

【广发汽车&海外】吉利汽车(00175.HK)

战略整合初见成效，迎接新一轮向上周期

核心观点：

- **公司 25Q1 业绩表现亮眼，银河品牌规模效应持续提升。**根据财报，25 年 Q1 公司实现营收 725.0 亿元，同比+38.6%，剔除汇兑影响后实现归母净利润 34.8 亿元，同比+130.6%。业绩表现亮眼主要系：（1）银河品牌销量规模提升，抵消了行业竞争加剧下终端折扣加大的影响，公司 25Q1 银河品牌（剔除合并后的几何）销量为 20.9 万辆，同比+442.2%，环比+31.2%；（2）出口销量表现平稳，25Q1 公司出口销量为 8.9 万辆，同比+1.9%；（3）燃油车“中国星”系列国内份额提升超预期，25Q1 其在 10-20 万的国内燃油车市场中份额提升至 13.4%，同比+2.6pct。
- **公司战略整合初见成效，费用管控效果显著。**根据财报，公司 25 年 Q1 毛利率为 15.8%，同比+0.2pct(按照领克并表后的重列口径)。25Q1 公司销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 5.0%/1.9%/4.6%，同比分别-2.1pct/-0.6pct/-0.0pct，主要是由于公司 25Q1 完成领克品牌和极氪品牌整合效果初步体现所致。
- **公司持续推进战略整合资源聚焦。**2024 年 9 月 20 日，吉利控股集团正式发布《台州宣言》，宣布企业进入战略转型全新阶段。2025 年 2 月 14 日，极氪完成领克收购；2025 年 5 月 7 日，吉利汽车向极氪科技提交了非约束性报价函，私有化后将进一步推动内部资源深度整合和高效协同，解决资源内耗和实现降本控费。
- **盈利预测和投资建议：**长周期视角下，公司是立足全球市场且拥有相对稳健增长模式的中国汽车优秀品牌。公司战略调整下盈利增长有望加速，暂不考虑私有化极氪影响，预计公司 25-27 年 EPS 分别为 1.48/2.09/3.00 元/股，参考可比公司估值同时考虑公司高端化品牌的向上突破，给予公司 25 年 20 倍 PE 估值，对应合理价值为 32.19 港元/股（港元/人民币汇率=1.09），维持“买入”评级。
- **风险提示：**销量不及预期；战略转型不及预期；行业竞争加剧。

盈利预测：

人民币	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	179,204	240,194	377,737	496,560	584,637
增长率（%）	21.1%	34.0%	57.3%	31.5%	17.7%
EBITDA	13,255	19,754	27,466	34,870	45,048
归母净利润（百万元）	5,308	16,632	14,943	21,103	30,220
增长率（%）	0.9%	213.3%	-10.2%	41.2%	43.2%
EPS（元）	0.53	1.65	1.48	2.09	3.00
PE	15.0	8.3	12.0	8.5	5.9
ROE	5.8%	18.2%	14.6%	17.9%	21.7%

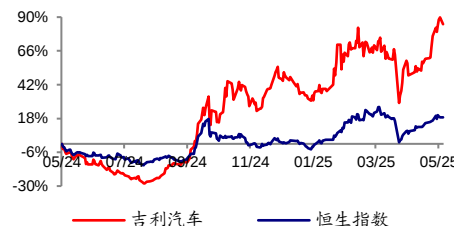
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心 注：24 年归母含非经常损益

公司评级

买入-H

当前价格	19.24 港元
合理价值	32.19 港元
前次评级	买入
报告日期	2025-05-20

相对市场表现



分析师：

陈飞彤



SAC 执证号：S0260524040002



021-38003726



gfchenfeitong@gf.com.cn

分析师：

闫俊刚



SAC 执证号：S0260516010001



021-38003682



yanjungang@gf.com.cn

分析师：

纪成炜



SAC 执证号：S0260518060001



SFC CE No. BOI548



021-38003594



jichengwei@gf.com.cn

请注意，陈飞彤、闫俊刚并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

【广发汽车&海外】吉利汽车 2024-04-26

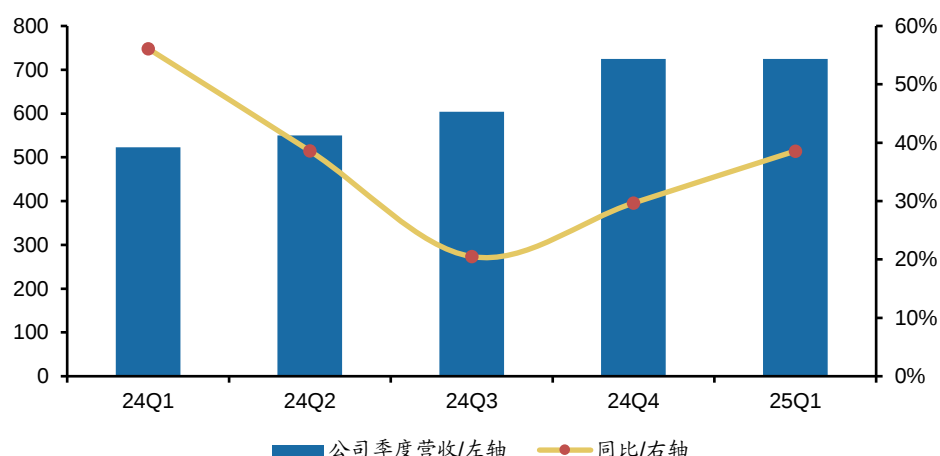
(00175.HK) :24 年盈利弹

性大概率将兑现

一、公司 25Q1 业绩表现亮眼，银河品牌规模效应持续提升

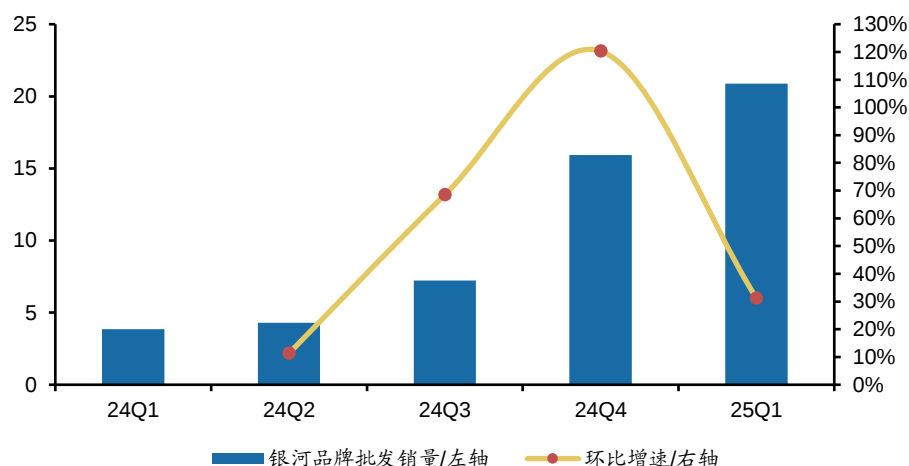
根据财报，25年Q1公司实现营收725.0亿元，同比+38.6%，剔除汇兑影响后实现归母净利润34.8亿元，同比+130.6%。业绩表现亮眼主要是由于：（1）银河品牌销量规模提升，抵消了行业竞争加剧下终端折扣加大的影响，公司25Q1银河品牌（剔除合并后的几何）销量为20.9万辆，同比+442.2%，环比+31.2%；（2）出口销量表现平稳，25Q1公司出口销量为8.9万辆，同比+1.9%；（3）燃油车“中国星”系列国内份额提升超预期，25Q1其在10-20万的国内燃油车市场中份额提升至13.4%，同比+2.6pct。

图1：公司季度营收（亿元）及同比增速



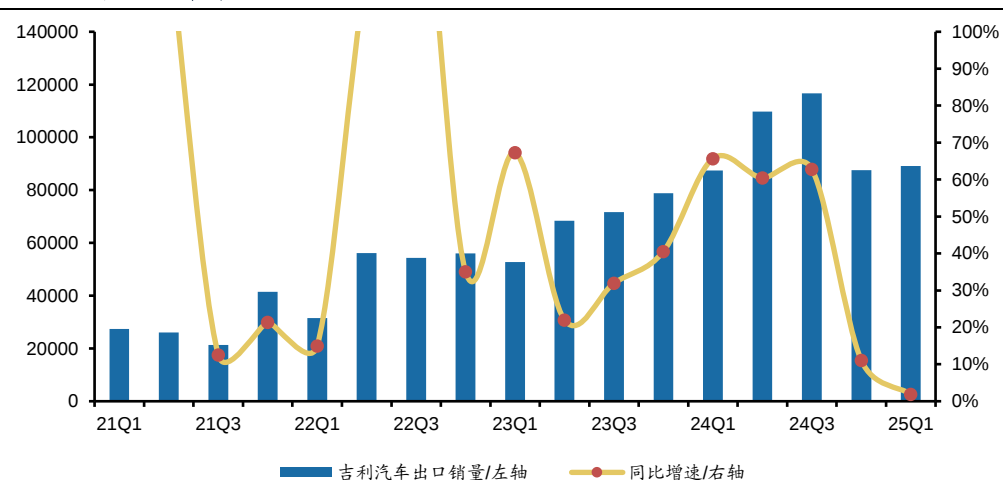
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图2：公司银河品牌季度销量（万辆）和同比增速



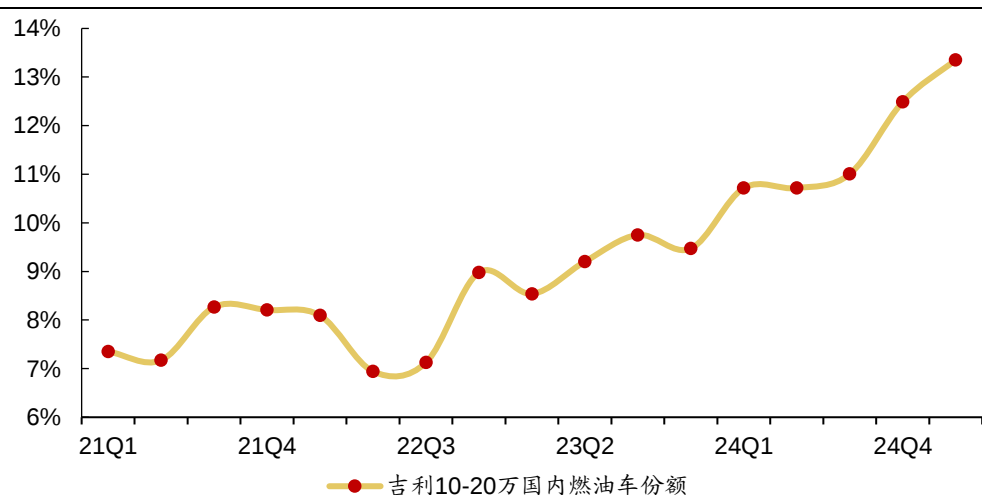
数据来源：中汽协，广发证券发展研究中心

图 3: 吉利汽车季度出口销量（辆）和同比增速（%）



数据来源：中汽协，广发证券发展研究中心

图 4: 吉利汽车10-20万燃油车市场终端份额变化情况（%）

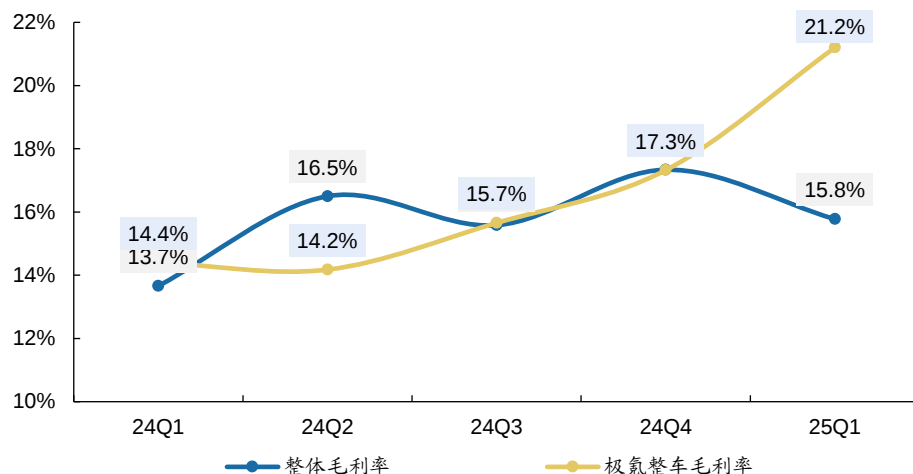


数据来源：交强险，广发证券发展研究中心

二、公司战略整合初见成效，费用管控效果显著

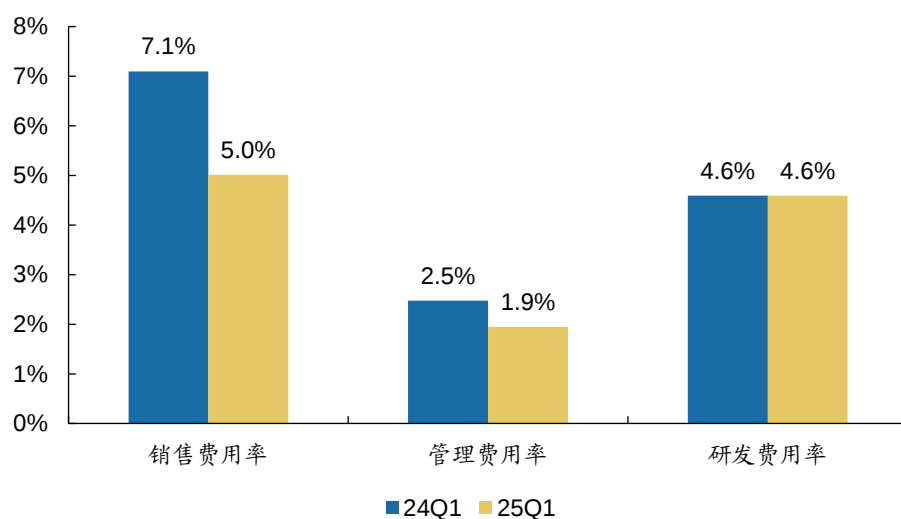
公司战略整合初见成效，费用管控效果显著。根据财报，公司25年Q1毛利率为15.8%，同比+0.2pct(按照领克并表后的重列口径)。25Q1公司销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为5.0%/1.9%/4.6%，同比分别-2.1pct/-0.6pct/-0.0pct，主要是由于公司25Q1完成领克品牌和极氪品牌整合效果初步体现所致。

图5：公司毛利率变化情况（%）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图6：公司销售、管理、研发及财务费用率



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

注：公司 25Q1 领克品牌开始并表，24Q1 数据为按照领克并表后的重列数据

三、公司持续推进战略整合资源聚焦，新一轮周期起 点下的盈利弹性可期

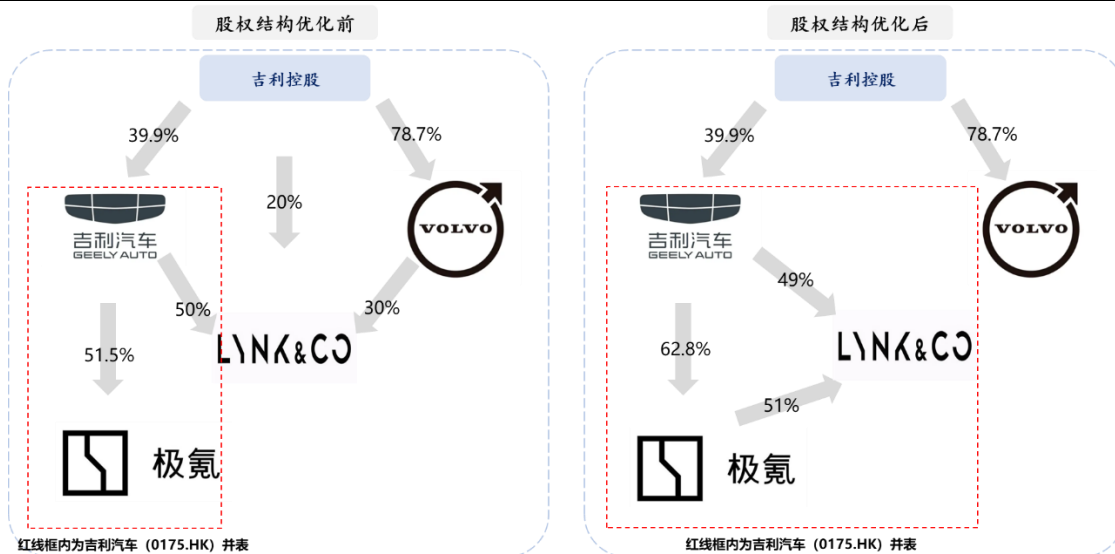
公司持续推进战略整合资源聚焦。2024年9月20日，吉利控股集团正式发布《台州宣言》，宣布企业进入战略转型全新阶段。公司将通过“战略聚焦、战略整合、战略协同、战略稳健、战略人才”五大举措，聚焦汽车主业，布局科技生态，提升竞争力，稳中求进。2025年2月14日，极氪完成领克收购；2025年5月7日，吉利汽车向极氪科技提交了非约束性报价函，私有化后将进一步推动内部资源深度整合和高效协同，解决资源内耗和实现降本控费。

图 7：吉利汽车《台州宣言》五大举措



资料来源：公司官网，广发证券发展研究中心

图 8：吉利控股优化极氪&领克股权结构前后示意图



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

四、盈利预测和投资建议

长周期视角下，公司是立足全球市场且拥有相对稳健增长模式的中国汽车优秀品牌。综合考虑当前公司战略转变下资源聚焦带来的产品结构优化、具备爆款潜质的新车型带来的销量中枢上移和公司高端化逻辑的持续验证：

（1）我们预计公司主营业务收入2025-2027年分别为3777.4亿元、4965.6亿元和5846.4亿元，同比分别+57.3%、+31.5%和+17.7%。其中2025年公司主营业务收入同比增速较高，主要系：极氪品牌具备强竞争力的高端车型极氪9X和8X贡献增量、领克品牌下高端车型领克900验证爆款和银河品牌新车型拉动销量中枢的快速上移。

（2）公司高端化车型占比提升将有力支撑公司ASP的上行，预计在极氪和领克品牌的向上突破下，公司整车ASP在2025-2027年将提升至12.5/13.8/14.2万元。综合考虑公司产品结构的持续优化、银河新能源车销量提升下的规模效应和高端品牌领克&极氪的突破，预计毛利率在2025-2027年将分别提升至16.4%、17.0%和17.3%。

表1：公司盈利预测（百万元）

百万元	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	147,965	179,204	240,194	377,737	496,560	584,637
收入同比增速 (%)		21.1%	34.0%	57.3%	31.5%	17.7%
整车营收	122,783	149,623	203,060	347,137	465,960	554,037
极氪品牌	19,671	33,900	55,316	66,300	104,600	132,000
领克品牌				63,871	80,744	88,444
吉利品牌	103,112	106,883	114,861	109,650	108,050	101,000
银河品牌		8,840	32,884	107,316	172,566	232,593
销量（万辆）	147.3	168.7	217.7	278.5	336.9	389.8
极氪品牌	7.2	11.9	22.2	22.8	34.8	43.8
领克品牌	18.0	22.0	28.5	37.0	43.0	45.0
吉利品牌	122.1	126.4	135.5	117.7	109.1	101.0
银河品牌		8.3	31.4	101.0	150.0	200.0
ASP（万元）	9.5	10.2	10.7	12.5	13.8	14.2
极氪品牌	27.3	28.6	24.9	29.1	30.1	30.1
领克品牌				17.3	18.8	19.7
吉利品牌	8.4	8.5	8.5	9.3	9.9	10.0
银河品牌		10.6	10.5	10.6	11.5	11.6
毛利率	14.1%	15.3%	15.9%	16.4%	17.0%	17.3%

数据来源：公司财报，中汽协，广发证券发展研究中心

注：领克品牌 25 年开始并表

公司战略调整下盈利增长有望加速，暂不考虑私有化极氪影响，预计公司25-27年EPS分别为1.48/2.09/3.00元/股。参考可比公司，相对比亚迪公司当前新能源车销量整体规模较小，但公司高端化品牌目前表现强于比亚迪，因此公司估值应接近比亚迪估值中枢；相对理想汽车公司在全价格带布局，但高端化车型销量中枢当前低于理想，同时在智能辅助驾驶方面当前表现弱于理想汽车，公司估值应不高于理想

汽车；综合考虑上述因素，给予公司25年20倍PE估值，对应合理价值为32.19港元/股（港元/人民币汇率=1.09），维持“买入”评级。

表2：可比公司估值表

代码	公司	市值（亿元）	归母净利润（亿元，Wind 一致预期）			PE		
		2025/5/18	2023A	2024A	2025E	2023A	2024A	2025E
01211.HK	比亚迪	12,981	300	402	530	19	18	24
02015.HK	理想汽车	2,423	117	80	108	21	30	23

数据来源：Wind，广发证券发展研究中

五、风险提示

销量不及预期。受宏观经济、消费环境、通胀预期等多重因素影响，国内外汽车市场面临诸多不确定性，整车企业的产销量波动可能加剧。

战略转型不及预期。随着全球汽车产业电动化、智能网联化等的不断发展，汽车行业正面临颠覆性变革，给企业未来发展带来更多的机遇和挑战，企业必须准确把握汽车产业未来变革趋势，加快产品结构调整和技术创新，找准适合自身的转型创新发展道路。

行业竞争加剧。汽车市场竞争日趋激烈，整车企业竞争带来的降价、回款压力加大。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	113,635	125,322	190,970	251,763	310,901	经营活动现金流净额	22,342	26,507	40,871	46,606	64,474
现金及现金等价物	36,775	40,865	67,347	96,343	142,722	合并净利润	4,935	16,799	15,123	21,293	30,370
应收账款及票据	35,898	47,458	73,449	95,174	105,559	折旧与摊销	8,203	9,393	10,200	10,800	11,500
存货	15,422	23,078	35,074	44,645	47,020	营运资本变动	11,238	9,316	15,030	14,394	24,284
其他	25,539	13,921	15,100	15,600	15,600	其他非经营性调整	-2,407	-8,835	519	120	-1,680
非流动资产合计	78,963	104,070	103,549	104,059	103,569	投资活动现金流净额	-16,145	-9,132	-10,052	-10,559	-8,409
固定资产净值	27,351	26,384	26,384	26,584	26,884	处置固定资产收益	102	406	-1,200	-900	-200
长期投资	15,821	31,503	32,080	34,090	36,100	资本性支出	-15,322	-13,314	-9,000	-8,800	-8,500
商誉及无形资产	23,954	28,785	27,585	25,385	22,085	投资资产支出	-1,377	5,200	-417	-2,009	-2,009
其他	11,838	17,398	17,500	18,000	18,500	其他	453	-1,424	564	1,150	2,300
资产总额	192,598	229,392	294,518	355,821	414,470	融资活动现金流净额	-2,764	-13,297	-4,337	-7,051	-9,686
流动负债合计	96,824	127,200	181,399	227,590	264,635	长期债权融资	-5,422	-8,888	86	0	0
短期借款	0	30	0	0	0	股权融资	-	1,558	0	0	0
应付账款及票据	59,071	86,441	135,912	179,726	213,603	支付股利	-1,916	-2,120	-4,483	-6,331	-9,066
其他	37,753	40,728	45,487	47,865	51,032	其他	4,574	-3,846	60	-720	-620
非流动负债合计	10,622	9,772	9,350	9,500	9,800	现金净增加额	3,434	4,090	26,482	28,997	46,379
长期借款	5,440	3,914	4,000	4,000	4,000	期初现金余额	33,341	36,775	40,865	67,347	96,343
其他非流动负债	5,182	5,858	5,350	5,500	5,800	期末现金余额	36,775	40,865	67,347	96,343	142,72
总负债	107,446	136,972	190,749	237,090	274,435						
普通股股本	184	184	184	184	184						
储备	80,410	87,353	97,813	112,584	133,738						
其他	-85	-795	-85	-85	-85						
归母权益总额	80,509	86,742	97,911	112,683	133,837						
少数股东权益	4,643	5,678	5,858	6,048	6,198						
股东权益合计	85,151	92,420	103,769	118,731	140,035						
负债及股东权益合计	192,598	229,392	294,518	355,821	414,470						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	179,204	240,194	377,737	496,560	584,637
营业成本	151,789	201,993	315,667	412,110	483,629
毛利	27,415	38,201	62,070	84,450	101,008
营销费用	11,832	13,283	21,153	27,311	31,570
行政管理费用	4,210	4,897	6,701	5,362	6,281
研发费用	7,810	10,419	16,919	28,177	31,778
其他营业费用合计	160	127	130	130	130
营业利润	3,403	9,474	17,166	23,470	31,248
利息收入	961	1,243	538	818	1,195
利息支出	417	550	619	720	620
权益性投资损益	599	969	1,300	1,500	2,500
其他非经营性损益	1,050	-83	-1,200	-900	-200
除税前利润	4,950	18,404	17,185	24,169	34,124
所得税	15	1,604	2,062	2,876	3,754
合并净利润	4,935	16,799	15,123	21,293	30,370
少数股东损益	-373	167	180	190	150
归母净利润	5,308	16,632	14,943	21,103	30,220

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
主营收入增长率	21.1%	34.0%	57.3%	31.5%	17.7%
营业利润增长率	7.2%	178.4%	81.2%	36.7%	33.1%
归母净利增长率	0.9%	213.3%	-10.2%	41.2%	43.2%
获利能力					
毛利率	15.3%	15.9%	16.4%	17.0%	17.3%
净利率	2.8%	7.0%	4.0%	4.3%	5.2%
ROE	5.8%	18.2%	14.6%	17.9%	21.7%
偿债能力					
资产负债率	55.8%	59.7%	64.8%	66.6%	66.2%
有息负债率	2.8%	1.7%	1.4%	1.1%	1.0%
流动比率	1.2	1.0	1.1	1.1	1.2
利息保障倍数	12.1	18.8	27.9	33.4	54.1
营运能力					
应收账款周转天数	72.12	71.13	70.00	69.00	65.00
存货周转天数	36.58	41.13	40.00	39.00	35.00
应付账款周转天数	140.10	154.06	155.00	157.00	159.00
每股指标					
每股收益	0.53	1.65	1.48	2.09	3.00
每股净资产	8.46	9.17	10.30	11.78	13.90
每股经营现金流	2.22	2.63	4.06	4.63	6.40
估值比率					
PE	15.0	8.3	12.0	8.5	5.9
PB	1.0	1.6	1.8	1.6	1.3
EV/EBITDA	3.6	5.1	4.2	2.5	0.9

广发汽车行业研究小组

闫俊刚：联席首席分析师，吉林工业大学汽车专业学士，2013 年加入广发证券发展研究中心。

周伟：资深分析师，上海交通大学工程硕士，重庆大学机械专业学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

陈飞彤：资深分析师，硕士，毕业于复旦大学，2021 年加入广发证券发展研究中心。

张力月：资深分析师，硕士，毕业于香港中文大学，2021 年加入广发证券发展研究中心。

罗英：高级研究员，同济大学工程硕士，同济大学工学学士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号 广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。