

拟私有化极氪，看好银河新车周期

华泰研究

2025 年 5 月 16 日 | 中国香港

季报点评

乘用车

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

29.65

研究员

SAC No. S0570522110001
SFC No. BTK945songling021619@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

研究员

SAC No. S0570525020001

王立献

wanglixian@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

公司公布一季度业绩：收入 725 亿元，同环比+25%/基本持平；归母净利润 57 亿元，同环比+264%/+58%，盈利符合我们预期（Q1 前瞻中预计 52-58 亿元）。我们继续看好银河 GEA 平台新车放量增利，内部整合提质增效，维持“买入”评级。

25Q1 毛利率同比提升，内部整合下费用改善

公司 25Q1 销售新车 70 万辆，同比+48%。受益于新能源车规模效应增强，25Q1 公司毛利率为 15.8%，同环比+0.2/-1.6pct。单车 ASP 和毛利分别为 10.3/1.6 万元，同比-16%/-15%，环比-2%/-11%，同环比下滑主要系产品结构变化。费用端，25Q1 销售费用率为 5%，同/环比-2/-1pct。会计准则改变后，管理费用率为 2%，同比-0.5pct；研发费用率为 4.6%，同比持平。整体费用端同比改善，体现出内部整合已初见成效。展望 25Q2，我们认为随着 007GT、领克 900、星耀 8 等新车上市，公司盈利能力仍有较强韧性。

吉利拟私有化极氪，整合提速降低“内耗”

5 月 7 日，吉利向极氪提交非约束性报价函，建议私有化极氪。如私有化计划完成，极氪将从纽交所退市，正式成为吉利全资附属公司。我们认为，从 24 年《台州宣言》开始，公司持续提速内部整合，先后完成几何并入银河、极氪领克合并等关键举措。展望未来，如果吉利和极氪可以成功整合，或将有效杜绝重复投入，大幅提升成本管控能力并降低管理难度，公司预计合并后集团效益增长超 5%，研发、管理、营销效率提升 15%~20%。

星耀 8 上市月销有望超 8000 辆，公司新车周期强势

5 月 9 日，星耀 8 正式上市，售价 11.58-15.58 万元。其延续银河 GEA 平台新车的爆款打法，大空间、FlymeAuto、低油耗高续航是核心亮点，我们预计月销超 8000 台。展望未来，公司预计发布多款新车：①极氪集团：后续上市领克 Z10 插混（Q2）、极氪 9X（Q3）、极氪 8X（Q4）等，产品结构改善或带动营收盈利持续提升；②银河：星舰 9、中型轿车等蓄势待发，规模效应释放下，有望进一步提升银河 GEA 平台的盈利能力。

盈利预测与估值

考虑到目前极氪私有化尚处报价建议阶段，存在一定不确定性，我们维持公司 25-27 年归母净利润预测为 138/155/194 亿元。采用可比公司估值法，可比公司 25 年为 17x PE，我们给予公司 20%溢价（前值 20%），对应 25 年 20x PE（前值 18x），溢价主要系公司降本增效和 GEA 增利更显著。对应目标价为 29.65 港币（前值 26.13 港币），维持“买入”评级。

风险提示：消费需求不及预期，供应链短缺，公司产品发布、订单不及预期，地缘关系持续紧张。

经营预测指标与估值

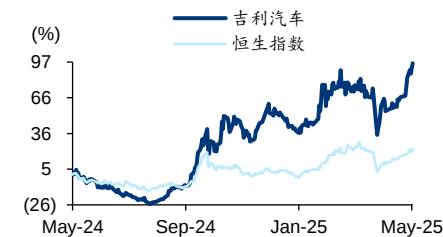
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (人民币百万)	179,204	240,194	344,434	370,812	422,465
+/-%	21.11	34.03	43.40	7.66	13.93
归属母公司净利润 (人民币百万)	5,308	16,632	13,792	15,462	19,350
+/-%	2.81	213.32	(17.07)	12.10	25.15
EPS (人民币，最新摊薄)	0.53	1.65	1.37	1.53	1.92
ROE (%)	6.58	18.73	14.14	12.67	12.35
PE (倍)	34.31	10.95	13.21	11.78	9.41
PB (倍)	2.14	1.97	1.78	1.29	1.06
EV EBITDA (倍)	14.48	6.90	8.15	6.34	4.74

资料来源：公司公告、华泰研究预测

基本数据

目标价 (港币)	29.65
收盘价 (港币 截至 5 月 15 日)	19.58
市值 (港币百万)	197,328
6 个月平均日成交额 (港币百万)	1,311
52 周价格范围 (港币)	7.31-19.66
BVPS (人民币)	8.71

股价走势图



资料来源：S&P

估值：上调目标价至 29.65 港币，维持“买入”评级

预计公司 25-27 年营收分别为 3444/3708/4225 亿元, 归母净利润分别为 138/155/194 亿元, EPS 分别为 1.37/1.53/1.92 元。我们选取业务类型相似的比亚迪股份、长安汽车、长城汽车作为可比公司, 平均估值为 17 倍 PE, 25 年吉利汽车归母净利润为 138 亿元, 我们给予公司 25 年 20 倍 PE, 溢价 20% 主要系公司品牌整合带来的降本增效和 GEA 单位增利更显著。上调公司目标价为 29.65 港币(前值 26.13 港币), 维持“买入”评级。

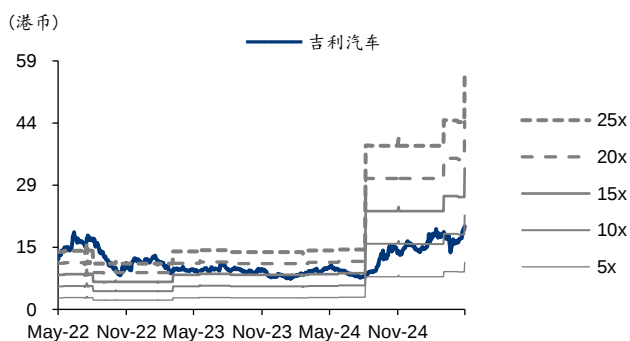
图表1：可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	EPS (元)		PE (倍)	
			2025E	2026E	2025E	2026E
601633 CH	长城汽车	23.56	1.70	1.98	13.86	11.93
000625 CH	长安汽车	12.25	0.83	1.02	14.76	11.96
1211 HK	比亚迪股份	388.23	17.44	21.16	21.16	18.32
均值			6.66	8.05	16.95	14.07

注：EPS、PE 数据来源 Wind 一致预期，截至 2025 年 5 月 15 日，汇率按照 1 港币=0.9231 人民币测算

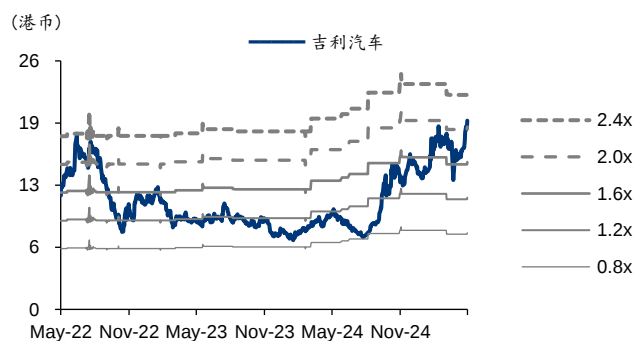
资料来源：Wind、华泰研究

图表2：吉利汽车 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表3：吉利汽车 PB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

风险提示

1) 宏观经济下行，消费需求不及预期

汽车本质上是消费品，与宏观经济发展强相关，若宏观经济下行或增长不及预期，则会影响消费信心和消费需求，会引发购车观望情绪；

2) 供应链短缺

汽车产业供应链长，从电池、电机、电控等零部件，及其上游原材料和元器件，如聚氨酯、钢铁、铝、芯片等生产或运输过程可能出现问题，断供导致整体乘用车销量不及预期；

3) 公司产品发布、订单不及预期

公司银河 E5、星愿等订单、交付出现下滑，可能导致公司收入、利润不及预期。

4) 地缘关系持续紧张

地缘关系持续紧张，国家间关税政策不确定性增大，或影响公司全球市场开拓，导致公司盈利不及预期。

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	179,204	240,194	344,434	370,812	422,465
销售成本	(151,789)	(201,993)	(295,525)	(317,044)	(360,785)
毛利润	27,415	38,201	48,910	53,768	61,680
销售及分销成本	(11,832)	(13,283)	(17,911)	(18,541)	(20,278)
管理费用	(12,666)	(17,063)	(19,633)	(20,395)	(22,391)
其他收入/支出	1,129	1,620	4,478	1,854	2,112
财务成本净额	(544.35)	(692.50)	(705.41)	(724.53)	(796.98)
应占联营公司利润及亏损	599.10	968.91	1,560	1,636	1,472
税前利润	4,950	18,404	13,803	15,473	19,364
税费开支	(14.92)	(1,604)	(1,032)	(1,157)	(1,448)
少数股东损益	373.39	(166.70)	1,022	1,145	1,433
归母净利润	5,308	16,632	13,792	15,462	19,350
折旧和摊销	(8,203)	(9,393)	(8,905)	(9,350)	(9,818)
EBITDA	13,697	28,490	23,413	25,548	29,979
EPS (人民币, 基本)	0.53	1.65	1.37	1.53	1.92

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	15,422	23,078	19,432	19,978	22,734
应收账款和票据	42,875	58,497	63,968	69,936	84,968
现金及现金等价物	36,775	40,865	50,276	83,339	106,845
其他流动资产	18,562	2,881	3,169	3,486	3,835
总流动资产	113,635	125,322	136,846	176,739	218,382
固定资产	27,351	26,384	27,703	29,088	30,543
无形资产	23,954	28,785	31,663	33,246	34,909
其他长期资产	27,658	48,901	53,585	56,264	59,078
总长期资产	78,963	104,070	112,951	118,599	124,529
总资产	192,598	229,392	249,797	295,338	342,911
应付账款	59,071	86,441	94,518	97,426	111,956
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	37,753	40,759	42,797	43,225	43,657
总流动负债	96,824	127,200	137,315	140,651	155,613
长期债务	2,840	3,124	3,437	3,780	4,158
其他长期债务	7,782	5,710	6,430	9,409	11,345
总长期负债	10,622	9,772	9,867	13,190	15,503
股本	183.81	184.02	184.02	184.02	184.02
储备/其他项目	80,325	86,558	96,186	134,444	164,054
股东权益	85,151	92,420	102,615	141,498	171,795
少数股东权益	4,643	5,678	6,245	6,870	7,557
总权益	89,794	98,098	108,861	148,368	179,352

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	34.31	10.95	13.21	11.78	9.41
PB	2.14	1.97	1.78	1.29	1.06
EV EBITDA	14.48	6.90	8.15	6.34	4.74
股息率 (%)	1.05	1.13	2.73	3.06	3.82
自由现金流收益率 (%)	5.27	5.17	6.41	13.25	15.28

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	13,697	28,490	23,413	25,548	29,979
融资成本	544.35	692.50	705.41	724.53	796.98
营运资本变动	11,238	(4,092)	(6,253)	3,606	3,258
税费	(14.92)	(1,604)	(1,032)	(1,157)	(1,448)
其他	(3,122)	3,022	1,528	41.15	680.86
经营活动现金流	22,342	26,507	18,361	28,763	33,267
CAPEX	(15,322)	(13,314)	(4,404)	(3,800)	(3,891)
其他投资活动	(822.16)	4,183	(2,197)	2,152	822.19
投资活动现金流	(16,145)	(9,132)	(6,601)	(1,647)	(3,069)
债务增加量	(5,422)	284.02	312.43	343.67	378.04
权益增加量	(0.19)	0.21	0.00	0.00	0.00
派发股息	(1,916)	(2,051)	(4,965)	(5,566)	(6,966)
其他融资活动现金流	742.53	(692.50)	(705.41)	(724.53)	(795.98)
融资活动现金流	(2,764)	(13,297)	5,358	5,947	7,386
现金变动	3,434	4,090	17,118	33,063	37,584
年初现金	33,295	36,729	40,818	57,937	91,000
汇率波动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00
年末现金	36,729	40,818	57,937	91,000	128,584

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	21.11	34.03	43.40	7.66	13.93
毛利润	31.22	39.34	28.03	9.93	14.72
营业利润	98.74	134.20	67.23	5.32	26.59
净利润	2.81	213.32	(17.07)	12.10	25.15
EPS	2.26	213.32	(17.07)	12.10	25.15
盈利能力比率 (%)					
毛利率	15.30	15.90	14.20	14.50	14.60
EBITDA	7.64	11.86	6.80	6.89	7.10
净利润率	2.96	6.92	4.00	4.17	4.58
ROE	6.58	18.73	14.14	12.67	12.35
ROA	3.03	7.88	5.76	5.67	6.06
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(39.85)	(40.84)	(45.65)	(56.23)	(59.77)
流动比率	1.17	0.99	1.00	1.26	1.40
速动比率	1.01	0.80	0.86	1.11	1.26

营运能力 (天)

总资产周转率 (次)	1.02	1.14	1.44	1.36	1.32
应收账款周转天数	71.06	75.97	64.00	65.00	66.00
应付账款周转天数	136.27	129.67	110.22	108.98	104.46
存货周转天数	22.67	34.31	25.89	22.37	21.31
现金转换周期	(42.55)	(19.39)	(20.33)	(21.60)	(17.15)

每股指标 (人民币)

EPS	0.53	1.65	1.37	1.53	1.92
每股净资产	8.45	9.17	10.18	14.04	17.05

免责声明

分析师声明

本人，宋亭亭、王立献，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 吉利汽车（175 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师宋亭亭、王立献本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 吉利汽车（175 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（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，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司