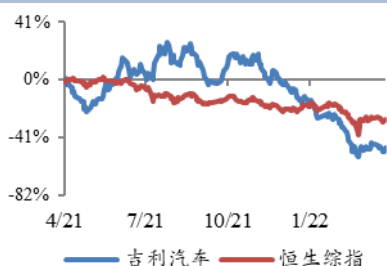


4.0 全新造车时代，从精品到标杆

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-04-18

公司价格与恒生综指走势比较

分析师：陈晓

执业证书号：S0010520050001

邮箱：chenxiao@hazq.com

分析师：宋伟健

执业证书号：S0010520080002

邮箱：songwj@hazq.com

主要观点：
● 投资逻辑：

公司从精品车时代迈入架构造车时代，将在技术、市场开拓、品牌等多维度实现向上突破，促进公司销量与品牌溢价的提升。同时，公司新能源汽车进入加速开拓期，几何+极氪有望全面覆盖消费者需求，打造经济+高端智能化的产品布局。

● 传统汽车：全方位向上，开启新造车时代。

步入 4.0 造车时代，吉利汽车将实现储备技术的逐步落地，包括架构、动力、智能化等。新技术的落地将弥补吉利汽车在之前市场竞争中的短板，为其在下一个 5 年竞争中赋能。在技术赋能之下，吉利汽车相继推出爆款单品，与合资品牌实现正面竞争。与此同时，吉利汽车将夯实本土化研发的优势，加大差异化市场的发掘与布局，基于动力总成、外观设计以及智能化等技术的差异化配置，实现在细分领域市场从零到一的突破，从而助力公司销量水平再上新的台阶。

● 新能源：混动纯电双双发力，打造行业标杆。

混动领域，全新打造的雷神 Hi·X 混动系统在发动机、变速器以及控制策略等方面相较于竞争对手具备竞争优势，同时以 4.0 时代架构造车的车型为依托，公司有望在混动领域实现销量快速提升。在纯电领域，浩瀚架构与极氪品牌的融合将为消费者打造出具备竞争力的高端智能纯电车型，随着产品布局的逐步完善，公司品牌与销量有望实现双突破。

● 投资建议

我们预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.83 元、1.17 元和 1.54 元。首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示

宏观经济下行；新车投放进度不及预期；新能源业务开拓不及预期等风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	102015	157663	220298	271997
收入同比 (%)	10%	55%	40%	23%
归属母公司净利润	4720	8367	11718	15425
净利润同比 (%)	-13%	77%	40%	32%
每股收益 (元)	0.47	0.83	1.17	1.54
P/E	45.21	14.13	10.09	7.67

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

导论	5
1、迈入 4.0 时代，打造科技吉利	7
2、传统汽车：全方位向上，开启新造车时代	15
2.1 技术：十年磨一剑，赋能车型竞争力	15
2.2 市场与品牌：技术赋能品牌向上，掘金差异化市场	24
3、布局新能源领域，混动与纯电双发力	28
3.1 混动：发布雷神智擎，发力混动领域	28
3.2 纯电：主攻纯电智能汽车，实现品牌向上	33
4、盈利预测与估值分析	38
4.1 盈利预测	38
4.2 估值分析	40
风险提示：	41
财务报表与盈利预测	42

图表目录

图表 1: 吉利汽车销量预测	5
图表 2: 吉利汽车 2025 年销量结构预测	5
图表 3: 吉利汽车营收拆分	6
图表 4: 吉利汽车发展阶段	7
图表 5: 吉利控股集团产业布局和品牌组合	8
图表 6: 吉利汽车“龙湾”计划	8
图表 7: 吉利汽车产能布局	10
图表 8: 吉利汽车研发中心布局	10
图表 9: 吉利汽车历年研发支出情况	11
图表 10: 吉利汽车历年销量情况	11
图表 11: 吉利汽车历年市占率变动情况	11
图表 12: 国内主要厂商市占率变动情况 (批发)	12
图表 13: 国内主要厂商市占率变动情况 (零售)	12
图表 14: 吉利汽车历年营收情况	13
图表 15: 吉利汽车历年单车价值量 (含领克)	13
图表 16: 领克历年营收情况 (亿元)	13
图表 17: 领克历年收益情况 (亿元)	13
图表 18: 吉利汽车历年利润变动情况 (亿元)	14
图表 19: MQB 平台示意图	15
图表 20: 平台及模块战略优势	15
图表 21: 国内外主流平台化造车架构	15
图表 22: 国内外主流平台化造车架构	16
图表 23: 公司车型价格分布 (万元)	17
图表 24: 三代帝豪外观图	17
图表 25: 四代帝豪外观图	17
图表 26: 三代帝豪和四代帝豪参数对比	17
图表 27: 吉利汽车打造雷神动力	18
图表 28: 吉利汽车现有发动机布局	19
图表 29: 国内 1.5T 发动机对比	19
图表 30: 主流变速器产品传动效率对比	20
图表 31: 智能吉利 2025 战略	21
图表 32: 吉利汽车电子电气架构迭代过程	21
图表 33: 亿咖通科技全球化布局	22
图表 34: 银河 OS 系统	23
图表 35: 主流芯片算力对比	23
图表 36: ZENSEACT 合作联盟	24
图表 37 国内人口结构变动情况	25
图表 38 懂车帝用户分布	25
图表 39 不同年龄段用户汽车价格偏好	25

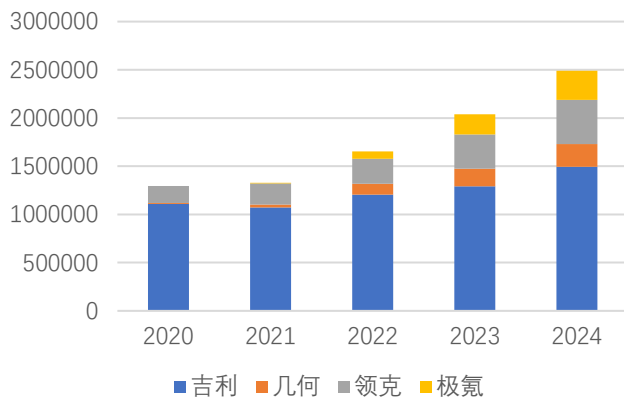
图表 40 汽车用户看车关注点.....	25
图表 41 差异化竞争向多维度演变.....	26
图表 42: 星瑞销量情况 (辆)	27
图表 43: 星越 L 销量情况.....	27
图表 44: 领克历年销量情况.....	27
图表 45: 丰田新能源汽车规划.....	28
图表 46: 节能与新能源技术路线图.....	28
图表 47: 比亚迪 DMI 产品销量情况 (辆)	29
图表 48: 不同 DHT 技术路线拓扑结构.....	30
图表 49: 不同混动结构仿真结果.....	30
图表 50: 吉利混动发动机热效率与竞品对比.....	31
图表 51: 吉利混动发动机升功率与竞品对比.....	31
图表 52: 吉利 DHT 与竞争对手扭质比对比 (NM/KG)	31
图表 53: 吉利混动专用电池实现性能提升.....	32
图表 54: 雷神智擎打造两个版本的混动平台.....	32
图表 55: 雷神智擎 HEV 平台与竞品分析对比.....	33
图表 56: 雷神智擎超级电混平台与竞品分析对比.....	33
图表 57: SEA 浩瀚架构.....	34
图表 58: 极氪汽车生态布局.....	35
图表 59: 极氪 001 不同版本参数.....	36
图表 60: 极氪 001 与竞品对比.....	36
图表 61: 极氪品牌销量规划 (万辆)	37
图表 62: 吉利汽车销量预测 (辆)	38
图表 63: 吉利汽车营收拆分.....	39
图表 64: 吉利汽车传统部分估值对比.....	40
图表 65: 极氪品牌估值对比.....	40

导论

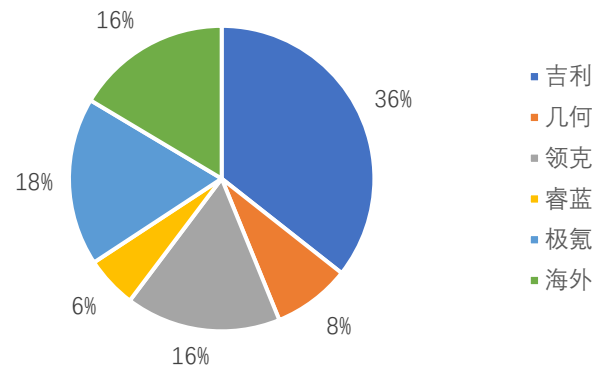
步入 4.0 造车时代，新技术的落地将弥补吉利汽车在之前市场竞争中的短板，为其在下一个 5 年竞争中赋能。在技术赋能之下，吉利汽车将夯实本土化研发的优势，加大差异化市场的发掘与布局，基于动力总成、外观设计以及智能化等技术的差异化配置，实现在细分领域市场从零到一的突破，从而助力公司销量水平再上新的台阶。

混动领域，全新打造的雷神 Hi·X 混动系统在发动机、变速器以及控制策略等方面相较于竞争对手具备竞争优势，同时以 4.0 时代架构造车的车型为依托，公司有望在混动领域实现销量快速提升。在纯电领域，浩瀚架构与极氪品牌的融合将为消费者打造出具备竞争力的高端智能纯电车型，随着产品布局的逐步完善，公司品牌与销量有望实现双突破。

图表 1：吉利汽车销量预测



图表 2：吉利汽车 2025 年销量结构预测



资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 3：吉利汽车营收拆分

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
汽车销售					
总销量 (辆)	1293783	1327475	1652231	2039385	2488985
同比		3%	24%	23%	22%
并表销量 (辆)	1144761	1106959	1393036	1683780	2029380
同比	-7.2%	-3.3%	25.8%	20.9%	20.5%
单价 (万元/辆)	7.3	7.9	10.1	11.9	12.2
同比	-1.7%	8.2%	27.4%	17.5%	2.9%
营收 (百万元)	83814	87697	140565	199716	247573
同比	-8.7%	4.6%	60.3%	42.1%	24.0%
零配件销售					
营收 (百万元)	6989	8798	10118	11636	13381
同比	32%	26%	15%	15%	15%
销售电池包及相关零件					
营收 (百万元)		589	766	995	1294
同比			30%	30%	30%
研发及相关技术支持服务					
营收 (百万元)	746	3251	3901	4682	5618
同比		336%	20%	20%	20%
知识产权许可					
营收 (百万元)	566	1275	1913	2870	3731
同比		125%	50%	50%	30%
合计					
营收 (百万元)	92374	102015	157263	219898	271597
同比		10%	54%	40%	24%
毛利率	16.0%	17.1%	18.0%	18.6%	19.0%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

1、迈入 4.0 时代，打造科技吉利

内生外延并重，进入科技发展新时代。吉利汽车为国内自主品牌领先企业。多年以来，公司通过内生培育+外延并购的方式实现了技术、销量、市场、营销等要素的全方位提升。按照公司技术发展以及战略定位的不同，公司发展经历了 4 个阶段：机械时代、电子时代、精品车时代和科技时代，其中在精品车时代公司产品、供应链、工厂、制造工艺全方位提升，迎来了公司销量的快速提升。当前公司开启架构造车的全新时代，产品竞争力将进一步升级，销量有望再上一个台阶。

(1) 1.0 时代 (1998 年-2008 年)：代表车型为美日、豪情等。该阶段为吉利汽车发展初期，在技术层面逐步形成成熟的三大件。但是该阶段在技术层面与合资品牌存在较大的差距，因此市场主要定位在低价位市场。

(2) 2.0 时代 (2008 年-2014 年)：代表车型远景、帝豪。该阶段公司产品取得进步，并且收购了沃尔沃进入技术的本土化培育期。公司产品价格向上提升，但是仍旧处于低价位市场。

(3) 3.0 时代 (2014 年-2020 年)：代表车型博越、博瑞等。一方面该阶段公司受益于国内 SUV 市场红利，另一方面公司产品竞争力进一步提升，进入精品车发展阶段，同时迎来了销量的快速提升。

(4) 4.0 时代 (2020 年起)：代表车型星瑞、星越 L 等。公司进入全面架构造车时代。通过技术层面的长期研发投入，公司在关键技术领域实现对于合资品牌赶超，产品竞争力实现跨越式提升。

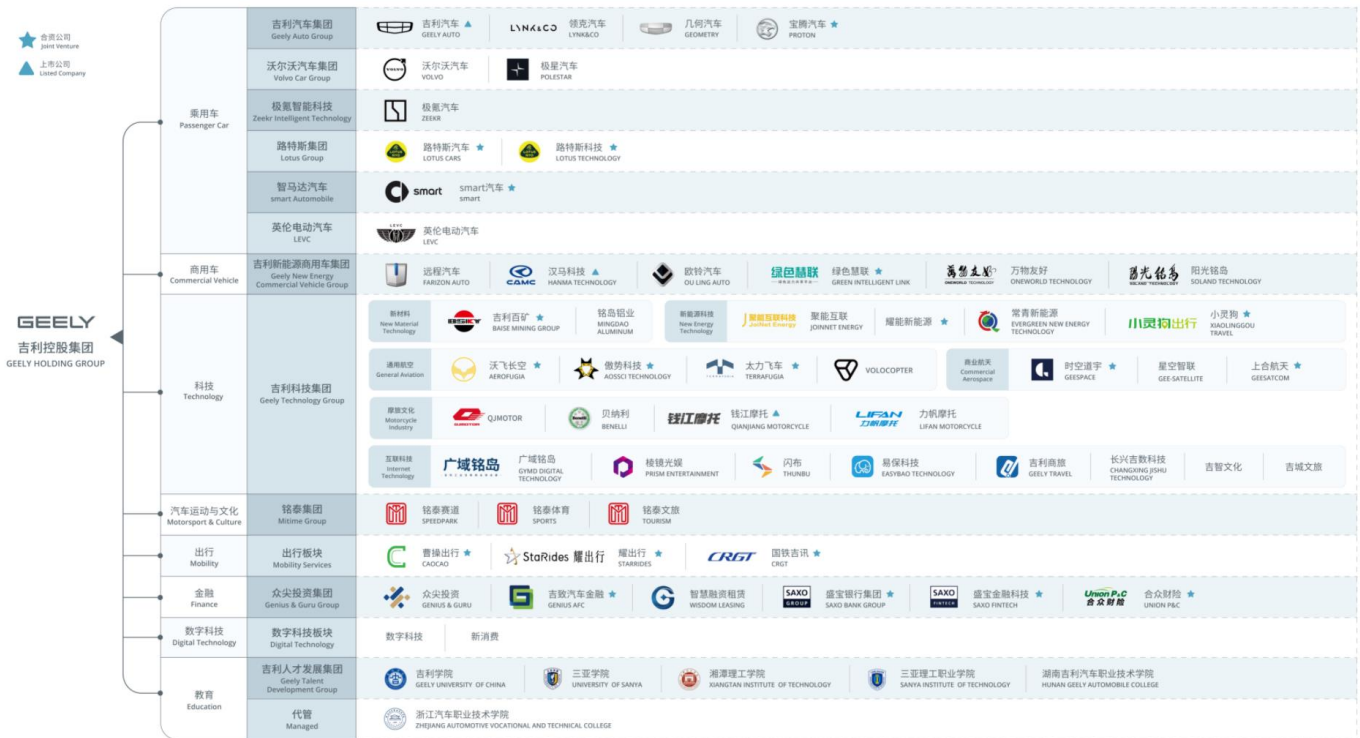
图表 4：吉利汽车发展阶段

时代	时间	代表车型	特点
1.0 时代	1998 年-2008 年	美日、豪情、优利欧	机械时代：形成了成熟的车辆三大件（发动机、变速器和底盘）的研发和生产工艺；以低价换市场
2.0 时代	2008 年-2014 年	远景、帝豪	电子时代：社会消费升级加速，电子配置逐步增加，吉利汽车要“造最安全、最环保、最节能的车”，摒弃低质低价，缩小与同级合资车的差距
3.0 时代	2014 年底-2020 年	博瑞、博越、帝豪 GS/GL	精品车时代：2014 年底，吉利发布全新品牌标识，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，产品、供应链、工厂、制造工艺全面比肩合资品牌
4.0 时代	2020 年起	星越、PREFACE	科技吉利：开启全面架构造车时代

资料来源：公司官网，华安证券研究所

母公司打造汽车生态，与吉利汽车相互赋能。吉利控股集团旗下业务涉及乘用车、商用车、科技、汽车运动与文化、出行、金融、数字科技、教育等多领域。其中乘用车板块涉及吉利汽车集团、沃尔沃汽车集团、极氪汽车、路特斯集团、智马达汽车、英伦电动汽车等品牌。在吉利汽车集团发展过程中与吉利控股集团相互赋能，2021 年公司技术授权费用 12 亿元，实现快速增长。与此同时，吉利汽车在电子电器架构等方面具备技术优势，后续技术授权有望成为公司全新利润增长点。

图表 5: 吉利控股集团产业布局和品牌组合



资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

推进“智能吉利 2025”，向智能出行科技企业转向。吉利汽车发布九大龙湾行动，在研发、销量、车型等方面提出具体规划，助力公司向智能出行科技企业转型。公司规划到 2025 年实现总销量 365 万辆，其中极氪汽车 65 万辆，吉利汽车集团 300 万辆。国内市场，吉利品牌 130 万辆；几何品牌 30 万辆；领克品牌 60 万辆；全新的科技换电出行品牌（睿蓝科技）20 万辆，集团整体海外销量 60 万辆，吉利新能源的整体销量占比将超过 40%。

图表 6: 吉利汽车“龙湾”计划

	行动目标	行动方案
1	吉利将持续保持中国汽车品牌研发投入第一,5年内研发将投入1500亿元。	依托吉利全球“5大研发+5大造型中心”构建全球领先的国际化研发体系,全面向智能时代转型,到2025年,实现行业软件人才占比最高,软件开发效率最高。深耕基础科学领域研究,打造10个国际一流的重点实验室,加速科技成果转化落地,持续保持吉利核心技术领先。
2	实现自动驾驶的全栈自研,加快实现智能出行“零事故、零伤亡”的愿景	依托智能吉利科技生态,吉利要实现在智能能源、自动驾驶、智能网联、智能座舱等核心技术领域全栈自研,要“造最好用,最安全,最负责任”的自动驾驶汽车,做到“交付即安全”。到2025年,实现L4级自动驾驶的商业化,完全掌握L5级自动驾驶。
3	5年内,推出25款以上全新智能新能源产品,引领智能移动终端时代	吉利品牌将陆续推出10余款全新产品,系全面智能化、新能源化,推出长续航串并联、可增程、可直驱、可电驱的雷神超级混动,PHEV纯电续航最高超200km。几何品牌从2022年开始,陆续推出5款以上由纯电架构(含浩瀚架构)全新打造的明星产品,覆盖主流纯电市场。领克品牌将陆续推出5款以上全新智能科技产品,不断完善市场布局。2023年,首款电动SUV产品将率先投放欧洲,实现智能新能源产品的全球化和高端化。全新的科技新能源换电出行品牌将基于专属架构平台,陆续推出5款可换电的智能纯电产品,为用户提供高效智能的出行服务,成为换电出行科技生态圈的新势力。

4	2025 年度实现集团总销量 365 万辆，保持中国品牌市场占有率第一，赶超主流合资品牌	极氪科技 65 万辆，吉利汽车集团 300 万辆。国内市场，吉利品牌 130 万辆；几何品牌 30 万辆；领克品牌 60 万辆；全新的科技换电出行品牌 20 万辆，集团整体海外销量 60 万辆。以极氪为引领，以雷神智擎混动技术为支撑，实现全面电气化，实现混动主流细分市场销量第一。到 2025 年，吉利汽车集团新能源销量将达到 90 万辆，占比 30%。加上极氪品牌，吉利新能源的整体销量占比将超过 40%。
5	全面推进全球化进程，实现技术出海，2025 海外销量达到 60 万辆	吉利品牌将重点布局东欧、中东、东南亚、非洲、南美等“一带一路”国家，构建全球 600+海外销售网点，进军欧洲、亚太新能源市场。领克品牌将深化“欧洲战略”和“亚太战略”，在俄罗斯、马来西亚、澳新等国家进行布局，从生而全球到迈向全球。吉利还将打造体系化输出的“宝腾模式”，成为中国汽车引领全球化产业变革的样本，把宝腾打造成马来西亚第一、东盟前三的汽车品牌。
6	全力加速向可持续能源的转变，至 2025 年碳排放总量减少 25%，到 2045 年实现碳中和	通过数字化智能制造、推广绿电、循环材料应用等降低企业自身全端碳排放。通过 Geega 工业互联网平台、智能技术协同等制定全供应链减排举措。通过提升新能源市占率，降低产品使用阶段碳排放。到 2025 年，吉利将实现全链路减排 25%。
7	数字化赋能商业模式升级，实现移动终端 100%全场景数字化价值链	2025 年，吉利、几何、领克三大品牌实现 100%用户数字化服务，100%用户直联，创造全链路、更贴心的用户服务生态。实现超 2000 家数字化智慧门店，App 用户规模超 1000 万，与用户无缝交互，精准快速捕捉用户体验反馈，确保 24 小时内 100%用户意见的反馈。此外，吉利还将实现每个季度至少 1~2 次整车 OTA 升级。
8	以技术引领实现价值创造，2025 年实现 EBIT 达 8%以上	吉利将通过“全面架构造车”提升规模效应，降低车型研发及供应链成本，研发效率提升 30%，同时实现全链路数字化智能制造、全球技术输出，最大化地降本增效。到 2025 年，吉利将实现销量规模提升 2 倍，市场占有率中国品牌第 1，实现单车平均收入提升 30%。
9	3.5 亿股股权，首批激励万名员工	这是中国汽车史上“手笔最大”的员工股权激励计划，也是吉利迎接变革、向科技型企业转型的重要信号，让更多的核心员工从“打工人”蜕变成为“合伙人”。吉利有独一无二的“人才森林”体系。迄今为止，吉利已经创办了 9 所职业及高等院校，培养人才超过 15 万人。完善的人才培养体系和发展通道，使企业内生型人才不断涌现。

资料来源：公司官网，华安证券研究所

产能布局充裕，研发实现全球化。吉利汽车在全国范围内有着完善的产能布局，覆盖吉利、几何、领克、极氪等多品牌产能需求，当前吉利与领克品牌的国内产能布局相对完善，各地产能定位精准，满足从经济型到旗舰车型的生产需求，极氪工厂后续有望继续扩产。

在研发层面，公司实现全球化研发布局，国内以吉利杭州和杭州湾研发中心为主，涉及车研究院、汽车动力总成研究院、新能源汽车研究、汽车创意设计中心等。在全球范围内，公司设立英国考文垂、瑞典哥德堡和法兰克福研究中心，涉及前沿技术、新能源、自动驾驶等研发方向。公司研发投入持续加大，研发占比持续提升，而公司同样受益于母公司研发体系的赋能，在研发层面保持领先。

图表 7: 吉利汽车产能布局

品牌	工厂	产能 (万辆)	车型
吉利	路桥工厂	15	远景 X3
	春晓工厂	20	博瑞、博瑞 GE、博越
	湘潭工厂	24	远景系列、缤越
	成都工厂	13	远景 SUV, 帝豪 EV
	宝鸡工厂	20	博越
	慈溪工厂	18	帝豪、缤瑞
	临海工厂	30	帝豪 GL、帝豪 GS
	晋中工厂	18	帝豪 GS, 帝豪 GSe 几何 A, 几何 C 帝豪 EV, 帝豪 PHEV
	大江东工厂	10	ICON
	杭州湾工厂	15	星越、星瑞
	贵阳工厂	15	嘉际、嘉际 PHEV 豪越
	西安工厂	30	星越 L
领克	路桥工厂	20	领克 01、沃尔沃 XC40
	张家口工厂	20	领克 02、领克 03
	余姚工厂	30	领克 05、领克 01
	成都工厂	30	领克 06
	梅山工厂	-	领克 09
极氪	杭州湾工厂	30	极氪 001

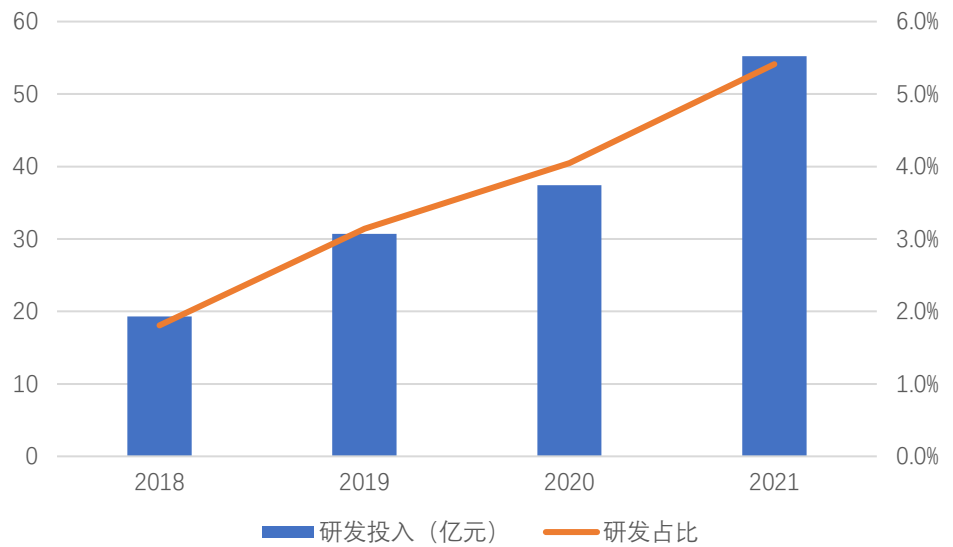
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 8: 吉利汽车研发中心布局

研发中心	研发方向与成果
吉利杭州研发中心	整车研究
瑞典哥德堡	架构研发
英国考文垂	前沿技术研发中心, 新车型
宁波杭州湾	包括整车研究院、汽车动力总成研究院、新能源汽车研究、汽车创意设计中心
法兰克福	新能源、自动驾驶、车联网研发

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

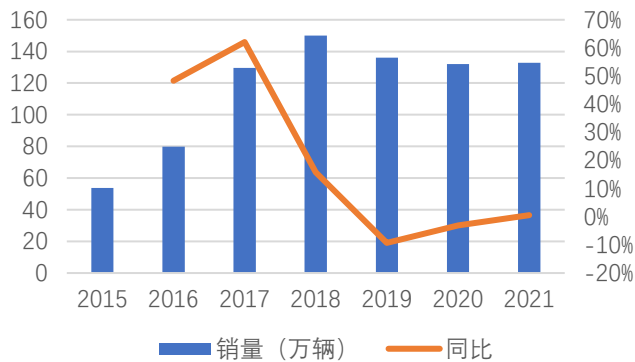
图表 9：吉利汽车历年研发支出情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

步入 4.0 时代，市占率与销量稳步提升。吉利汽车在 3.0 精品车时代迎来了销量与市占率的大幅提升，一方面受益于国内 SUV 红利，另一方面受益于公司自身产品的竞争力的大幅提升。2018 年-2020 年随着行业增速的放缓以及公司产品竞争力的下降，公司 3.0 时代产品已经无法满足公司进一步增长的需求，因此经过多年的研发积淀，公司于 2020 年进入 4.0 架构造车时代，产品竞争力进一步提升。中国星代表产品星瑞、星越 L 等上市即爆款，为公司后续的发展提供动能。2021 年公司中国星产品占比仅为 18%，后续将逐步提升。

图表 10：吉利汽车历年销量情况



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 11：吉利汽车历年市占率变动情况



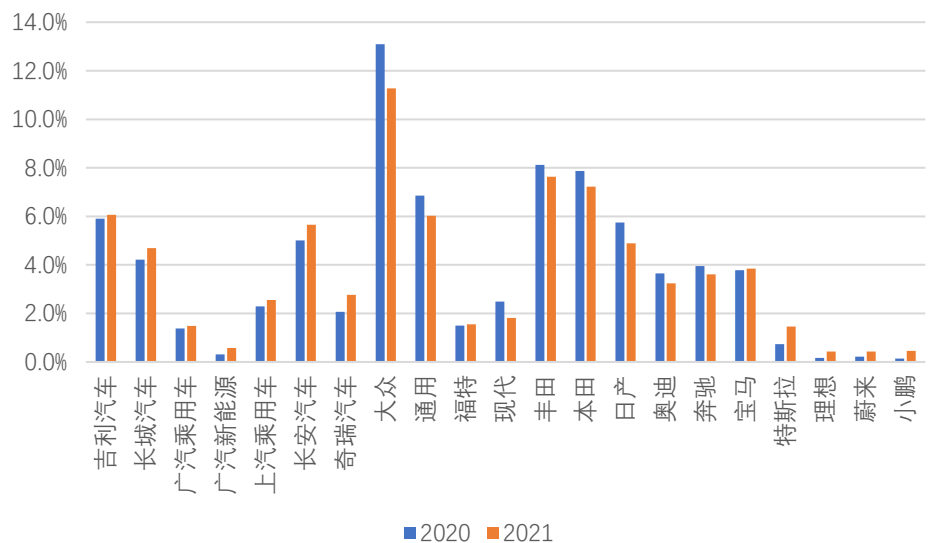
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 12: 国内主要厂商市占率变动情况 (批发)

	厂商	2016	2017	2018	2019	2020	2021
自主品牌	吉利汽车	3.3%	5.2%	6.3%	6.3%	6.5%	6.2%
	长城汽车	4.0%	3.8%	3.9%	4.3%	4.4%	4.9%
	广汽乘用车	1.5%	2.1%	2.3%	1.6%	1.5%	1.5%
	广汽新能源	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.3%	0.6%
	上汽乘用车	1.3%	2.1%	3.0%	3.1%	3.3%	3.7%
	长安汽车	4.7%	4.3%	3.6%	3.7%	4.8%	5.6%
	奇瑞汽车	2.2%	2.0%	2.0%	2.5%	2.9%	3.6%
合资品牌	上汽大众	8.2%	8.3%	8.7%	9.3%	7.5%	5.8%
	一汽大众	7.7%	7.9%	8.6%	9.5%	10.3%	8.4%
	上汽通用	7.7%	8.1%	8.3%	7.5%	7.3%	6.2%
	长安福特	3.9%	3.3%	1.6%	0.9%	1.3%	1.4%
	北京现代	4.7%	3.2%	3.4%	3.3%	2.2%	1.7%
	一汽丰田	2.6%	2.8%	3.0%	3.4%	3.9%	3.9%
	广汽丰田	1.7%	1.8%	2.4%	3.2%	3.8%	3.9%
	东风本田	2.3%	2.9%	3.0%	3.7%	4.2%	3.5%
	广汽本田	2.6%	2.9%	3.1%	3.6%	4.0%	3.6%
	东风日产	4.7%	5.2%	5.6%	6.1%	6.1%	5.0%
	北京奔驰	1.3%	1.7%	2.0%	2.6%	3.0%	2.6%
	华晨宝马	1.3%	1.6%	2.0%	2.5%	3.0%	3.1%
新势力	特斯拉	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	2.3%
	理想	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.4%
	蔚来	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%	0.4%
	小鹏	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.5%

资料来源: Marklines, 华安证券研究所

图表 13: 国内主要厂商市占率变动情况 (零售)

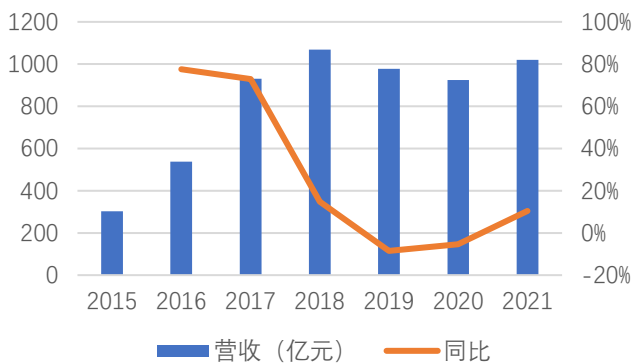


资料来源: Marklines, 华安证券研究所

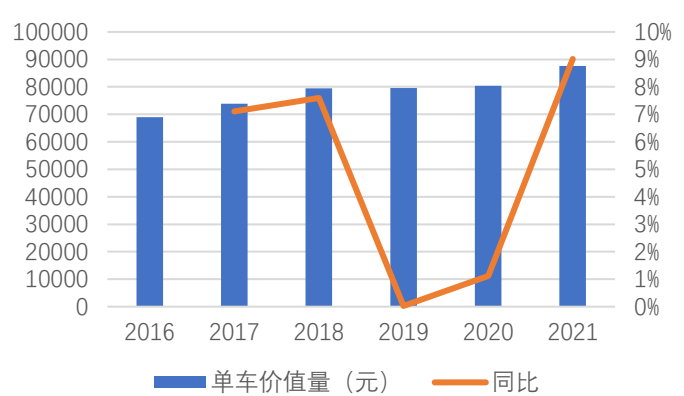
品牌溢价持续提升, 盈利水平有望迎来拐点。近几年随着公司销量规模的增长, 公司营收水平保持稳定, 但随着行业增速放缓、竞争加剧以及本身销量结构等问题造成利润率下滑。

2021 年公司实现营收 1020 亿元, 同比增长 10%; 实现归母净利润 48 亿元, 同比下滑 12%。其中剔除股权激励费用影响, 公司实现利润为 69.6 亿元, 同比增长 9.4%。2021 年公司单车售价 (含领克) 为 87672 元, 同比增长 9%, 受益于中国星品牌占比提升, 以及领克品牌占比提升。2021 年领克品牌实现营收 301 亿元, 实现净利润 7 亿元; 极氪品牌实现营收 26.8 亿元, 母公司应占亏损约 3.7 亿元。预计随着公司销量结构的持续优化, 公司利润率水平将得到显著恢复。

图表 14: 吉利汽车历年营收情况



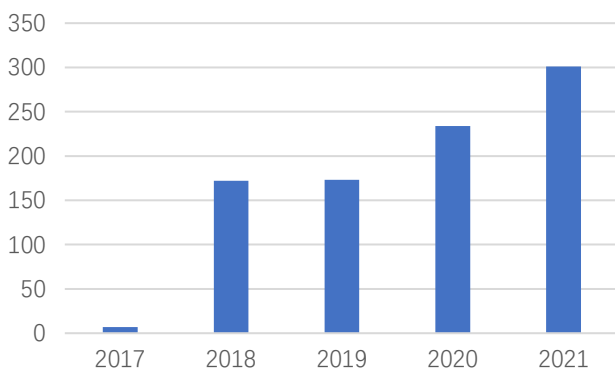
图表 15: 吉利汽车历年单车价值量 (含领克)



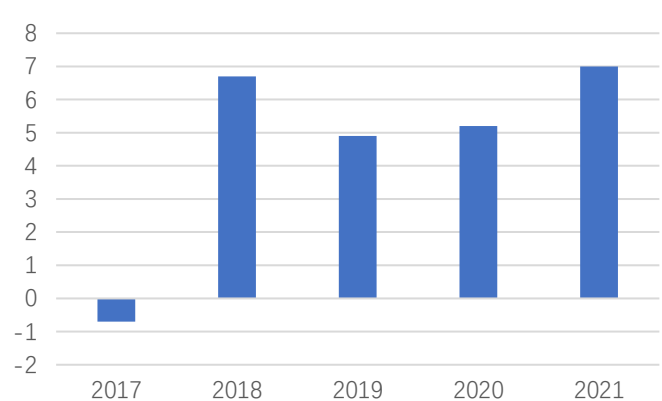
资料来源: wind, 华安证券研究所

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 16: 领克历年营收情况 (亿元)



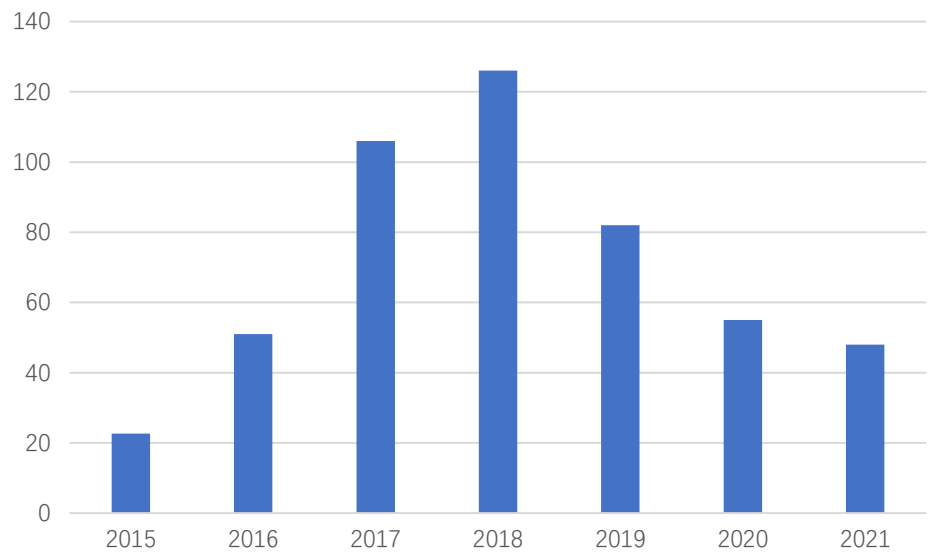
图表 17: 领克历年收益情况 (亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 18: 吉利汽车历年利润变动情况 (亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

2、传统汽车：全方位向上，开启新造车时代

2.1 技术：十年磨一剑，赋能车型竞争力

步入 4.0 造车时代，吉利汽车同样将实现储备技术的落地，包括架构、动力、智能化等。新技术的落地将弥补吉利汽车在之前市场竞争中的短板，为其在下一个 5 年竞争中赋能。

架构造车：降本增效，提升品牌溢价。

降本增效，自主品牌推进架构造车。国内汽车市场增速放缓，品牌较多，因此竞争更为激烈。一般而言，新车上市以后的价格较高并且销量也处于高位，为车型利润最好的时候。而经过激烈的竞争以后，往往 1 年后车企会降价打压，3 年的时候如果车型没有换代，则会面临价格和销量的双重挑战。因此提高迭代效率，增强产品竞争力、降低研发成本在竞争中至关重要。

模块化造车能够使得车企研发制造更为灵活、快速和低成本。模块化平台生产具备缩短研发周期的特性，大众 MQB 平台为全球模块化平台的代表，2007 年研发开始，累计 4 年投入约 760 亿美元。2012 年大众称该平台能够削减生产成本 20%；最多减少 30% 制造时间，降低 20% 一次性开支。MQB 平台推广后，发动机和变速箱的型号最多甚至可以减 90%。

当前自主品牌均开始进入模块化造车的年代，吉利汽车的 CMA/BMA，长城汽车的柠檬平台，广汽集团的 GPMA 平台均为国内代表性的平台化造车架构，为车企在成本、研发等领域提供较强竞争力。

图表 19：MQB 平台示意图



图表 20：平台及模块战略优势



资料来源：wind，华安证券研究所

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 21：国内外主流平台化造车架构

平台架构	覆盖车型	零件通用化率	研发周期缩减
大众 MQB	A00、A0、A、B	70%~80%	预计 30%
丰田 TNGA	A0、A、B	70%~80%	预计 20%
吉利 BMA	A0、A、A+	预计 70%	预计 30%~50%
吉利 CMA	A、B	预计 70%+	预计 20%-40%
长城柠檬平台	A0/A/B/C/D	60%~80%	预计最短 11 个月
广汽 GPMA 架构	各个车型	超过 50%	预计 30%

资料来源：汽车之家，华安证券研究所

打造平台化矩阵，奠定未来车型发展基础。吉利汽车通过沃尔沃赋能以及自主研发发现已打造了 SPA、CMA、BMA 和 SEA 四大架构，为 4.0 时代的车型研发奠定了坚实基础。

吉利汽车为最早打造平台化架构的自主品牌之一，经过多年打磨形成的 SPA、CMA、BMA 和 SEA 四大架构聚焦于不同领域的车型：

- (1) **CMA**：为吉利汽车与沃尔沃联合打造的模块架构，轴距拓展范围为 2650mm-2800mm，定位“都市、高端”，2020 年正式命名为“CMA 超级母体”，同样也是吉利汽车 4.0 时代实现品牌高端化的主要依托。当前 CMA 平台广泛应用于吉利、领克、沃尔沃等品牌，其中 4.0 时代的爆款车型星瑞、星越 L 等基于 CMA 平台打造。
- (2) **BMA**：为吉利汽车继与沃尔沃合作研发 CMA 模块化架构之后，自主研发的模块化架构，适用于 A0 至 A+ 级别，覆盖轿车、SUV、MPV、跨界车、旅行车等各类车型，研发成本较传统平台降低 20~30%，零部件通用化率最高可达 70%，大幅减少研发过程中反复验证的工作，保证产品质量的同时，将汽车的研发周期缩短至 18-24 个月。
- (3) **SPA**：SPA 为沃尔沃研发的针对于旗下中大型车型的平台架构。当前 SPA 平台已经应用于领克品牌，基于 SPA 平台打造的大型豪华车领克 09 订单充裕。
- (4) **SEA 浩瀚架构**：发布于 2020 年，为吉利汽车历史 4 年打造，投入超过 180 亿元的纯电动平台。SEA 平台覆盖 A 级以上车型，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。

图表 22：国内外主流平台化造车架构

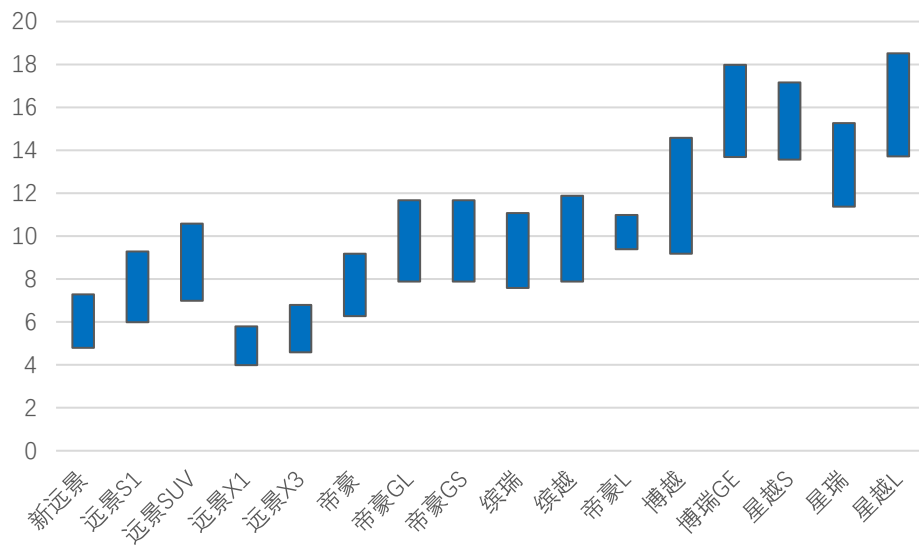
平台名称	时间	研发参与	应用级别	代表车型
SPA	2014	沃尔沃	大型车	领克 09, XC90
CMA	2017	沃尔沃、吉利	A+级/B 级	领克 01、星瑞、星越 L、XC40
BMA	2018	吉利汽车	A0 级-A+级	缤越、领克 06
SEA	2020	吉利、沃尔沃	A 级以上纯电动	极氪 001

资料来源：汽车之家，华安证券研究所

以架构造车为依托，实现销量结构的优化向上。吉利汽车的平台迭代经历了 3 个阶段，最早的 FE 平台应用于帝豪系列、远景系列，第二代为 KC、CV 等平台，主要应用于博越、嘉际、几何等车型。进入 4.0 架构造车时代，公司将实现全部车型的平台化研发与制造，有望进一步加强车型的竞争力。

与此同时，公司在逐步实现平台化造车的同时，将同步实现销量结构的优化。一方面，对于产品溢价较低的低端市场（远景系列），公司将逐步推出。而对于中低端市场（帝豪系列），公司将通过 BMA 平台的赋能实现产品竞争力的提升。另一方面，CMA、SPA 以及 SEA 平台为公司实现品牌溢价向上突破的重要依托。2021 年中国星系列车型销量占比仅为 18%，预计 2022 年突破 30%，随着公司全新体系车型占比的提升，公司有望实现销量与品牌溢价的突破。

图表 23: 公司车型价格分布 (万元)



资料来源: 汽车之家, 华安证券研究所

图表 24: 三代帝豪外观图



资料来源: 汽车之家, 华安证券研究所

图表 25: 四代帝豪外观图



资料来源: 汽车之家, 华安证券研究所

图表 26: 三代帝豪和四代帝豪参数对比

	2021 款 UP 1.5L CVT 豪华型	2022 款 第 4 代 1.5L CVT 豪华型
经销商价格 (万元)	7.69	7.28
架构	FE	BMA
车身		
长宽高 (mm)	4638*1820*1460	4632*1789*1460
轴距 (mm)	2650	2650
整备质量 (kg)	1230	1285
动力参数		
发动机型号	J1C-4G15B	J1Y-4G15
最大功率 (kw)	84	80
最大扭矩 (Nm)	147	142
内部配置		
方向盘	皮质	塑料

液晶仪表尺寸	12.3 英寸	3.5 英寸
中控屏幕尺寸	10.25 英寸	8 英寸
OTA 升级	●	

资料来源：汽车之家，华安证券研究所

动力总成：打造雷神动力，动力总成步入 4.0 时代。

吉利汽车打造 4.0 时代动力总成。吉利动力 1.0 时代是自然吸气发动机和自动变速箱技术；2.0 时代则是以 1.8T 直喷涡轮增压为代表的阶段；3.0 阶段是与沃尔沃联合研发 1.5TD+7DCT 为基础的高性能动力总成阶段。4.0 阶段是以“雷神动力”为代表的动力科技电气化阶段。

为满足吉利汽车 4.0 造车时代的需求，吉利动力发布雷神动力品牌，在动力总成方面同样步入全新时代。雷神动力产品矩阵包括雷神智擎 Hi·X 混动系统、高效传动、高效引擎以及新一代电驱装置“E 驱”。在传统内燃机和传统系统方面，雷神动力主要将推出新代号 BHE20、BHE15 两款发动机以及 DCT EVO380 和 DCT EVO300 两款变速箱，全新动力总成将在吉利、领克、沃尔沃、奔驰上共用。

图表 27：吉利汽车打造雷神动力



资料来源：公司公告，华安证券研究所

发动机：持续升级，弥补吉利汽车在主流市场的短板。吉利汽车原有的发动机包含 1.4T、1.5L、1.5TD、1.8T 和 2.0T 等。其中 1.5L 自然吸气发动机目前主要用于低端车型，1.4T 目前为吉利汽车小排量车型的主要动力，而在目前主流经济车型的动力平台 1.5T 的储备上，吉利目前仅有三缸机配置，用于吉利和领克部分车型的配置，在一定程度上限制了吉利汽车在该领域的发展。2.0T 动力平台为吉利汽车目前最成熟的发动机配置，涵盖了从 140kw-195kw 的 5 款发动机型号，也是当前中国星品牌主打的动力平台。

雷神动力在高效内燃机方面推出 1.5TD (BHE15) 和 2.0TD (BHE20) 两款发动机。其中 BHE15 发动机为吉利全新研发的直列四缸 1.5L 发动机，预计将会拥有基础型、低功率、自然吸气等不同版本，并将直接对标当前市场上主流的 1.5T 发动机，彻底弥补吉利集团在 1.5T 主流市场的短板。

图表 28：吉利汽车现有发动机布局

车型	发动机	发动机型号	最大功率 (kw)	最大净功率 (kw)	最大扭矩 (Nm)	最大扭矩转速 (rpm)
远景 X3	1.5L	JLγ-4G15	80	76	142	4400
远景 X6	1.4T	JLB-4G14TB	104	104	235	1600-4000
帝豪	1.5L	JLC-4G15B	84	78	147	4400-4800
帝豪 L	1.4T	JLB-4G14TB	104	104	235	1600-4000
缤瑞	1.4T	JLB-4G15TB	104	104	235	1600-4000
缤越	1.4T	JLB-4G16TB	104	104	235	1600-4000
	1.5T	JLH-3G15TD	130	130	255	1500-4000
ICON	1.5T	JLH-3G16TD	130	130	255	1500-4000
博瑞	1.8T	JLE-4G18TDC	135	135	300	1750-4000
博越	1.8T	JLE-4G19TDC	135	135	300	1750-4000
星瑞	2.0T	JLH-4G20TD	140	140	300	1400-4000
星越 L	2.0T	JLH-4G20TDJ	160	160	325	1800-4500
	2.0T	JLH-4G20TDB	175	175	350	1800-4500
领克 01	2.0T	JLH-4G20TDJ	160	160	325	1800-4500
	2.0T	JLH-4G20TDC	187	187	350	1800-4800
领克 03	1.5T	JLH-3G15TD	132	132	265	1500-4000
	2.0T	JLH-4G20TD	140	140	300	1400-4000
	2.0T	JLH-4G20TDC	187	187	350	1800-4800
	2.0T	JLH-4G20TDH	195	195	380	2000-4000

资料来源：汽车之家，华安证券研究所

图表 29：国内 1.5T 发动机对比

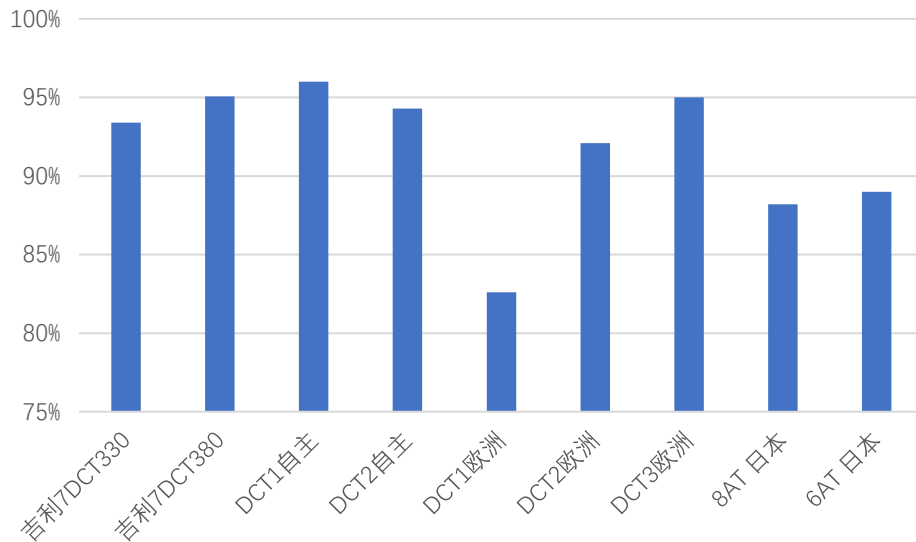
	BHE15-EFZ	长安 JL473ZQ7	广汽 4A15J2	长城 EB07
最大功率 (kw)	133	138	130	135
最大扭矩 (Nm)	290	300	270	285
最大扭矩转速 (rpm)	-	1500-4000	1500-4000	1400-3500

资料来源：汽车之家，华安证券研究所

变速器：打造第二代变速器系统，传动效率领先。吉利汽车打造第二代变速器，以高效传动为目标，推出 7DCT300/380 两种扭矩的高效变速器，为消费者提供更多差异化选择。

7DCT EVO380 变速器在 7DCT330 基础上升级开发,具有高集成化、模块化、电气化、更高的效率以及轻量化设计的特点。整体轴向尺寸与 7DCT330 变速器保持一致，在最大传输扭矩提升 50Nm 的情况下，整体的传动效率提升 1%以上，达到行业领先水平。

图表 30：主流变速器产品传动效率对比



资料来源：爱卡汽车，华安证券研究所

智能驾驶：全栈自研，集团赋能

迈入软件定义汽车时代，构建“一网三体系”全域战略布局。吉利汽车将依托集团全球化体系和资源协同优势，构建起“一网三体系”推动“智能吉利 2025”战略高效实施。“一网”即“智能吉利科技生态网”。是以智能架构为“新基建”，围绕芯片、软件操作系统、数据和卫星网搭建端到端的自研体系和生态联盟，驱动用户在智能驾驶、智能座舱上的体验不断进化。吉利作为全球唯一具备卫星通讯和定位、高精地图和导航、汽车芯片到软硬件全栈自研的汽车企业，将基于智能架构、智能驾驶和智能座舱打造未来“智能汽车”的核心竞争力。

在软件层面，吉利汽车打造端到端一体的整车软件用户体验。目前吉利研究院已经搭建电子电气架构、整车基础软件、智能座舱软件、自动驾驶软件的全栈自研体系。同时在硬件方面吉利汽车将实现全面开放，应用 SOA 软件服务架构，开放 1000 余个 API 接口，向全球开发者提供软件开放平台，构建超过 1000 个整车应用场景引擎，与全球超过 1000 个数字合作伙伴，一起打造主动式场景服务。

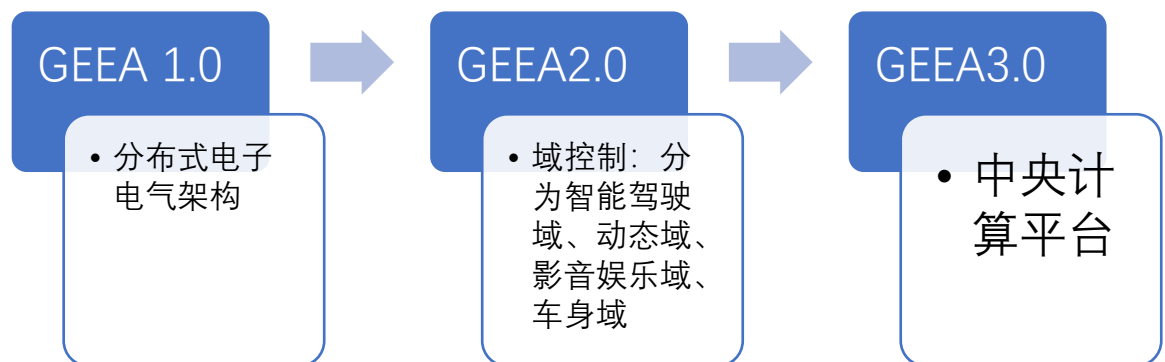
图表 31：智能吉利 2025 战略



资料来源：汽车之家，华安证券研究所

电子电气架构：进入 2.0 时代，预计 2025 年实现中央计算平台架构。公司 GEEA2.0 电子电气架构为高度集成的域控制架构，以 Flexrey 和以太网作为主干网，具备整车 OTA 和部分 SOA（以服务为向的电子架构，实现用户个性化选择安装整车功能）的功能，包含了安全域控制器实现高度的智能驾驶功能，包含交通拥堵领航，高速公路辅助，自适应巡航，代客泊车，遥控泊车及自动泊车等功能；动态域以先进的车辆动态控制中心作为集成，实现高效制动性能，线控底盘技术，实现更高的抗侧倾、直线稳定性、转向、制动性能和空气悬架功能，并可建立集成化的整车电池、电机、电控管理系统，支撑纯电动、插电混动和油电混动等车型；影音娱乐域开发集成一体式座舱，实现高效的人机交互体验；车身控制器以模块化车身控制单元为中心，实现内外自动灯光控制，电动门，记忆座椅及智能化空调控制等功能。目前公司 GEEA2.0 架构已经搭载于星越 L，后续将更多吉利、领克等车型搭载。预计 2025 年公司将推出 GEEA3.0 中央计算平台架构，实现从域控制到中央超级大脑进化。

图表 32：吉利汽车电子电气架构迭代过程



资料来源：汽车之家，华安证券研究所

亿咖通科技：赋能吉利汽车智能化。亿咖通科技创立于 2017 年，为吉利控股旗下的行业领先的智能网联生态开放平台，并先后在武汉、杭州、上海、大连、北京、苏州、成都、吉隆坡、瑞典哥德堡、英国伦敦等地设立了分支机构和研发中心，具体业务涵盖了芯片设计研发、操作系统研发等。当前亿咖通科技已经完成数轮融资，包含百度、吉利控股、海纳亚洲创投、中国国有资本风险投资基金、一汽集团等。

图表 33：亿咖通科技全球化布局

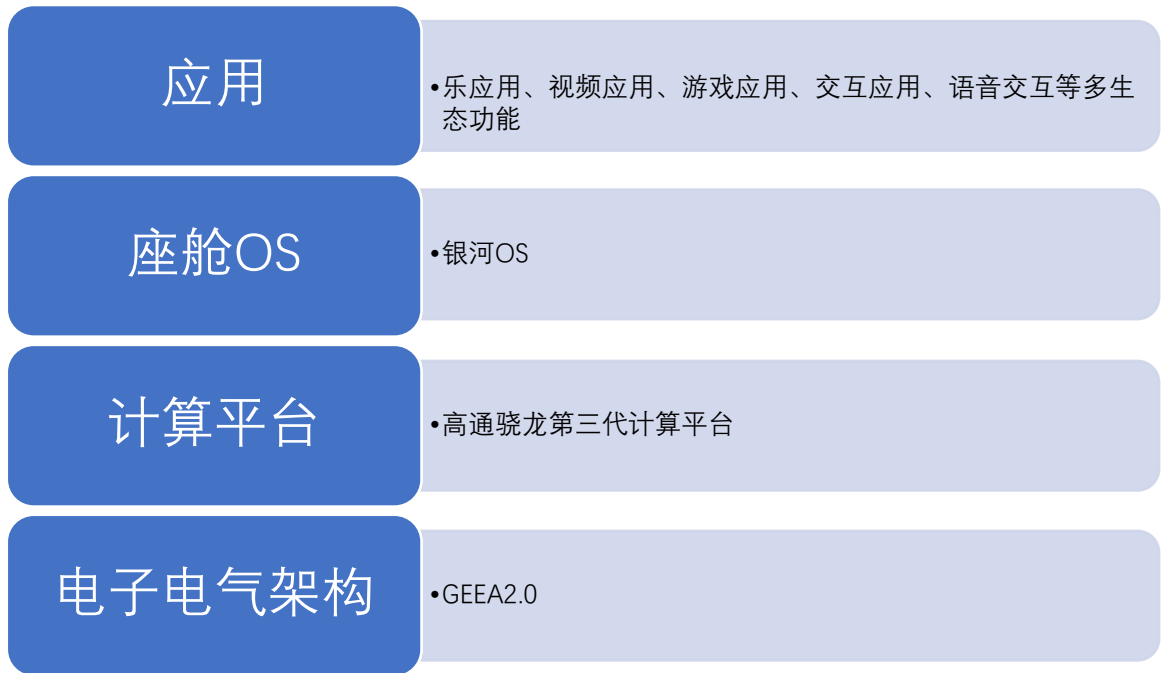


资料来源：亿咖通官网，华安证券研究所

座舱 OS：银河 OS 构建智能座舱中心。在智能座舱 OS 领域，亿咖通科技目前拥有 GKUI19、领克 OS、银河 OS 三大系统。其中 GKUI19 应用于吉利品牌，代表车型博越 pro 等。

银河 OS 是亿咖通科技融合百度 Apollo 导航、语音底层技术与自身在智能座舱体验领域的量产经验，基于全新硬件平台为吉利汽车深度定制的新一代智能座舱系统，具有车控能力、交互体验和多样的应用生态，并且可持续升级迭代。银河 OS 基于高通骁龙第三代数字计算平台打造，具备音乐应用、视频应用、游戏应用、交互应用、语音交互等多生态功能。目前该 OS 已经搭载于星越 L，后续将陆续搭载更多车型。

图表 34: 银河 OS 系统



资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

计算平台: 自主设计研发芯片。2019 年亿咖通科技推出首款自主定义的车载算力模组产品, 并逐步搭载于公司相关车型上。2021 年亿咖通科技相继推出 E02 和 E03 两款车规级智能座舱算力模组, 将 E 系列智能座舱算力模组的高算力、高集成、宽拓展的特点进一步提升。2021 年亿芯擎科技推出首款国产车规级 7nm 智能座舱芯片“龍鷹一号”, 并将于 2022 年三季度量产。在自动驾驶芯片层面, 2024-2025 年还将推出 5nm 制程的车载一体化超算平台芯片和高算力自动驾驶芯片。

图表 35: 主流芯片算力对比

	英伟达 Orin	高通 Snapdragon Ride	FSD (HW4.0)	FSD (HW3.0)	华为 MDC610	吉利 5nm 芯片
车型	蔚来汽车 ET7	长城汽车	特斯拉	特斯拉		
芯片数量	4	2	2	2	1	1
算力 (TOPS)	1016	700	432	144	120	256
量产元年	2022 年	2021-2022 年	2022 年	-	2022 年	2024-2025 年

资料来源: 盖世汽车, 华安证券研究所

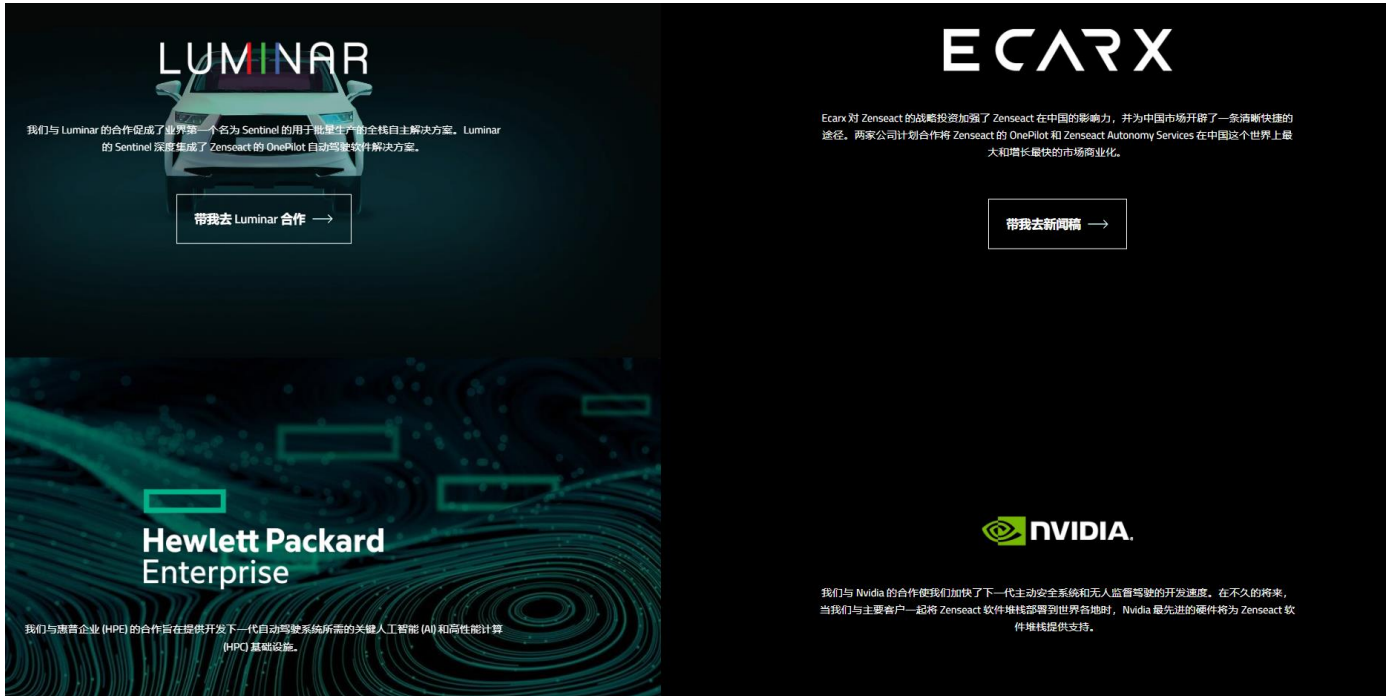
联合沃尔沃开发高阶自动驾驶。Zenseact 是沃尔沃旗下专注于自动驾驶技术研发的子公司。OnePilot 是 Zenseact 的旗舰产品, 为用户提供高级辅助驾驶和高阶自动驾驶技术, 并且提供三种不同的操作模式:

- (1) **Drive:** 在手动驾驶期间, 为驾驶者提供信息、警告和自动制动和转向。
- (2) **Cruise:** 巡航模式下在驾驶员监督下控制车辆的运动。
- (3) **Ride:** 无人驾驶模式, 让驾驶员可以自由的在方向盘后做其他事情。

Zenseact 提供集成套件和开发者套件, 为客户提供整套自动驾驶服务。同时为了更好的满足自动驾驶的发展趋势, 公司通过结成联盟有效避免不必要的技术和成本重复, 努力将商业模式由以功能为中心的业务转向为 SaaS 业务模式。当前

Zenseact 的合作者包含了 Luminar (激光雷达)、亿咖通科技、HPE (人工智能)、英伟达 (芯片)、MobilityXlab 等。其中亿咖通科技战略入股 Zenseact, 将 Zenseact 的 OnePilot 在中国更快速的发展。

图表 36: Zenseact 合作联盟



资料来源: Zenseact 官网, 华安证券研究所

2.2 市场与品牌: 技术赋能品牌向上, 掘金差异化市场

在技术赋能之下, 吉利汽车相继推出爆款单品, 与合资品牌实现正面竞争。与此同时, 吉利汽车将夯实本土化研发的优势, 加大差异化市场的发掘与布局, 基于动力总成、外观设计以及智能化等技术的差异化配置, 实现在细分领域市场从零到一的突破, 从而助力公司销量水平再上新的台阶。

技术赋能, 吉利在大单品市场崭露头角。国内消费者需求复杂, 就汽车市场而言, 既有大单品市场, 也有很多细分的差异化市场。就竞争格局而言, 合资品牌车型级别分类较为固化, 前期与自主品牌相比具有更加深厚的技术储备和优势, 因此前期合资品牌在主流市场中拥有很多热卖的大单品, 并长时间占据着品牌与市场优势。而前期自主品牌因为技术储备薄弱, 车型主要集中在中低端市场和合资品牌没有覆盖到的细分市场。

而现在自主品牌经过了长时间的积累, 在部分技术领域已经实现了对合资品牌的赶超, 也为自主品牌推出大单品车型抢夺合资品牌的市场份额奠定了基础。吉利汽车进入 4.0 造车时代以来, 逐步实现了先进技术在造车领域的落地。中国星系列的星瑞、星越 L 均为主流市场的大单品, 通过技术赋能, 吉利汽车有望在与合资品牌的竞争中逐步实现赶超。

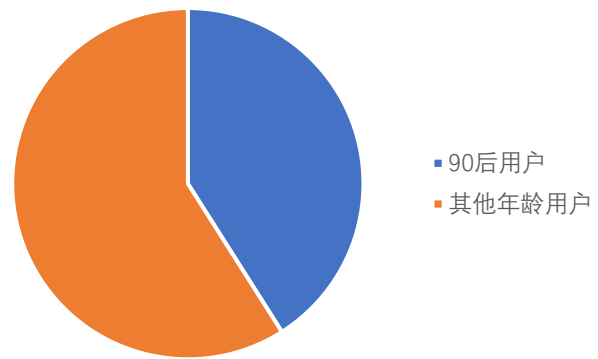
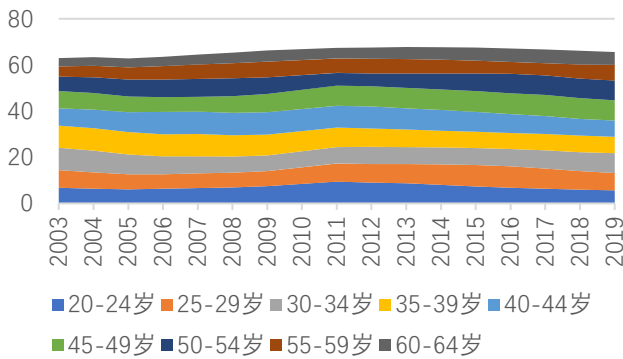
购车主力变化, 差异化需求有望日益增长: 90 后逐步成为购车主力, 在消费结构发生变化的情况下, 汽车消费市场有望向差异化竞争演变, 因此市场需求划分,

产品谱系拓展以及本土化的产品化研发至关重要。自主品牌深耕本土市场，通过对于本土市场的理解实现用户群体精准定位，通过研发层面的底层支撑实现技术快速迭代，有望在未来差异化竞争中实现突围。

90后逐步成为消费主力，将大带来消费结构的变化：随着国内人口结构的变化以及财富的代际转移，90后逐步成为汽车首购市场的主力军。相对于70后和80后，90后为接触互联网的第一代人，受成长环境的变化90后对于消费的认知将会与70后和80后产生较大变化，而作为未来汽车首购市场的主力军，消费认知的变化有望带来汽车消费结构的变化。

图表 37 国内人口结构变动情况

图表 38 懂车帝用户分布



资料来源：wind，华安证券研究所

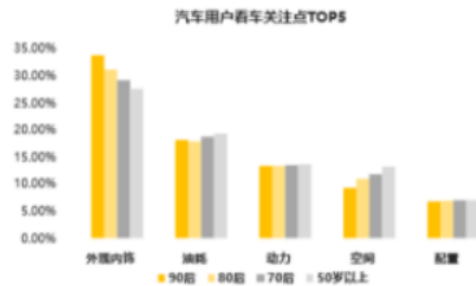
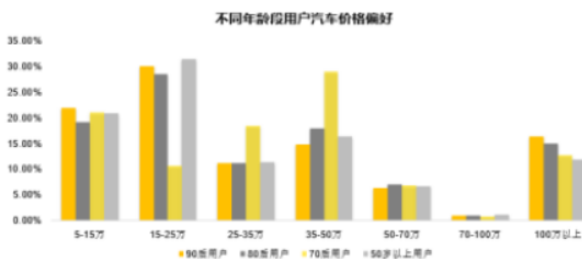
资料来源：懂车帝数据平台，华安证券研究所

主力价位向自主品牌偏移，需求向差异化偏向：从购车的价位来看，70后因足够的财富积累以及二次购车为主，其购车主力价位向35万以上市场偏移。而90后和部分80后以首次购车为主，因个人收入等因素限制，主流的购车市场为25万及以下车型。其中5-15万车型主打性价比，尤其在SUV领域为自主品牌的强势领域。而随着产品力的优化，以及品牌力的向上，自主品牌在15-25万区间实现突破，逐步成为主流市场的重要玩家。

从购车偏好角度来看，90后对于外观内饰的前瞻式设计要求更高，同时这也是本轮自主品牌车型强势周期开启的突破之一。同时对于个性化的需求，也使得90后的购车行为打造更多的差异化细分市场。

图表 39 不同年龄段用户汽车价格偏好

图表 40 汽车用户看车关注点



资料来源：懂车帝数据平台，华安证券研究所

资料来源：懂车帝数据平台，华安证券研究所

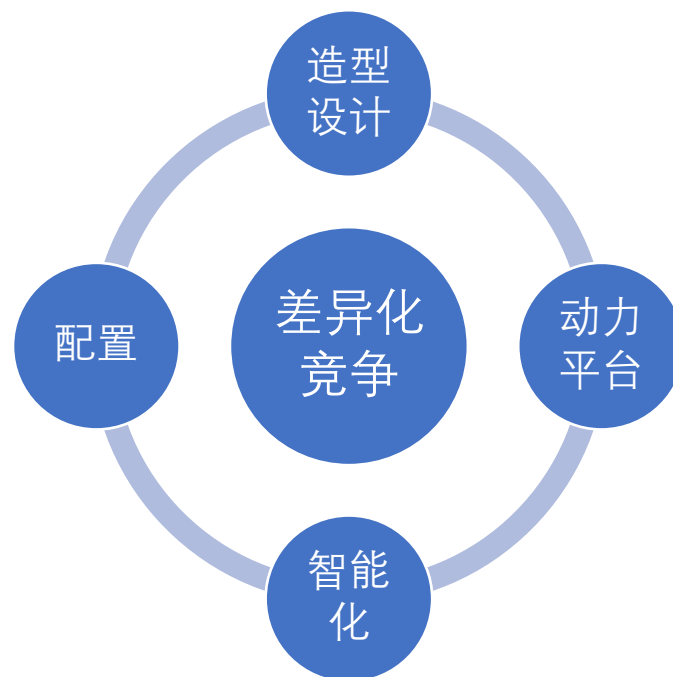
推动差异化竞争，本土化研发至关重要。在差异化竞争中，单纯引进全球化车型的做法难以精准匹配本土细分市场的需求。首先要针对客户群体的定位和需求进行精准分析。同时要对精准定位的细分市场进行研发层面的快速反应，能够迅速推

出符合市场的产品，因此本土化的研发同样至关重要。我们认为，自主品牌深耕国内市场，对于市场需求的变化具备较高的敏感性，与此同时在研发层面技术积累正在赶超外资品牌，在产品的迭代速度方面也要快于外资品牌，因此在本土差异化竞争层面自主品牌优势将逐步明显。

由 SUV 红利开始，自主品牌步步为营，差异化竞争向多维度演变。充分享受 SUV 红利可以最早可以体现自主品牌对于本土市场的前瞻式认知，同样受益于 SUV 红利，自主品牌快速成长起来，形成“市场-技术-市场”的正向循环。

在此次竞争中，自主品牌通过对于本土需求的深刻认知，在造型前瞻性设计方面取得突破，从而获得竞争前期的销量提升。我们认为，随着差异化竞争的推进，竞争将由造型的差异化向造型、动力、配置等多维度的竞争过渡，而自主品牌在各技术平台的技术储备方面已经准备充分。

图表 41 差异化竞争向多维度演变



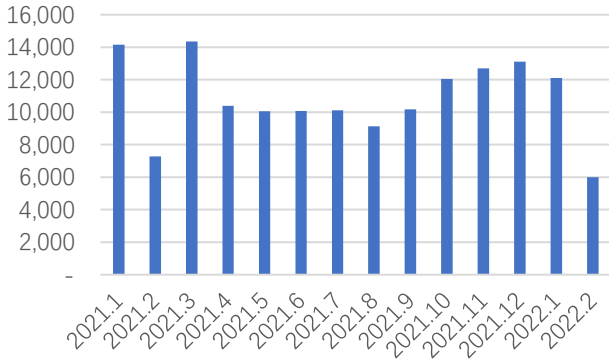
资料来源：Marklines，华安证券研究所

品类驱动品牌，差异化竞争有望带动品牌塑造。新能源汽车的发展培育出了蔚来、小鹏、理想等造车新势力，其单车售价与品牌力已经向中高端迈进。同时，传统车企通过新能源汽车的发展，同样实现了单车售价与品牌的向上。

参照新能源汽车的发展路径我们认为，新兴细分市场具备培育品牌的基础，差异化竞争对于自主品牌实现单车价值量提升以及品牌的提升提供机遇，实现品类驱动品牌的效果。

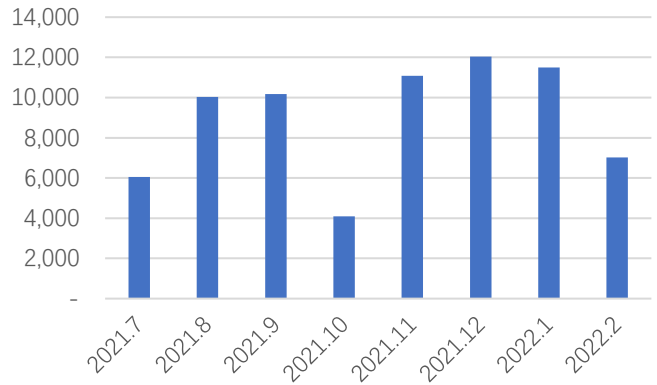
立足单品掘金差异，吉利汽车具备向上动能。在技术赋能之下吉利汽车的中国星系列车型在主流市场将与合资品牌展开正面竞争，中国星系列车型上市即爆款打造旗舰型大单品。与此同时，吉利汽车将本土化研发的优势，加大差异化市场的发掘与布局，基于动力总成、外观设计以及智能化等技术的差异化配置，实现在细分领域市场从零到一的突破，从而助力公司销量水平再上新的台阶。

图表 42: 星瑞销量情况 (辆)



资料来源: Marklines, 华安证券研究所

图表 43: 星越 L 销量情况



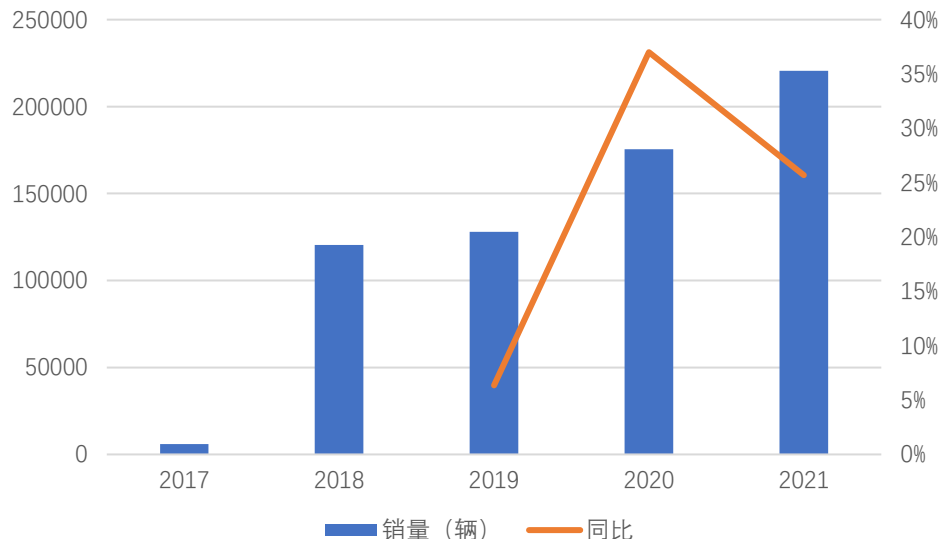
资料来源: Marklines, 华安证券研究所

领克: 品牌突破初见成效, 欧洲与亚洲战略同时推进。领克作为吉利汽车旗下的高端品牌, 自成立以下在国内市场的开拓与培育已经初见成效, 产品已经覆盖从小型车到大型车的全品类。

复牌海外车企品牌向上的路径可以发现, 汽车品牌的高端化离不开技术依托, 如动力总成等。领克集吉利汽车和沃尔沃技术大成, 具备较为深厚的技术依托, 成立以来受到消费者的认可, 为国内自主品牌向上突破的领先者。

领克推出欧洲战略和亚洲战略, 推进全球化进程。其中自 2020 年 9 月欧洲战略开启, 领克已相继在荷兰、瑞典、比利时、德国、意大利五国开设了 8 家体验店, 截至 2022 年 2 月, 拥有“订阅制”会员超 8.6 万。2022 年, 领克在巴塞罗那、米兰、巴黎等国家的体验店将陆续在欧洲市场亮相; 亚太市场方面, 将进入阿曼、阿联酋、以色列等国家。

图表 44: 领克历年销量情况



资料来源: Marklines, 华安证券研究所

3、布局新能源领域，混动与纯电双发力

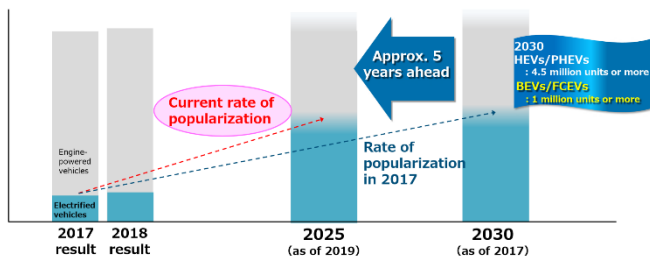
公司基于技术突破实现在新能源领域的发力。混动领域，全新打造的雷神 Hi·X 混动系统在发动机、变速器以及控制策略等方面相较于竞争对手具备竞争优势，同时以 4.0 时代架构造车的车型为依托，公司有望在混动领域实现销量快速提升。在纯电领域，浩瀚架构与极氪品牌的融合将为消费者打造出具备竞争力的高端智能纯电车型，随着产品布局的逐步完善，公司品牌与销量有望实现双突破。

3.1 混动：发布雷神智擎，发力混动领域

油耗标准日益严苛，混动技术需求日益旺盛。作为新能源汽车发展过程中重要的技术路线之一，混动技术的发展对于新能源汽车的推动同样重要。混动车型相对于传统燃油车具备油耗低、动力足等优势，同当前对于替代燃油车具备天然的优势。

根据节能与新能源技术路线图规划，到 2025 年混动车型将占传统能源乘用车 50% 以上的份额，而到 2035 年混动车型将完全替代传统能源车型。全球领先的汽车厂商同样将混动技术作为未来发展的重点之一，作为全球混动技术领先的车企，丰田将新能源汽车的发展规划提前 5 年，预计 2025 年年产 450 万辆以上的混动车型。

图表 45：丰田新能源汽车规划



图表 46：节能与新能源技术路线图

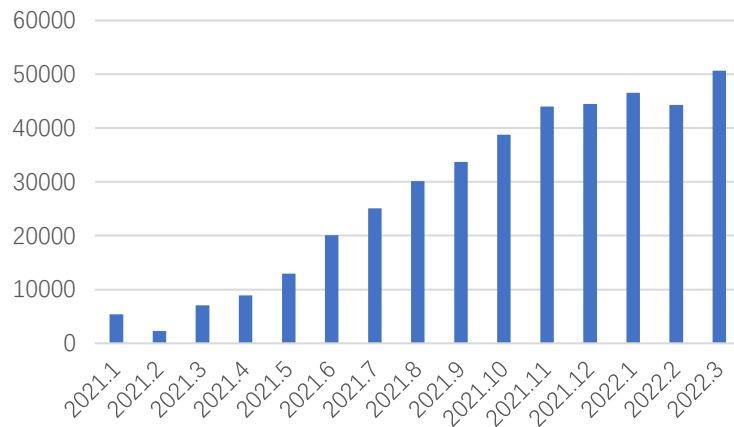
	2025	2030	2035
节能汽车	传统能源乘用车 平均油耗 5.6L/100km (WLTC)	传统能源乘用车 平均油耗 4.8L/100km (WLTC)	传统能源乘用车平 均油耗 4.0L/100km(WLTC)
	混动新车占传统 能源乘用车的 50%以上	混动新车占传统 能源乘用车的 75%以上	混动新车占传统能 源乘用车的 100% 以上
新能源汽车	新能源汽车占总 销量 20%左右	新能源汽车占总 销量 40%左右	新能源汽车占总销 量 50%以上
	氢燃料电池保有 量达到 10 万辆 左右	氢燃料电池保有量达到 100 万辆左右	

资料来源：丰田汽车公告，华安证券研究所

资料来源：工信部，华安证券研究所

自主品牌混动技术突破，产品力受到消费者广泛认可。随着 DHT 技术的成熟，自主品牌进入了混动元年。比亚迪作为最先实现 DHT 混动技术量产的厂商，相关车型上市以来持续热销。我们认为，DHT 兼具油耗低、动力足等优势，同时在行车静谧性等方面表现突出，具备提升品牌溢价、替换燃油车产品等优势。

图表 47: 比亚迪 DMi 产品销量情况 (辆)



资料来源: Marklines, 华安证券研究所

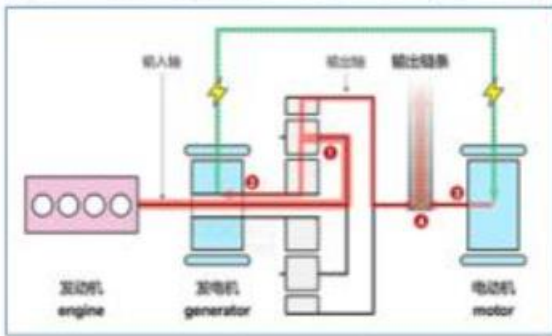
混动技术存在差异, DHT 为国内厂商主流路线。混动系统由混动专用发动机、混动变速器、高功率电池、电机系统以及软件标定五大部分构成。其中混动专用发动机的差异主要体现在热效率上, 电机系统的差异体现在传动效率上, 混动专用电池体现在充放电效率上。而根据不同的拓扑结构, DHT 又可以分为功率分流式、串并联式。当前丰田和美系品牌以功率分流式为主, 本田和自主品牌以串并联结构为主, 而欧系品牌在混动层面发展较慢, 仍旧以 P0/P2 的结构为主。

功率分流式以发动机为主, 通过行星齿轮结构实现发动机转速和转矩的解耦, 从而使得发动机一直保持在最佳效率的转速, 虽然能够实现比较低的油耗, 但是整体结构的控制非常复杂。丰田 THS 混动技术为功率分布式系统, 偏向于发动机驱动车辆, 电动机更多的是辅助, 没有纯发动机驱动模式。系统由两个 Motor Generator (分别是 MG1 和 MG2)、混动专用发动机以及行星齿轮系构成 THS 的核心为动力分配单元 (PSD), 即行星齿轮机构。THS 的优势在于结构精密, 并且模式切换平顺。

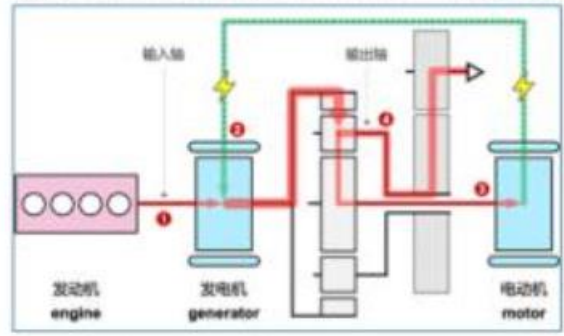
串并联结构是通过在不同车速下控制发动机介入时机, 使得发动机能够在最高效率区间直驱车辆。相比于功率分流式, 串并联结构更为简单, 并且也足够高效, 因此自主品牌以串并联结构为主流路线。本田 iMMD 属于单速混动模式, 接近于纯电驱动模式的混合动力系统。iMMD 分为三种工作模式: 纯电模式、混动模式、发动机驱动模式。在混动模式下, 车辆实际驱动部分为电机, 发动机通过驱动发电机给电池充电或者驱动驱动电机。相比于 THS, iMMD 整体的混动结构更为简单。

图表 48: 不同 DHT 技术路线拓扑结构

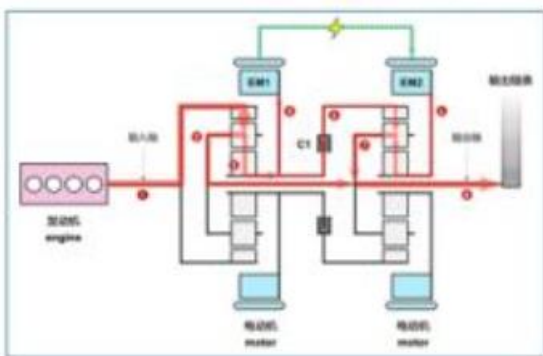
输入式功率分流: 丰田/福特/克莱斯勒



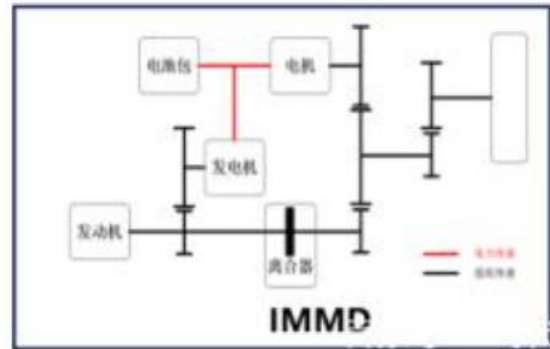
输出式功率分流: 通用第一代Voltec



复合式功率分流: 通用第二代Voltec



串并联混动架构: 本田



资料来源: NE 时代, 华安证券研究所

图表 49: 不同混动结构仿真结果

仿真结果	吉利 Hi·X	本田	丰田	P0/P2
WLTC (L/100km)	5.1	5.5	5.3	5.5
NEDC (L/100km)	4.6	4.8	4.7	4.8
百公里加速 (s)	7.9	7.9	7.9	7.9
发动机排量	1.5L	1.5L	2.0LNA	1.5L

资料来源: Marklines, 华安证券研究所

Hi·X 在混动技术多领域实现突破。自主品牌相继发布混动技术, 并逐步实现量产。其中吉利汽车发布雷神 Hi·X, 广汽自主将引入丰田 THS 技术, 长城汽车发布 DHT, 比亚迪发布 DMi 技术。

- (1) **吉利雷神 Hi·X:** 吉利汽车为 3 挡 DHT 系统, 混动专用变速器使用了 2 个行星齿轮系, 通过离合器的结合断开把这个结构当成了几组齿轮实现了三个发动机档位和三个电机档位, 尺寸相对比较小, 可以实现一个平台化。
- (2) **长城汽车 DHT:** 长城汽车 DHT 混动系统在本田 iMMD 混动系统基础上进行了改进, 采用了双速混动模式, 即多了一组变速机构 (G2\G3 两组齿轮), 能够根据工况选择适合档位。从产品布局来看, DHT 混动系统一共有 3 种动力和 3 套动力总成, 包括 1.5L 混动专用发动+DHT100,

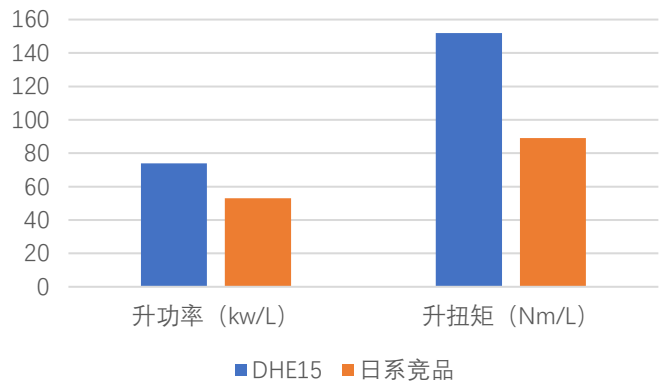
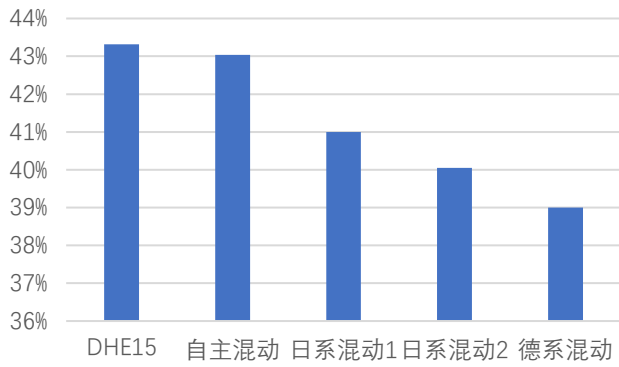
1.5T 混动专用发动机+DHT130, 1.5T 混动专用发动机+DHT130+P4 三套动力总成。在电池方面, PHEV 四驱版本将采用 45kwh 大电池。

- (3) **比亚迪 DMi:** 比亚迪 DMi 主打经济性, 因此对于成本的控制更为重要。在结构上, 比亚迪 DMi 并未采取更为复杂的换挡机构加大发动机的直驱范围, 而采用高效混动发动机+单挡变速机构实现整体成本的最优。
- (4) **奇瑞鲲鹏 DHT:** 奇瑞汽车的 DHT 系统从结构与控制策略层面更为复杂。在结构方面, 鲲鹏 DHT 采用了 3 挡双离合变速器和双电机驱动结构, 同时其充电电机也可以介入到车辆的驱动, 在动力性方面具备优势。

与竞争对手相比, 吉利雷神 Hi·X 在混动专用发动机的热效率、电驱的传动效率等方面具备优势, 同时新一代专用电池的充放电效率进一步提升。同时更多的档位和更加丰富的控制策略使得其能够在更低的车速下让发动机进入高效直驱模式。

图表 50: 吉利混动发动机热效率与竞品对比

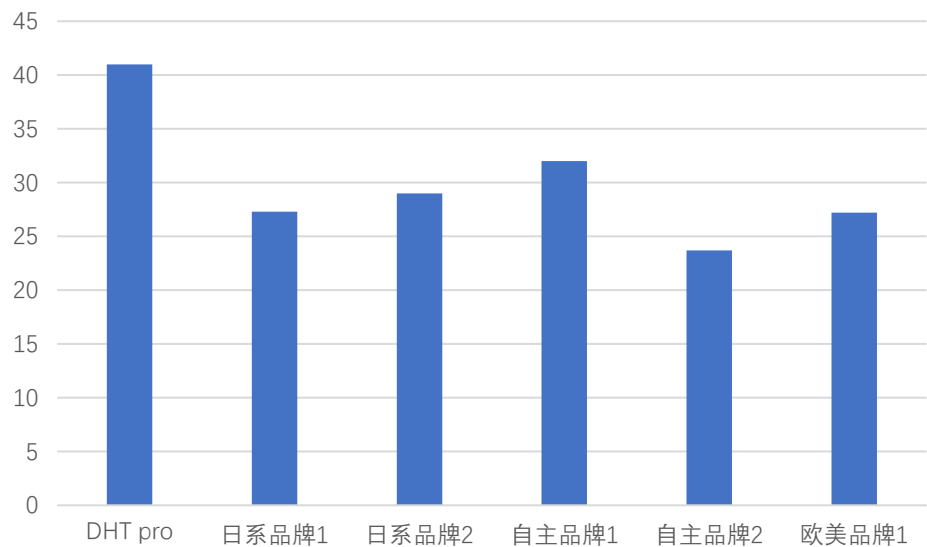
图表 51: 吉利混动发动机升功率与竞品对比



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 52: 吉利 DHT 与竞争对手扭质比对比 (Nm/kg)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 53: 吉利混动专用电池实现性能提升

	第一代	第二代
额定电压 (V)	194-295	235-370
容量 (Ah)	6.9	5.8
能量 (kwh)	1.788	1.81
可用范围 (%)	30-70	30-80
充放电功率 (25°C, 10s, 30%SOC, kw)	35/40	50/70

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

发布雷神智擎 Hi·X 混动平台, 全面步入混动时代。雷神智擎 Hi·X 混动平台包含了 DHE15\DHE20 两款混动专用发动机以及 DHT/DHT pro 混动专用变速器。同时为满足不同消费者的需求, 雷神智擎 Hi·X 混动平台分为 HEV 油电混动平台和大里程 PHEV 超级电混平台。其中 HEV 油电混动主打免充电、长续航和可增程, 首款车型为星越 L。超级电混平台主打城市纯电、长途混动、动力充沛、里程无忧, 预计首款车型为帝豪 L PHEV。与竞品相比, 雷神智擎具备一定竞争优势, 后续将陆续搭载更多吉利、领克车型, 将带动吉利汽车全面计入混动时代。

图表 54: 雷神智擎打造两个版本的混动平台



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 55: 雷神智擎 HEV 平台与竞品分析对比

	CRV 混动	RAV4 双擎	星越 L HEV
售价 (万元)	20.98-27.68	22.58-25.98	17.17-18.37
车重 (kg)	1642	1670	1785
轴距 (mm)	2660	2690	2845
发动机功率/扭矩	107kw/175Nm	131kw/225Nm	110kw/225Nm
系统功率/扭矩	158kw/-	161kw/427Nm	180kw/545Nm
百公里加速 (s)	9.0-9.6	-	7.9
NEDC 百公里油耗 (L)	4.0-5.6	4.7-5.0	4.3

资料来源: 汽车之家, 华安证券研究所

图表 56: 雷神智擎超级电混平台与竞品分析对比

车型	秦 PLUS DM-i		帝豪 L PHEV
型号 (KM)	55	120	100+/200+
油耗 (L)	3.8		3.8
综合续航 (KM)	1180	1245	1300
百公里加速 (s)	7.9	7.3	6.9
电混系统	EHS132	EHS145	雷神智擎超级电混
价格 (万元)	11.18	13.58	-

资料来源: 汽车之家, 华安证券研究所

3.2 纯电: 主攻纯电智能汽车, 实现品牌向上

坚持推进蓝色吉利行动, 全面发力纯电领域。2015 年吉利汽车发布了蓝色吉利行动, 计划在 2020 年新能源和节能与新能源汽车销量占整体销量 90%以上, 但由于之前新能源汽车发展处于早期, 公司在产品端的布局以及竞争优势并不明显, 因此上一阶段的蓝色吉利行动推进低于预期。

2021 年公司在总结上一阶段蓝色吉利行动的不足的前提下, 将下一阶段的蓝色吉利行动进一步细化, 形成了两个蓝色吉利行动计划方案:

- (1) **蓝色吉利行动计划一:** 主攻节能与新能源汽车, 包括混合动力汽车、插电混合动力汽车、增程式插电混合动力汽车, 还有小排量节能汽车。其中 90%是新能源混合动力汽车, 10%左右是传统节能小排量汽车。
- (2) **蓝色吉利行动计划二:** 主攻纯电动智能汽车, 组建全新的纯电动汽车公司, 正面参与智能纯电动汽车市场的竞争。

打造 SEA 浩瀚架构, 解放未来出行。SEA 浩瀚架构由吉利和沃尔沃共同打造, 历时 4 年, 投入超过 180 亿元。浩瀚架构从智能电动时代用户的出行体验出发, 在空间、三电、智能、自动驾驶、安全、性能六大领域打破传统汽车的束缚。后续 SEA 浩瀚架构将有超过 7 个品牌、16 个车型使用。

- (1) **空间:** 拥有全球最大带宽, 可实现从 1800mm-3300mm 的轴距范围, 相同的车身尺寸下, 可创造出更大的车内空间, 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。

- (2) **三电**: 基于电驱动、电管理、电生态的三电理念, 核心动力电池同样做到了NEDC工况下20万公里无衰减, 200万公里长寿命。其中, 110kWh无模组CTP集成电池包的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。在充电速率方面, 所能搭载的最大800伏高压系统, 可实现充电5分钟, 续航120公里。
- (3) **智能**: SEA OS整车智能开发系统能实现全场景、全生命周期的FOTA, 其API接口已实现超4000个。
- (4) **自动驾驶**: 吉利计划将于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; 2025年之前, 在开放道路上实现完全自动驾驶。
- (5) **安全**: 架构以全域安全作为开发理念, 在三电方面安全测试达到202项、在信息安全上, 也率先部署国产芯片加强安全性。
- (6) **性能**: 浩瀚架构以电池为中心, 打造高性能纯电底盘, 不仅重心低, 还可实现50:50的前后配重平衡。其搭载的高性能电四驱系统, 最高满足600kW的双电机布局, 车辆的百公里加速时间3秒以内。

图表 57: SEA 浩瀚架构



资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

汇集集团优质资源，成立极氪汽车品牌，定位高端智能纯电车。极氪汽车品牌由吉利汽车和吉利控股集团共同投资成立，其中吉利汽车持有 51%的股权，吉利控股集团持股 49%。极氪汽车将整合各方的资源和优势，包括但不限于电动车车型技术、SEA 浩瀚架构使用权、品牌授权、三电技术、供应链体系建设等。

成立之初，极氪汽车收购 CEVT、浩瀚能源以及认购宁波威睿，并和吉致金融进行合作在新能源汽车各个领域进行布局。

- (1) **CEVT:** 极氪汽车全资子公司。主要从事智能电动车造型设计、软件系统开发、硬件模块开发以及提供智能移动出行技术解决方案。
- (2) **浩瀚能源:** 极氪汽车拥有浩瀚能源 30%股权。浩瀚能源主要从事汽车充电系统及技术开发。
- (3) **宁波威睿:** 极氪汽车持有宁波威睿 51%股权。其主要从事动力电池和电驱系统及相关产品的研发生产及提供售后服务。
- (4) **吉致金融:** 吉致金融将向极氪汽车零售客户提供汽车融资服务。截至 2023 年极氪融资年度上限为 1.44 亿元、49.77 亿元和 127.15 亿元。

图表 58: 极氪汽车生态布局

公司	股权关系	从事领域
CEVT	全资子公司	主要从事智能电动车造型设计、软件系统开发、硬件模块开发以及提供智能移动出行技术解决方案。
浩瀚能源	参股	极氪汽车拥有浩瀚能源 30%股权。浩瀚能源主要从事汽车充电系统及技术开发。
宁波威睿	非全资子公司	极氪汽车持有宁波威睿 51%股权。其主要从事动力电池和电驱系统及相关产品的研发生产及提供售后服务。
吉致金融	合作	向极氪汽车零售客户提供汽车融资服务。

资料来源：公司官网，华安证券研究所

极氪 001 订单旺盛，后续有望推出更多热销车型。极氪 001 为首款基于 SEA 浩瀚平台打造的智能电动车，上市以来订单旺盛。极氪 001 定位于豪华猎装轿跑，长宽高分别 4970/1999/1560mm，轴距 3005mm。与竞品相比，极氪 001 在配置丰富性、性能、空间等方面具备竞争优势。

- (1) **空间:** 宽高分别 4970/1999/1560mm，轴距 3005mm，优于同价位竞争对手。
- (2) **性能:** 搭载双电机，拥有 400kw 电机功率，百公里加速达到 3.8S。
- (3) **配置:** 在座舱、座椅、多媒体等配置方面较竞争对手更为丰富，顶配车型配置了空气悬架，为消费者提供更好的驾乘体验。
- (4) **智能驾驶:** 极氪 001 采用了 Mobileye EyeQ5H 芯片，搭载 15 个摄像头，1 个毫米波雷达。

极氪 001 订单旺盛，公司亦在努力推进订单交付，参考当前主要竞品的销量情况，我们认为极氪 001 有望逐步实现月销过万的销量。与此同时，后续公司将基于浩瀚架构打造更多极氪品牌车型，涉及轿车、SUV、MPV 等全系车型，我们认为，极氪品牌作为公司主打的高端智能纯电动品牌，基于浩瀚架构的底层技术以及当前展现出来的优秀的产品，随着车型布局的逐步完善，极氪品牌有望在 2025 年实现 65 万辆的销量目标。

图表 59: 极氪 001 不同版本参数

	长续航双电机 WE 版	超长续航单电机 WE 版	超长续航双电机 YOU 版
售价 (万元)	29.9	29.9	36.8
续航里程 (km)	526	712	606
电池能量 (kWh)	86	100	100
最大功率 (kw)	400	200	400
最大扭矩 (Nm)	768	384	768
百公里加速 (s)	3.8	6.9	3.8
空气悬架			●
扬声器			YAMAHA

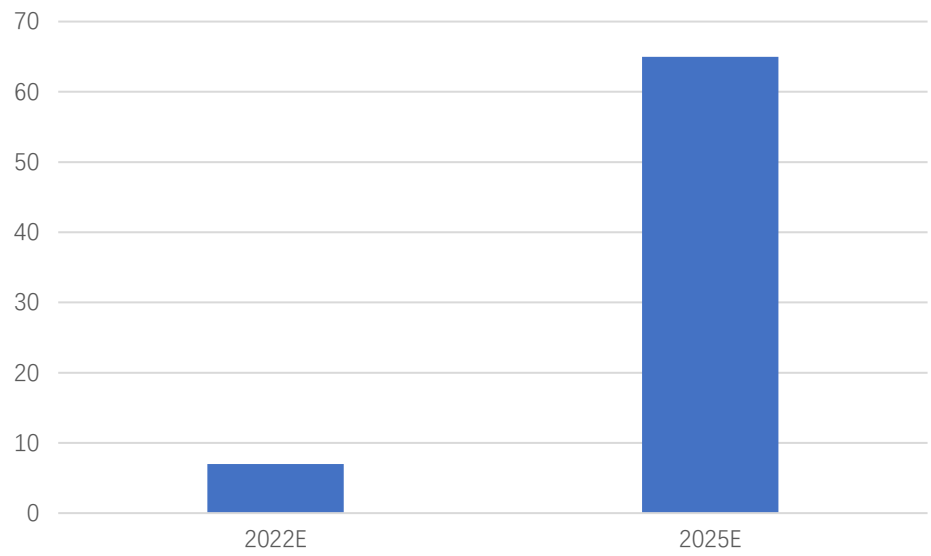
资料来源: 汽车之家, 华安证券研究所

图表 60: 极氪 001 与竞品对比

	极氪 001 超长续航双电机 YOU 版	Model3 Performance	小鹏 P7 670E+鹏翼版	蔚来 ET5 100kw
售价 (万元)	36.8	36.8	38.8	38.6
车身				
长宽高 (mm)	4970*1999*1548	4694*1850*1443	4880*1896*1450	4790*1960*1499
轴距 (mm)	3005	2875	2998	2888
性能				
电机总功率 (kw)	400	357	196	360
电机总扭矩 (Nm)	768	659	390	700
纯电续航里程 (km)	606	605	670	700
百公里加速 (s)	3.8	3.3	6.7	4.3
辅助操控配置				
空气悬架	●			
电磁悬架	●			
可变转向比	●			
内部配置				
方向盘加热	●	●		
HUD	●			
座椅材质	真皮	仿皮	真皮	仿皮
前排座椅功能	加热/按摩/通风	加热	加热/通风	加热
扬声器	YAMAHA		Dynaudio	
智能硬件				
智能驾驶芯片	Mobileye EyeQ5H	FSD	英伟达 Xavier	英伟达 ORIN
总算力 (TOPS)	48	144	30	1016
摄像头数量	15	8	14	11
毫米波雷达数量	1	1	5	5
激光雷达数量				1

资料来源: 汽车之家, 华安证券研究所

图表 61: 极氪品牌销量规划 (万辆)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

4、盈利预测与估值分析

4.1 盈利预测

关键假设：

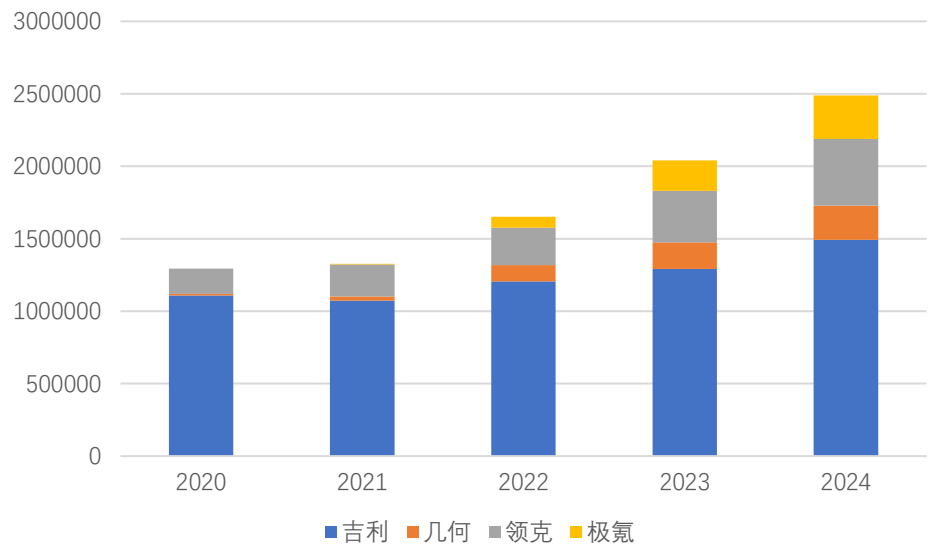
1、销量：

(1) 我们预计吉利汽车 2022-2024 年销量增速分别为 24%/23%/22%。

(2) 我们预计吉利品牌+几何品牌（并表）2022-2024 年销量增速分别为 20%/12%/17%。我们预计极氪品牌（并表）2022 年实现销量 7 万辆，2023-2024 年销量增速分别为 176%/43%。其中随着公司极氪销量占比提升以及品牌溢价提升，我们预计吉利汽车 2022-2024 年单车均价分别同比增长 27%/18%/3%。

(3) 我们预计领克品牌（权益收益）2022-2024 年销量增速分别为 18%/37%/29%。

图表 62：吉利汽车销量预测（辆）



资料来源：Marklines，华安证券研究所

2、投资收益：

公司投资收益来自于领克、吉致金融、极氪科技以及其他。根据销量预测，我们预计 2022-2024 年投资收益增速分别为 32%/30%/26%。

3、技术授权：

吉利汽车在电子电气架构等领域具备行业领先的优势，后续有望通过技术授权给集团公司和兄弟公司，实现该业务的快速增长。

图表 63: 吉利汽车营收拆分

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
汽车销售					
总销量 (辆)	1293783	1327475	1652231	2039385	2488985
同比		3%	24%	23%	22%
并表销量 (辆)	1144761	1106959	1393036	1683780	2029380
同比	-7.2%	-3.3%	25.8%	20.9%	20.5%
单价 (万元/辆)	7.3	7.9	10.1	11.9	12.2
同比	-1.7%	8.2%	27.4%	17.5%	2.9%
营收 (百万元)	83814	87697	140565	199716	247573
同比	-8.7%	4.6%	60.3%	42.1%	24.0%
零配件销售					
营收 (百万元)	6989	8798	10118	11636	13381
同比	32%	26%	15%	15%	15%
销售电池包及相关零件					
营收 (百万元)		589	766	995	1294
同比			30%	30%	30%
研发及相关技术支持服务					
营收 (百万元)	746	3251	3901	4682	5618
同比		336%	20%	20%	20%
知识产权许可					
营收 (百万元)	566	1275	1913	2870	3731
同比		125%	50%	50%	30%
合计					
营收 (百万元)	92374	102015	157263	219898	271597
同比		10%	54%	40%	24%
毛利率	16.0%	17.1%	18.0%	18.6%	19.0%

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

4.2 估值分析

分品牌来看，后续公司的成长主要来自于两个方面。一方面以吉利、领克为主的品牌通过技术的迭代实现市占率和品牌溢价的提升。另一方面以极氪、几何为主的新能源汽车发展为公司后续另一动能，尤其是极氪品牌定位高端智能纯电车，对标新势力和自主高端品牌，为后续公司提升新能源销量以及品牌向上突破的重要品牌，对于吉利汽车来说至关重要。

综上分析，我们认为对于吉利汽车的估值体系应当采用分部估值方式。对于吉利+几何+领克我们采用传统的 PE 估值方法。对于极氪品牌，我们对标新势力，采用 PS 估值方式。

图表 64：吉利汽车传统部分估值对比

股票代码	公司	2022 年业绩预测 (亿元)	同比	2022 年 PE
2333.HK	长城汽车	99	47%	9
0175.HK	吉利汽车	82	77%	

资料来源：wind 一致预期，华安证券研究所

注：以上吉利汽车 2022 年业绩预测不包含极氪品牌

图表 65：极氪品牌估值对比

公司	营收 (亿元)		PS	
	2022E	2023E	2022E	2023E
蔚来汽车	647	1138	3	2
理想汽车	527	939	3	2
小鹏汽车	408	742	4	2
极氪汽车	228	620		

资料来源：wind 一致预期，华安证券研究所

风险提示:

宏观经济增速放缓，国内外不确定因素增多，可能导致购车需求下降，汽车产业销量增长大幅低于预期风险。当前我国经济面对复杂的国内外形势，经济下行压力趋大，需求端压力明显，可能带来汽车销量增长大幅低于预期。

新能源汽车市场竞争加剧，导致整车企业盈利能力下降超预期风险。当前新能源汽车产销对补贴仍旧比较依赖。补贴退坡将加剧市场竞争并挤压车企盈利空间。尽管公司短期内新能源汽车占比较低，但未来仍存在因补贴退坡影响整体盈利的风险。

竞争对手加大新品投放，公司新产品不被市场认可风险。随着合资品牌加大 SUV 投放，且不断渗透中低价位区间，与公司部分产品形成价格重叠。尽管公司新品迭出、富有特色，但合资品牌市场口碑良好，公司产品仍存在不被市场认可风险。

财务报表与盈利预测

利润表					资产负债表				
单位: 人民币					单位: 人民币				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	101,611	157,263	219,898	271,597	现金及现金等价物	28,014	50,467	78,794	105,545
增长率	—	54.8%	39.8%	23.5%	金融资产及短期投资	67	67	67	67
营业成本	84,199	128,956	178,997	219,993	应收款项合计	31,256	37,867	52,535	66,201
%销售收入	82.9%	82.0%	81.4%	81.0%	存货	5,522	7,312	9,972	12,982
毛利	17,412	28,307	40,901	51,603	其他流动资产	437	653	984	1,178
其他收入	404	400	400	400	流动资产	65,296	96,365	142,352	185,973
增长率	—	-1.0%	0.0%	0.0%	总资产	48.6%	58.8%	67.9%	73.1%
营销费用	6,323	8,935	12,818	15,876	固定资产净值	30,859	29,005	27,429	26,090
%销售收入	6.2%	5.7%	5.8%	5.8%	权益性投资	10,205	10,787	11,378	11,980
行政管理费用	7,908	10,767	15,518	19,304	长期投资类	352	352	352	352
%销售收入	7.8%	6.8%	7.1%	7.1%	商誉及无形资产	20,959	20,763	21,537	23,183
研发费用	0	1,258	1,759	2,173	租赁土地	3,436	3,436	3,436	3,436
%销售收入	0.0%	0.8%	0.8%	0.8%	其他非流动资产	3,236	3,236	3,236	3,236
其他费用	128	0	0	0	非流动资产	69,046	67,578	67,368	68,276
%销售收入	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	总资产	51.4%	41.2%	32.1%	26.9%
利息费用	-280	-240	-532	-808	资产总计	134,341	163,943	209,719	254,249
%销售收入	-0.3%	-0.2%	-0.2%	-0.3%	短期借款	1,907	0	0	0
权益性投资损益	1,205	1,618	2,048	2,636	应付款项合计	32,113	50,343	69,342	85,219
%除税前利润	25.8%	16.8%	14.9%	14.6%	金融负债	0	0	0	0
其他非经营性损益	-277	0	0	0	应交税金	2,129	2,451	3,668	4,625
%除税前利润	-5.9%	0.0%	0.0%	0.0%	其他流动负债	24,201	28,533	41,626	52,913
除税前利润	4,665	9,606	13,786	18,094	流动负债	60,351	81,327	114,637	142,757
%销售收入	4.6%	6.1%	6.3%	6.7%	长期借款	1,901	1,901	1,901	1,901
所得税	312	980	1,320	1,684	其他长期负债	1,869	1,869	1,869	1,869
%除税前利润	6.7%	10.2%	9.6%	9.3%	非流动负债	3,770	3,770	3,770	3,770
净利润	4,353	8,625	12,466	16,410	总负债	64,120	85,097	118,407	146,527
%销售收入	4.3%	5.5%	5.7%	6.0%	普通股股东权益	68,606	76,973	88,691	104,116
归属普通股股东	4,720	8,367	11,718	15,425	少数股东权益	1,615	1,874	2,622	3,606
%销售收入	4.6%	5.3%	5.3%	5.7%	股东权益	70,221	78,846	91,312	107,722
少数股东权益	-494	259	748	985	负债股东权益合计	134,341	163,943	209,719	254,249
%销售收入	-0.5%	0.2%	0.3%	0.4%					

现金流量表					比率分析				
单位: 人民币					单位: 人民币				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	4,847	8,367	11,718	15,425	回报率				
折旧摊销	6,893	7,050	6,802	6,693	净资产收益率	6.9%	10.9%	13.2%	14.8%
营运资金变动	5,161	14,267	15,651	11,249	总资产收益率	3.5%	5.1%	5.6%	6.1%
其他非现金调整	-1,553	-1,207	-1,186	-1,537	投入资本收益率	6.4%	10.4%	12.6%	14.1%
经营活动现金净流量	15,348	28,476	32,985	31,831	增长率				
资本开支	-6,100	-5,000	-6,000	-7,000	营业总收入增长率	10.4%	54.5%	39.7%	23.5%
投资	-392	-583	-591	-601	EBIT增长率	-4.0%	124.1%	44.6%	30.7%
其他	-667	1,618	2,048	2,636	归母净利润增长率	-12.5%	77.3%	40.1%	31.6%
投资活动现金净流量	-7,159	-3,964	-4,543	-4,966	总资产增长率	21.2%	22.0%	27.9%	21.2%
股权融资	31	0	0	0	资产管理能力				
债权融资	-90	-1,907	0	0	应收款项周转天数	97.4	72.8	72.9	74.4
其他	976	-152	-114	-114	应付款项周转天数	114.9	116.5	114.9	114.4
筹资活动现金净流量	916	-2,059	-114	-114	存货周转天数	19.8	16.9	16.5	17.4
现金净流量	9,105	22,453	28,328	26,751	总资产周转率	0.8	1.0	1.1	1.1
汇率变动对现金的影响	-68	0	0	0	偿债能力				
期初现金	18,977	28,014	50,467	78,794	资产负债率	47.7%	51.9%	56.5%	57.6%
期末现金	28,014	50,467	78,794	105,545	流动比率	1.08	1.18	1.24	1.30
					速动比率	0.98	1.09	1.15	1.20

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

华安证券新能源与汽车研究组：覆盖电新与汽车行业

陈晓：华安证券新能源与汽车首席分析师，十年汽车行业从业经验，经历整车厂及零部件供应商，德国大众、大众中国、泰科电子。

宋伟健：五年汽车行业研究经验，上海财经大学硕士，研究领域覆盖乘用车、商用车、汽车零部件，涵盖新能源车及传统车。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。