

汽车

收盘价 目标价 潜在涨幅
港元 18.24 港元 22.50个 +23.4%

2025年3月21日

吉利汽车 (175 HK)

扣非净利大增超预期，银河放量推动销量增长，维持买入

⊕ **扣非净利大增超预期。**2024年吉利汽车营收达到2402亿元，同比增长34%，创历史新高；全年归母净利润166亿元，同比增长213%；扣非后归母净利润85亿元，同比增长52%，超市场预期。全年销量217.7万辆，同比增长32%，其中新能源销量同比增长92%，全年渗透率41%。海外方面，出口销量41.5万辆，同比增超57%。在去年价格战常态化的市场下，吉利的单车收入有所提升。单车平均收入10.7万元，同比增长了2.5%。得益于规模效应，毛利率达到了15.9%，同比增长0.6个百分点。三费方面，销售/行政费用增速均低于收入增长，分别增长12.3%/16.3%。研发费用则增长33.4%，主要用在新车研发和智驾投入。单从4季度来看，4季度营收725.1亿元，环比增长20.1%；归母净利润35.8亿元，环比增长45.8%。扣非后归母净利润为19.5亿元。其中毛利率改善超预期，4季度毛利率为17.3%，环比增加1.8个百分点，主要由于规模效应和星越L等高盈利油车销量占比提升带动油车毛利率提升和新能源车型盈利能力改善。

⊕ **2025年销量目标271万辆，同比+25%，预计银河销量大增。**吉利汽车将2025年乘用车销量目标定为271万辆，较2024年实际销量217.7万辆增长约25%。其中计划新能源车销量150万辆，同比增长69%（2024年为88.8万辆）。其中吉利银河品牌2025年的销量目标定为100万辆，较2024年的49.4万辆翻倍增长。我们认为随着银河的产品矩阵进一步扩张和高性价比车型（如银河E5、星舰7等）抢占10-20万元主流市场，销量增长将会维持强劲。今年银河将会通过推出5款全新新能源车型，覆盖主流细分市场，提升市场占有率。在三费方面，吉利通过品牌整合、技术平台共享及国际合作分摊，我们认为今年将有效控制费用支出的增速。

⊕ **维持买入，上调目标价。**我们上调2025/26年净利预测42.8%/42.9%，以反映销量增长和利润率的改善。我们看好吉利在整合后的销量表现，特别银河在主流市场的表现。我们上调目标价至22.5港元，对应17.8倍2025年市盈率，相当于5年的平均值。维持**买入**。

财务数据一览

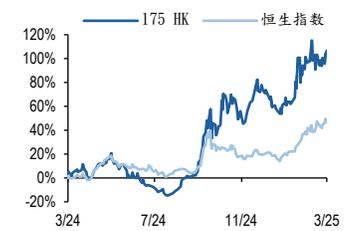
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入(百万人民币)	179,204	240,194	306,890	362,362	402,158
同比增长(%)	21.1	34.0	27.8	18.1	11.0
净利润(百万人民币)	5,308	16,632	11,896	14,464	15,984
每股盈利(人民币)	0.53	1.65	1.18	1.44	1.59
同比增长(%)	0.7	213.1	-28.5	21.6	10.5
前EPS预测值(人民币)			0.83	1.01	
调整幅度(%)			42.8	42.9	
市盈率(倍)	32.2	10.3	14.4	11.8	10.7
每股账面净值(人民币)	8.00	8.62	9.50	10.46	11.47
市账率(倍)	2.12	1.97	1.79	1.62	1.48
股息率(%)	1.3	1.9	3.0	3.7	4.1

资料来源：公司资料，交银国际预测

个股评级

买入

1年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位(港元)	18.98
52周低位(港元)	7.47
市值(百万港元)	183,020.53
日均成交量(百万)	146.35
年初至今变化(%)	23.08
200天平均价(港元)	14.27

资料来源: FactSet

陈庆

angus.chan@bocomgroup.com
(86) 21 6065 3601

李柳晓, PhD, CFA

joyce.li@bocomgroup.com
(86) 21 6065 3601

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

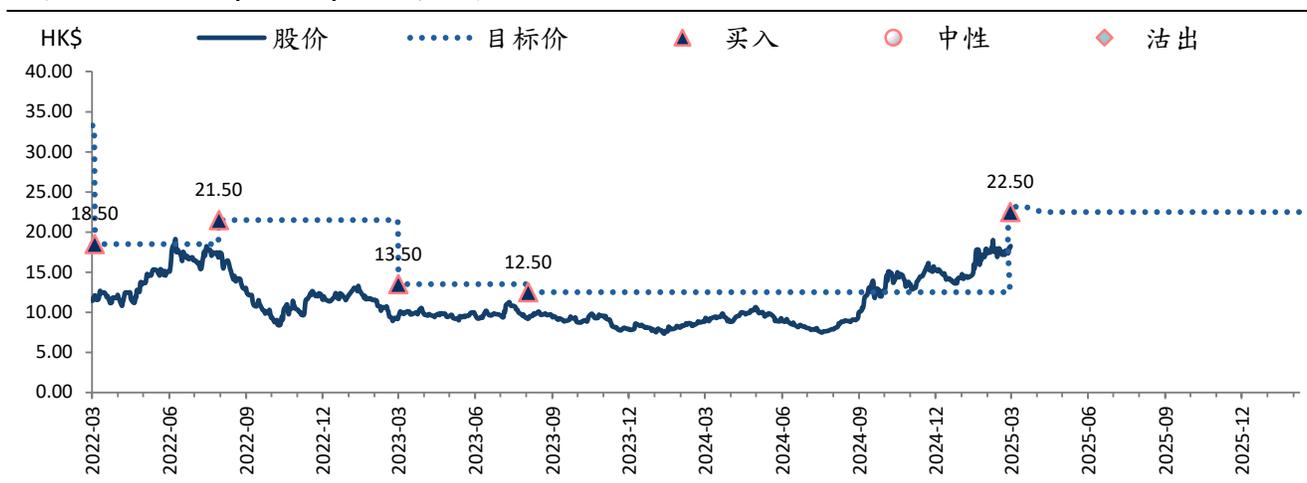
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 吉利汽车业绩

人民币百万	FY23	FY24	YoY
收入	179,204	240,194	34.0%
销售成本	(151,789)	(201,993)	33.1%
毛利润	27,415	38,201	39.3%
其他收入和收益净额	1,367	905	-33.8%
销售和分销费用	(11,832)	(13,283)	12.3%
行政费用	(4,210)	(4,897)	16.3%
研发费用	(7,810)	(10,419)	33.4%
其他费用	(477)	(1,115)	133.6%
运营利润	4,453	9,391	110.9%
股份支付	(646)	(1,747)	170.3%
财务费用净额	544	692	27.2%
应占联营公司/合营公司业绩	599	969	61.7%
认购一家联营公司的收益	0	9,098	#DIV/0!
税前利润	4,950	18,404	271.8%
税项	(15)	(1,604)	10650.9%
税后利润	4,935	16,799	240.4%
少数股东权益	373	(167)	-144.6%
净利润	5,308	16,632	213.3%
核心净利润	5,625	8,523	51.5%
毛利率	15.3%	15.9%	
经营利润率	2.5%	3.9%	
净利润率	3.0%	6.9%	

资料来源：公司资料，交银国际

图表 2: 吉利汽车 (175 HK) 目标价和评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 3: 交银国际汽车行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
300750 CH	宁德时代	买入	262.15	314.11	19.8%	2025年01月23日	电池
3931 HK	中创新航	买入	19.56	15.59	-20.3%	2024年12月02日	电池
300014 CH	亿纬锂能	买入	51.70	56.51	9.3%	2024年12月02日	电池
002074 CH	国轩高科	买入	22.93	29.07	26.8%	2024年12月02日	电池
666 HK	瑞浦兰钧	中性	10.90	14.25	30.8%	2024年12月02日	电池
689009 CH	九号公司	买入	63.81	53.74	-15.8%	2024年10月29日	电动两轮车
1585 HK	雅迪控股	买入	15.76	13.55	-14.1%	2024年08月26日	电动两轮车
2451 HK	绿源集团	中性	6.95	6.24	-10.3%	2024年07月02日	电动两轮车
3808 HK	中国重汽	买入	22.45	26.49	18.0%	2024年03月26日	重卡
2338 HK	潍柴动力	买入	16.88	18.60	10.2%	2024年03月14日	重卡
175 HK	吉利汽车	买入	18.24	22.50	23.4%	2025年03月21日	整车厂
9868 HK	小鹏汽车	买入	88.90	134.69	51.5%	2025年03月12日	整车厂
1211 HK	比亚迪股份	买入	424.20	379.22	-10.6%	2024年10月31日	整车厂
2333 HK	长城汽车	买入	16.26	17.36	6.8%	2024年10月28日	整车厂
9866 HK	蔚来汽车	买入	39.35	59.88	52.2%	2024年05月16日	整车厂
2015 HK	理想汽车	中性	106.30	93.62	-11.9%	2025年03月17日	整车厂
2238 HK	广汽集团	中性	3.35	3.34	-0.3%	2024年04月01日	整车厂

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 收盘价截至 2025 年 3 月 20 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	179,204	240,194	306,890	362,362	402,158
主营业务成本	(151,789)	(201,993)	(257,788)	(303,659)	(337,008)
毛利	27,415	38,201	49,102	58,703	65,150
销售及管理费用	(23,852)	(28,599)	(35,599)	(42,034)	(46,650)
其他经营净收入/费用	890	(210)	1,156	1,365	1,515
经营利润	4,453	9,391	14,659	18,034	20,014
财务成本净额	544	692	727	763	802
应占联营公司利润及亏损	599	969	982	1,025	1,103
其他非经营净收入/费用	(646)	7,351	(2,232)	(2,635)	(2,925)
税前利润	4,950	18,404	14,136	17,187	18,994
税费	(15)	(1,604)	(2,120)	(2,578)	(2,849)
非控股权益	373	(167)	(119)	(145)	(160)
净利润	5,308	16,632	11,896	14,464	15,984
作每股收益计算的净利润	5,308	16,632	11,896	14,464	15,984

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	35,746	40,865	34,616	47,840	60,377
应收账款及票据	42,711	58,307	64,534	76,198	84,567
存货	15,422	23,078	24,568	28,939	32,117
其他流动资产	19,756	3,072	3,139	3,214	3,298
总流动资产	113,635	125,322	126,856	156,191	180,359
物业、厂房及设备	27,351	26,384	22,796	19,329	15,364
无形资产	23,920	28,751	30,188	31,697	33,282
合资企业/联营公司投资	15,703	31,424	34,273	37,392	40,808
其他长期资产	11,989	17,511	19,050	20,733	22,573
总长期资产	78,963	104,070	106,307	109,151	112,027
总资产	192,598	229,392	233,163	265,342	292,386
短期贷款	0	30	32	33	35
应付账款	87,398	125,379	120,066	142,262	158,809
其他短期负债	9,426	1,791	1,880	1,974	2,073
总流动负债	96,824	127,200	121,978	144,270	160,918
长期贷款	2,840	414	414	414	414
其他长期负债	7,782	9,358	9,392	9,428	9,466
总长期负债	10,622	9,772	9,806	9,842	9,880
总负债	107,446	136,972	131,784	154,112	170,798
股本	184	184	184	184	184
储备及其他资本项目	80,325	86,558	95,398	105,104	115,303
股东权益	80,509	86,742	95,582	105,288	115,487
非控股权益	4,643	5,678	5,797	5,942	6,102
总权益	85,151	92,420	101,379	111,230	121,589

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	4,950	18,404	14,136	17,187	18,994
折旧及摊销	8,203	9,393	8,734	9,141	9,625
营运资本变动	11,238	9,316	(12,940)	6,254	5,099
税费	(2,307)	(3,499)	(2,932)	(3,473)	(3,835)
其他经营活动现金流	259	(7,107)	0	0	0
经营活动现金流	22,342	26,507	6,997	29,109	29,883
资本开支	(5,711)	(3,032)	(5,000)	(5,500)	(5,501)
其他投资活动现金流	(10,433)	(6,099)	(5,192)	(5,629)	(6,061)
投资活动现金流	(16,145)	(9,132)	(10,192)	(11,129)	(11,562)
负债净变动	(4,805)	(5,008)	2	2	2
股息	(1,964)	(2,247)	(3,056)	(4,758)	(5,786)
其他融资活动现金流	4,005	(6,042)	0	0	0
融资活动现金流	(2,764)	(13,297)	(3,054)	(4,757)	(5,784)
汇率收益/损失	0	11	0	0	0
年初现金	33,341	36,775	40,865	34,616	47,840
年末现金	35,746	40,865	34,616	47,840	60,377

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标 (人民币)					
核心每股收益	0.528	1.652	1.182	1.437	1.588
全面摊薄每股收益	0.524	1.646	1.177	1.432	1.582
每股股息	0.220	0.330	0.514	0.625	0.690
每股账面值	8.004	8.617	9.496	10.460	11.473
利润率分析 (%)					
毛利率	15.3	15.9	16.0	16.2	16.2
EBIT利润率	2.5	3.9	4.8	5.0	5.0
净利率	3.0	6.9	3.9	4.0	4.0
盈利能力 (%)					
ROA	2.8	7.3	5.1	5.5	5.5
ROE	6.8	19.9	13.0	14.4	14.5
其他					
净负债权益比 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	1.2	1.0	1.0	1.1	1.1

交銀國際

香港中环德辅道中68号万宜大厦10楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告期内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告期内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有拥有于本报告期内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、富景中国控股有限公司、天津建设发展集团股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司及北京赛目科技股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。