毛利率稳步改善，智驾全面上车

核心观点

- **业绩符合预期。**2024 年营业收入 2401.94 亿元，同比增长 33.6%；归母净利润 166.32 亿元，同比增长 213.3%；扣非归母净利润 85.23 亿元，同比增长 52%。4 季度营业收入 725.10 亿元，同比增长 28.2%，环比增长 21.1%；归母净利润 35.79 亿元，同比增长 45.4%，环比增长 45.8%。2024 年公司拟向全体股东派发末期股息每 10 股 3.3 港元。
- **毛利率稳步向上，费用率及现金流改善。**2024 年毛利率 15.9%，同比提升 0.6 个百分点；4 季度毛利率 17.3%，同比提升 1.2 个百分点，环比提升 1.6 个百分点，毛利率提升预计主要得益于销售结构改善以及新能源产品盈利能力提升等。2024 年期间费用率 11.6%，同比下降 1.3 个百分点，其中销售费用率/管理费用率分别同比下降 1.0/0.3 个百分点，预计主要系销量快速增长，规模效应逐步显现。2024 年经营活动现金流净额 265.07 亿元，同比增长 18.6%。
- **各品牌销量及出口销量快速增长，单车收入及毛利稳步提升。**2024 年总销量、新能源车销量、出口销量均创新高，2024 年总销量 217.67 万辆，同比增长 32.0%；新能源车销量 88.82 万辆，同比增长 91.9%，新能源销量占比达 40.8%，同比提升 12.7 个百分点；出口销量 40.39 万辆，同比增长 53.3%。吉利品牌/极氪品牌/领克品牌销量分别达 166.90/22.21/28.54 万辆，同比分别增长 27.4%/87.2%/29.6%。单车平均收入/毛利分别为 10.74/1.76 万元，同比提升 0.3/0.1 万元。
- **2025 年公司将开启新能源新品周期，千里浩瀚智驾全面上车。**2025 年公司销量目标 271 万辆，同比增长 24.5%，其中吉利/极氪/领克品牌销量目标分别为 200/32/39 万辆，同比分别增长 19.8%/44.1%/36.6%。2025 年公司将继续以《台州宣言》为指引，加强战略整合与协同。吉利银河系列正式升级为独立品牌，翼真汽车并入银河品牌成为高端 MPV 序列，2025 年银河品牌将推出 5 款全新新能源车型及多款改款车型，除星耀 8 外还将发布 2 款新 SUV 及 2 款新轿车，新车及改款车型将全系搭载千里浩瀚智驾，吉利燃油产品也将全面搭载 Flyme Auto 及千里浩瀚智驾。2025 年极氪及领克将分别推出 3 款/2 款全新新能源车型，极氪将发布极氪 007 GT、极氪 9X 及一款中大型豪华电混 SUV，领克 900 EM-P 将首搭 Thor 芯片及千里浩瀚智驾，另一款中大型 EM-P 轿车将于年内上市。

盈利预测与投资建议

- 调整收入、毛利率及费用率等，新增 2027 年预测，预测 2025-2027 年 EPS 分别为 1.27、1.50、1.84 元（原 2025-2026 年为 1.08、1.29 元），维持可比公司 25 年 PE 平均估值 15 倍，目标价 19.05 元人民币，20.65 港元（1 港元=0.9227 元人民币），维持买入评级。

风险提示

吉利、领克、极氪品牌销量低于预期风险、成本控制不及预期风险。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	179,204	240,194	299,782	355,561	414,141
同比增长(%)	*21.1%*	*34.0%*	*24.8%*	*18.6%*	*16.5%*
营业利润(百万元)	3,806	7,644	11,833	14,106	17,395
同比增长(%)	*4.3%*	*100.8%*	*54.8%*	*19.2%*	*23.3%*
归属母公司净利润(百万元)	5,308	16,632	12,845	15,108	18,526
同比增长(%)	*0.9%*	*213.3%*	*-22.8%*	*17.6%*	*22.6%*
每股收益（元）	0.53	1.65	1.27	1.50	1.84
毛利率(%)	15.3%	15.9%	16.2%	16.5%	16.7%
净利率(%)	3.0%	6.9%	4.3%	4.2%	4.5%
净资产收益率(%)	6.6%	19.2%	12.0%	12.4%	13.3%
市盈率（倍）	27.5	8.8	11.4	9.7	7.9
市净率（倍）	1.7	1.6	1.4	1.2	1.1

资料来源：公司数据. 东方证券研究所预测. 每股收益使用最新股本全面摊薄计算.

投资评级	买入（维持）
股价（2025年03月28日）	16.7 港元
目标价格	20.65 港元
52 周最高价/最低价	19.44/7.31 港元
总股本/流通 H 股（万股）	1,007,673/1,007,673
H 股市值（百万港币）	168,281
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2025 年 03 月 30 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-2.91	-4.79	11.63	84.91
相对表现%	-1.8	-6.91	-4.98	43.29
恒生指数%	-1.11	2.12	16.61	41.62

证券分析师

姜雪晴 jiangxueqing@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860512060001
杨震 021-63325888*6090
yangzhen@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520060002
香港证监会牌照：BSW113
袁俊轩 yuanjunxuan@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860523070005

相关报告

银河品牌升级，智驾系统发布	2025-03-23
月度销量创新高，全球化布局继续深化	2025-03-10
新车周期促进 2024 年销量大幅增长	2025-02-02

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表

单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	36,689	43,746	82,858	98,275	114,467
存货	15,422	23,078	15,698	18,545	21,561
应收账款	42,711	58,307	66,618	79,014	92,031
预付款项	0	0	0	0	0
其他	18,813	191	7	9	11
流动资产合计	**113,635**	**125,322**	**165,182**	**195,843**	**228,069**
固定资产	27,351	26,384	29,216	28,975	28,601
权益性投资	15,703	31,424	31,443	38,323	47,419
无形资产	23,920	28,751	25,981	27,465	28,949
商誉	34	34	44	54	64
其他	11,955	17,477	22,832	25,238	27,314
非流动资产合计	**78,963**	**104,070**	**109,517**	**120,055**	**132,348**
资产总计	**192,598**	**229,392**	**274,699**	**315,898**	**360,418**
短期借款	13	58	34,028	36,695	38,188
应付账款	87,398	125,379	127,809	150,703	175,515
租赁负债	754	803	32	32	32
应付税项	774	960	960	960	960
其他	7,885	0	0	0	0
流动负债合计	**96,824**	**127,200**	**162,828**	**188,389**	**214,694**
长期借款	3,940	414	750	850	950
应付债券	4,222	6,911	5,427	7,325	8,548
其他	2,460	2,447	51	54	59
非流动负债合计	**10,622**	**9,772**	**6,228**	**8,229**	**9,557**
负债合计	**107,446**	**136,972**	**169,057**	**196,618**	**224,252**
股本	184	184	184	184	184
储备	80,325	86,558	106,952	121,443	139,284
少数股东权益	4,643	5,678	-1,493	-2,347	-3,302
股东权益合计	**85,151**	**92,420**	**105,643**	**119,280**	**136,166**
负债和股东权益总计	**192,598**	**229,392**	**274,699**	**315,898**	**360,418**

现金流量表

单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	**5,308.4**	**16,632.4**	**12,844.7**	**15,108.3**	**18,526.2**
折旧摊销	4,825.6	4,996.1	5,166.6	5,298.6	5,430.6
营运资金变动	11,305.0	14,700.2	5,088.6	9,547.5	9,999.7
财务费用	-544.4	-692.5	-314.3	-242.5	-313.0
其它	1,447.7	-9,128.8	-665.0	3.1	5.1
经营活动现金流	**22,342**	**26,507**	**22,121**	**29,715**	**33,649**
资本支出	-7,541	-7,541	-6,541	-6,541	-6,541
于联营公司之权益	-1,468	-15,721	-19	-6,879	-9,096
其他	-7,136	14,131	-13,127	-3,033	-2,772
投资活动现金流	**-16,145**	**-9,132**	**-19,687**	**-16,453**	**-18,409**
股本及分红	0.1	0.2	-	-	-
借款	-6,948	-3,481	34,306	2,767	1,593
其他	4,184	-9,816	-6,856	-612	-641
筹资活动现金流	**-2,764**	**-13,297**	**27,449**	**2,156**	**952**
现金净增加额	**3,434**	**4,079**	**29,883**	**15,417**	**16,191**

利润表

单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	**179,204**	**240,194**	**299,782**	**355,561**	**414,141**
营业成本	-151,789	-201,993	-251,172	-296,718	-344,974
毛利	27,415	38,201	48,609	58,843	69,167
销售费用	-11,832	-13,283	-19,486	-24,889	-29,404
管理费用	-12,020	-15,316	-18,196	-21,287	-23,721
其他收入	890	-210	2,998	3,556	4,141
营业利润	**3,806**	**7,644**	**11,833**	**14,106**	**17,395**
财务成本净额	544	692	314	243	313
权益性投资损益	599	10,067	56	49	42
除税前溢利	**4,950**	**18,404**	**12,203**	**14,398**	**17,749**
所得税	-15	-1,604	-122	-144	-177
净利润(含少数股东损益)	4,935	16,799	12,081	14,254	17,572
净利润(不含少数股东损益)	**5,308**	**16,632**	**12,845**	**15,108**	**18,526**
少数股东损益	-373	167	-763	-854	-954
其他综合收益	-275	-728	-369	-616	-686
综合收益总额	4,660	16,071	11,712	13,638	16,886
综合收益总额(母公司)	5,012	15,920	12,475	14,492	17,840
综合收益总额(少数股东)	-353	151	-763	-854	-954
每股收益	0.53	1.65	1.27	1.50	1.84

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	21.1%	34.0%	24.8%	18.6%	16.5%
营业利润	4.3%	100.8%	54.8%	19.2%	23.3%
归属于母公司净利润	0.9%	213.3%	-22.8%	17.6%	22.6%
获利能力					
毛利率	15.3%	15.9%	16.2%	16.5%	16.7%
净利率	3.0%	6.9%	4.3%	4.2%	4.5%
ROE	6.6%	19.2%	12.0%	12.4%	13.3%
ROIC					
偿债能力					
资产负债率	55.8%	59.7%	61.5%	62.2%	62.2%
流动比率	1.17	0.99	1.01	1.04	1.06
速动比率	1.01	0.80	0.92	0.94	0.96
营运能力					
应收账款周转率	4.6	4.8	4.5	4.5	4.5
存货周转率	11.6	10.5	16.0	16.0	16.0
总资产周转率	1.0	1.1	1.2	1.2	1.2
每股指标（元）					
每股收益	0.53	1.65	1.27	1.50	1.84
每股经营现金流	2.22	2.63	2.20	2.95	3.34
每股净资产	8.45	9.17	10.48	11.84	13.51
估值比率					
市盈率	27.5	8.8	11.4	9.7	7.9
市净率	1.7	1.6	1.4	1.2	1.1

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。