

## 公司研究

## 极氪并表拖累业绩，看好 2H22E 新能源车爬坡前景

## ——吉利汽车（175.HK）2022 中期业绩点评报告

## 要点

**1H22 业绩公布：**总收入同比增长 29.2%至人民币 581.8 亿元；其中，汽车销售收入同比增长 25.2%至人民币 492.0 亿元（剔除领克/睿蓝后的 ASP 同比增长 25.9%至人民币 9.5 万元）。归母净利润同比下降 34.8%至人民币 15.5 亿元，剔除股权激励费的归母净利润同比下降 20.4%至人民币 24.1 亿元（1H22 股权激励费用同比增长 33.1%至人民币 8.5 亿元）。我们判断 1H22 业绩承压，主要由于新能源车销量占比增加+原材料价格上涨、极氪并表等因素所致；其中，中国星销量占比增加部分对冲了毛利率承压影响。

**毛利率如期回落，极氪并表导致费用率增加：**1H22 毛利率同比下降 2.7pcts 至 14.6%，SG&A 费用率同比持平约 5.7%，管理费用率同比增加 0.8pcts 至 8.0%（其中，研发费用率同比增加 0.5pcts 至 5.6%）。1H22 极氪收入约人民币 88.3 亿元，亏损约人民币 7.6 亿元（我们测算整车 ASP 约 28.5 万元，单车亏损约人民币 4 万元），公司应占领克投资收益同比下降 56.7%至人民币 1.0 亿元（领克净利润率同比下降 1.6pcts 至 1.6%）；我们测算 1H22 剔除股权激励费用后的单车盈利同比下降 18.3%至人民币 3,917 元。管理层指引，1) 2022E 雷神总销量 15 万辆；2) 2H22E 新车型包括领克 01/05/09 插混版、01/03 油混版，吉利星越 L 插混，博越 L 燃油+油混版，极氪 001 PLUS、009，几何 G6、M6。

**看好 2H22 插混+纯电车型周期销量释放前景：**我们看好吉利混动（雷神动力）+纯电动（几何+极氪）同步驱动的智能电动化加速转型。1) **混动方面：**插电+油电混组合，看好核心零部件自研量产+产能快速爬坡，驱动的销量与毛利率爬坡前景。2) **智能电动方面：**中低端几何+高端极氪组合；其中，7 月极氪交付量创单月新高达 5,000+辆，管理层指引全年交付量 7 万辆。我们看好极氪基于 8155 芯片免费升级的需求提振、叠加供应链逐步改善+门店/充电站等投入力度加大，看好极氪新订单加速转换驱动的交付量爬坡趋势。我们持续看好国内新能源车需求释放+渗透率抬升，预计公司有望成为转型智能电动化成功的传统车企之一，看好雷神混动+极氪销量爬坡驱动的长期市值撬动前景。

**维持“买入”评级：**鉴于供应链偏紧、原材料价格波动、疫情反复、以及极氪短期拖累影响，下调 2022E/2023E/2024E 归母净利润 43%/36%/26%至人民币 40.6 亿元/66.9 亿元/110.0 亿元；鉴于新能源车渗透率抬升+雷神快速爬坡预期，上调目标价至 HK\$19.4（对应 25x 2023E PE），维持“买入”评级。

**风险提示：**需求不及预期，新车型上市/销量爬坡不及预期，芯片短缺加剧，电池/原材料价格上涨，成本费用控制不及预期，疫情反复，市场/金融风险。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	92,114	101,611	123,285	155,569	180,874
营业收入增长率	-5.4%	10.3%	21.3%	26.2%	16.3%
归母净利润（百万元）	5,534	4,847	4,060	6,685	11,004
归母净利润增长率	-32.4%	-12.4%	-16.2%	64.6%	64.6%
EPS（元）	0.56	0.49	0.41	0.67	1.10
ROE（归属母公司）（摊薄）	8.76%	6.34%	5.76%	8.93%	13.43%
P/E	26.1	29.8	36.1	21.9	13.3
P/B	2.2	2.1	2.0	1.9	1.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-08-18（1 港币=0.87 人民币）

## 买入（维持）

当前价/目标价：16.82/19.4 港币

## 作者

分析师：倪昱婧，CFA

执业证书编号：S0930515090002

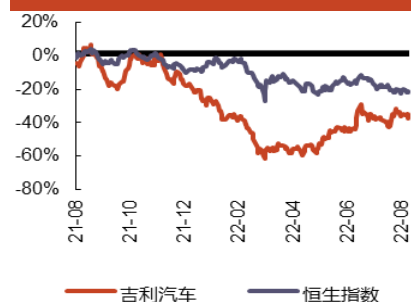
021-52523852

niyj@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	100.21
总市值(亿港元):	1,685.51
一年最低/最高(港币):	10.00/29.25
近 3 月换手率:	78.34%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	6.28	369.54	-11.43
绝对	1.94	347.73	-35.03

资料来源：Wind（数据截至 2022/8/18）

## 相关研报

《雷神动力发布，树立全球混动新标杆——吉利汽车（175.HK）跟踪报告》	2021-11-03
《稳步转型新能源，聚焦 CMA 架构——吉利汽车（175.HK）跟踪报告》	2022-01-09
《股权激励与极氪拖累 2021 业绩，看好节能与智能电动化推进趋势——吉利汽车（175.HK）2021 业绩点评报告》	2022-03-23

表 1: 损益表

(单位: 百万人民币)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	92,114	101,611	123,285	155,569	180,874
营业成本	77,377	84,199	103,436	129,744	150,125
其他收入	1,039	1,339	1,603	2,022	2,351
销售费用	5,053	6,323	7,644	9,334	10,672
管理费用	5,754	8,036	9,863	12,445	14,108
股权激励费用	4	1,213	10	10	10
经营性利润	4,965	3,180	3,935	6,057	8,310
利润总额	5,575	4,353	4,101	6,753	11,115
少数股东损益	41	-494	41	68	111
归属母公司净利润	5,534	4,847	4,060	6,685	11,004

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

表 2: 资产负债表

(单位: 百万人民币)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	110,816	134,341	146,485	175,189	193,865
流动资产	50,935	65,296	70,478	90,192	93,541
货币资金	19,151	28,018	34,242	43,605	53,042
交易型金融资产	0	67	74	81	89
应收账款	27,868	31,549	30,093	39,048	33,301
存货	3,691	5,522	5,971	7,336	6,962
其他流动资产	225	140	98	122	146
非流动资产	59,881	69,046	76,007	84,997	100,324
固定资产	26,574	30,859	31,465	35,786	40,782
无形资产	18,610	20,901	29,556	34,079	40,892
联营与合营资产	9,689	10,205	9,550	8,550	9,550
其他非流动资产	5,008	7,081	5,435	6,581	9,100
总负债	46,602	64,120	73,584	97,874	109,287
无息负债	44,267	59,351	68,584	89,574	97,087
有息负债	2,335	4,770	5,000	8,300	12,200
股东权益	64,213	70,221	72,901	77,314	84,578
股本	180	183	183	183	183
储备	60,038	65,010	67,649	71,995	79,147
归属本公司股权持有人权益	63,631	68,606	71,245	75,591	82,743
少数股东权益	582	1,615	1,656	1,723	1,835

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

表 3: 现金流量表

(单位: 百万人民币)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,597	15,348	12,836	15,474	17,408
净利润	5,575	4,353	4,101	6,753	11,115
折旧与摊销	5,491	6,893	5,457	6,162	6,259
净营运资金增加	-7,557	5,161	4,433	4,614	4,740
其他	-1,912	-1,059	-1,156	-2,055	-4,706
投资活动现金流	-5,430	-7,159	-8,148	-8,844	-11,809
资本性支出	-2,807	-2,833	-3,672	-4,321	-4,996
其他资产变化	-2,624	-4,326	-4,477	-4,523	-6,813
筹资活动现金流	3,761	916	1,566	2,805	3,913
有息负债变化	0	0	93	-200	400
股本变化	5,991	2,920	2,000	3,000	3,500
现金及等价物净增加额	-72	9,105	6,253	9,435	9,512
现金及等价物期末余额	18,977	28,014	34,197	43,560	52,997

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE