

公司报告

招商证券 (香港) 有限公司
证券研究部

吉利汽车 (175 HK)

5月新能源销量飞增，下半年产品周期仍强劲向上

- 5月新能源高增长，同环比均跑赢行业，高端燃油车中国星显著增长
- 近期公司多款新车热销，下半年银河领克极氪重磅新款带动产品线向上
- 淡季短期促销对业绩影响有限，估值吸引，维持目标价27.5港元

5月新能源销量大幅跑赢行业，中国星显著增长

1) 总销量强劲: 5月批发量为 23.5 万辆, 同比/环比+46.4%/+0.5%, 创历史新高。1-5 月累计批发 117 万辆, 同比+49%, 已完成全年 271 万辆销量目标的约 43%, 有望超额完成目标。2) 新能源销量飞增: 5 月新能源批发 13.8 万辆, 同比/环比+178%/+9.9%, 增速远超行业 (乘联会预估 5 月新能源零售同比/环比+22%/+8.3%)。5 月新能源车占公司总销量 58.7%, 同比/环比+22.2ppts/+5ppts。1-5 月累计批发新能源车 60.2 万辆, 同比+137%, 占总销量 51%, 同比+19ppts。3) 高端燃油车保持增长: 5 月中国星销量 8.7 万辆, 环比-9.7%。其中, 高端中国星系列销量 3.6 万辆, 同比/环比+21%/-7%, 全年累计 21.6 万辆, 同比增长 33%, 表现出色。4) 分品牌: 5 月银河/极氪/领克批发 10.2/1.9/2.8 万辆, 同比+273%/+2%/+27%, 环比+5.4%/+0.1%/+38%。银河领克亮眼, 极氪新车拉动销量。5) 出口: 5 月 3 万辆, 同比/环比-19%/+24%; 1-5 月累计 14.3 万辆, 同比+14%。

下半年推多款重磅新品，带动产品周期持续强劲上升

1) 银河优势已成: 星耀8上市首月交付破万, 有望接力爆款。旗舰SUV M9已在意大利首秀, 搭载最新技术平台, 下半年交付。银河仍将发布多款新车型, 包括: 中型轿车A7、一款小型轿车及硬派越野SUV银河战舰, 产品矩阵完善。2) 高端新能源: 高端旗舰SUV领克900上市次月 (5月) 交付量达近5,600台, 在手订单量充足, 有望冲击月销一万; 下半年发布领克混动Z10, 强化产品线。极氪新车007 GT表现不俗, 同时豪华SUV 9X/8X新车将于Q3/Q4上市。看好极氪在管理团队及渠道网络调整后有更佳表现。此外, 合并后将解决内耗痛点, 盈利性提升。3) 燃油中国星改借力新能源平台共享: 星越L改款3月上市, 近两月表现不俗。博越L第四代5月已上市, 开启燃油SUV智驾平权时代。此外, 25款帝豪将于七月发布。4) 海外布局加速: 新能源海外试产, 印尼KD工厂交付首台EX5, 轻资产模式布局拉美/中亚。银河E5/星愿二季度进入多个市场, 下半年海外提速。

短期促销不改竞争优势，当前估值吸引

公司银河近期跟进龙头淡季促销, 但实质性优惠增幅极有限 (多为暗降变明降), 调价后销量向好明显, 料调价对业绩影响不大。考虑下半年有上述多个高竞争力车型推出, 估计公司或上调年度目标销量 (当前 271 万辆), 成为股价催化剂。维持盈利预测不变, 目标价 27.5 港元, 对应 17.6x FY25 P/E, 较历史平均 16x 溢价约 10%, 行业首推股。当前估值仅为 11.2x FY25 P/E, 远低于历史平均的 16x, 估值吸引。风险因素: 行业景气度下行。

盈利预测及估值

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业额	179,204	240,194	300,478	380,488	449,056
同比增长	21.1%	34.0%	25.1%	26.6%	18.0%
净利润	5,308	16,632	14,401	18,500	22,550
同比增长	0.9%	213.3%	-13.4%	28.5%	21.9%
核心每股收益	0.51	0.75	1.43	1.84	2.24
每股股息 (元)	0.20	0.31	0.50	0.64	0.78
市盈率 (倍)	31.4	21.4	11.2	8.7	7.2
市净率 (倍)	2.0	1.9	1.6	1.4	1.3

资料来源: 公司资料、招商证券 (香港) 预测, 收盘价截至2025年6月2日

梁勇活

殷浩程

+86 755 8290 4571

+86 755 8308 2215

liangy6@cmschina.com.cn

yinhc@cmschina.com.cn

最新变动

吉利5月销量及产品线前瞻更新

增持

前次评级	增持
股价	17.5港元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	27.5港元(+57%)
前次目标价	27.5港元

股价表现



资料来源: 彭博

%	1m	6m	12m
175 HK	4.7	21.1	78.3
恒生指数	2.9	18.5	25.8

行业: 汽车汽配

恒生指数	23,158
国企指数	8,359

重要数据

52周股价区间 (港元)	7.31 - 20.9
港股市值 (百万港元)	178,284
日均成交量 (百万股)	115.13
每股净资产 (港元)	9.62

主要股东

Proper Glory Holding Inc.	26.20%
浙江吉利汽车有限公司	7.92%
浙江吉利控股集团有限公司	5.82%
股本 (百万股)	10,063
自由流通量	60.06%

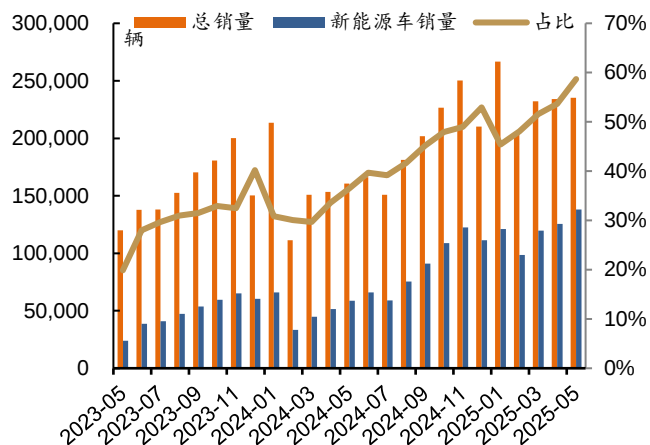
资料来源: 彭博

相关报告

1. 吉利汽车 (175 HK) - 内部整合降本见效, 管理层调整体现战略从大到做强 (增持) (2025/5/16)
2. 吉利汽车 (175 HK) - 私有化极氪强化降本增效, 香港上市公司价值提升 (增持) (2025/5/8)
3. 吉利汽车 (175 HK) - 新能源板块进入盈利周期, 新品大年量利齐升 (增持) (2025/3/21)

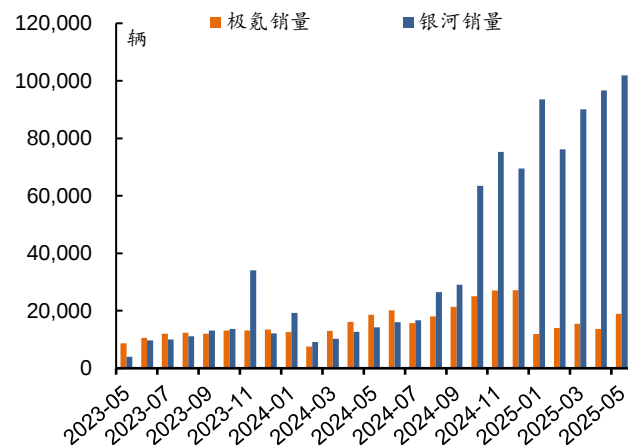
重点图表

图1：新能源车销量及占比持续提升



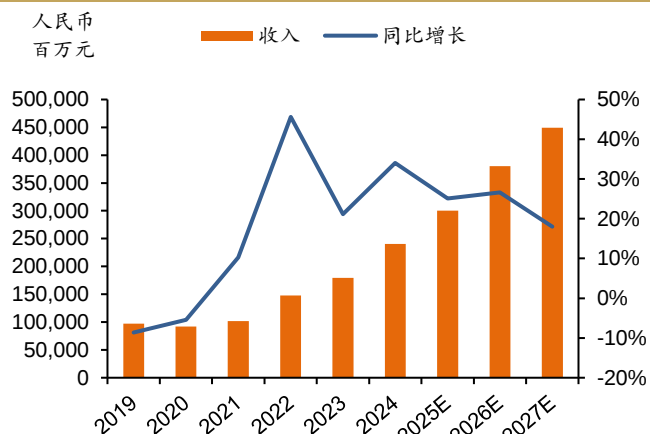
资料来源：公司资料、招商证券（香港）

图2：银河连续爆款销量猛增



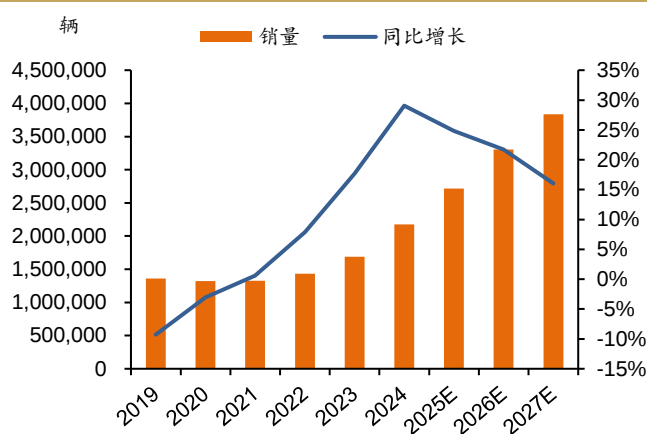
资料来源：公司资料、招商证券（香港）

图3：公司收入增长强劲



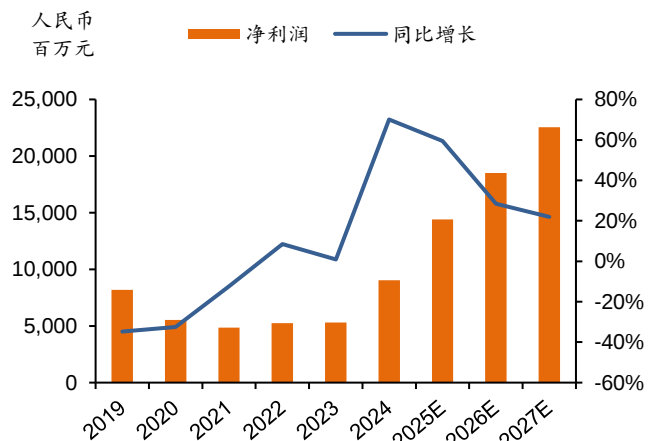
资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测

图4：公司总汽车销量进入持续增长期



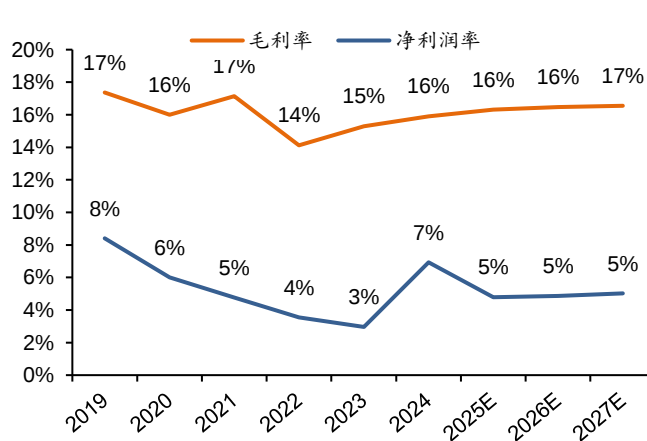
资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测

图5：公司核心净利润增长迅速



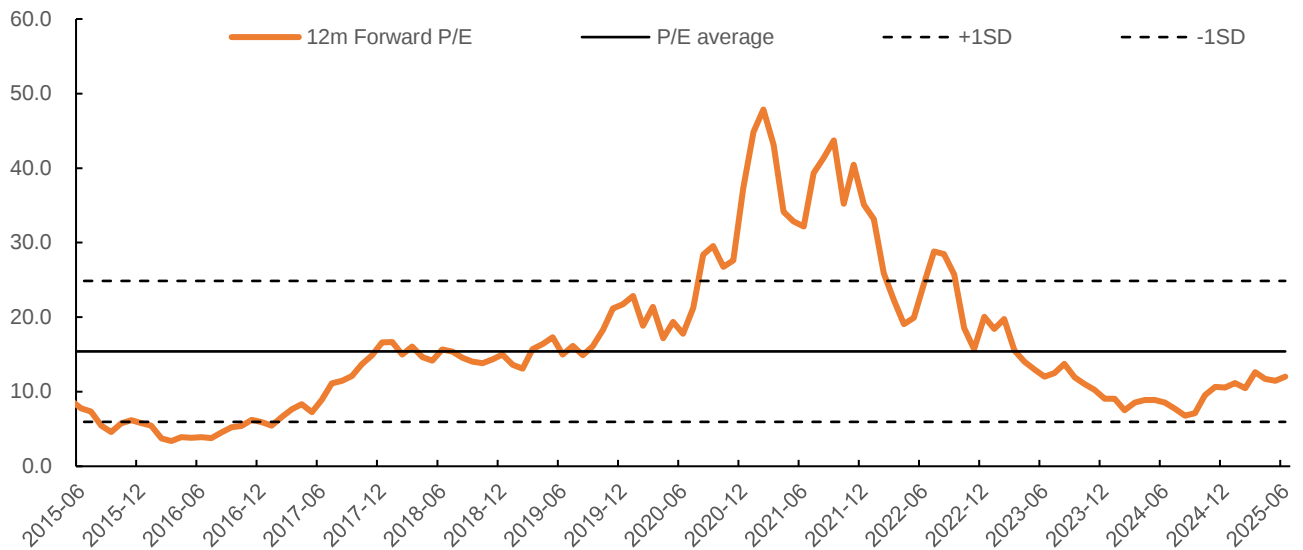
资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测

图6：毛利率及净利润保持稳定



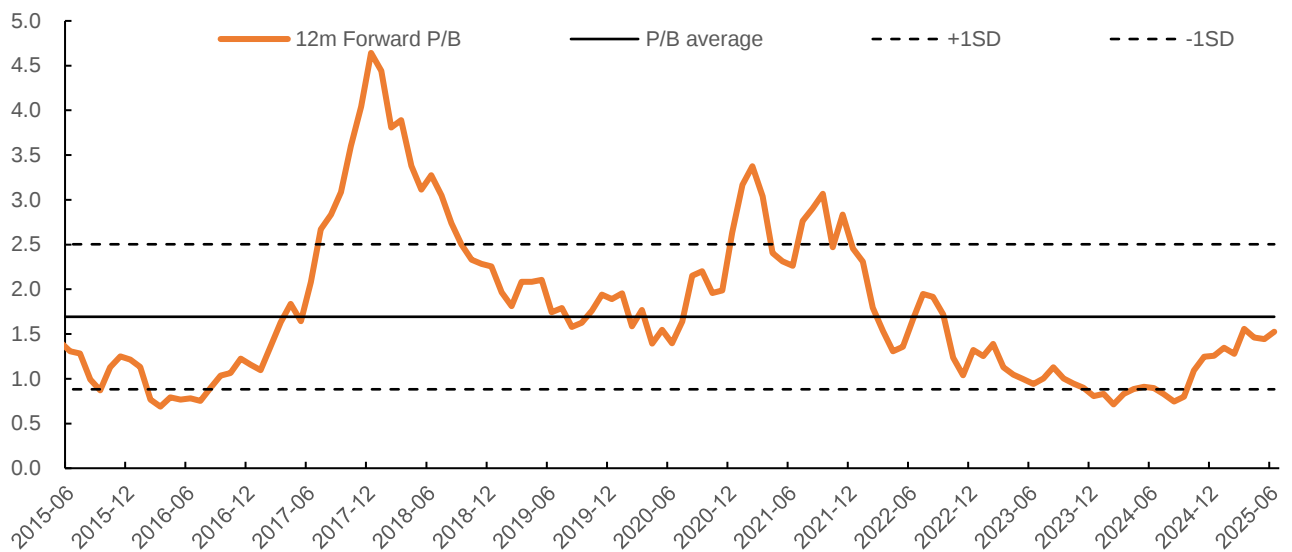
资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测

图 7: 公司股价处于 12 个月前瞻市盈率历史平均水平



资料来源: 公司资料、招商证券 (香港) 预测

图 8: 公司股价处于 12 个月前瞻市净率历史平均水平



资料来源: 公司资料、招商证券 (香港) 预测

行业估值比较

公司	彭博	招商证券	股价	招商证券	上涨	市值	市盈率(x)		市净率(x)		市销率(x)		ROE(%)		股息收益率(%)		净负债率(%)
	代码	评级	(本 币)	目标价 (本币)	空间	(百万美元)	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2024
新能源汽车制造																	
比亚迪股份	1211 HK	增持	385.4	510.0	32%	148,919	19.2	16.1	4.7	3.9	1.1	0.9	24.4	23.9	1.6	1.9	-50.6
理想汽车	2015 HK	增持	110.0	138.0	25%	30,020	20.7	14.9	2.7	2.3	1.2	0.9	13.0	15.4	0.0	0.0	-135.3
小鹏汽车	9868 HK	增持	75.1	115.0	53%	18,224	n.a	n.a	4.8	4.6	1.6	1.2	-8.0	4.2	0.0	0.0	-56.4
蔚来汽车	9866 HK	未评级	27.5	n.a	n.a	7,874	n.a	n.a	9.9	-7.8	0.5	0.5	-78.1	-169.0	0.0	0.0	2.3
零跑汽车	9863 HK	未评级	57.3	n.a	n.a	76,541	n.a	n.a	6.7	5.4	0.8	0.8	3.1	17.0	0.0	0.0	-165.8
特斯拉	TSLA US	增持	342.7	452.0	32%	1,103,789	107.3	80.1	14.3	12.2	9.6	7.8	10.8	0.0	0.0	0.0	-31.1
平均							49.1	37.0	7.2	3.4	2.5	2.0	-5.8	-18.1	0.3	0.3	-72.8
平均 (剔除比亚迪)								64.0	47.5	7.6	3.3	2.8	2.2	-11.8	-26.5	0.0	0.0
传统汽车制造商																	
长城汽车	2333 HK	增持	11.9	19.0	59%	23,051	6.5	5.8	1.0	0.9	0.7	0.7	15.8	15.5	4.6	5.2	16.5
吉利汽车	175 HK	增持	17.5	27.5	58%	22,444	11.2	8.7	1.6	1.4	0.5	0.4	14.7	16.6	3.1	4.0	-37.2
广汽集团	2238 HK	未评级	2.7	n.a	n.a	8,865	30.1	16.5	0.2	0.2	0.5	0.5	1.1	0.4	1.8	2.0	-21.1
东风集团	489 HK	未评级	4.3	n.a	n.a	4,492	94.9	54.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.5	0.0	2.0	2.1	-6.2
中国重汽	3808 HK	未评级	19.8	n.a	n.a	6,955	7.4	6.6	1.1	1.0	0.4	0.4	15.9	4.7	7.3	8.5	-7.6
平均							30.0	18.3	0.8	0.8	0.5	0.5	9.6	7.4	3.8	4.3	-11.1
汽车经销商																	
中升控股	881 HK	增持	11.8	24.0	104%	3,554	6.3	5.0	0.5	0.5	0.1	0.1	8.4	9.9	7.4	9.3	39.6
美东汽车	1268 HK	未评级	2.1	n.a	n.a	355	6.6	4.9	0.8	0.7	0.1	0.1	15.4	-17.6	7.0	11.0	-10.9
永达汽车	3669 HK	未评级	2.3	n.a	n.a	555	8.3	0.7	0.3	0.3	0.1	0.1	2.6	3.4	5.4	7.7	23.1
平均							7.1	3.5	0.6	0.5	0.1	0.1	8.8	-1.4	6.6	9.3	17.3
汽车零部件																	
潍柴动力	2338 HK	增持	15.5	19.1	23%	17,982	9.7	8.8	1.4	1.2	0.6	0.5	14.3	14.2	2.7	3.0	-4.5
福耀玻璃	3606 HK	增持	55.4	73.0	32%	20,403	15.1	12.9	3.2	2.8	3.1	2.6	21.4	21.4	2.6	2.6	-10.0
敏实集团	425 HK	增持	21.0	34.0	62%	3,074	8.4	7.2	1.0	0.9	0.8	0.7	12.1	12.7	2.4	4.2	27.0
京东方精电	710 HK	增持	5.7	7.6	34%	573	10.0	8.7	1.0	0.9	0.3	0.3	10.2	10.8	3.0	3.3	-68.1
耐世特	1316 HK	未评级	5.8	n.a	n.a	1,840	15.8	11.9	0.9	0.8	0.4	0.4	7.2	1.8	2.0	2.5	-13.0
平均							11.8	9.9	1.5	1.3	1.0	0.9	13.0	12.2	2.5	3.1	-13.7
整体平均							23.6	16.4	3.0	1.7	1.2	1.0	5.5	-0.8	2.8	3.5	-26.8

收盘价截至2025年6月2日, 未评级公司基于市场共识, 资料来源: 彭博、招商证券 (香港) 预测

财务预测表

资产负债表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	113,635	125,322	159,209	208,812	256,023
现金及现金等价物	35,746	40,865	54,467	77,070	101,130
限制性银行存款	943	2,881	2,881	2,881	2,881
贸易应收款项	42,711	58,307	72,940	92,362	109,007
存货	15,422	23,078	28,730	36,307	42,814
其他流动资产	18,813	191	191	191	191
非流动资产	78,963	104,070	112,272	117,481	121,924
物业、工厂及设备	27,351	26,384	26,106	25,185	24,164
租赁土地及土地使用权	3,600	4,126	4,617	5,048	5,443
无形资产	23,920	28,751	33,470	34,943	35,355
对合营公司投资	9,731	25,555	27,002	28,913	31,369
其他非流动资产	14,361	19,254	21,077	23,392	25,593
总资产	192,598	229,392	271,480	326,293	377,947
流动负债	96,824	127,200	157,903	199,069	234,421
贸易应付款项	87,398	125,379	156,082	197,248	232,600
当期所得税负债	774	960	960	960	960
短期贷款	0	30	30	30	30
其他流动负债	8,651	831	831	831	831
非流动负债	10,622	9,772	9,772	9,772	9,772
借款	2,840	414	414	414	414
应付债券	1,500	3,500	3,500	3,500	3,500
递延所得税负债	554	685	685	685	685
其他非流动负债	5,728	5,173	5,173	5,173	5,173
负债合计	107,446	136,972	167,675	208,841	244,193
发行股本	184	184	184	184	184
其他储备	76,912	86,558	97,798	111,258	127,332
永续资本证券	3,413	0	0	0	0
股东应占权益	80,509	86,742	97,982	111,442	127,516
少数股东权益	4,643	5,678	5,823	6,010	6,238
总权益	85,151	92,420	103,805	117,452	133,754
负债及权益合计	192,598	229,392	271,480	326,293	377,947

现金流量表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	22,342	26,507	30,849	38,547	40,240
税前盈利	4,950	18,404	16,720	21,729	26,797
折旧摊销	8,203	9,393	10,019	11,018	11,213
营运资金变动	11,238	9,316	9,211	12,564	10,827
已付所得税	-2,307	-3,499	-2,174	-3,042	-4,020
其他经营活动	258	-7,107	-2,928	-3,722	-4,578
投资活动现金流	-16,145	-9,132	-14,134	-10,903	-9,705
资本支出	-15,150	-12,836	-14,461	-11,569	-10,605
已收利息	922	1,117	866	1,097	1,295
其他投资活动	-1,917	2,588	-539	-431	-395
筹资活动现金流	-2,764	-13,297	-3,113	-5,040	-6,475
净借款	663	611	0	0	0
已付股息	-1,916	-2,051	-3,113	-5,040	-6,475
其他融资活动	-1,511	-11,857	0	0	0
现金净增加额	3,434	4,079	13,602	22,604	24,059
汇率变动影响	0	11	0	0	0
期末现金及现金等价物	35,746	40,865	54,467	77,070	101,130

利润表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售收入	179,204	240,194	300,478	380,488	449,056
销售成本	-151,789	-201,993	-251,459	-317,780	-374,735
毛利	27,415	38,201	49,019	62,708	74,321
分销成本	-11,832	-13,283	-16,526	-20,927	-24,698
行政开支	-4,210	-4,897	-6,010	-7,610	-8,981
其他收入净额	-7,249	-11,389	-12,690	-16,164	-18,423
运营利润	4,124	8,632	13,793	18,007	22,219
财务费用	544	692	866	1,097	1,295
联营公司投资收益	365	530	615	713	827
合营企业投资收益	234	439	1,446	1,911	2,456
其他非营业收入	-317	8,110	0	0	0
税前利润	4,950	18,404	16,720	21,729	26,797
应交所得税	-15	-1,604	-2,174	-3,042	-4,020
本年利润	4,935	16,799	14,547	18,687	22,777
少数股东收益	373	-167	-145	-187	-228
股东应占利润	5,308	16,632	14,401	18,500	22,550
每股收益 (人民币元)	0.51	1.63	1.43	1.84	2.24

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	21.1%	34.0%	25.1%	26.6%	18.0%
营业利润	102.2%	109.3%	59.8%	30.6%	23.4%
净利润	0.9%	213.3%	-13.4%	28.5%	21.9%
获利能力					
毛利润率	15.3%	15.9%	16.3%	16.5%	16.6%
经营利润率	2.3%	3.6%	4.6%	4.7%	4.9%
净利率	3.0%	6.9%	4.8%	4.9%	5.0%
ROE	6.6%	19.2%	14.7%	16.6%	17.7%
ROA	2.8%	7.3%	5.3%	5.7%	6.0%
偿债能力					
资产负债率	55.8%	59.7%	61.8%	64.0%	64.6%
净负债比例	-40.9%	-46.6%	-55.1%	-68.8%	-79.0%
流动比率	1.17	0.99	1.01	1.05	1.09
速动比率	1.01	0.80	0.83	0.87	0.91
营运能力					
资产周转天数	357	321	304	287	286
存货周转天数	32	35	38	37	39
应收账款周转天数	79	77	80	79	82
应付账款周转天数	184	192	204	203	209
每股资料 (人民币元)					
每股收益	0.51	1.63	1.43	1.84	2.24
每股现金	3.55	4.06	5.41	7.65	10.04
每股净资产	8.00	8.61	9.73	11.06	12.66
每股派息	0.20	0.31	0.50	0.64	0.78
估值比率(倍)					
市盈率	31.4	21.4	11.2	8.7	7.2
市净率	2.0	1.9	1.6	1.4	1.3

资料来源：公司报表、招商证券（香港）预测

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
增持	预期股价在未来 12 个月上升 10% 以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10% 或以内
减持	预期股价在未来 12 个月下跌 10% 以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关关系。

监管披露

有关重要披露事项, 请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责条款

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料, 但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失, 概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券, 工具或策略, 可能并不适合所有投资者, 某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制, 不能在全球范围内不受限制地提供, 和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商, 除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外, 招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计, 可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析, 基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准, 此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时, 并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息, 并承担风险。投资者须按照自己的判断, 决定是否使用本报告所载的内容和信息, 并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见, 并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险, 而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分

发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828