证券研究所

图 41：2014-2025E 年我国新能源汽车渗透率变化



资料来源：中汽协，国家信息中心，浙商证券研究所

图 42：节能与新能源乘用车技术路线占比预测

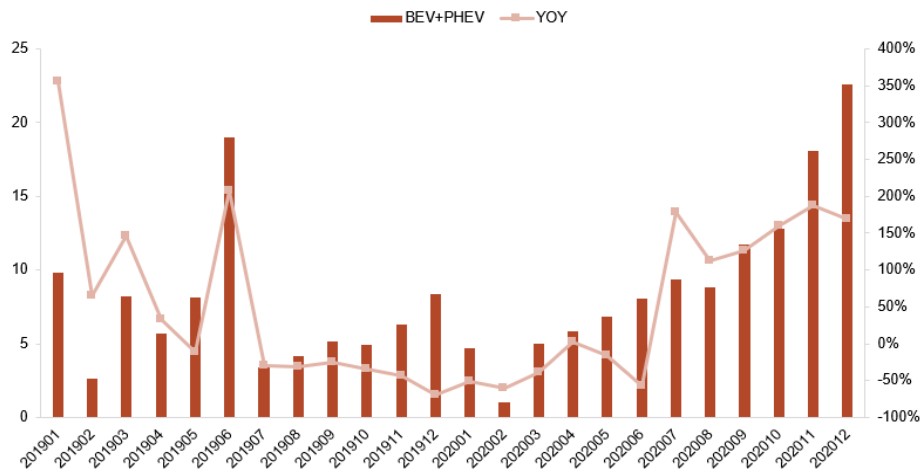


资料来源：国家信息中心，浙商证券研究所

2020 年供给驱动，电动车需求释放。2019-2020 年新能源汽车市场经历了 V 型反转，此前国内新能源乘用车市场主要依靠政策催化，to B 端销量占比较高，因此 2019 年 7 月补贴退坡后，19H2 新能源乘用车销量下滑幅度超过 50%。2020 年供给端改善，特斯拉、自主品牌等高性价比车型上市使得需求大幅增长，9-12 月 BEV+PHEV 销量增速分别为 126%、160%、188%、169%，其中 BEV 销量增速分别为 153.7%、187.7%、204.7%、176.5%，

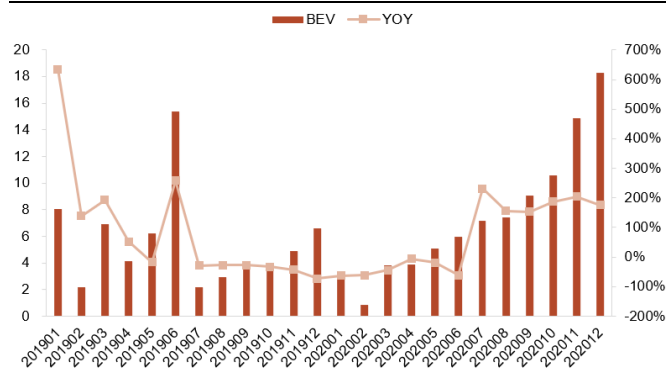
PHEV 增速分别为 64.93%、79.11%、131.17%、142.46%，可以看出纯电动增速高于插电混动，消费者对电动车需求增加。

图 43：2019-2020.12 月新能源乘用车零售销量及增速(万辆)



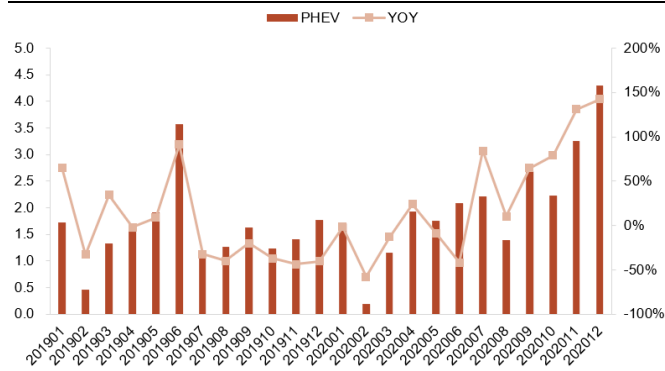
资料来源：浙商证券研究所整理

图 44：2019-2020.12 月 BEV 销量及增速(万辆)



资料来源：浙商证券研究所整理

图 45：2019-2020.12 月 PHEV 销量及增速(万辆)



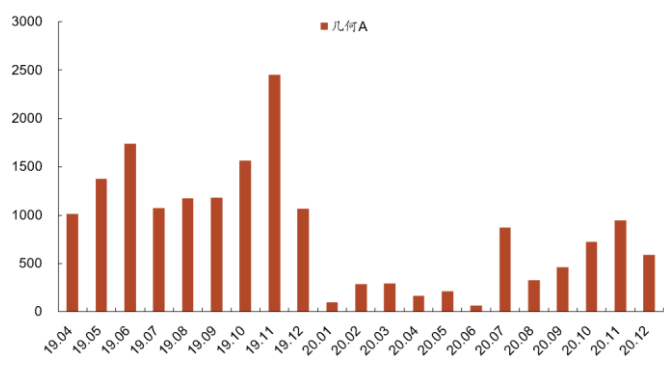
资料来源：浙商证券研究所整理

市场化竞争时代来临，自主品牌有望脱颖而出。随着补贴退坡，特斯拉国产后价格不断下调，国内电动车市场进入市场化竞争的阶段。自主品牌电动车集中在中低端市场，价格区间主要在 10-30 万元，主要是由于自主品牌成本控制能力相对较强，在市场化的竞争中更具优势。在燃油车时代，外资和合资企业在发动机、变速箱等方面技术领先，产品性能优于国内自主品牌，享受较高的溢价。进入电动车时代，合资和自主车企在动力电池、电机等技术上处于同一水平。电动车的竞争力体现在车辆续航、辅助/智能驾驶、人机交互等驾驶体验上，车辆更新迭代速度、产品 OTA 升级、智能驾驶算法成熟度和硬件预装显得更为重要。目前美系上汽通用、长安福特，韩系北京现代、起亚，法系等二线合资在新能源汽车的布局已经全面落后；日系主要以混动为主；仅有德系大众推出 MEB 平台电动车，合资企业在电动化和智能化的布局已经落后于自主品牌。同时，自主品牌企业在响应速度、消费者喜好的把握、车型开发周期等方面优于合资车企，我们认为头部自主或造车新势力在电动车时代竞争中有望胜出。

4.2. 纯电平台，升级新浩瀚架构

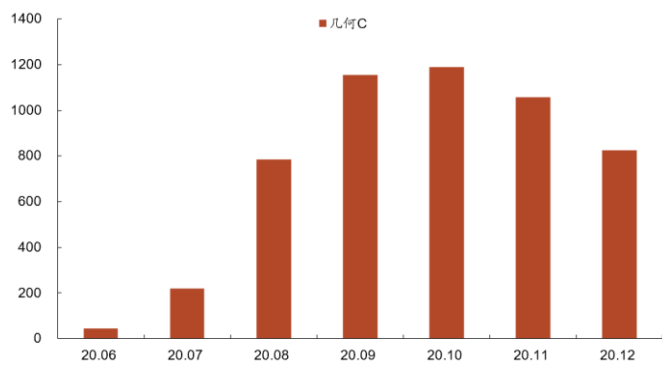
2019 年吉利汽车电动车品牌“几何”发布，几何品牌是与吉利、领克并列的吉利集团的第三大品牌，定位于高端纯电动车，采用专属的纯电动平台-GE 平台，规划未来每年将推出一至两款全新产品，产品线将涵盖轿车、SUV、MPV 等车型。截止 2020 年，吉利汽车几何品牌推出了 2 款电动车，A 级轿车几何 A 和紧凑型 SUV 几何 C。几何 A 售价 15-19 万元(补贴后)，续航 410-500km；几何 C 售价 12.98-18.28 万元(补贴后)，续航 400-550km，两款车均采用三元锂电池。由于几何 A 和几何 C 是吉利早期规划开发的产品，续航等参数没有明显优势，月均销量 1000-1500 台左右。

图 46：几何 A 销量(辆)



资料来源：中汽协，浙商证券研究所

图 47：几何 C 销量(辆)



资料来源：中汽协，浙商证券研究所

SEA 浩瀚架构打造智能电动车。随着特斯拉等电动车企业的入场，电动车已经不再是仅靠纯电驱动的新能源车，更多的是智能化的电动车。吉利汽车前瞻性的在 PMA 平台基础上，保留了车辆产品本身研发的部分，又赋予了更多软件和智能化应用层面的部分，开发出了全新智能纯电架构平台-SEA 架构，SEA 架构历时 4 年、投资超过 180 亿元，可以实现全尺寸、多形态产品覆盖。SEA 架构基于用户需求出发，突破传统造车局限，通过“硬件层 系统层 生态层”的整合，依靠“硬件能力 系统算力 生态合力”，致力于构建无限互动延展的未来出行服务体系。

图 48：吉利浩瀚架构



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图 49：浩瀚架构分层结构



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

三位一体分层架构配合两大核心能力，共筑 SEA 架构的六大领先优势。SEA 浩瀚架构以硬件层的全域兼容、系统层的全域迭代和生态层的全域共创构成三位一体的立体化布局，具备高宽带和高效率这两大核心能力，拥有如下六大技术亮点：

兼容性好：拥有全球最大的宽带，1800-3300mm 的轴距范围，A 级车到 E 级车全尺寸覆盖，满足轿车、SUV、MPV、小型城市车、跑车和皮卡等全部车身造型需求；

软件定义：最高效的智能电动车解决方案，软件开发周期缩短 50%，可实现深度、及时的 OTA 升级，让车辆的功能配置和软件系统始终保持最新的状态，全场景、全生命周期的 FOTA，让汽车一直处于进化的状态；

动力性能：提供高性能电动四驱系统，目前基于 SEA 浩瀚架构打造的领克概念车型百公里加速时间小于 4 秒，麋鹿测试成绩大于 80KM/h，拥有超跑级的动力体验；

全新三电：采用了电驱动、电管理、电生态的新三电理念，NEDC 工况下 20 万公里无衰减，长达 200 万公里长寿命动力电池；110kWh 无模组 CTP 电池包 NEDC 续航里程超过 700 公里。单电机实现最高 475kW 功率输出，搭载自主研发的高性能两档电驱动变速器，最大轮端载扭矩可达 8000Nm；

安全性能：全域安全理念，守护生命域、健康域、财产域、隐私域四大域共计 9 大系统。电池的安全测试达 202 项，其中针对电池保护至关重要的整体侧柱碰撞测试，超过国际标准的严苛要求确保结构的安全性能。在 5G Tbox 上率先部署国密芯片，以保障车辆使用者的信息安全；

智能驾驶：采用高级辅助驾驶、高度自动驾驶和完全自动驾驶的技术路线，已经具备满足完全自动驾驶的能力。以双冗余标准打造的全场景、全过程功能模块，可实现脱手、脱眼、自主泊车、自动变道、自动导航的自动驾驶功能，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，在 2025 年之前可在开放道路实现完全自动驾驶。

图 50：基于浩瀚架构的个人车辆自动驾驶规划



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

4.3. 领克 Zero，引领吉利电动化

SEA 架构首款电动车领克 Zero 有望成为爆款。吉利汽车将在 2021 年推出首款 SEA 架构的电动车-领克 Zero concept，定位于中大型车，预计于 2021 年下半年量产。新车 4950mm 的车身长度，2999mm 的超长轴距，续航里程 NEDC 预计超过 700km，采用高性能双电机，0-100km 加速不到 4 秒；外观采用溜背设计，造型时尚；在全新“光电映射美学”设计基础上加入全新理念，打造了独具特色的“运动光能座舱”，增强车内空间立体感和科技感。具体来看，该车采用了三辐式多功能方向盘、8.8 英寸全液晶仪表以及 15.4 英寸中控屏，搭配全新造型的挡把，激光氛围灯，进一步提升整体质感。同时，新车将配备感应式无框车门，并提供全自动空气悬架装置（150-220mm）等。智能驾驶功能方面，配置 W-HUD 超宽全色抬头显示系统，全新 L2+级自动驾驶系统 CoPilot，由芯片巨头 Mobileye 研发的环绕式视觉高级驾驶辅助系统 SuperVision 提供技术驱动，搭载 Mobileye Eye Q5 芯片，新车并将完全具备自动驾驶能力。我们认为领克 Zero concept 可以与畅销的竞品特斯拉 Model 3、比亚迪 汉、小鹏 P7 相抗衡，有望成为爆款电动车。

图 51：领克 Zero 造型图



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图 52：领克 Zero 内饰图片



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

表 8：领克 Zero 和竞品性能参数对比

车型	领克 Zero	Tesla - Model 3	小鹏 P7	比亚迪 汉
车身长度 (mm)	4850	4694	4880	4960
车身宽度 (mm)	1980	1850	1896	1910
车身高度 (mm)	1530	1443	1450	1495
轴距 (mm)	2999	2875	2998	2920
驱动结构	双电机全驱动	后轮驱动/双电机全驱动	后驱/双电机四驱	前驱/双电机四驱
最大功率 (kW)	-	202-339	196/316	163
最大扭矩 (N*m)	-	404-639	390-655	330
百公里加速 (秒)	4 秒内	3.3-5.6	4.3-6.7	3.9-7.9
电池能量 (KWH)	-	55-75	70.8-80.9	77
续航 (km)	700	468/605	562-706	550-605
芯片	Mobileye EyeQ 5	HW3.0	NVIDIA DRIVE Xavier	骁龙 625
厂商指导价 (万)	预计 23-26 万元	26.57-41.98	22.99-40.99	21.98-27.95

资料来源：汽车之家，浙商证券研究所

我们认为吉利 2021 年将开启电动车新时代，而领克 Zero concept 将是吉利电动车历史上跨时代的产品，未来基于 SEA 架构，吉利品牌、领克、沃尔沃等都将推出重磅车型，将在电动车市场占据一席之地。

5. 盈利预测与投资建议

2020 年国内乘用车销量同比下滑，假设 2021-2022 年增速分别为 13.7%、5%，对公司 2020-2022 年业绩做出如下核心预测：

- ◆ 吉利品牌销量：吉利品牌 2020 年销量 114.5 万辆，2021 年帝豪系列、博越等主力车型换代，2020H2-2021 年上市的全新车型包括：星瑞、星越 L 等；其中星瑞月销量已经达到 1.5 万辆左右，综合评估其动力性能和配置，星瑞月销量未来有望达到 2 万台以上；星越 L 定位中高端 SUV，预计未来稳态月销量 5000-6000 台。综合上述分析，预计吉利品牌 21-22 年销量分别为 139.2/152.8 万辆，YOY 分别为 21.6%/9.7%。
- ◆ 领克品牌销量：领克品牌 2020 年销量 17.5 万辆，随着领克 05/06 上市，20H2 领克全系月销量提升至 2.3-2.5 万辆。2021 年领克 01 升级了动力总成、内饰等配置，销量有望提高一个台阶；2021 年将推出领克 07、电动车领克 Zero concept 等车型，基于目前领克 Zero 公布的续航、动力、智能化等方面的参数，我们认为领克 Zero 是一款可以比肩比亚迪汉的电动车，若定价合理，月销量有望达到 7000 台以上。我们预测领克全系 2021-2022 年销量分别为 29.3/41.3 万辆，YOY 分别为 67%/40.8%。

我们预计吉利汽车 2020-2022 年营业收入分别为 918.6/1207.5/1333.2 亿元，同比增速分别为 -5.7%/31.4%/10.4%；汽车行业规模效应明显，2020 年行业复苏，预计 21-22 年仍将保持正增长，下游需求回暖，同时，考虑到公司本轮新产品周期是基于 BMA/CMA/SPA/SEA 等模块化平台，研发和生产成本降低，盈利能力提升，预计 2020-2021 年公司毛利率分别为 17.6%/19.7%/20.9%，归母净利润分别为 75.5/120.3/149.7 亿元，YOY 分别为 -7.9%/59.5%/24.4%；EPS 分别为 0.77/1.23/1.52 元，对应 PE 27.4/17.2/13.8 倍（1 港元=0.8380 人民币）。

2020 年是国内汽车行业重要的分水岭，新能源车由政策驱动转变为优质供给驱动，自主品牌车企目前在电动智能化领域全面领先国内合资车企，未来头部自主品牌有望持续提升，整车估值体系由周期转变为成长股。同时，各车企加大在电动车和智能驾驶等领域的投入，随着行业变革，未来整车企业的发展和盈利模式将发生变化，科技属性提升了整车企业的估值，因此在电动智能化领域布局领先的车企理应享受较高的估值溢价。

我们选择了 A 股上市的乘用车企业上汽、广汽、长城、长安和比亚迪，H 股长城、比亚迪和广汽作为可比公司，可以看出相关公司的估值偏差比较大，主要是与上述公司自主品牌在新车周期、新能源和智能驾驶领域的布局相关，其中 2020 年为长城强产品周期，销量增速较高；同时，长城的新能源车欧拉系列销量放量，加大在智能驾驶领域的布局，公司估值体系重塑。吉利汽车 2021-2022 年迎来新一轮强产品周期，销量高增长的确定性较强，2021 年重磅电动车领克 Zero 即将上市，智能驾驶功能达到市场主流水平。

综合以上考虑，我们给予公司 21 年 30 倍 PE，对应目标价 44 港元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 9：可比公司估值

代码	证券简称	每股收益			市盈率		
		2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
601633.SH	长城汽车	0.49	0.55	0.99	17.96	64.34	31.12
000625.SZ	长安汽车	-0.55	0.78	0.91	-18.2	19.52	13.97
000594.SZ	比亚迪	0.59	1.60	2.06	80.55	110.42	86.07
600104.SH	上汽集团	2.19	1.84	2.36	10.88	10.83	8.45
601238.SH	广汽集团	0.65	0.67	0.9	18.09	16.33	12.21
2333.HK	长城汽车 H	0.49	0.55	0.92	10.47	33.95	20.38
1211.HK	比亚迪 H	0.5	1.71	2.2	69.99	96.06	74.54
2238.HK	广汽集团 H	0.64	0.68	0.85	13.45	9.09	7.2
A 股可比公司平均 PE		-	-	-	21.86	44.43	31.05
H 股可比公司平均 PE		-	-	-	31.30	46.37	34.04

资料来源：wind，浙商证券研究所(wind 一致预期)

6. 风险提示

国内乘用车行业需求不及预期；

公司新车销量及盈利不及预期；

新能源和智能化进程不及预期。

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	50014	44989	53837	66057	营业收入	97401	91864	120745	133320
现金	19281	15134	16001	25556	营业成本	80485	75712	96905	105495
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	0	0	0	0
应收账款	19804	21159	24286	0	营业费用	4332	4000	5251	5844
其它应收款	6068	4630	6362	7350	管理费用	5122	4831	6350	7011
预付账款	0	0	0	0	研发费用	0	0	0	0
存货	4821	4034	7157	4907	财务费用	-108	-62	-102	-117
其他	40	32	31	28244	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	57914	66961	76890	84970	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	7	2	3	投资净收益	664	770	1403	2097
长期投资	8837	6655	7272	7588	其他经营收益	1091	1194	1088	1125
固定资产	27070	33272	37944	41461	营业利润	7773	6829	11496	14116
无形资产	17598	23398	27680	31909	非经营性损益	1863	2027	2593	3338
在建工程	0	0	0	0	利润总额	9636	8856	14089	17455
其他	4408	3629	3992	4010	所得税	1375	1239	1944	2353
资产总计	107928	111950	130727	151027	净利润	8261	7617	12145	15101
流动负债	48526	44968	51592	56785	少数股东损益	72	70	111	136
短期借款	0	0	0	0	归属母公司净利润	8190	7547	12034	14965
应付款项	33758	29355	36430	41603	EBITDA	13261	10740	16371	20105
预收账款	0	0	0	0	EPS (最新摊薄)	0.83	0.77	1.23	1.52
其他	14768	15613	15162	15181	主要财务比率				
非流动负债	4477	4440	4448	4455		2019	2020E	2021E	2022E
长期借款	4149	4149	4149	4149	成长能力				
其他	327	291	299	306	营业收入	-8.63%	-5.69%	31.44%	10.41%
负债合计	53003	49409	56040	61240	营业利润	-42.24%	-12.14%	68.34%	22.79%
少数股东权益	489	559	670	807	归属母公司净利润	-34.76%	-7.85%	59.46%	24.35%
归属母公司股东权益	54436	61982	74016	88981	获利能力				
负债和股东权益	107928	111950	130727	151027	毛利率	17.37%	17.58%	19.74%	20.87%
					净利率	8.48%	8.29%	10.06%	11.33%
现金流量表					ROE	16.33%	12.85%	17.54%	18.20%
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	ROIC	13.87%	10.72%	14.44%	15.03%
经营活动现金流	12538	6422	11566	18125	偿债能力				
净利润	8261	7617	12145	15101	资产负债率	49.11%	44.13%	42.87%	40.55%
折旧摊销	3733	1947	2383	2767	净负债比率	7.83%	8.40%	7.40%	6.78%
财务费用	(108)	(62)	(102)	(117)	流动比率	1.03	1.00	1.04	1.16
投资损失	(664)	(770)	(1403)	(2097)	速动比率	0.93	0.91	0.90	1.08
营运资金变动	3180	(3467)	1766	277	营运能力				
其它	(1865)	1159	(3224)	2193	总资产周转率	0.98	0.84	1.00	0.95
投资活动现金流	(686)	(10632)	(10800)	(8687)	应收帐款周转率	5.14	4.49	5.31	5.08
资本支出	(3648)	(8148)	(7055)	(6284)	应付帐款周转率	2.64	2.40	2.95	2.70
长期投资	(2515)	2175	(612)	(317)	每股指标(元)				
其他	5477	(4659)	(3133)	(2086)	每股收益	0.83	0.77	1.23	1.52
筹资活动现金流	(1285)	1073	144	(936)	每股经营现金	1.28	38.29	68.95	108.06
短期借款	(1375)	0	0	0	每股净资产	14.34	6.31	7.54	9.06
长期借款	2101	0	0	0	估值比率				
其他	(2011)	1073	144	(936)	P/E	25.25	27.40	17.18	13.82
现金净增加额	10567	(3137)	910	8501	P/B	1.47	3.34	2.79	2.32
					EV/EBITDA	9.46	18.31	11.97	9.28

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：https://www.stocke.com.cn