

**评级：买入（首次）**

市场价格：10.22 港元

分析师：何俊艺

执业证书编号：S0740523020004

分析师：刘欣畅

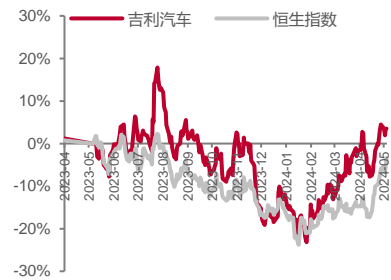
执业证书编号：S0740522120003

分析师：毛奕玄

执业证书编号：S0740523020003

**基本状况**

|            |         |
|------------|---------|
| 总股本(百万股)   | 10,063  |
| 流通股本(百万股)  | 10,063  |
| 市价(港元)     | 10.22   |
| 市值(百万港元)   | 102,848 |
| 流通市值(百万港元) | 102,848 |

**股价与行业-市场走势对比**

**公司盈利预测及估值**

| 指标        | 2022A   | 2023A   | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 148,565 | 179,846 | 214,626 | 248,152 | 266,740 |
| 增长率 yoy%  | 46%     | 21%     | 19%     | 16%     | 7%      |
| 净利润(百万元)  | 5,123   | 5,166   | 7,450   | 8,726   | 10,082  |
| 增长率 yoy%  | 9%      | 1%      | 44%     | 17%     | 16%     |
| 每股收益(元)   | 0.51    | 0.51    | 0.74    | 0.87    | 1.00    |
| 每股现金流量    | 1.59    | 2.22    | 2.62    | 1.57    | 1.87    |
| 净资产收益率    | 7%      | 7%      | 9%      | 9%      | 10%     |
| P/E       | 18.3    | 18.1    | 12.6    | 10.7    | 9.3     |
| P/B       | 1.2     | 1.2     | 1.1     | 1.0     | 0.9     |

备注：数据统计截至 2024 年 05 月 16 日收盘价

**报告摘要**
**■ 成长复盘：24 年开启新周期，品牌向上+渠道革新，电动化率提升**

①15-17 年，上一轮红利期：自主 SUV 红利+帝豪、博越等爆款车型推出，销量持续提升；②17-20 年，阵痛期：购置税减征退坡+公司管理层结构复杂+产品周期老化，在国内自主+新势力竞争下稍显不足；③21 年-23 年，转型尝试期，油改电价差较大、多品牌价格带重叠，混动转型较慢。

**■ 新能源：银河、极氪、领克定位清晰，24 年新能源渗透率有望 45%+**

①银河：23 年推出，补齐 10-20 万价格带新能源 ToC 端产品布局。吉利原有 10-20 万新能源车主要靠吉利本品牌及几何。其中，几何主要面向 ToB 端，而吉利本品牌多为油改电车型，销量疲软。银河自 2023 年发布以来，规划了 L 系列（混动）、E 系列（纯电）两大类。预计银河 24 年全年销量有望进一步增长。

②极氪：稳中向好，极氪 001 稳定，007 有望复刻 001 成功。极氪 001 为极氪品牌实现向上突破的关键，24 款极氪 001 售价保持在 26.9 万-32.9 万元，入门版价格不变，中配和高配价格反降 2 万，我们看好其销量维稳。与此同时，极氪 007 作为对标 Model 3 与小米 su7 的车型，拥有 800V 电气架构、2 颗 Orin X 芯片，在快充及高速 NZP 方面均有突出表现，我们预计该车稳态月销量有望达到 7K+，成为极氪 001 后又一爆款车型。基于此，极氪 24 年的销量有望达到 23 万辆。规模化效应下，极氪的利润有望实现扭亏。

③领克：由油改电到全面推进插混策略，转型效果初显。领克 08 PHEV 对于领克品牌的新能源转型具有标志性意义。战略上看，领克不再推出燃油版车型，而是打造全新车型，自 23 年 9 月上市以来，23 年 12 月销量已爬坡至 1 万辆，较前期燃油版车型有明显提升。领克 07 延续 08 的年轻化风格，有望推动领克新能源渗透率加速向上。

**■ 燃油车：油车基本盘扎实，稳定贡献利润**

吉利的油车中，帝豪、缤越等主要聚焦在 5-10 万下沉市场，短期电动车难以渗透；而星瑞、星越等 10-15 万的油车前期口碑良好，在行业平均销量下滑的背景下月销依然稳定在 1 万辆以上，受价格战影响较小。

**■ 盈利预测：我们预计 2024-2026 年公司整体营收分别为 2146.26、2481.52、2667.40 亿元，归母净利润分别为 74.50、87.26、100.82 亿元，对应 PE 分别为 12.56、10.73、9.287X，首次覆盖，给与“买入”评级。**
**■ 风险提示：宏观经济回升不及预期；新车型供给增多，价格战仍将继续；新车型市场接受度不及预期、电动化渗透率不及预期、报告中信息更新不及时风险。**

## 内容目录

|  |        |
|--|--------|
| 前言：整车研究框架 2024 版.....                          | - 4 -  |
| 基于长期视角的整车核心“六力”研究模型 .....                      | - 4 -  |
| 动态演绎：智能化提速、需求把控维持、电动化边际递减 .....                | - 4 -  |
| 整车系列研究逻辑-中期视角：细分车格及产品布局分析.....                 | - 5 -  |
| 整车系列研究逻辑-短期视角：订单，销量，库存，折扣及竞品.....              | - 6 -  |
| 一、成长复盘：24 年开启新周期，品牌重塑+渠道革新，电动化率提升 .....        | - 6 -  |
| 成长复盘-总览：受益 15-17 年 SUV 红利后，23 年仍处在转型尝试期 .....  | - 6 -  |
| 成长复盘（15-16 年）：以 5-10 万轿车为基，积极拥抱自主 SUV 红利 ..... | - 7 -  |
| 成长复盘（21-23 年）：油改电价差较大&多品牌价格带重叠，混动转型较慢 .....    | - 7 -  |
| 成长复盘（24 年起）：品牌定位重构-银河&领克优先插混、极氪专注纯电 .....      | - 8 -  |
| 概览：2023 年吉利按品牌&车型销量占比.....                     | - 8 -  |
| 成长复盘（24 年起）：渠道变革，新能源与燃油车分网销售.....              | - 8 -  |
| 二、核心竞争力：电动化底层能力扎实，浩瀚(纯电)+雷神(混动)双线并行.....       | - 9 -  |
| 电动化核心能力：纯电领域推出浩瀚架构，实现 A-E 级车全尺寸覆盖.....         | - 9 -  |
| 电动化核心能力：浩瀚架构动力性能优势突出，车型胜率较高 .....              | - 10 - |
| 电动化核心能力：混动领域推出雷神混动，热效率、续航指标出色.....             | - 10 - |
| 电动化核心能力：雷神混动发动机表现优于比亚迪、长城 .....                | - 11 - |
| 三、新能源：银河、极氪、领克定位清晰，24 年新能源渗透率有望达到 45%+ .....   | - 11 - |
| 银河：23 年推出，补齐 10-20 万价格带新能源 ToC 端产品布局 .....     | - 12 - |
| 银河主打年轻化，L7 的热销奠定银河品牌良好口碑 .....                 | - 12 - |
| 极氪：稳中向好，极氪 001 稳定，007 有望复刻 001 成功 .....        | - 13 - |
| 极氪 007 与 001 双重加持，品牌净利率扭亏在即 .....              | - 13 - |
| 领克：由油改电到全面推进插混策略，转型效果初显.....                   | - 14 - |
| 热销车型领克 07 EM-P 即将上市，领克品牌新能源渗透率加速向上.....        | - 15 - |
| 四、油车基本盘稳定，聚焦下沉市场，短期电车难以渗透.....                 | - 15 - |
| 盈利预测及估值.....                                   | - 16 - |
| 盈利预测 .....                                     | - 16 - |
| 估值与投资建议 .....                                  | - 16 - |
| 风险提示.....                                      | - 18 - |

## 图表目录

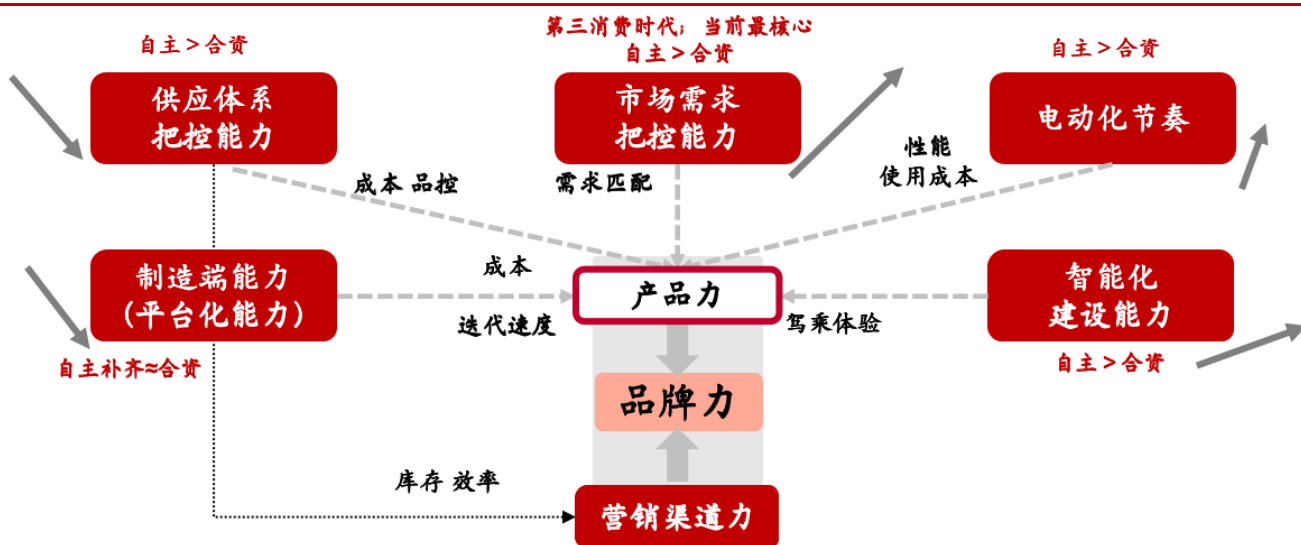
|                                       |        |
|---------------------------------------|--------|
| 图表 1: 长期视角下的整车“六力”模型.....             | - 4 -  |
| 图表 2: 不同时期核心影响要素重要性不同.....            | - 5 -  |
| 图表 3: 整车中期视角研究逻辑.....                 | - 5 -  |
| 图表 4: 整车短期视角研究逻辑.....                 | - 6 -  |
| 图表 5: 吉利汽车历史成长复盘.....                 | - 6 -  |
| 图表 6: 吉利上一轮车型矩阵.....                  | - 7 -  |
| 图表 7: 吉利 SUV 及相关竞品月均销量对比 (单位: 辆)..... | - 7 -  |
| 图表 8: 同车型油改电价差大, 电车销量明显偏低.....        | - 7 -  |
| 图表 9: 吉利&领克混动车型价格带重叠较多.....           | - 7 -  |
| 图表 10: 吉利当前车型矩阵.....                  | - 8 -  |
| 图表 11: 概览: 2023 年吉利按品牌&车型销量占比.....    | - 8 -  |
| 图表 12: 不同品牌国内销售渠道.....                | - 9 -  |
| 图表 13: 浩瀚架构奠定吉利纯电车型的平台化能力.....        | - 10 - |
| 图表 14: 极氪 001 与竞品对比, 动力性能突出.....      | - 10 - |
| 图表 15: 浩瀚架构车型车格胜率 (正的标红).....         | - 10 - |
| 图表 16: 雷神混动持续迭代, 热效率、续航指标显著提升.....    | - 11 - |
| 图表 17: 浩瀚架构参数对比.....                  | - 11 - |
| 图表 18: 银河聚焦 10-20 万价格 ToC 新能源车.....   | - 12 - |
| 图表 19: 银河 L7 竞品对比分析.....              | - 12 - |
| 图表 20: 极氪 001 月销量稳定在 6000+.....       | - 13 - |
| 图表 21: 新款极氪 001 全面升级.....             | - 13 - |
| 图表 22: 极氪 007 及其竞品对比.....             | - 14 - |
| 图表 23: 极氪净利率扭亏在即.....                 | - 14 - |
| 图表 24: 领克 08 及竞品电机功率对比.....           | - 14 - |
| 图表 25: 领克 08 销量 (单位: 辆).....          | - 14 - |
| 图表 26: 领克 07 部分核心卖点.....              | - 15 - |
| 图表 27: 领克 2023 年后新品矩阵.....            | - 15 - |
| 图表 28: 油车核心车型月销量稳定 (单位: 辆).....       | - 15 - |
| 图表 29: 营收及盈利预测 (亿元).....              | - 16 - |
| 图表 30: 可比公司对比.....                    | - 17 - |
| 图表 31: 盈利预测.....                      | - 19 - |

## 前言：整车研究框架 2024 版

### 基于长期视角的整车核心“六力”研究模型

- **长期视角：**基于我们提出的“六力”模型研究车企的核心能力（产品力与渠道力维度，产品力分为：需求把控能力、电动化节奏、制造能力、供应体系把控能力、智能化能力）以及各个车企的能力差异，对车企长期发展势态进行预判。
- 当前我们认为车企快速提升市占率的核心影响要素是：**市场需求把控能力、电动化节奏和智能化能力**。长期看，我们认为**市场需求把控能力与智能化能力**能为车企带来差异化。

图表 1：长期视角下的整车“六力”模型

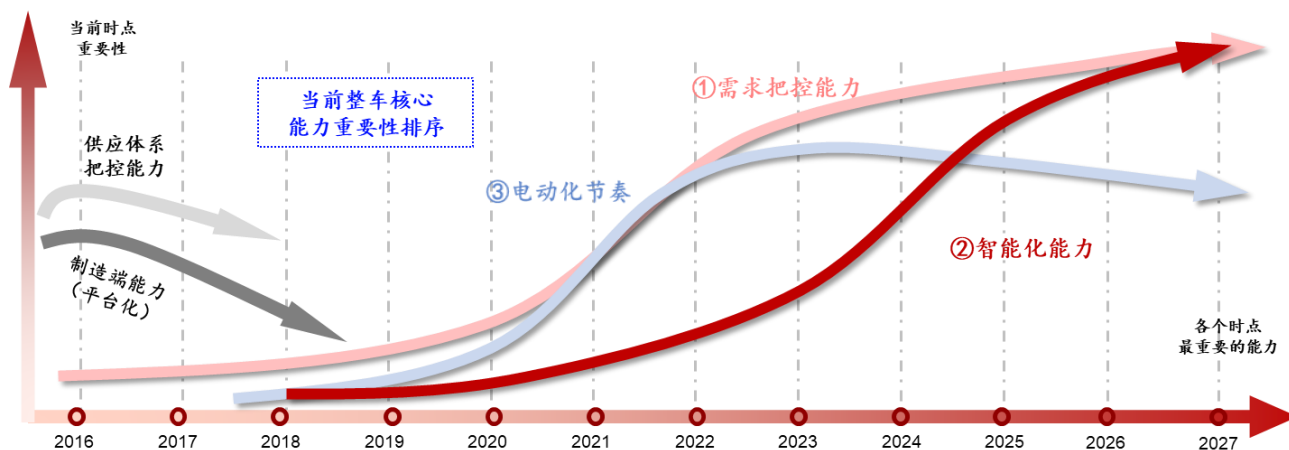


来源：中泰证券研究所

### 动态演绎：智能化提速、需求把控维持、电动化边际递减

- **整车厂核心能力在不同时间维度影响权重变化显著：**进入第三消费时代后，目前车企核心能力的重要性排序为：智能化能力=市场需求把控能力>电动化节奏；长期来看智能化建设能力会成为差异性的核心影响因素。
- **零部件层面，消费属性配置体现差异性，而智能差异性加速提升：**电动化方面，差异性边际减弱（核心电动化技术集中在产业链，消费者体验差异性弱）；智能化方面，平价智驾落地+城市 L3 车型密集推出，消费者体验差异性提升加速。此外消费属性配置（座椅等消费者直接感知的）体现的差异性依旧重要。

图表 2: 不同时期核心影响要素重要性不同

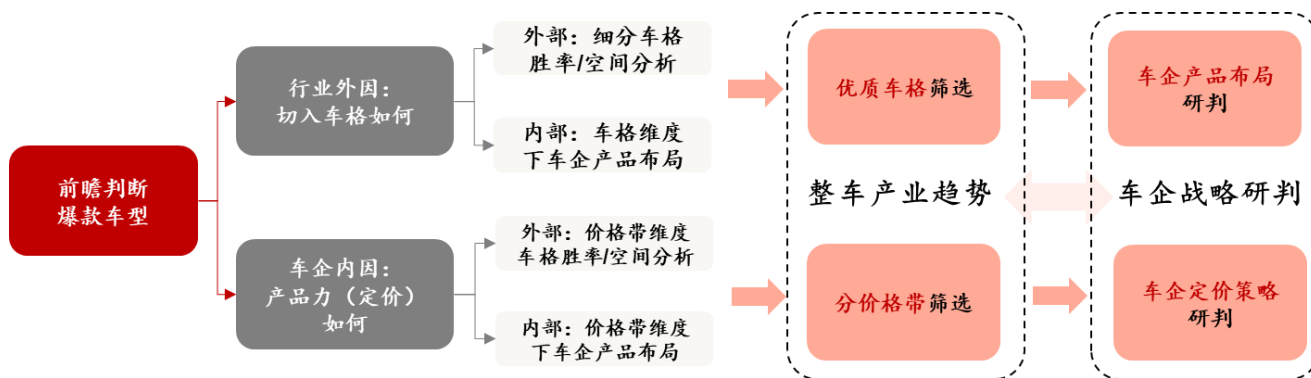


来源: 中泰证券研究所

整车系列研究逻辑-中期视角: 细分车格及产品布局分析

- 中期视角: 分析次年细分车格格局及车企产品投放领域与节奏, 年度维度预判车企产品强势程度
- 前瞻判断新车型销量可从行业外因(外部竞争环境)与车企内因(产品及主动定价策略)两个维度考量:
  - 1) 行业外因: 基于级别、种类、动力形式分类的细分车格是外部竞争环境, 此外也可以从价格带维度进行细分车格划分( $\beta$ , 均值);
  - 2) 车企内因: 产品的车格选择, 车企自身可决定的定价策略及产品力决定产品在细分领域竞争力( $\alpha$ , 波动值); 两者共同决定一款车型的稳态月销量水平。

图表 3: 整车中期视角研究逻辑

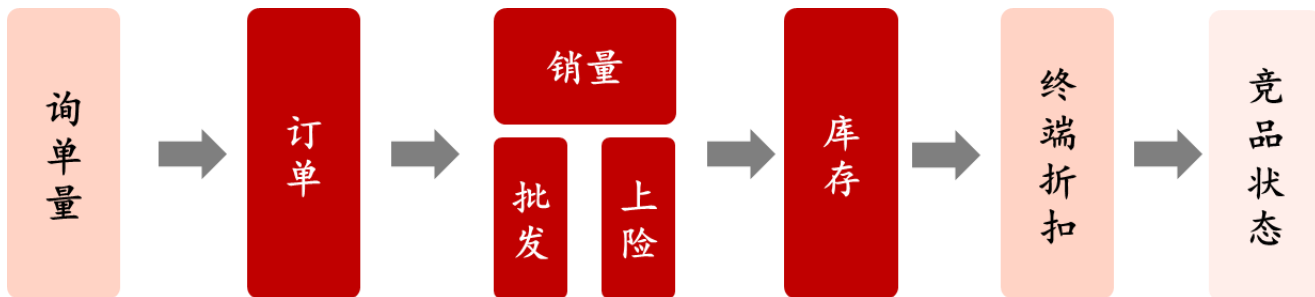


来源: 中泰证券研究所

整车系列研究逻辑-短期视角：订单，销量，库存，折扣及竞品

- **短期视角**：主要从月度视角对核心产品进行跟踪和验证，依次是询单量、订单、销量（批发和终端上险量）、库存、终端折扣以及竞品车型的对应指标。
- **核心关注指标**：库存高企，折扣松动。

图表 4：整车短期视角研究逻辑



来源：中泰证券研究所

一、成长复盘：24 年开启新周期，品牌重塑+渠道革新，电动化率提升

成长复盘-总览：受益 15-17 年 SUV 红利后，23 年仍处在转型尝试期

- **①15-17 年，上一轮红利期**：自主 SUV 红利+帝豪、博越等爆款车型推出，销量持续提升；**②17-20 年，阵痛期**：购置税减征退坡+公司管理层结构复杂+产品周期老化，在国内自主+新势力竞争下稍显不足；**③21 年-23 年，转型尝试期**，油改电价差较大、多品牌价格带重叠，混动转型较慢。

图表 5：吉利汽车历史成长复盘



来源：WIND、中泰证券研究所

**成长复盘（15-16年）：以 5-10 万轿车为基，积极拥抱自主 SUV 红利**

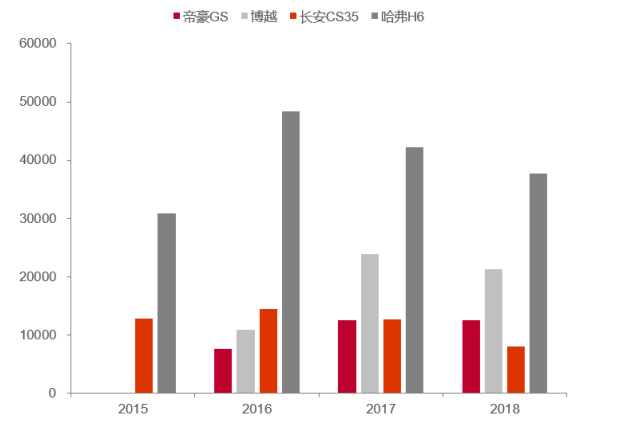
- **成长复盘-上一轮：**自主 SUV 红利下，跟随长城推出多款 SUV 热门车型。5-10 万轿车为吉利的优势所在，如帝豪、远景系列月均销量皆可破万，而 SUV 车型则稍有不足。因此，在上一轮自主 SUV 红利下，吉利跟随长城于 2015 年至 2018 年先后推出帝豪 GS、博越等热门车型。据乘联会数据，帝豪 GS、博越的月均销量爬坡后稳定在 1 万、2 万辆水平。

**图表 6：吉利上一轮车型矩阵**



来源：Marklines、中泰证券研究所

**图表 7：吉利 SUV 及相关竞品月均销量对比（单位：辆）**



来源：乘联会、中泰证券研究所

**成长复盘（21-23年）：油改电价差较大&多品牌价格带重叠，混动转型较慢**

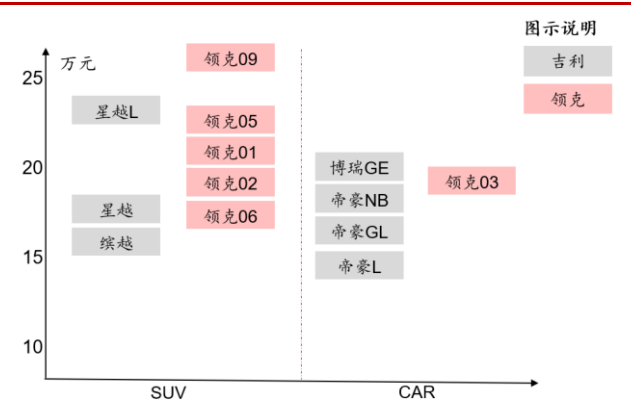
- **技术路线上：**优先油混而非插混，导致定价偏高，销量不佳。吉利在新能源转型前期的混动技术选择上不够坚决，先后和沃尔沃共同研发星智擎技术（油混）、GHS（插混）等路线。然而从定价来看，前期油混路线成本较高，星越L、缤越等产品电车比油车定价明显高，导致销量不佳。
- **品牌定位上：**吉利、领克等均有新能源产品，且部分价格带重叠，缺乏爆款车型。油改电带来的问题除了车型本身定价偏高外，与吉利自有品牌之间也存在价格带的重叠问题，因此消费者选择容易困惑，导致前期一直没有爆款车型出现。

**图表 8：同车型油改电价差大，电车销量明显偏低**

| 车型   | 油车均价 (万元) | 电车均价 (万元) | 价差 (万元) | 油车月均销 (辆) | 电车月均销 (辆) | 销量差 (辆) |
|------|-----------|-----------|---------|-----------|-----------|---------|
| 星越L  | 16.12     | 24.67     | 8.55    | 10848     | 603       | -10246  |
| 缤越   | 9.78      | 13.78     | 4.00    | 15338     | 137       | -15201  |
| 领克09 | 29.34     | 34.74     | 5.40    | 823       | 1183      | 360     |
| 领克06 | 12.92     | 16.93     | 4.01    | 3473      | 680       | -2793   |
| 领克05 | 21.88     | 22.975    | 1.10    | 750       | 123       | -626    |
| 领克01 | 18.635    | 21.38     | 2.75    | 1600      | 1441      | -160    |

来源：Marklines、中泰证券研究所

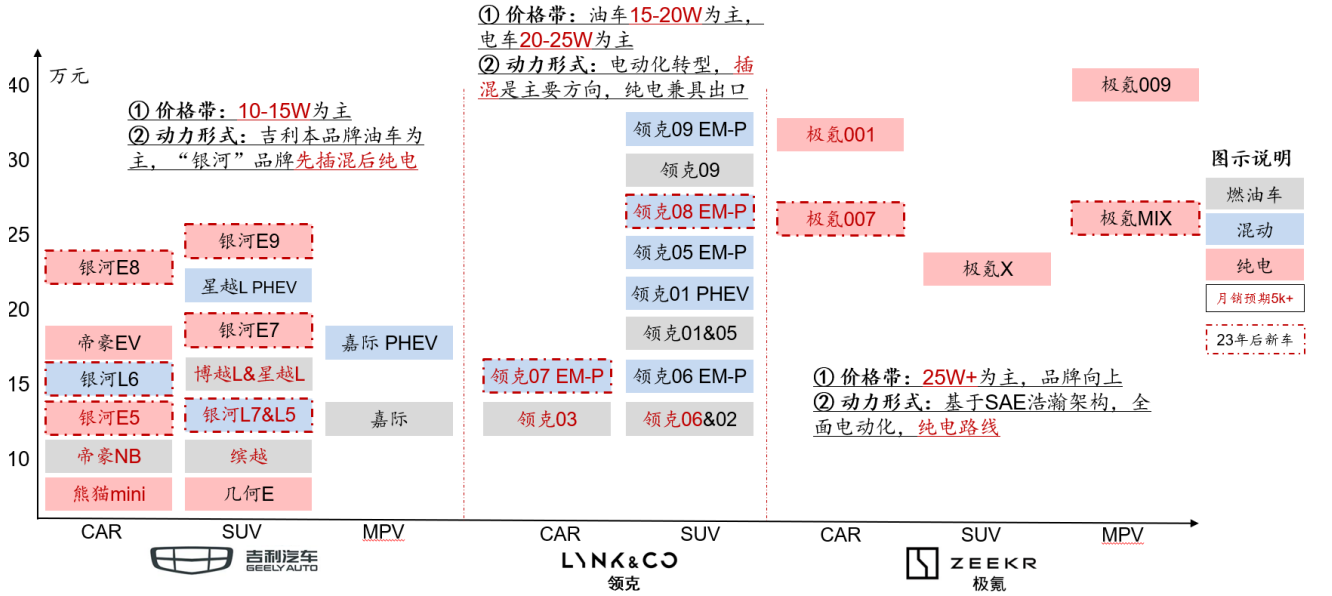
**图表 9：吉利&领克混动车型价格带重叠较多**



来源：乘联会、中泰证券研究所

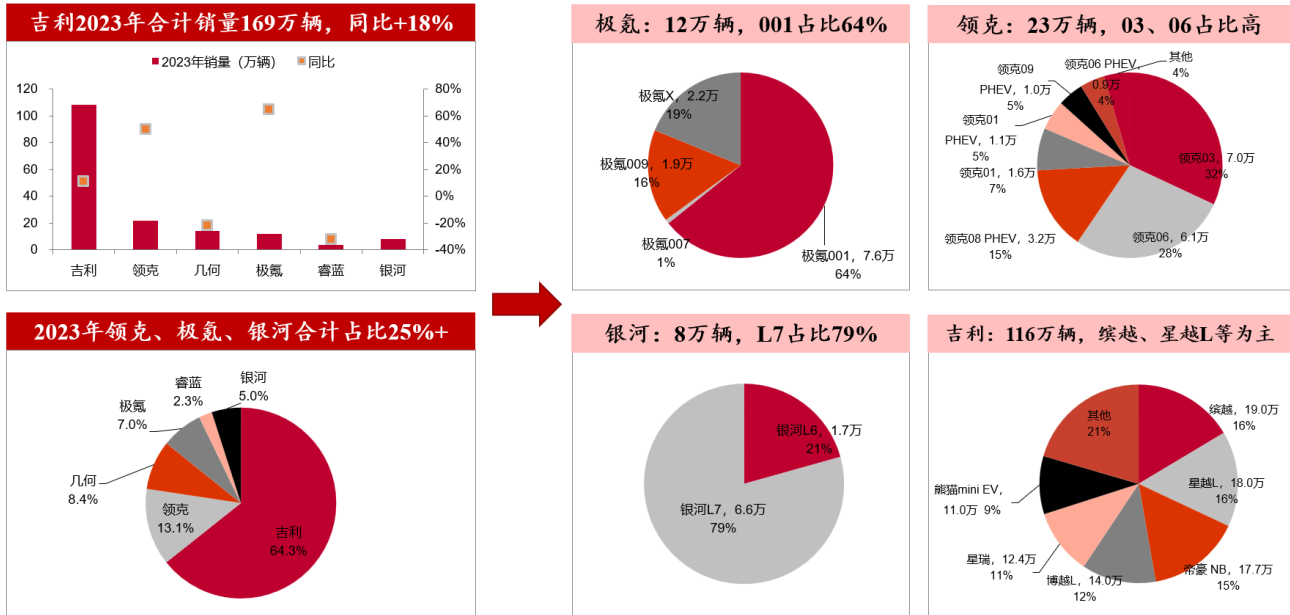
成长复盘（24年起）：品牌定位重构-银河&领克优先插混、极氪专注纯电

图表 10：吉利当前车型矩阵



概览：2023年吉利按品牌&车型销量占比

图表 11：概览：2023年吉利按品牌&车型销量占比



成长复盘（24年起）：渠道变革，新能源与燃油车分网销售

- 围绕全新中高端系列车型“银河”，构建独立新能源销售渠道，与燃油车



**分网销售。**以吉利几何新能源门店为基础，同步在商超/汽车城等区域新建新能源专属销售网络门店。吉利银河推出了“代理经销商+一二线城市体验中心”的渠道模式。

- **未来吉利将形成“几何+银河+极氪”三网并立的新能源渠道销售体系**，几何+银河定位中端以及低端新能源市场，以经销方式销售；极氪定位高端智能纯电市场，探索直营销售方式。

**图表 12：不同品牌国内销售渠道**

| 品牌 | 经销商/直营门店 | 销售模式     | 具体措施  |
|----|----------|----------|---|
| 吉利 | 1410家    | 分网销售     | 网销售：星越、博越系列、宾越、帝豪GL；L网销售：远景系列、帝豪GS、嘉际；吉利银河推出了“代理经销商+一二线城市体验中心”的渠道模式，与燃油车分网销售。       |
| 领克 | 700家     | 直营+代理+经销 | 自2023年6月开始积极推进渠道“混改”，在原有的网点优势基础上，全面强化领克新能源客户触点，构建直营+代理+经销的复合型渠道体系。                  |
| 几何 | 463家     | 1+N      | 聚焦纯电市场容量TOP20城市，布局标杆用户中心，并在这些城市内布局多家几何E家商超店模式，通过“1+N”模式，引导新用户、以及老车主带新车主进行试驾，进行品牌触达。 |
| 极氪 | 360家     | 直营       | 以极氪中心为原点，以极氪空间为亮点，辅以大型交付中心和服务中心做保障，在线社交中心连接用户，提供车辆生命周期管理和服务全场景覆盖。                   |

资料来源：汽车之家、中泰证券研究所

## 二、核心竞争力：电动化底层能力扎实，浩瀚(纯电)+雷神(混动)双线并行

**电动化核心能力：纯电领域推出浩瀚架构，实现 A-E 级车全尺寸覆盖**

- **纯电领域，推出浩瀚架构，实现 A 级到 E 级车的全尺寸覆盖**：2020 年 9 月吉利正式发布 SEA 浩瀚架构，该架构包含硬件层、系统层和生态层，是全生态的架构。在空间方面，可实现 1800mm~3300mm 轴距，适用于 A 级至 E 级车的各种车型。在电池、电机和电控方面，SEA 浩瀚架构提出新的三电理念，即电驱动、电管理和电生态：①NEDC 工况下寿命可达 200 万公里；②110kWh 电池包的 NEDC 续航里程超过 700 公里；③所能搭载的最大 800V 高电压系统可实现充电 5 分钟，续航 120 公里；④具备高性能四驱电机，百公里加速 3s 内。

图表 13: 浩瀚架构奠定吉利纯电车型的平台化能力



资料来源: 吉利汽车、中泰证券研究所

**电动化核心能力: 浩瀚架构动力性能优势突出, 车型胜率较高**

- **极氪 001 为浩瀚架构的代表车型, 动力性能为其主打卖点。**在 20-30W 纯电轿车里, 极氪 001 的主要竞品为比亚迪汉 EV、小鹏 P7i 以及新发布的小米 SU7。对比来看, 极氪 001 作为浩瀚架构的代表车型, 其支持 800V 快充, 在百米加速、功率等动力性能参数上皆有优势。
- **基于浩瀚架构的车型胜率较高。**目前基于浩瀚架构的车型主要有极氪 001、007、X 以及 smart、领克等。从车格胜率来看, 极氪品牌胜率较高(极氪 007 因刚上市, 销量尚未爬坡, 因此未跑赢行业平均)。

图表 14: 极氪 001 与竞品对比, 动力性能突出

| 参数        | 极氪001 | 小鹏P7i | 比亚迪汉EV | 小米su7 后驱版  | 小米su7 四驱版 |
|-----------|-------|-------|--------|------------|-----------|
| 价格(万元)    | 26.9  | 21.39 | 24.98  | 21.59      | 29.99     |
| 平均月销量     | 7000+ | 3500+ | 8000+  | 8000-10000 |           |
| 800V快充    | 支持    | 不支持   | 支持     | 支持         | 支持        |
| 电机        | 双电机   | 单电机   | 双电机    | 单电机        | 双电机       |
| 百公里加速(s)  | 3.3   | 3.9   | 3.9    | 5.28       | 2.78      |
| 续航(km)    | 750   | 550   | 610    | 700        | 800       |
| 最大功率(kw)  | 580   | 203   | 380    | 220        | 495       |
| 最大扭矩(N·m) | 810   | 440   | 700    | 400        | 838       |

来源: Marklines、中泰证券研究所

图表 15: 浩瀚架构车型车格胜率(正的标红)

| 价格带                  | 车型 | SUV【胜率: 50%】 | CAR【胜率: 33%】 |
|----------------------|----|--------------|--------------|
| 20-30W<br>【胜率: 50%】  |    | 极氪01【负】      | 极氪007【负】     |
|                      |    | 极氪X【胜】       | 领克01PHEV【负】  |
|                      |    | Smart精灵#1【胜】 |              |
| 30-40W<br>【胜率: 100%】 |    |              | Smart精灵#3【负】 |
|                      |    |              | 极氪001【胜】     |

来源: 乘联会、中泰证券研究所

**电动化核心能力: 混动领域推出雷神混动, 热效率、续航指标出色**

- **混动领域, 推出雷神混动, 并持续进行性能迭代。**吉利于 2021 年推出第一代“雷神智擎 Hi·X”混动系统并在 2023 年 2 月推出雷神电混引擎 BHE15

Plus，热效率由原来的 43%提升至 44.26%，进而提高燃油经济性。以银河 L7 为例，其在搭载 1.5T 雷神电混 8848 系统并配备 P1+P2 双电机，最低荷电油耗为百公里 5.23L，CLTC 综合续航则达到 1370km。2024 年，为应对比亚迪第五代 Dmi 技术，雷神电混平台将推出新一代电混系统，热效率预计将突破 46%，最高续航突破 2000km。

图表 16: 雷神混动持续迭代, 热效率、续航指标显著提升



资料来源: 吉利汽车、中泰证券研究所

电动化核心能力: 雷神混动发动机表现优于比亚迪、长城

- 雷神混动在发动机功率、扭矩、热效率等方面较比亚迪 DM-i、长城柠檬 DHT 更有优势。雷神混动包含 DHE15 (1.5TD 混动专用发动机)、DHE20 (2.0TD 混动专用发动机)、DHT (1 挡混动专用变速器) 和 DHT Pro (3 挡混动专用变速器) 4 种混动系统，可覆盖 A0 级至 C 级的全部车型，并支持 HEV、PHEV、REEV 等多种混动架构。与比亚迪 DM-i 和长城柠檬 DHT 系统相比，其热效率、扭矩等参数表现更佳。

图表 17: 浩瀚架构参数对比

| 品牌       | 参数 | 车型架构  | 发电机            |         | 驱动电机     |         | 发动机      |         | 代表车型 |          |                |
|----------|----|-------|----------------|---------|----------|---------|----------|---------|------|----------|----------------|
|          |    |       | P1, P2, P3, P4 | 功率 (kW) | 扭矩 (N·m) | 功率 (kW) | 扭矩 (N·m) | 功率 (kW) |      | 扭矩 (N·m) | 热效率            |
| 比亚迪DM-i  |    | P1+P3 |                | 75      |          | 132     | 316      | 81      | 135  | 43.10%   | 汉Dmi、宋Plus Dmi |
| 长城柠檬DHT  |    | P4    |                | 39      | 51       | 115     | 250      | 75      | 135  | 41.00%   | 哈弗H6 PHEV      |
| 雷神智擎Hi-X |    | P1+P2 |                |         |          | 60+100  | 180+320  | 110     | 225  | 43.32%   | 银河L7、领克08 EM-P |

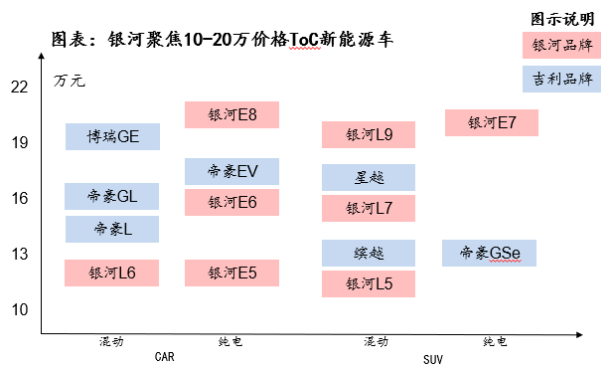
资料来源: 电动邦、中泰证券研究所

三、新能源: 银河、极氪、领克定位清晰, 24 年新能源渗透率有望达到 45%+

**银河：23 年推出，补齐 10-20 万价格带新能源 ToC 端产品布局**

- **银河品牌定位 10-20 万新能源车，补齐新能源 ToC 短板。**吉利原有 10-20 万新能源车主要靠吉利本品牌及几何。其中，几何主要面向 ToB 端，而吉利本品牌多为油改电车型，销量疲软。银河自 2023 年发布以来，规划了 L 系列（混动）、E 系列（纯电）两大类，目前已有 L7、L6、E8 三款车型上市。银河将在 2024Q2、Q3 推出 2 款车型，在 2025 年推出 3 款车型，预计银河 24 年全年销量有望进一步增长。

**图表 18：银河聚焦 10-20 万价格 ToC 新能源车**



来源：乘联会，中泰证券研究所

**银河主打年轻化，L7 的热销奠定银河品牌良好口碑**

- **银河系列主打动力性能&年轻化，差异化竞争。**由于 10-20 万为竞争相对激烈的价格带，在竞品对比方面，银河更为侧重外观的年轻化以及动力性能，以吸引城市年轻人为主。以银河 L7 为例，高配车型在同类竞品中动力性能优势突出。目前 L7 的竞品主要为比亚迪宋 Pro，银河在空间、油耗、零百加速方面更具性价比。

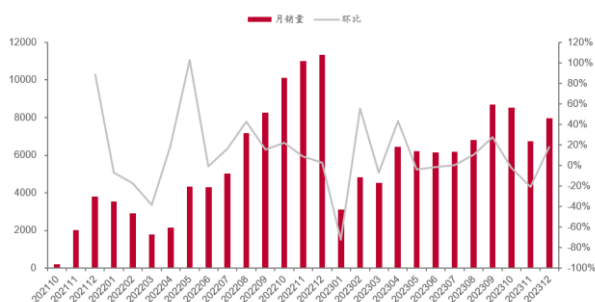
**图表 19：银河 L7 竞品对比分析**

| 品牌           |                | 吉利           |                | 长城       |           | 比亚迪       |          |
|--------------|----------------|--------------|----------------|----------|-----------|-----------|----------|
| 车型           |                | 银河L7         |                | 哈弗枭龙     |           | 宋Pro Dm-i |          |
| 配置           |                | 55km pro 龙腾版 | 115km plus 龙腾版 | 52km 领航版 | 110km 领动版 | 71km领航版   | 110km卓越版 |
| 预计车型稳态月销 (辆) |                | 6000+        |                | 3000+    |           | 15000+    |          |
| 基础信息         | 上市时间           | 2024-03      | 2024-03        | 2023-05  | 2023-05   | 2024-03   | 2024-03  |
|              | 价格 (万元)        | 12.57        | 13.97          | 9.48     | 11.18     | 10.98     | 13.98    |
|              | 级别             | 紧凑型SUV       | 紧凑型SUV         | 紧凑型SUV   | 紧凑型SUV    | 紧凑型SUV    | 紧凑型SUV   |
|              | 能源类型           | PHEV         | PHEV           | PHEV     | PHEV      | PHEV      | PHEV     |
|              | 百公里油耗 (L) WLTC | 2.35         | 1.3            | 2.4      | 1.39      | 2.87      | 1.98     |
| 空间           | 纯电百公里油耗 (L)    | 5.23         | 5.23           | 5.3      | 5.3       | 5.3       | 5.3      |
|              | 长度 (mm)        | 4700         | 4700           | 4600     | 4600      | 4738      | 4738     |
|              | 宽度 (mm)        | 1905         | 1905           | 1877     | 1877      | 1860      | 1860     |
|              | 高度 (mm)        | 1685         | 1685           | 1675     | 1675      | 1710      | 1710     |
| 动力           | 轴距 (mm)        | 2785         | 2785           | 2710     | 2710      | 2712      | 2712     |
|              | 综合最大功率 (kW)    | -            | 287            | 185      | 185       | -         | -        |
|              | 综合最大扭矩 (N·m)   | 535          | 535            | 375      | 375       | -         | -        |
|              | 发动机排量 (L)      | 1.5L         | 1.5L           | 1.5L     | 1.5L      | 1.5L      | 1.5L     |
|              | 百公里加速 (s)      | -            | 6.9            | -        | -         | 8.3       | 7.9      |
| 电动化          | 悬架形式           | 麦弗逊+多连杆      | 麦弗逊+多连杆        | 麦弗逊+多连杆  | 麦弗逊+多连杆   | 麦弗逊+多连杆   | 麦弗逊+多连杆  |
|              | 电池             | 磷酸铁锂         | 磷酸铁锂           | -        | -         | 磷酸铁锂      | 磷酸铁锂     |

资料来源：汽车之家，中泰证券研究所

**极氪：稳中向好，极氪 001 稳定，007 有望复刻 001 成功**

- **极氪 001 为极氪品牌标志性车型。**极氪 001 为极氪品牌实现向上突破的关键，自 2021 年推出以来，销量持续爬坡，在 23 年进入车型后周期时销量略疲软。
- **新款极氪 001 全面升级，“增量不增价”。**24 款极氪 001 售价保持在 26.9 万-32.9 万元，和老款相比，入门版价格不变，中配和高配价格反而降了 2 万。其中，电压平台由 400V 升为了 800V；底盘由单腔空悬升级为双腔空悬；座舱芯片由高通骁龙 8155 升级为 8295，并新增了 1 颗激光雷达，且高速 NXP 交付即上线。我们认为新款极氪 001 在当前价格带性价比较高，看好其热销。

**图表 20：极氪 001 月销量稳定在 6000+**


来源：乘联会、中泰证券研究所

**图表 21：新款极氪 001 全面升级**

|      | 极氪001 (旧款)                     | 极氪001 (新款)          |
|------|--------------------------------|---------------------|
| 售价   | 26.9-34.9万                     | 26.9-32.9万          |
| 电压平台 | 400V                           | 800V                |
| 动力性能 | 后驱版 200kW                      | 后驱版 310kW           |
|      | 四驱版 400kW                      | 四驱版 580kW           |
| 电池容量 | 低配86度                          | 低配95度神行电池           |
|      | 高配100度、140度                    | 高配维持100度            |
| 底盘悬架 | 单腔空悬                           | 双腔空悬+CCD电磁减振系统      |
| 座舱芯片 | 骁龙8155                         | 骁龙8295              |
| 智驾硬件 | Mobileye QSH                   | Mobileye QSH+新增激光雷达 |
| 其他升级 | 新增后排控制屏、优化内饰设计、方向盘加入实体键、卫星通讯等。 |                     |

来源：易车、中泰证券研究所

**极氪 007 与 001 双重加持，品牌净利率扭亏在即**

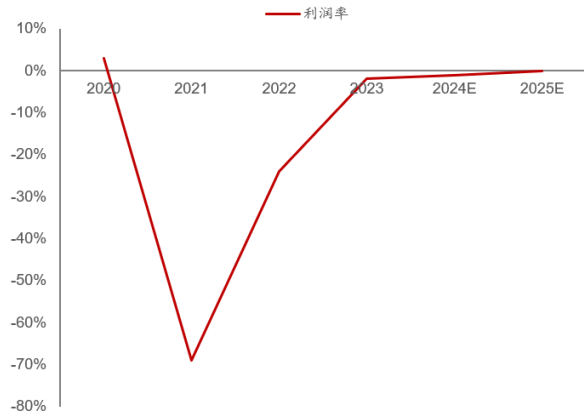
- **极氪 007 有望成为 001 后又一爆款。**作为对标 Model 3 与小米 su7 的车型（定价 21-30W），极氪 007 拥有 800V 电气架构，2 颗 Orin X 芯片，在快充及高速 NXP 方面均有突出表现，有望成为极氪 001 后又一爆款车型。
- **极氪品牌向上，扭亏在即。**以 001 为基础，极氪品牌今年将拓展 SUV、MPV 等多款车型，覆盖 20-50 万多个价格带。基于此，我们预计极氪 24 年的销量有望达到 23 万辆，同比+100%+。规模化效应下，极氪的利润有望实现扭亏。

图表 22: 极氪 007 及其竞品对比

| 品牌<br>车型    | 极氪<br>极氪007     | 特斯拉<br>Model 3 | 小米<br>小米su7 |         |      |
|-------------|-----------------|----------------|-------------|---------|------|
| 配置          | 100kWh 四驱版      | 后轮驱动版          | 830KM后驱版    |         |      |
| 预计车型稳态月销(辆) | 7000            | 25000          | 10000       |         |      |
| 基础信息        | 上市时间            | 2023-12        | 2023-09     | 2024-03 |      |
|             | 价格(万元)          | 24.99          | 24.59       | 24.59   |      |
|             | 级别              | 纯电CAR          | 纯电轿车        | 纯电轿车    |      |
|             | 能源类型            | BEV            | BEV         | BEV     |      |
|             | 纯电续航里程(km) CLTC | 770            | 606         | 830     |      |
| 动力          | 电池快充时间(小时)      | 0.25           | 0.45        | 0.5     |      |
|             | 综合最大功率(kW)      | 475            | 194         | 220     |      |
|             | 综合最大扭矩(N·m)     | 710            | 340         | 400     |      |
|             | 百公里加速(s)        | 3.5            | 6.1         | 5.7     |      |
| 悬架形式        | 双叉臂+多连杆         | 双叉臂+多连杆        | 双叉臂+五连杆     |         |      |
| 电动化         | 电池              | 电池类型           | 三元锂         | 磷酸铁锂    | 磷酸铁锂 |

来源: Marklines、中泰证券研究所

图表 23: 极氪净利率扭亏在即



来源: 乘联会、中泰证券研究所

**领克: 由油改电到全面推进插混策略, 转型效果初显**

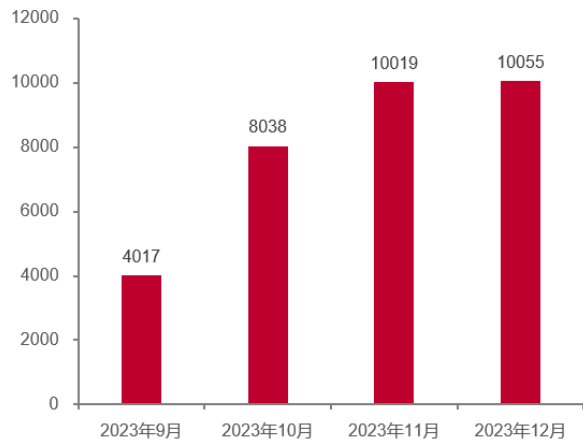
- **领克新能源转型 1.0: 基于油车推出同款电车。**领克品牌在 15-20 万价格带的油车具备一定口碑, 因此在新能源转型初期, 其策略为推出同款电车。但同款电车的售价已超出领克 15-20 万市场主要认可的价格带, 价格差距不免使得消费者在油车与电车之间更加偏向油车选项, 致使同款电车销量不及预期。
- **领克新能源转型 2.0: 优先插电混动 SUV, 以全新车型出圈。**领克 08 PHEV 对于领克品牌的新能源转型具有标志性意义。战略上看, 领克不再推出燃油版车型, 而是打造全新车型。其次, 市场定位来看, 优先选择了走量的插混 SUV, 20-30 万价格带。与竞品的动力性能对比来看, 领克 08 PHEV 的超电方案支持三电机四驱, 电机布局位置从 “P1+P2+P4” 变为 “P1+P3+P4”, 与 P2 架构相比, 电机功率更高。据乘联会数据, 领克 08 自 23 年 9 月上市以来, 2023 年 12 月销量已爬坡至 10000 辆, 较前期燃油版车型有明显提升。

图表 24: 领克 08 及竞品电机功率对比

| 车型          | 驱动电机位置 | 电机功率  |
|-------------|--------|-------|
| 领克08 PHEV   | P3     | 160kW |
| 坦克400 Hi4T  | P2     | 120kW |
| 长安UNI-K iDD | P2     | 110kW |
| 欧尚Z6 新能源    | P2     | 110kW |

来源: dearauto、中泰证券研究所

图表 25: 领克 08 销量 (单位: 辆)



来源: 乘联会、中泰证券研究所

热销车型领克 07 EM-P 即将上市，领克品牌新能源渗透率加速向上

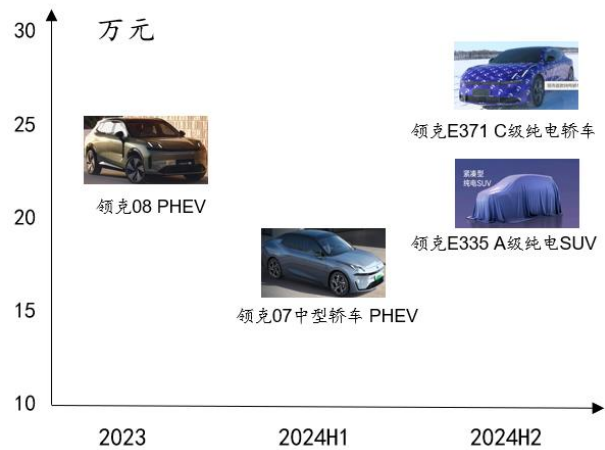
- 领克 07 延续 08 的年轻化风格，有望推动领克新能源渗透率加速向上。领克 07 与 08 同平台，继续采用 EM-P 架构、Flyme Auto 车机系统，一改吉利前期车机系统不够流畅的痛点。预计领克 07 将在 24Q2 上市，价格区间 15-20 万。展望 2024 年，领克品牌共有 3 款车型发布，定价区间主要集中在 20-30 万区间，预计到 2024 年领克新能源车型销量有望持续提升。

图表 26: 领克 07 部分核心卖点



来源：吉利汽车、中泰证券研究所

图表 27: 领克 2023 年后新品矩阵

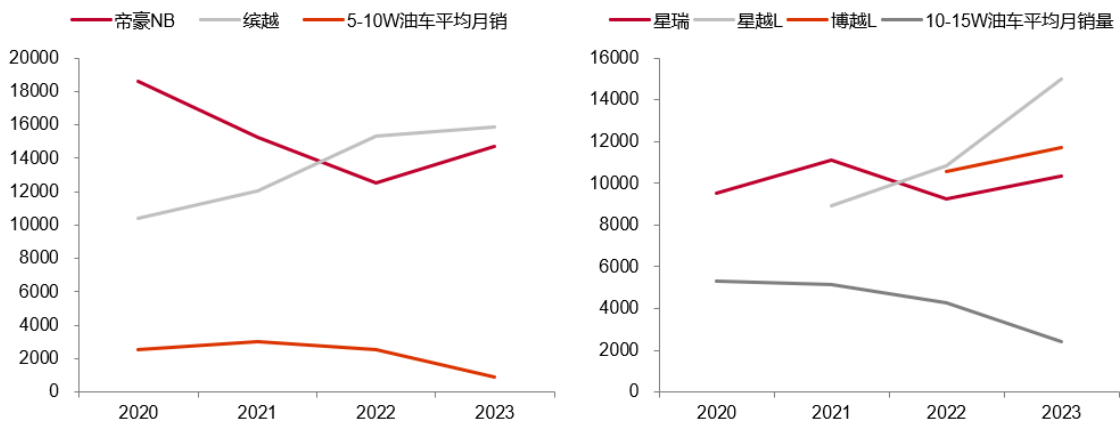


来源：乘联会、懂车帝、中泰证券研究所

四、油车基本盘稳定，聚焦下沉市场，短期电车难以渗透

- 油车基本盘稳定。吉利油车占比较高，但近年来车型已逐步精简。帝豪、缤越等主要聚焦在 5-10 万的下沉市场，短期电动车难以渗透；而星瑞、星越等 10-15 万的油车前期口碑良好，在行业平均销量下滑的背景下月销依然稳定在 1 万辆以上，受价格战影响较小。因此我们预计公司油车部分仍然有望持续贡献利润。

图表 28: 油车核心车型月销量稳定 (单位: 辆)



资料来源：乘联会、中泰证券研究所

## 盈利预测及估值

### 盈利预测

- **整车业务-基于不同品牌销量及均价:** 1) 吉利品牌 (不含银河、几何): 以燃油车为主, 为吉利的基本盘业务, 随着新能源渗透率的提升, 吉利品牌销量预计有小幅下滑, 假设销量为 2024-2026 年 108、104、99 万辆; 2) 几何品牌: ToB 端为主, 网约车市场维稳, 预计保持 6 万辆年销水平; 3) 极氪品牌: 随着极氪 007 及后续车型的发布, 预计极氪 2024-2026 年销量分别为 23、29、32 万辆; 4) 领克: 持续看好领克 08、领克 07 的热销, 其中领克 07 将贡献 2024 年主要增量, 叠加后续 E337 等车型, 预计 2024-2026 年领克整体销量为 29、32、36 万辆; 5) 银河: 作为吉利新能源转型的关键, 银河 24、25 年新车型众多, 预计 2024-2026 年销量分别为 20、30、37 万辆。与此同时, 极氪、领克等品牌占比提升, 高端化发展拉动公司单车均价提升。因此我们预计 2024-2026 年公司整体营收分别为 2146.26、2481.52、2667.40 亿元。
- **利润率:** 随着公司销量提升以及品牌向上, 毛利率有望进一步提升, 预计 2024-2026 年分别为 16.30%、16.50%、16.70%。

图表 29: 营收及盈利预测 (亿元)

|                    | 2022    | 2023    | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>核心财务指标 (亿元)</b> |         |         |         |         |         |
| 营收                 | 1485.66 | 1798.47 | 2146.26 | 2481.52 | 2667.40 |
| yoy                | 45.64%  | 21.06%  | 19.34%  | 15.62%  | 7.49%   |
| 毛利率                | 14.12%  | 15.30%  | 16.30%  | 16.50%  | 16.70%  |
|                    |         |         |         |         |         |
| <b>销量数据 (万辆)</b>   |         |         |         |         |         |
| 吉利合计               | 139.20  | 168.64  | 190.12  | 205.72  | 214.72  |
| yoy                | 4.80%   | 21.15%  | 12.74%  | 8.21%   | 4.37%   |
| 吉利                 | 101     | 117     | 108     | 104     | 99      |
| 几何                 | 12      | 6       | 6       | 6       | 6       |
| 极氪                 | 7       | 12      | 23      | 29      | 32      |
| 领克                 | 16      | 22      | 29      | 32      | 36      |
| 睿蓝                 | 4       | 4       | 5       | 5       | 5       |
| 银河                 | 0       | 8       | 20      | 30      | 37      |
| 新能源销量              | 29.16   | 48.89   | 83.00   | 103.60  | 124.72  |
| 新能源渗透率             | 20.95%  | 28.99%  | 43.66%  | 50.36%  | 58.08%  |
|                    |         |         |         |         |         |
| <b>单车数据 (万元)</b>   |         |         |         |         |         |
| 单车均价               | 10.67   | 10.66   | 11.29   | 12.06   | 12.42   |
| yoy                | 38.97%  | -0.08%  | 5.86%   | 6.85%   | 2.99%   |
| 单车毛利               | 1.51    | 1.63    | 1.84    | 1.99    | 2.07    |
| yoy                | 14.48%  | 8.27%   | 12.77%  | 8.16%   | 4.23%   |

来源: Wind, 中泰证券研究所预测

### 估值与投资建议

- 选取业务领域相近的头部自主品牌车企和已经盈利的新势力车企作为可比公司:
  - 1) 传统自主品牌车企: 广汽集团、上汽集团、长安汽车、比亚迪和长城汽



车；

2) **新势力车企**：特斯拉和理想（选取已经盈利的新能源车企）；

- 根据我们预测，公司 24-25 年归母净利润分别为 74.50、87.26 亿元，以 5 月 16 号收盘价计算，2024-2025 年对应 PE 分别为 12.56、10.73X，低于行业平均，给予“买入”评级。

图表 30：可比公司对比

| 类型   | 标的         | 代码        | 归母净利润 (亿元) |        |        | EPS (元) |       |       | PE           |              |              |
|------|------------|-----------|------------|--------|--------|---------|-------|-------|--------------|--------------|--------------|
|      |            |           | 2023A      | 2024E  | 2025E  | 2023A   | 2024E | 2025E | 2023A        | 2024E        | 2025E        |
| 头部自主 | 广汽集团       | 601238.SH | 44.29      | 58.14  | 67.22  | 0.42    | 0.55  | 0.64  | 20.27        | 15.44        | 13.35        |
|      | 上汽集团       | 600104.SH | 141.06     | 147.50 | 160.63 | 1.21    | 1.27  | 1.39  | 11.98        | 11.35        | 10.42        |
|      | 长安汽车       | 000625.SZ | 113.27     | 88.51  | 111.27 | 1.14    | 0.89  | 1.12  | 12.49        | 15.99        | 12.72        |
|      | 比亚迪        | 002594.SZ | 300.41     | 368.95 | 459.37 | 10.32   | 12.68 | 15.79 | 21.24        | 17.28        | 13.88        |
|      | 长城汽车       | 601633.SH | 70.22      | 104.46 | 132.37 | 0.83    | 1.22  | 1.55  | 33.53        | 22.66        | 17.89        |
|      | 平均值        |           |            |        |        |         |       |       | <b>19.90</b> | <b>16.54</b> | <b>13.65</b> |
| 新势力  | 特斯拉(TESLA) | TSLA.O    | 149.97     | 91.53  | 125.99 | 4.71    | 2.87  | 3.95  | 36.95        | 60.63        | 44.04        |
|      | 理想汽车       | 2015.HK   | 117.04     | 153.28 | 244.90 | 5.52    | 7.22  | 11.54 | 18.58        | 14.19        | 8.88         |
|      | 平均值        |           |            |        |        |         |       |       | <b>27.77</b> | <b>37.41</b> | <b>26.46</b> |
|      | 吉利汽车       | 0175.HK   | 53.08      | 74.50  | 87.26  | 0.53    | 0.74  | 0.87  | 19.37        | 12.56        | 10.73        |

来源：Wind, 中泰证券研究所预测

注：市值选取 2024.05.16 数据，可比公司数据选取 Wind 数据及 Wind 一致性预测，新势力车企中特斯拉选择美股指标，财务指标货币单位均为美元；理想汽车股价单位为港币，市值单位换算成人民币

## 风险提示

- **行业层面-需求端：**宏观经济回升不及预期：受国际复杂局势影响，国内宏观经济回升和出口销量不及预期，居民消费欲望有待进一步提高。
- **行业层面-供给端：**新车型供给增多，“价格战”仍将继续：自主车企转型电动化以及新势力、华为入局，新车型密集上市，电车市场竞争格局恶化，挤压公司产品市场空间。
- **公司层面：新车型市场接受度不及预期、电动化渗透率不及预期：**公司新车型较多，部分车型价格带重叠，市场接受度可能不及预期。此外，智能化水平、动力性能的差异可能会导致渗透率提升速度不及预期。
- **报告中信息更新不及时风险。**

**图表 31: 盈利预测**

| 资产负债表           |         |         |         |         | 利润表             |         |         |         |         |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|-----------------|---------|---------|---------|---------|
| 单位: 百万人民币       |         |         |         |         | 单位: 百万人民币       |         |         |         |         |
| 会计年度            | 2023    | 2024E   | 2025E   | 2026E   | 会计年度            | 2023    | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
| 现金及现金等价物        | 36,775  | 60,099  | 72,624  | 91,297  | 营业总收入           | 179,846 | 214,626 | 248,152 | 266,740 |
| 应收款项合计          | 42,358  | 45,508  | 55,551  | 50,987  | 主营业务收入          | 179,204 | 213,984 | 247,509 | 266,098 |
| 存货              | 15,422  | 8,955   | 10,747  | 11,970  | 其他营业收入          | 643     | 643     | 643     | 643     |
| 其他流动资产          | 19,080  | 1,200   | 1,399   | 1,532   | 营业总支出           | 175,801 | 208,634 | 240,084 | 257,316 |
| 流动资产合计          | 113,635 | 115,762 | 140,321 | 155,786 | 营业成本            | 151,789 | 179,104 | 206,670 | 221,659 |
| 固定资产净额          | 27,351  | 26,889  | 26,469  | 26,087  | 营业开支            | 24,012  | 29,530  | 33,414  | 35,657  |
| 权益性投资           | 15,703  | 17,273  | 19,001  | 20,901  | 营业利润            | 4,046   | 5,992   | 8,068   | 9,424   |
| 其他长期投资          | 118     | 251     | 218     | 196     | 净利息支出           | -544    | -1,600  | -800    | -800    |
| 商誉及无形资产         | 23,954  | 24,002  | 24,041  | 24,075  | 权益性投资损益         | 599     | 0       | 0       | 0       |
| 土地使用权           | 3,600   | 3,593   | 3,626   | 3,640   | 其他非经营性损益        | -443    | 0       | 0       | 0       |
| 其他非流动资产         | 8,237   | 8,650   | 9,081   | 9,534   | 非经常项目前利润        | 4,746   | 7,592   | 8,868   | 10,224  |
| 非流动资产合计         | 78,963  | 80,658  | 82,436  | 84,433  | 非经常项目损益         | 204     | 0       | 0       | 0       |
| 资产总计            | 192,598 | 196,420 | 222,757 | 240,219 | 除税前利润           | 4,950   | 7,592   | 8,868   | 10,224  |
| 应付账款及票据         | 59,071  | 69,851  | 81,635  | 87,555  | 所得税             | 15      | 0       | 0       | 0       |
| 短期借贷及长期借贷当期到期部分 | 0       | 0       | 0       | 0       | 少数股东损益          | -373    | 0       | 0       | 0       |
| 其他流动负债          | 37,753  | 27,227  | 32,455  | 34,815  | 持续经营净利润         | 5,308   | 7,592   | 8,868   | 10,224  |
| 流动负债合计          | 96,824  | 97,078  | 114,090 | 122,370 | 非持续经营净利润        | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 长期借贷            | 5,440   | 5,940   | 6,440   | 5,440   | 净利润             | 5,308   | 7,592   | 8,868   | 10,224  |
| 其他非流动负债         | 5,182   | 800     | 900     | 1,000   | 优先股利及其他调整项      | 142     | 142     | 142     | 142     |
| 非流动负债合计         | 10,622  | 6,740   | 7,340   | 6,440   | 归属普通股股东净利润      | 5,166   | 7,450   | 8,726   | 10,082  |
| 负债总计            | 107,446 | 103,818 | 121,430 | 128,810 | EPS (按最新股本摊薄)   | 0.51    | 0.74    | 0.87    | 1.00    |
| 归属母公司所有者权益      | 80,509  | 87,959  | 96,685  | 106,766 | <b>主要财务比率</b>   |         |         |         |         |
| 少数股东权益          | 4,643   | 4,643   | 4,643   | 4,643   | 会计年度            | 2023    | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
| 股东权益总计          | 85,151  | 92,602  | 101,327 | 111,409 | <b>成长能力</b>     |         |         |         |         |
| 负债及股东权益总计       | 192,598 | 196,420 | 222,757 | 240,219 | 营业收入增长率         | 21.1%   | 19.4%   | 15.7%   | 7.5%    |
| <b>现金流量表</b>    |         |         |         |         | 单位: 百万人民币       |         |         |         |         |
| 会计年度            | 2023    | 2024E   | 2025E   | 2026E   | 归属普通股股东净利润增长率   | 0.8%    | 44.2%   | 17.1%   | 15.5%   |
| 经营活动现金流         | 22,342  | 26,406  | 15,789  | 18,819  | <b>获利能力</b>     |         |         |         |         |
| 净利润             | 5,166   | 7,450   | 8,726   | 10,082  | 毛利率             | 15.3%   | 16.3%   | 16.5%   | 16.7%   |
| 折旧和摊销           | 8,203   | 6,509   | 6,478   | 6,447   | 净利率             | 3.0%    | 3.5%    | 3.6%    | 3.8%    |
| 营运资本变动          | 10,048  | 14,046  | 1,386   | 3,090   | ROE             | 6.6%    | 8.8%    | 9.5%    | 9.9%    |
| 其他非现金调整         | -1,074  | -1,600  | -800    | -800    | ROA             | 2.9%    | 3.8%    | 4.2%    | 4.4%    |
| 投资活动现金流         | -16,145 | -8,316  | -8,326  | -8,532  | <b>偿债能力</b>     |         |         |         |         |
| 资本支出            | -15,322 | -6,200  | -6,200  | -6,200  | 资产负债率           | 55.8%   | 52.9%   | 54.5%   | 53.6%   |
| 长期投资减少          | -1,301  | -1,704  | -1,694  | -1,878  | 流动比率            | 1.2     | 1.2     | 1.2     | 1.3     |
| 少数股东权益增加        | 3,951   | 0       | 0       | 0       | 速动比率            | 1.0     | 1.1     | 1.1     | 1.2     |
| 其他长期资产的减少/(增加)  | -3,472  | -412    | -432    | -454    | <b>每股指标 (元)</b> |         |         |         |         |
| 融资活动现金流         | -2,764  | 5,234   | 5,062   | 8,386   | 每股收益            | 0.51    | 0.74    | 0.87    | 1.00    |
| 借款增加            | -5,380  | 500     | 500     | -1,000  | 每股经营现金流         | 2.22    | 2.62    | 1.57    | 1.87    |
| 股利分配            | -2,012  | -2,012  | -1,863  | -2,618  | 每股净资产           | 8.00    | 8.74    | 9.61    | 10.61   |
| 普通股增加           | 0       | 0       | 0       | 0       | <b>估值比率</b>     |         |         |         |         |
| 其他融资活动产生的现金流量净额 | 4,628   | 6,746   | 6,425   | 12,004  | P/E             | 17.5    | 12.6    | 10.7    | 9.3     |
|                 |         |         |         |         | P/B             | 1.1     | 1.1     | 1.0     | 0.9     |

来源: wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

|  | 评级 | 说明                                 |
|--|----|------------------------------------|
| 股票评级   | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上     |
|  | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间  |
|  | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
|  | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上     |
| 行业评级   | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上      |
|  | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
|  | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上      |
| 备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。 |    |                                    |

## 重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。