



吉利汽车 (00175.HK)

买入 (首次覆盖)

港股公司深度研究

证券研究报告

低成本路线、强爆款打造、经营持续向上，自主龙头车企再进发

投资逻辑

公司经历底部反转后经营势头持续向上：根据公司官方的披露，2025年4月，公司销售乘用车23.41万辆，同/环比+52.7%/+0.8%，25年累计93.8万辆，同比+49.1%；其中电车12.6万辆，同/环比+144.2%/+4.9%，25年1-4月累计46.5万辆，同比+137.7%；公司销量表现持续强势，其中电车饱受价格战影响但持续平稳，销量连续破新高，燃油车则仍在逆势上扬。

公司困境反转的核心原因来自：1) 低成本路线落地：推出GEA平台和EM-i超级混动技术，产品爆款能力大幅增强；2) 强爆款周期：公司在爆款打造能力增强的同时，从24年下半年起进入轰轰烈烈的新车周期，吉利银河E5/吉利星愿/吉利银河星舰7均成市场爆款，25年起更是有10款新车推出，其中吉利银河5款；3) 内部整合后经营持续向上，24年下半年公司发布台州宣言，并大规模开启整合，关联交易、内部资源浪费大幅减少，因而大幅增强公司盈利能力。因而在24Q3开始，公司虽然经历俄罗斯市场萎缩、市场价格战愈发激烈，但在财务上依旧量利齐升。25Q1公司扣除汇兑收益后还原得到真实归母净利润34.9亿元，略高于业绩预告33.5亿元的中值，同/环比+123.3%/-10.5%；Q1单车净利0.67万元，同/环比+102.9%/-10.3%，表现大超市场预期。

公司作为市场进攻者，后续将进入量利齐升的阶段，持续看好。1) 公司目前电车产品矩阵仍不完善，仍处在通过推出新车持续获得规模效应的阶段，后续公司规模效应有望进一步扩张，处于边际周期向上的阶段；而在出海板块，公司在非俄市场亦处于起步阶段，颇具成长性；2) 降本和内部整合后，未来公司目前在成本上相对市场龙头的劣势在持续缩小，有充足的空间面对市场价格竞争；3) 公司产品覆盖范围更广，面对市场需求不足的情形具有更好的抗压能力，遍布燃油、纯电、插混，日系、德系、新势力，大众市场、中高端市场和豪华市场。

我们认为，伴随新车周期的延续和公司强有力的爆款打造能力，公司有望在后续实现量利齐升，且公司对价格战的抗压能力较强。作为后续市场竞争中的进攻者，我们持续看好公司发展。

盈利预测、估值和评级

吉利汽车成本低、爆款强、新车周期强劲、内部经营向上，持续看好公司后续量价齐升。我们预计公司25/26/27年总销量297.6/362.7/413.5万辆，归母净利润166.0/196.8/239.7亿元，对应目前PE为10.9/9.2/7.6倍。由于公司24年存在约91亿元的非经营性损益，并在25年存在汇兑收益，故需要对其进行扣除，由此计算公司25/26/27年的实际净利润为145.0/196.8/239.7亿元，按照可比公司估值，基于25年估值给予公司15XPE，根据实际净利润计算目标市值2175亿元，对应2375.4亿港元，目标价23.55港币，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

行业竞争加剧，汽车与电动车产销量不及预期，地缘政治影响。

新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业 S1130512080001)
yaoy@gjzq.com.cn

市价 (港币)：17.94 元

目标价 (港币)：23.55 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	179,204	240,194	346,765	445,934	514,928
营业收入增长率	21.11%	34.03%	44.37%	28.60%	15.47%
归母净利润(百万元)	5,308	16,632	16,596	19,683	23,969
归母净利润增长率	0.91%	213.32%	-0.22%	18.60%	21.78%
摊薄每股收益(元)	0.53	1.65	1.65	1.95	2.38
每股经营性现金流净额	2.22	2.63	2.32	2.79	2.89
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.59%	19.17%	17.11%	18.18%	19.52%
P/E	34.08	10.88	10.90	9.19	7.55
P/B	1.07	1.72	1.86	1.67	1.47

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、公司现状：经营向上的自主头部车企，转型阵痛期已过，销量、盈利势能均强劲.....	5
1.1 公司结构：母子公司关系厘清，内部整合后股权关系已逐渐明晰.....	5
1.2 销量向上：新能源势能强劲销量连续超预期，燃油基本盘表现稳固.....	7
1.3 盈利向上：阵痛期已过，公司盈利拐点过后利润持续向上.....	10
二、业绩向上的原因：低成本路线落地、强爆款打造能力、内部整合持续加速.....	14
2.1 低成本路线落地：GEA 架构、EM-i 单档混动技术，母公司全产业链线条布局下自研自供.....	14
2.2 强爆款打造能力：产品性价比卓越精细化打造能力不俗，燃油、纯电、插混、低端、高端均有爆款车型出现.....	18
2.3 内部整合持续加速：“台州宣言”为引公司内部整合加速，管理经营向上确定.....	24
三、展望：25 年新车势能强劲或将量价齐升，海外有望触底反弹.....	26
3.1 电车新车势能强劲：公司 25 年新车批量推出，后续仍有大量产品推出空间.....	26
3.2 燃油车或将维持稳健：国内燃油市场仍保有需求，产品力强劲保障其燃油车基数.....	28
3.3 海外有望触底反弹：新市场不断开拓电车出海开幕，出海有望持续改善.....	29
四、如何看待价格战、整车竞争格局和未来吉利的市场地位？公司作为市场进攻者，其市场占有率提升是确定的.....	31
4.1 公司处于市场进攻者位置，电车产品后发优势明显，后续仍有强新车周期和出海叙事.....	32
4.2 公司整体产品覆盖面更广，国内销量上限更高.....	36
4.3 作为市场进攻者正处规模效应扩张期，内部整合下有望量价齐升，价格战影响或低于市场预期....	37
五、盈利预测与投资建议：当前时间点公司胜率、倍率均高，25 年或有突破性进展.....	38
5.1 分部门销量预测：预计销量仍将维持强势增长.....	38
5.2 分部门营收&毛利预测：吉利银河预计突破式进展拉动业绩超预期，燃油表现稳健.....	39
5.3 汇总盈利预测：吉利银河业务拉动，公司 25 年有较大概率超出市场预期.....	40
5.4 投资建议及估值：经营向上的自主汽车龙头，持续重点推荐.....	41
六、风险提示.....	41

图表目录

图表 1：吉利控股集团与吉利汽车（0175.HK）之股权关系和品牌架构.....	5
图表 2：吉利汽车（0175.HK）旗下各品牌及核心定位区别（极氪私有化后）.....	6
图表 3：吉利汽车（0175.HK）当前联营、合营子公司一览.....	6
图表 4：吉利汽车分部门/分品牌销量概览（2022-2025 年，辆）.....	7
图表 5：吉利汽车月销量（辆）.....	8
图表 6：吉利汽车月出口量（辆）.....	8
图表 7：吉利汽车电车分品牌月出口量及占总出口量的比例（辆）.....	8



图表 8: 吉利银河月销量 (辆)	9
图表 9: 吉利燃油月销量 (辆)	9
图表 10: 比亚迪 4 月初对两网车型进行大额终端置换补贴	9
图表 11: 价格战压力下, 吉利银河周销量和市占率整体维持稳健 (2025 年, 辆)	9
图表 12: 领克月销量 (辆)	10
图表 13: 极氪月销量 (辆)	10
图表 14: 吉利几何销量不及预期 (辆)	11
图表 15: 吉利银河 E8 采用的大连屏设计风格	11
图表 16: 2016-2023 年吉利汽车销量 (辆)	11
图表 17: 2016-2023 年吉利汽车净利润与单车净利 (左: 净利润, 亿元; 右: 单车净利, 万元)	11
图表 18: 吉利 vs 可比公司: 毛利率 (%)	12
图表 19: 吉利 vs 可比公司: 单车净利 (元)	12
图表 20: 23Q1-25Q1 吉利汽车毛利率 (%)	12
图表 21: 23Q1-25Q1 吉利汽车实际净利润 (亿元)	12
图表 22: 极氪港股口径净利润 (亿元)	13
图表 23: 吉利银河月销量与车型结构 (辆)	13
图表 24: 吉利电车季度市占率持续提升	14
图表 25: 公司吉利银河季度净利润与单车盈利拆解 (23Q1-25Q1, 辆, 万元)	14
图表 26: 吉利 GEA 平台	15
图表 27: 吉利银河 L7 VS 吉利银河星舰 7 吉利汽车技术降本下的成本对比	16
图表 28: 吉利汽车自研自供电池体系—吉曜通行集团	17
图表 29: 金砖电池性能强悍	17
图表 30: FlymeAuto 车机系统	18
图表 31: 吉利千里浩瀚智能驾驶系统	18
图表 32: 整车市场的三种爆款打造策略: 新兴市场策略、极致性价比策略、品牌力策略	19
图表 33: 吉利星越 L 稳居自主车企燃油车周销量头部 (25 年 21 周, 辆)	19
图表 34: 吉利星愿已超越海鸥, 成为全市场纯电车销量榜首车型 (25 年 20 周, 辆)	19
图表 35: 2017 年紧凑型 SUV 市场竞争格局 (辆)	20
图表 36: 在哈弗 H6 之后, 国内乘用车市场快速 SUV 化, 印证市场对 SUV 的巨大需求	20
图表 37: 吉利星越上市至 24 年 3 月的销售表现 (辆, 左为销量, 右为年度累计)	21
图表 38: 吉利星越 L 内饰 (2025 年东方曜版)	21
图表 39: 吉利星越 L 外观 (2025 年东方曜版)	21
图表 40: 比亚迪宋 PLUS DM-i 内饰 (2025 年智驾版)	22
图表 41: 比亚迪宋 PLUS DM-i 外观 (2025 年智驾版)	22
图表 42: 极氪 001 用户画像	22



图表 43: 旅行版/猎装车相比三厢车型通常定价较高	22
图表 44: 领克 900 外观	23
图表 45: 领克 900 内饰	23
图表 46: 台州宣言的核心内容	24
图表 47: 吉利汽车台州宣言后的整合动作一览	25
图表 48: 吉利汽车 2025 年预计上市新车一览	26
图表 49: 吉利银河 A7 EM-i	27
图表 50: 吉利银河 M9	27
图表 51: 极氪 007GT 上市后极氪周度销量提升并不明显 (2025 年, 万辆)	27
图表 52: 极氪 9X	27
图表 53: 市场周度电车渗透率陷入缓慢增长状态	28
图表 54: 吉利汽车出口销量 (批发口径, 辆)	29
图表 55: 吉利汽车 2024 年海外出口按地区占比 (零售, 部分统计口径缺失)	30
图表 56: 俄罗斯市场吉利汽车销量和占吉利汽车批售的比例 (辆)	30
图表 57: 吉利入股宝腾后销量持续上扬 (万辆, %)	30
图表 58: 吉利通过宝腾每年出口量 (辆)	31
图表 59: 比亚迪在低端市场的产品矩阵一览	32
图表 60: 比亚迪 2025 年周度销量表现 (仅王朝、海洋网, 辆)	33
图表 61: 降价无用, 燃油车销量在 2023-2024 年出现崩溃 (辆)	33
图表 62: 燃油车市场折扣额度追踪	33
图表 63: 吉利星愿外观	34
图表 64: 比亚迪海豚外观	34
图表 65: 吉利星愿&比亚迪海豚&比亚迪海鸥月销量 (24 年 10 月起, 辆)	35
图表 66: 吉利星舰 7 除以比亚迪宋 Pro 的周度销量对比 (占比, 2025 年)	35
图表 67: 比亚迪 VS 吉利银河, 周度销量对比 (2025 年, 万辆, %)	35
图表 68: 国内电车市场车企周度市占率对比 (2025 年)	36
图表 69: 对汽车市场用户取向的简单划分	36
图表 70: 吉利汽车面对的消费人群是更加广泛的	37
图表 71: 吉利银河当前产品矩阵一览、2025 年 4 月销量及低端车型销量占比 (辆)	38
图表 72: 吉利汽车相对于市场主流竞争对手产品数量明显偏少 (款)	38
图表 73: 吉利汽车 25-27 年分部门销量预测 (辆)	39
图表 74: 吉利汽车各部门业务毛利率及单车 ASP 拆解 (万元)	39
图表 75: 吉利汽车盈利测算	40
图表 76: 吉利汽车分部门净利润一览	41
图表 77: 可比公司估值比较	41



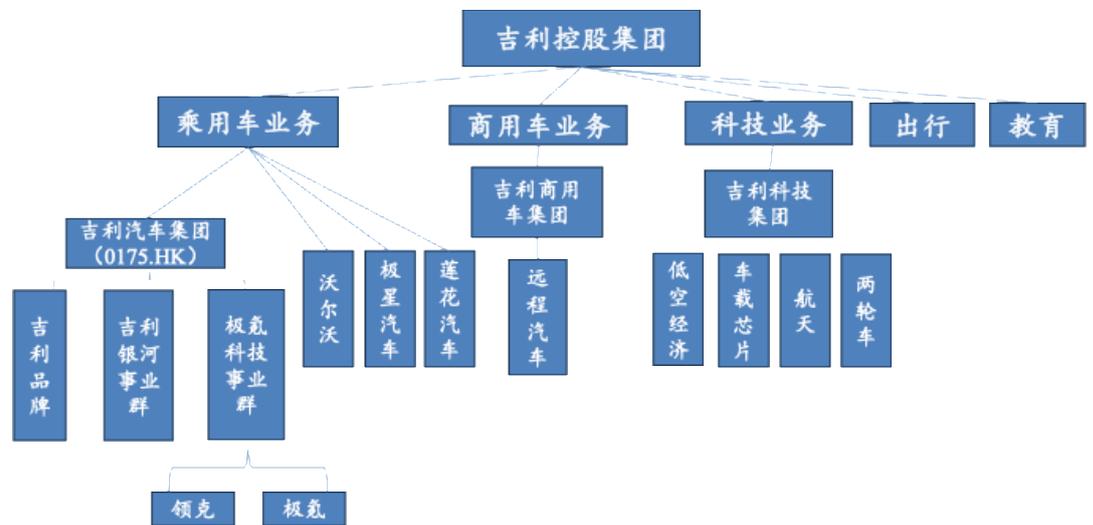
一、公司现状：经营向上的自主头部车企，转型阵痛期已过，销量、盈利势能均强劲

1.1 公司结构：母子公司关系厘清，内部整合后股权关系已逐渐明晰

提及吉利汽车，市场对其的一大误解便是认为公司股权繁乱，这一误解通常来自于公司母公司吉利控股集团，自 2011 年收购沃尔沃，并经过数年的扩张后，母公司吉利控股集团已经成为一个打通汽车全产业链的大集团，旗下包括乘用车集团（吉利汽车、沃尔沃汽车、莲花汽车等）、商用车（吉利远程）、两轮车（钱江摩托）、汽车零部件（吉曜通行电池、亿咖通、星纪魅族、千里科技）以及如教育、金融等其他领域。由于同名，导致市场通常会将公司与母公司混淆，形成误解。

事实上，吉利汽车（0175.HK）系母公司吉利控股集团的全资子公司，也是吉利控股集团旗下的旗舰上市公司。经过“台州宣言”后的多轮内部整合后，吉利汽车当前的职能划分和股权结构已十分清晰，其旗下可以分为吉利燃油车、吉利银河事业群、极氪科技事业群两大事业群，其中：

图表1：吉利控股集团与吉利汽车（0175.HK）之股权关系和品牌架构



来源：吉利控股集团官网，wind，国金证券研究所

1、吉利燃油车：定位大众品牌，系原有吉利燃油，分属于吉利品牌，可以称其为中国星系列，其中分为帝豪、缤（越）、博（越/瑞）、星（越/瑞）等产品，均为燃油紧凑型车型，主打大众化市场。通常来讲，越代表的产品为 SUV、帝豪&瑞代表的产品为轿车。

2、吉利银河事业群：品牌由原有吉利几何和吉利银河合并而来，定位亦为大众市场，系公司非极氪、领克的全部电动车之总和，其中包含几何（GEOME，原吉利几何）系列和吉利银河系列，并由此拆分为银河 A 网（原吉利银河渠道，销售字母开头车型）和银河 B 网（原吉利几何渠道，销售星字开头车型）两个渠道网络。整合后的吉利银河品牌定位均面向大众市场，产品对标比亚迪的王朝、海洋网。

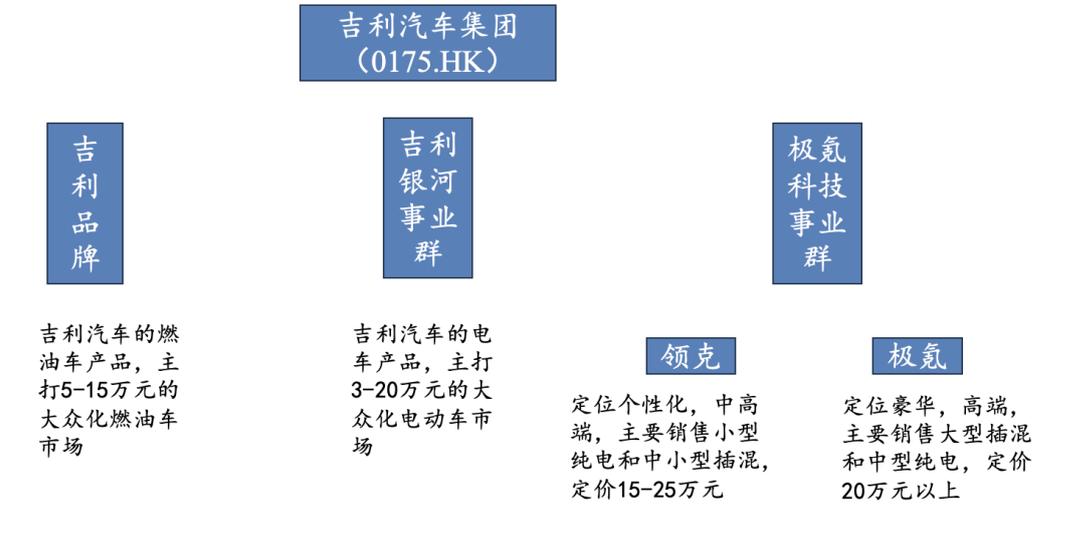
3、极氪科技事业群：现由极氪 CEO 安聪慧领导，在 24Q4 由极氪、领克两大品牌整合而来，定位中高端市场，但双方定位有一定区别，可以解释为“领克向宽，极氪向上”：1) 领克：定位中高端品牌，但同时主打年轻、潮流、时尚。由于历史原因，领克在产品线上略显混乱，其采用的内部技术方案也是鱼龙混杂，包括 em-p 技术、CMA 平台、SEA 平台、SPA/SPA Evo 平台等。由此领克产品涵盖燃油车、中端纯电车、中高端插电混动车型，后续产品线将聚焦中小型纯电车（如领克 Z10/Z20）和中型插混车（如领克 07/08），并保留部分燃油热销车型（领克 03），深耕中高端市场中相对大众的部分，是为“领克向宽”。

2) 极氪：极氪定位高端，产品矩阵相比领克更高。早期的极氪主打小众个性化且集中于纯电产品，如极氪 001/009/X 等，24Q3 公司推出极氪 7X 方才进入主流销售市场。后续看公司的产品主要将分为 P 线和 Z 线两大产品线，P 线采用当前 007、7X 的设计语言，多为纯电车型，售价通常在 30 万以下；Z 线采用彼得·霍布里的都市天际线设计语言，与领克同宗同源，如极氪 001/009，以及后续将上市的 9X/8X 等，后续车型多为插电混动，采



用 SEA-R 平台和极氪超级电混技术，定价多在 30 万以上。后续看，极氪主打 20-30 万的纯电车型和 30 万以上的大型插混车型，整体品牌相对当前 20-30 万的区间上移，系为“极氪向上”。

图2：吉利汽车（0175.HK）旗下各品牌及核心定位区别（极氪私有化后）



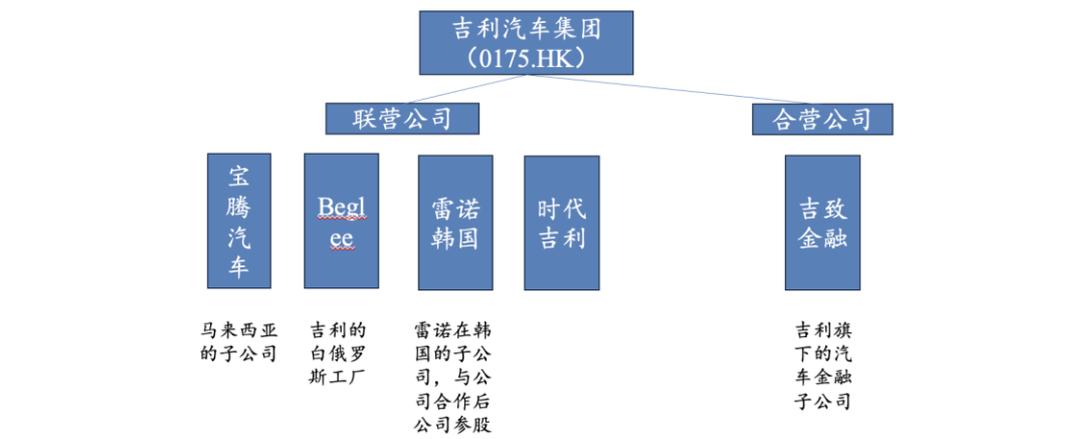
来源：国金证券研究所

3、其他业务：除去汽车主营业务外，公司还有 1) 零部件等收入和 2) 联营、合营公司投资收益两个板块，其中存在一定的关联交易。其中合营公司：

目前主要为吉致金融，系旗下金融公司，持股比 75%；领克持股 50%，25 年在并入极氪以及极氪私有化后已退出；此外还有与雷诺合资成立的 Horse Powertrain，生产汽车发动机变速箱，持股 29.7%。

联营公司则主要包括：1) 宝腾，持股比 49.9%，为马来西亚的汽车生产公司，并将公司部分产品如帝豪、星越等在本地化生产换标后在马来西亚进行销售，计入公司出口量；同时公司获得宝腾经营的投资收益；2) 雷诺韩国：持股比 34%，公司在韩国与雷诺的合资公司，公司将部分核心零部件出口至韩国后在本地组装，不计入出口量计入零部件收入；同时公司获得雷诺韩国经营的投资收益；3) Begl ee，与白俄罗斯合资，公司持股 36.7%，用于俄罗斯和白俄罗斯吉利汽车的生产；4) 时代吉利，浩瀚能源等体系内公司。

图3：吉利汽车（0175.HK）当前联营、合营子公司一览



来源：吉利汽车官网，国金证券研究所

综上所述，经过半年的大幅整合后，公司目前的股权结构已经逐渐明晰，主营业务四个品牌之间各自有所区隔，事实上内部竞争已较少。



1.2 销量向上：新能源势能强劲销量连续超预期，燃油基本盘表现稳固

1.2.1 概览：新能源销量持续超预期，出口短期承压

公司当前销量表现强势，连续超预期：根据公司官方的披露，2025年4月，公司销售乘用车23.41万辆，同/环比+52.7%/+0.8%，25年1-4月累计93.8万辆，同比+49.1%；其中电车12.6万辆，同/环比+144.2%/+4.9%，25年1-4月累计46.5万辆，同比+137.7%；出口2.4万辆，同/环比-36.7%/-34.9%，25年1-4月累计11.3万辆，同比-10%；公司销量表现持续强势，其中电车饱受价格战影响但持续平稳，销量连续破新高，燃油车则仍在逆势上扬。

图表4：吉利汽车分部门/分品牌销量概览（2022-2025年，辆）

年份	2022年	2023年	2024年	2025年1-4月
总量	1432988	1686516	2176567	937936
其中燃油	1105423	1199055	1288332	473173
其中新能源	327565	487461	888235	464763
其中出口	198242	274101	403316	112893
吉利	949772	1029181	1170739	426254
吉利银河	175981	280399	498264	356355
领克	274943	311282	246588	117722
其中燃油	140434	156440	117593	46919
其中新能源	134509	154842	128995	70803
极氪	71941	118685	222123	55130
睿蓝	56140	38001		
其中燃油	15217	13434		
其中新能源	40923	24567		

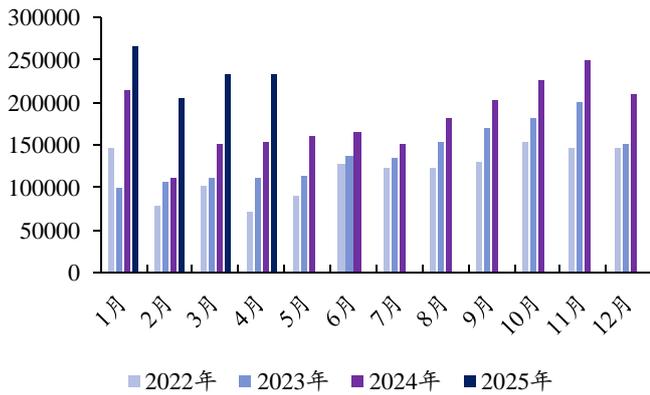
来源：乘联会，国金证券研究所

唯一稍弱的在于出口板块，系受到俄罗斯市场持续低迷影响，24年公司在俄罗斯销售达19.8万辆占出口总量的49.1%，高度依赖俄罗斯市场。而25年以来，一方面，俄罗斯市场报废税大幅增加后车企市场有涨价现象；另一方面同时为抑制俄罗斯通货膨胀，俄罗斯执行20%的超高基准利率，导致俄罗斯车市出现普遍下滑，销量大幅萎缩。我们以24年4月为例，根据俄罗斯研究机构Autostat的数据，25年4月，俄罗斯汽车市场共售出102107辆新车，与2024年同月相比下降25.5%。由于战争的延续，我们预计俄罗斯市场后续年内需求仍不乐观。而在其他市场，公司销量增长强势，根据公司的披露，抛除东欧市场吉利出口销量同比增长超40%，在拉美一季度同比增长67%，亚太增长超80%。

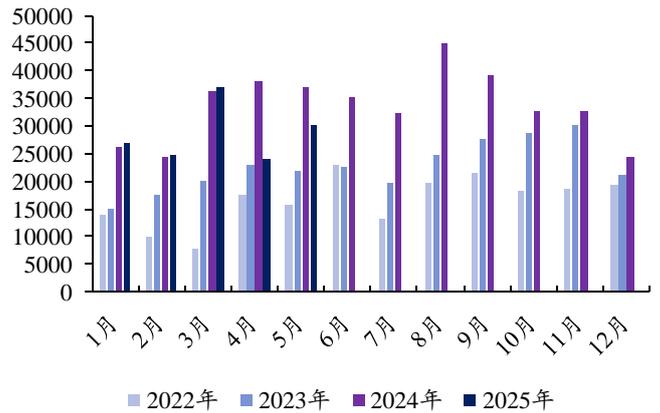
为替代俄罗斯市场的不利影响，目前公司在安排吉利银河品牌的电车出海，25年以来公司在快速将新能源产品推向市场，银河E5上市后热卖，上市仅两周订单即超过2500台，在马来西亚连续两个月排新能源第一位，星愿也将在年内进入海外市场，年内星舰7有望出口进入海外市场。由此我们预计5月以后国际化销量将回到3万台以上、接下来每个月每个季度都会有提升。



图表5: 吉利汽车月销量 (辆)



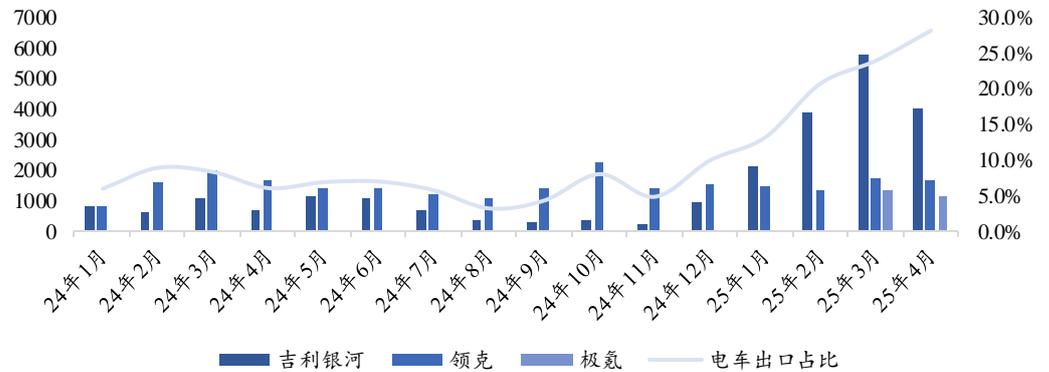
图表6: 吉利汽车月出口量 (辆)



来源: 吉利汽车官网, 国金证券研究所

来源: 吉利汽车官网, 国金证券研究所

图表7: 吉利汽车电车分品牌月出口量及占总出口量的比例 (辆)



来源: 乘联会, 国金证券研究所

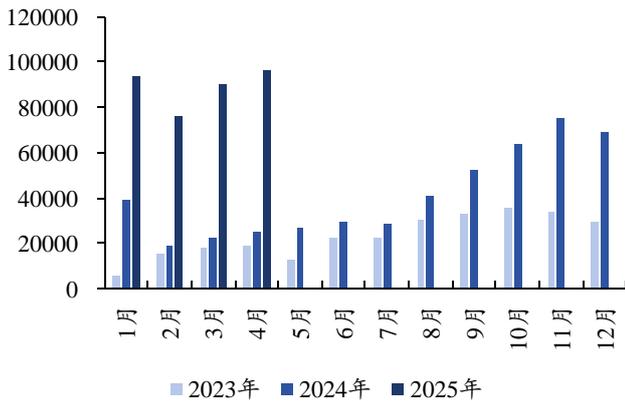
1.2.2 分品牌: 四大板块中仅极氪相对承压, 吉利银河、燃油车表现强势, 回应市场质疑

其中, 我们按照前文中的四个品牌将公司销量拆解, 来解析 25 年以来公司销量情况和内在原因:

1) 吉利银河: 4月销售 9.7 万辆, 同比+285.2%, 环比持续增长, 再超预期; 伴随 5 月新车星耀 8 上市, 环比有望持续提升; 吉利银河的强势是远超市场预期的, 此前市场对吉利的悲观情绪蔓延, 原因在于市场价格竞争有加剧趋势。但事实上我们看, 吉利银河 1-4 月在没有新车的情况下, 其周/月销量表现均较为稳定, 并未明显受到市场价格竞争的影响, 充分说明了其产品力和韧性。

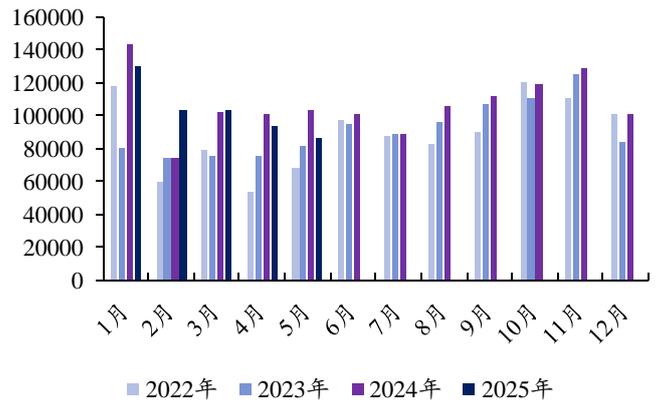


图表8: 吉利银河月销量 (辆)



来源: 吉利汽车官网, 国金证券研究所

图表9: 吉利燃油月销量 (辆)



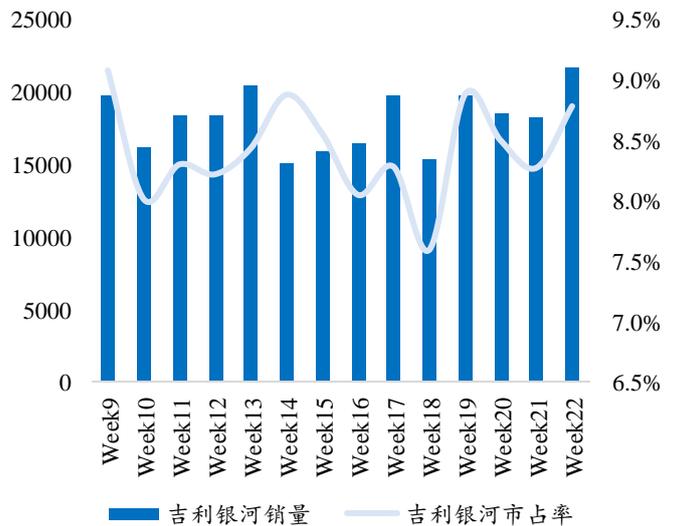
来源: 吉利汽车官网, 国金证券研究所

图表10: 比亚迪4月初对两网车型进行大额终端置换补贴

销售网络	车系	MSRP	本品品牌置换补贴			他品品牌置换补贴		
			3月	4月	变动	3月	4月	变动
王朝	夏DM-i 冠军版	249,800-309,800	8,000	22,000	14,000	8,000(MPV) 6,000(非MPV)	20,000	12,000-14,000
	汉DM-i 冠军版/2025款	165,800-225,800	8,000(全国) 10,000(京沪)	15,000	5,000-7,000	6,000(全国) 8,000(京沪)	10,000	2,000-4,000
	汉EV 冠军版/2025款	179,800-249,800	8,000(全国) 10,000(京沪)	15,000	5,000-7,000	6,000(全国) 8,000(京沪)	10,000	2,000-4,000
	唐DM-i 冠军版/2025款	179,800-219,800	8,000(全国) 10,000(京沪)	15,000	5,000-7,000	6,000(全国) 8,000(京沪)	10,000	2,000-4,000
	宋L EV 冠军版	189,800-249,800	6,000	15,000	9,000	5,000	10,000	5,000
	宋L EV 2025款	169,800-249,800	6,000(全国) 8,000(京沪)	15,000	7,000-9,000	5,000(全国) 7,000(京沪)	10,000	3,000-5,000
	宋L DM-i 冠军版/2024款	135,800-175,800	5,000	10,000	5,000	4,000	8,000	4,000
	秦L DM-i 冠军版/2024款	99,800-139,800	5,000	10,000	5,000	3,000	8,000	5,000
	秦Plus DM-i 第二代智驾版/荣耀版	103,800-125,800	5,000(120km) 0(55km)	6,000	1,000-6,000	2,500(120km) 0(55km)	5,000	2,500-5,000
	秦Plus EV 荣耀版	109,800-139,800	5,000	6,000	1,000	2,500	5,000	2,500
	第二代宋Pro DM-i 冠军版/2025款	102,800-142,800	4,000	6,000	2,000	3,000	5,000	2,000
	宋Pro DM-i 荣耀版	122,800-139,800	5,000(全国) 0(京沪/京粤)	6,000	1,000-6,000	2,500(全国) 0(京沪/京粤)	5,000(全国) 0(京沪/京粤)	2,500-5,000
	元Plus 第二代智驾版/荣耀版	115,800-147,800	4,000	6,000	2,000	2,000	5,000	3,000
	元UP 冠军版/2024款	96,800-119,800	4,000	5,000	1,000	2,000	4,000	2,000

来源: 杰兰路, 国金证券研究所

图表11: 价格战压力下, 吉利银河周销量和市占率整体维持稳健 (2025年, 辆)



来源: 交强险, 国金证券研究所

2) 领克: 目前销量同样表现强势, 4月销量 2.8 万辆, 同比+47.3%。4月底领克 900 上市定价超预期, 形成市场爆款, 大定破 3 万, 市场反馈亦大大超出市场预期, 亦有望在 5 月放量, 后续销量有望持续走强;

3) 极氪: 目前深陷舆论漩涡表现低迷, 4月销量 1.4 万辆, 同比-14.7%; 上半年新车极氪 007 GT 已经交付上量, 但仍非走量大众车型, 同时其他车型表现弱势, 系由于此前舆论事件持续发酵, 导致公司此前寄予厚望的极氪 7X 表现不佳, 预计短期内仍将承压。事实上, 极氪品牌的产品综合素质仍是过硬的;

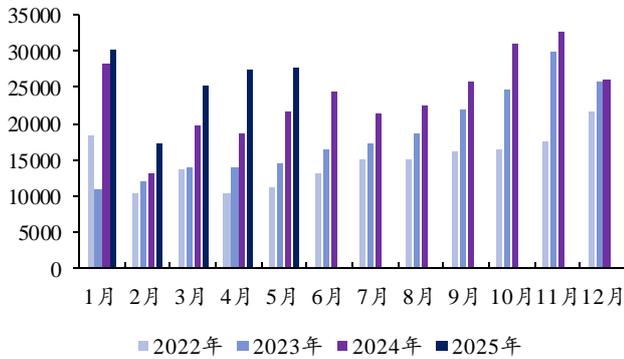
4) 吉利燃油: 此前市场对公司的另一个核心忧虑点在于市场油电替代的大背景下, 燃油车销量是否会下降, 进而影响公司总销量的达成或影响公司的利润。但事实是公司燃油车表现强势, 4月吉利燃油车销量上涨 9.6 万辆, 同比+3%, 逆势上涨。这得益于公司燃油产品在领先的电子电气架构下在舒适性配置上相对电车并不落后, 同时燃油车中拥有行业领先的动力组合, 自身产品性价比并不明显落后于电动车型, 对合资燃油则更高。

同时针对传统燃油车, 我们可以主要分为日系路线和德系路线两类。其中日系路线主打低能耗、耐用和不易故障, 代表就是日系丰田、本田、日产和韩系起亚现代、自主的长城等, 同时 HEV 技术在进一步优化油耗的同时, 保障了其动力的充沛; 但由于比亚迪插混的强势, DM-i 技术在节能上更胜一筹, 因而在新能源冲击下对家用低油耗的需求基本转向比亚迪, 传统的日系路线早已不适合市场;



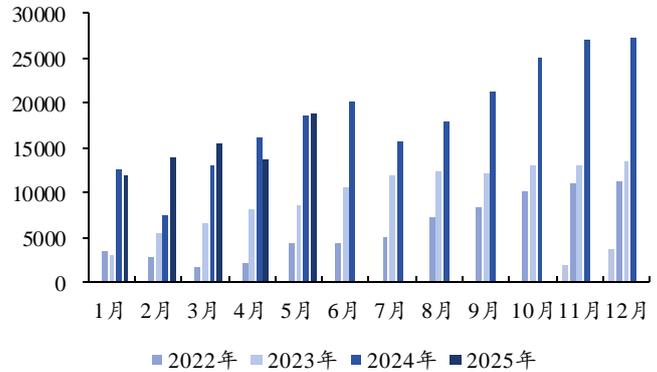
由此，目前燃油市场的剩余消费者核心特征为偏好燃油动力形式，但更看重整车舒适性配置和机械素质。燃油车偏好开始转向动力、驾控和舒适性配置上，对低油耗的偏好减弱，因而更加适配德系方案。而吉利汽车采用的沃尔沃高功方案和 CMA 平台在当前时间点与燃油市场需求更加契合，同时其较高的舒适性配置亦对德系大众等车型形成竞争优势，因而如吉利、红旗等德系平替产品在燃油市场表现强势，近年来销量、市占率连续上升。

图表12: 领克月销量 (辆)



来源: 吉利汽车官网, 国金证券研究所

图表13: 极氪月销量 (辆)



来源: 吉利汽车官网, 国金证券研究所

1.3 盈利向上: 阵痛期已过, 公司盈利拐点过后利润持续向上

1.3.1 困境: 早期新能源产品战略决策失误导致销量利润双承压

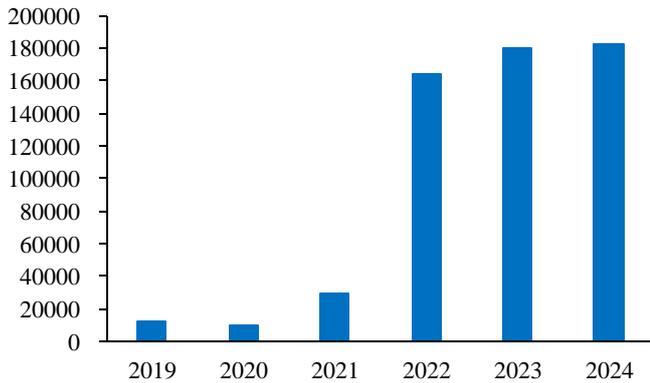
2019年, 车市发生严重价格战, 同时自2020年以来, 受电动化转型及油电替代潮流影响, 导致公司销量、利润双承压:

- 1、公司早期布局电车并不完善: 最早期公司在大众市场主力几何品牌, 主打【高端纯电】。但是事实上几何薄弱的产品力和品牌力, 无法承载公司做中高端产品的战略布局, 也不属于主流消费市场认知; 同时错过了市场插混产品的爆发期, 导致比亚迪在20年依靠插混和纯电小车快速崛起抢占公司燃油车市场。而几何品牌发展不佳, 最终沦为网约车品牌, 进而影响公司盈利, 形成销量、盈利双承压的局面。
- 2、高端化产品早期主打小众: 早期公司高端化市场主力车型为极氪001, 凭借其优秀的SEA平台驾控能力, 成为市场爆款。但极氪品牌如我们早期所说, 001、009、X三款产品均不是主力走量车型, 均为小众化产品, 叠加极氪较高的研发费用支出, 反而加大了公司在电车板块的亏损额;
- 3、吉利银河早期产品定位错误亦不及预期: 在几何品牌走弱的情形下, 公司推出吉利银河品牌, 替代几何品牌主打大众化市场, 但首先的两款产品银河L7/银河L6在设计上依旧延续了极氪的小众设计风格和几何的高端定位属性: 1) 银河L6/L7均采用竖屏中控屏, 其中L7采用三连屏, 同时二者外观上市场槽点颇多; 而被寄予厚望的银河E8则采用大连屏内饰, 市场接受度低; 2) 银河L6对标秦PLUS但上市时起售价高, 本质来自于公司早期仍有意将银河品牌塑造为星越类似的中端品牌, 因而采用了三档混动的雷神8848技术、CMA架构, 主打驾控, 但市场已经进入价格战状态, 消费者对价格是高度敏感的, 反而导致定价过高下销量走低。

最终吉利银河早期销量不及预期, 公司不得不对L6/L7/E8三款产品进行大幅促销, 形成大额亏损。



图表14: 吉利几何销量不及预期 (辆)



来源: 乘联会, 国金证券研究所

图表15: 吉利银河E8采用的大连屏设计风格

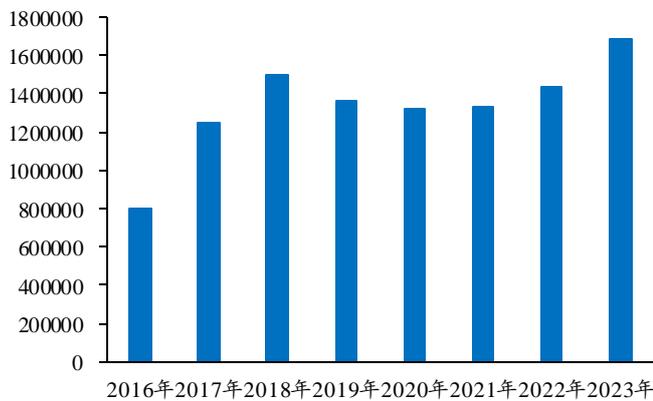


来源: 吉利汽车官网, 国金证券研究所

综上所述, 事实上公司早期受到: 1) 油电替代下市场竞争加剧; 2) 自身电车决策失误影响, 导致公司销量、盈利双双承压:

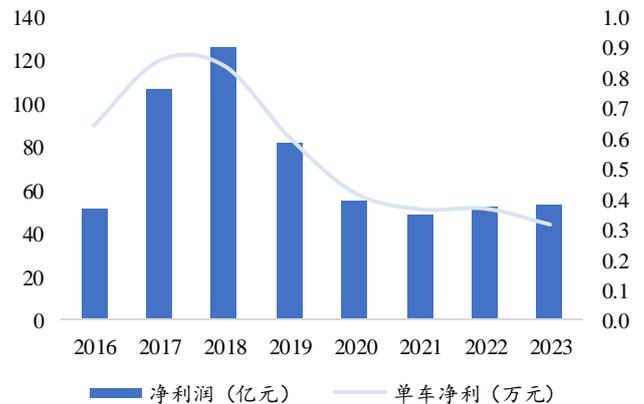
1) 销量角度: 19年开始公司销量陷入长期的停滞状态, 2019-2022年4年中, 公司销量仅从136.2万辆提升至143.3万辆, 连续4年几乎没有增长; 直至2023年, 公司在吉利银河品牌上市及俄罗斯市场出口表现强势的拉动下, 公司销量才重新回到增长区间, 达到168.7万辆。

图表16: 2016-2023年吉利汽车销量 (辆)



来源: 乘联会, 国金证券研究所

图表17: 2016-2023年吉利汽车净利润与单车净利
(左: 净利润, 亿元; 右: 单车净利, 万元)



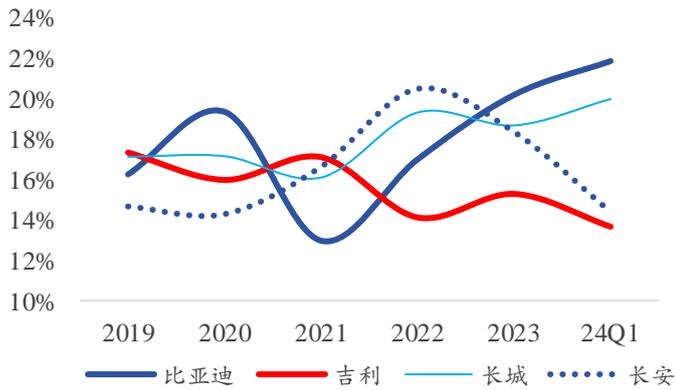
来源: 乘联会, wind, 国金证券研究所

2) 盈利角度: 同样的, 2020-2023年4年间, 公司净利润在48.5-55亿之间波动, 其中2018-2021年净利润出现了连续4年下降的情形, 相对2018年的高点腰斩。而我们用单车净利衡量公司盈利能力的话, 公司单车净利从2018年的0.85万元一路下滑至2023年的0.32万元, 这还是在高净利的出口板块持续增长的情形下带来的; 最后, 公司毛利率持续下降, 至2023年已经处于自主四强中最低。

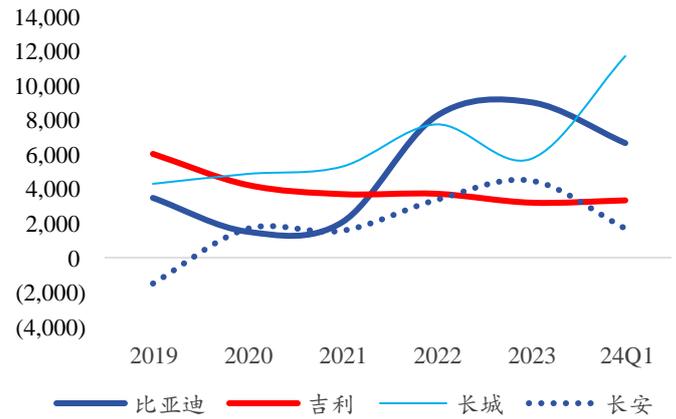
说明电车的高额亏损对公司盈利能力产生了重大影响, 导致公司盈利能力是大幅下降的。至2023年年底, 公司毛利率、单车净利相对比亚迪、长城、长安等其他传统自主车企均表现垫底。



图表18: 吉利 vs 可比公司: 毛利率 (%)



图表19: 吉利 vs 可比公司: 单车净利 (元)



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

1.3.2 现状: 24年经营强势出现拐点, 销量大超预期, 电车爆款频出业务已实现扭亏

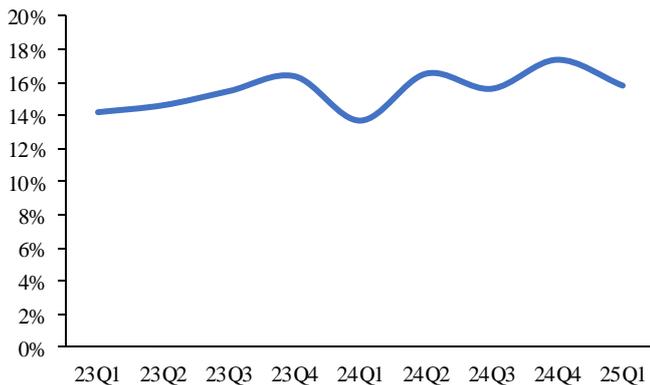
但是在 2024 年, 公司出现拐点, 盈利强势复苏: 24 年全年, 吉利汽车累计销售汽车 217.7 万辆, 同比+32%, 营收 2401.9 亿元, 同比+34%; 单车 ASP 12.7 万元, 同比-1.5%; 24 年全年, 公司总毛利率 15.9%, 同比+0.6pct; 净利 168.1 亿元, 同比+240.3%, 扣非后归母净利 85.2 亿元, 同比+52%。

至 2025 年 Q1, 公司经营锦上添花, 销量盈利均进一步增强: 1) 销量: Q1 吉利销售汽车 70.4 万辆, 同/环比+47.9%/+2.4%;

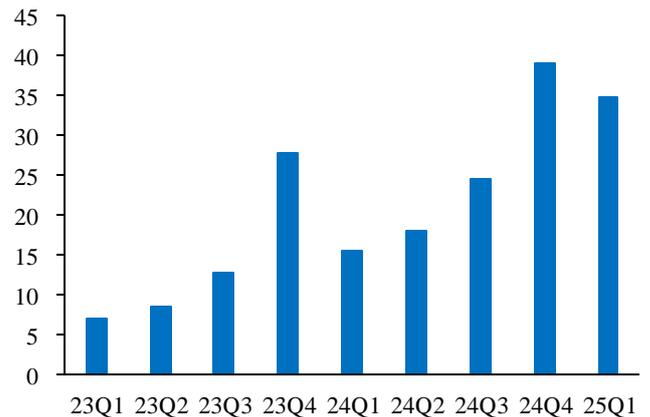
2) 营收: 营收 725 亿元, 同/环比+38.6%/+0%; 我们计算 Q1 单车 ASP (含领克) 10.3 万元, 同/环比-6.3%/-2.4%;

3) 利润: Q1 公司毛利率 15.8%, 同/环比+2.1pct/+1.6pct; 归母净利润 56.7 亿元, 同/环比+262.9%/51.8%; 净利率 8.1%; 其中包含约 21.8 亿元的汇兑收益, 扣除后还原得到归母净利润 34.9 亿元同比+123.3%/环比-10.5%; Q1 单车净利 0.67 万元, 同比+102.9%/-10.3%。可以看到, 25Q1 公司单车净利已经高于 2019 年, 并逐渐回到此前 2017-2018 年的水平。

图表20: 23Q1-25Q1 吉利汽车毛利率 (%)



图表21: 23Q1-25Q1 吉利汽车实际净利润 (亿元)



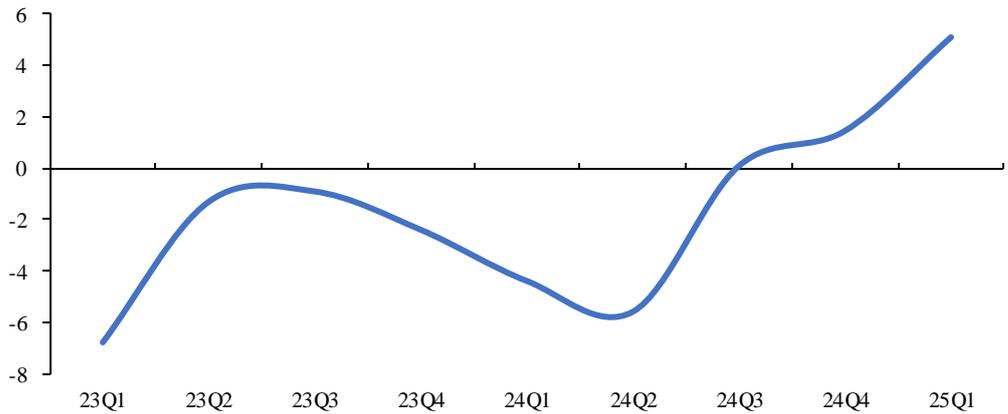
来源: wind, 吉利汽车财报, 国金证券研究所

来源: wind, 吉利汽车财报, 国金证券研究所

事实上我们按照季度进行分配, 公司经营的强势来自 24Q3, 并在 24Q4 实现了跨越式的进步, 这得益于公司多款电车爆款新车的推出, 拉动公司盈利出现扭转:



图表22: 极氪港股口径净利润 (亿元)



来源: wind, 国金证券研究所

公司盈利逆转的核心在于吉利银河: 如我们在前文所述的, 24Q4 开始公司在海外的销量开始逐渐承压, 事实上已不再是公司利润恢复的核心来源, 公司盈利能力恢复来自电车的强势表现:

1) 吉利银河: 24 年 8 月银河 E5 上市后销量超预期, 月销长期破万; 10 月, 新车吉利星愿正式上市, 顶级大超预期下供不应求, Q1 月销破 3 万辆, 单周上险量更是多次超越比亚迪海鸥, 成为市场销量榜首车型; 12 月公司推出星舰 7 亦是爆款, 一度月交付量破万, 饱受比亚迪降价冲击后 Q1 月销量仍有 1 万辆以上。由此在爆款新车拉动下, 吉利银河 24 年实现销量 49 万辆, 其中 24 年 12 月单月交付突破 9 万辆, 大超预期。

2) 极氪: 24 年极氪产品如 7X 等放量, 销量持续增长, 因而港股口径极氪持续减亏, 至 24Q3 极氪已实现稳定盈利。

图表23: 吉利银河月销量与车型结构 (辆)

车型	2024年7月	2024年8月	2024年9月	2024年10月	2024年11月	2024年12月	2025年1月	2025年2月	2025年3月	2025年4月
星愿			1000	15130	20038	16491	28147	28591	32490	36270
银河 E5	645	12230	14253	15730	19010	15817	14734	11686	15788	13597
熊猫 mini	8147	11132	17552	15621	19027	10669	15932	12911	13961	17831
星舰 7					800	19836	20330	10070	11890	11119
银河 L6	6424	5510	5058	5302	4214	698	4533	6676	8027	7836
银河 L7	6559	6061	7018	7436	7184	3834	7630	4842	5450	4594
银河 E8	3076	2709	2718	2774	3681	1207	1123	657	2016	2245
星耀 8										1535
其他	3451	3060	4810	1688	1404	1017	1130	699	410	1605
总销量	28302	40702	52409	63681	75358	69569	93559	76132	90032	96632

来源: 乘联会, 国金证券研究所

我们按照对公司销量进行拆解, 在此前的板块基础上, 将公司燃油车进一步拆解为国内销售和出口, 我们按照 19 年公司单车净利水平, 给定燃油车单车净利 0.6 万元, 出海单车净利 1.5 万元 (但是, 在 24Q4 由于俄罗斯市场报废税征收, 我们将其单车净利下调至 1.2 万元), 计算得到公司燃油车业务的总净利, 同时公司已披露合营/联营公司净利润和极氪港股口径净利润, 我们用公司的实际净利润对燃油净利和极氪、投资收益进行扣减, 即为吉利银河的净利润。由此可看到公司 24Q4 吉利银河净利润盈亏平衡, 25Q1 吉利银河单车净利已达到 0.31 万元。

综上, 在大量爆款新车的推出下, 吉利银河已实现扭亏甚至较大幅度的盈利, 带动公司盈利在出口走弱的情况下仍在强势复苏。



图表24: 吉利电车季度市占率持续提升

公司	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
比亚迪	36.5%	34.2%	34.7%	31.9%	31.3%	36.5%	35.0%	35.0%	34.6%
吉利汽车	4.2%	4.7%	6.0%	6.3%	7.3%	6.5%	7.0%	7.9%	11.9%
特斯拉中国	15.3%	12.1%	9.4%	8.4%	11.1%	7.6%	7.7%	5.6%	6.1%
长安汽车	5.2%	4.1%	5.1%	5.1%	5.9%	5.6%	4.3%	6.0%	6.0%
上通五菱	2.1%	3.9%	4.2%	7.9%	4.3%	4.1%	4.6%	6.6%	5.7%
奇瑞汽车	1.2%	1.4%	1.4%	1.6%	2.5%	4.0%	4.3%	5.5%	5.3%
小鹏汽车	1.2%	1.1%	1.7%	2.1%	1.1%	1.1%	1.4%	2.1%	3.3%
理想汽车	3.5%	4.2%	4.4%	4.5%	4.0%	4.0%	4.7%	3.7%	3.3%
零跑汽车	0.7%	1.7%	1.9%	1.9%	1.7%	2.0%	2.6%	2.8%	3.1%
小米汽车	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	1.2%	1.6%	2.7%
长城汽车	1.9%	3.2%	3.2%	3.1%	3.0%	2.7%	2.4%	2.5%	2.2%
赛力斯	0.9%	0.9%	0.7%	2.5%	4.7%	3.9%	3.6%	2.6%	1.8%
其他车企	27.4%	28.6%	27.3%	24.7%	23.1%	20.9%	21.1%	18.1%	14.1%

来源: 乘联会, 国金证券研究所

图表25: 公司吉利银河季度净利润与单车盈利拆解 (23Q1-25Q1, 辆, 万元)

25Q1	销量 (万辆)	实际净利润 (亿元)	单车净利 (万元)	24Q1 同期单车净利	24Q4 同期单车净利	同比
总量	70.38	33.5*	0.476	0.33	0.74	45.0%
燃油	36.48	24.18				
出口	8.88	11.54	* 俄市场报废税、利率陡增等影响, 下调单车净利至 1.3 万元 (实际上应更低, 无报废税在 1.5-1.7 万元之间)			
国内燃油	27.6	12.63				
吉利燃油	24.13	12.63				
领克燃油	3.47	0	* 领克&极氪未披露, 本会计期暂均按照盈亏平衡处理, 事实上参考往期销量和盈利之关系, 理论上 Q1 应亏损			
电车	33.9	9.32	0.275			
极氪	4.14	0				
领克电车	3.79	0				
吉利银河	25.97	9.32	0.359	-1.84	0.39	扭亏为盈

来源: wind, 乘联会, 国金证券研究所

*注: 25Q1 吉利净利润系扣减了汇兑收益后的实际净利润

二、业绩向上的原因: 低成本路线落地、强爆款打造能力、内部整合持续加速

2.1 低成本路线落地: GEA 架构、EM-i 单档混动技术, 母公司全产业链线条布局下自研自供

2.1.1 技术创新切换低成本路线: GEA 架构、EM-i 单档混动技术落地, 新平台下单车成本大幅降低

我们前文中曾提及, 公司早期仍有意将银河品牌塑造为星越类似的中端品牌, 因而采用



了三档混动的雷神 8848 技术、CMA 架构，主打驾控。但事实上，由于三档混动和 CMA 架构成本高昂，尤其是三档混动的涡轮增压发动机、三档变速箱；CMA 平台下的大量铝合金用料和国际大厂零部件等，导致公司成本居高不下，售价过高，降价销售就会由于高昂的成本形成大额亏损。且由于大马力廉价化，消费者在电车时代对动力的敏感性大大降低，但价格战情形下，消费者对定价的敏感性大大提升了，因而我们看到三档车型不但销量较低，定价高昂，并且还有巨额亏损。与之相对应的，单用单档路线、不重视底盘操纵性的比亚迪的销量节节攀升。

1、GEA 架构：24 年北京车展，银河概念车星舰搭载 GEA 平台首次亮相。并在 24 年 8 月上市的银河 E8 上正式搭载上市。GEA 架构整合了“硬件、系统、生态、AI”四大维度，实现了空间设计、智能能源、全域安全、AI 智能和驾控性能的全面突破。当然，GEA 平台的核心意义在于成本的下降，使吉利汽车在成本上具有了和行业头部车企竞争的能力。结合上文我们综合来看，GEA 平台的降本能效在于：

1) 模块化设计提升零部件和平台复用率：基于同一平台对车型进行大规模研发，一方面摊低研发成本，另一方面使得不同车型之间可以共享零部件和组件，提高零部件共用率以扩大零部件规模效应，压低零部件制造成本，提高生产效率。

2) 削减用料成本：相对 CMA 架构，GEA 架构大幅削减了底盘用料，放弃以往 CMA 和 SEA 平台对高品质行驶质感的追求（因为消费者感知并不明显），如低端车型上底盘基本完全换用钢制部件。

3) 零部件的自研自供能力加强了：CMA 架构、SEA 架构虽品质卓越，但其关键部件（如电池、电驱、底盘等）仍依赖外部供应链或存在内部关联交易，导致成本波动；GEA 下公司零部件自研自制比例提升，通过神盾短刀电池、碳化硅驱动技术等全栈自研，减少了供应链中间环节，降低成本。

4) 电子电气架构革新下集成度提升：GEA3.0 电子架构直接整合 AI 大模型和云端算力，通过软件定义功能减少硬件冗余，并用 AI 数字底盘替代部分机械控制模块。

整体看，GEA 平台的降本策略与比亚迪、零跑汽车的降本策略近似，都是采取提高零部件复用程度、提高零部件集成度、提高自制自供比例、削减用料成本的策略，不过相对比亚迪和零跑，整体策略更温和。

图表26：吉利 GEA 平台



来源：吉利汽车官网，国金证券研究所

2、EM-i 单档混动技术。EM-i 超级电混技术是吉利汽车面向节能与长续航市场打造的单档混动解决方案，核心目标是通过技术创新实现“极致节能”与“成本优化”：1) 极致节能：其核心对标即为比亚迪的 DM-i 技术，主打方向亦与比亚迪高度接近。新技术方案



主打 1.5L 混动专用发动机，热效率高达 46.5%，创全球量产发动机纪录；由此高热效率下获得低油耗表现，公司称油耗进入 2L 区间。

2) 成本优化：同时，EM-i 在结构上进行大幅优化，同时与 GEA 平台匹配，具备更高的成本控制能力。在结构优化上：相比雷神 8848 (EM-P) 的三挡 DHT Pro，EM-i 的单挡设计大幅减少了机械复杂度，从三挡将地位单挡也降低了变速箱与多档位控制系统的成本。其中优化了三挡系统所需的额外齿轮组、离合器及控制模块，而单挡方案通过通过电驱系统的高效调速替代机械换挡，降低硬件成本与故障率。

同时，EM-i 也实现了与 GEA 平台的联合搭配，采用前文叙述的银河 11 合 1 智能电驱，进一步压缩空间与零部件数量，实现成本的进一步压缩。

我们采用假设的形式来确认吉利汽车通过 EM-i 和 GEA 平台的降本能力，我们采用定位、形态接近的吉利银河 L7 和吉利银河星舰 7 作为样本，其中可以明显看到，银河 L7 的售价明显高于银河星舰 7。我们对两款车型均采用两个配置接近的款型价格进行计算，由于银河 L7 常年亏损，所以按照亏损车型常规毛利率计算，给定吉利银河 L7 5% 毛利率；星舰 7 则由于已经盈利，我们按照公司一般毛利率相对调低计算，给定 12% 毛利率；由此则可以看到，银河星舰 7 在成本上相对银河 L7 低出约 2.2 万元。

考虑到纯电车型并没有三挡混动的成本，但 SEA 平台在设计和定位上实际上是高于 GEA 平台的，因而用料实际上应更高，我们认为纯电平台上 GEA 平台成本降幅相对 SEA 平台应与插混平台接近。

图表27：吉利银河 L7 VS 吉利银河星舰 7 吉利汽车技术降本下的成本对比

车型(插混)	吉利银河 L7	吉利银河星舰 7	备注
价格(万元)	13.97	12.08	*银河 L7 老款采用 24 年经销商报价，官方价 13.97；星舰 7 采用预计价格
平台	CMA 平台	GEA 平台	
技术路线	多档混动	单档混动	
毛利率预计	5%	12%	
总成本(万元)	11.77	9.54	
单车折摊(万元)	0.5	0.5	吉利统一按照公司平均折摊计算
扣除折摊费用之后的成本(万元)	11.27	9.04	等于 BOM+人工+三包

来源：懂车帝，国金证券研究所

2.1.2 全产业链布局：母公司支持力度强，自研自制模式应用，长产业链链条支撑下压低成本

全产业链布局是公司长期被忽视的点。事实上，吉利汽车及其母公司吉利控股集团通过多年布局已实现汽车行业的全产业布局，在强大的自研自供体系下相对市场竞争对手具有更强的降本能力。目前的吉利汽车和吉利控股集团在汽车行业的布局主要涉及芯片制造、动力电池、软件等关键领域，遍布行业上下游。其中也不难看出母公司控股集团对的大力支持和技术共享：

1、芯片方面，亿咖通科技为母公司吉利控股集团在 2016 年成功孵化的汽车科技公司，其与 ARM 合资成立的芯擎科技专注于汽车电子芯片的开发，公司产品对自动驾驶、智能座舱、车载中央计算、中央网关处理以及 MCU 等全场景覆盖。



图表28: 吉利汽车自研自供电池体系—吉曜通行集团

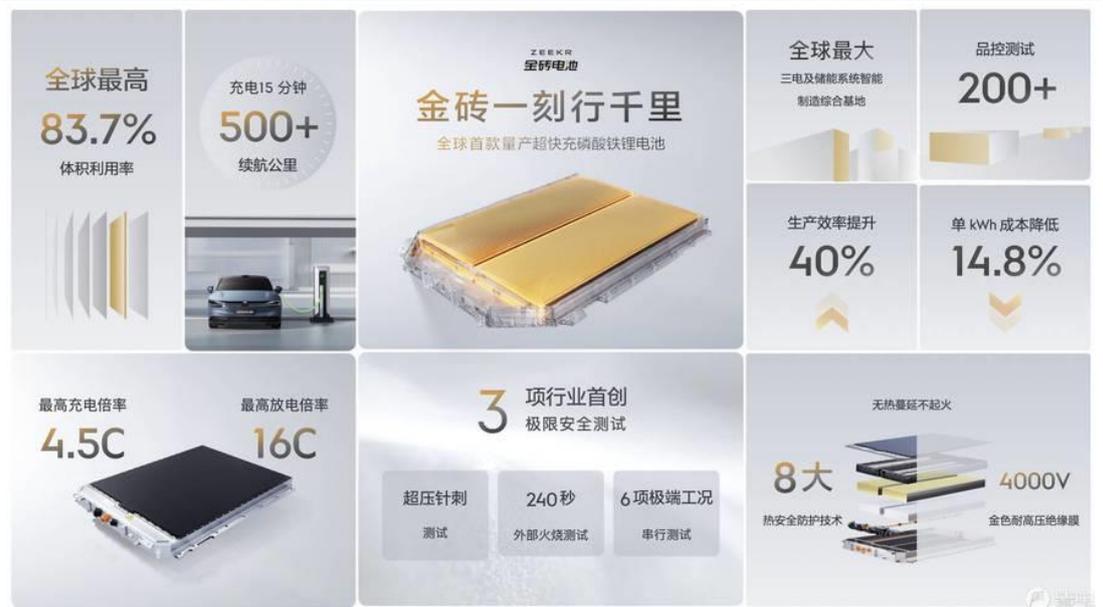


来源: 吉利汽车官网, 国金证券研究所

2、动力电池方面, 吉利事实上目前已实现自研自产, 从高端到低端产线均有布局: 1) 高端板块: 全面采用金砖电池。全面自研的金砖电池突破传统磷酸铁锂电池的三大局限, 在体积利用率、充电效率以及安全性能等方面具有优势。2) 低端板块: 主要采用神盾短刀电池。

4月23日上海车展期间, 吉利控股集团正式对外披露了其电池业务整合的关键动作, 成立独立的电池产业集团吉曜通行, 将神盾短刀电池与金砖电池两大技术品牌整合为“神盾金砖电池”, “神盾”代表吉利极致的安全系统, “金砖”代表吉利行业领先的电芯技术。

图表29: 金砖电池性能强悍



来源: 极氪官网, 国金证券研究所

3、软件方面, 集团背后支持, 智能座舱、智能驾驶全面自研自用。1) 智能座舱板块, 公司 FlymeAuto 车机系统领先低端市场。公司产品最初的核心诟病便在于软件的弱势, 尤其车机系统卡顿、死机问题频发; 为实现智能座舱的进步, 公司利用魅族手机系统开发团队的经验开发车机系统, 并由此开发出 FlymeAuto 系统, 该系统可兼容吉利控股旗下亿咖通的自研芯片, 最终在软件、硬件层面实现成本的大幅下降。

2) 智能驾驶系统: 公司在“台州宣言”后进行大规模整合, 高端目前仅剩公司自研的极



氩方案（原“浩瀚智驾”），虽然公司智驾仍存在接管率较高的问题，但智驾发展速度较快。

我们可以说，在集团体系的大力支持下，公司实现了车机系统、智驾系统的长足追赶和自研自制，同时进一步降低对应成本。

图表30: FlymeAuto 车机系统



来源：星际魅族官网，国金证券研究所

图表31: 吉利千里浩瀚智能驾驶系统



来源：吉利汽车官网，国金证券研究所

公司的自研自制板块远不止于此，此外，公司的电机、电驱、电控系统，发动机动力系统等也均为自研自制。而电池的全栈自研自制同时还为公司带来有效的议价权；但和比亚迪全部自主供应不同，公司的核心策略系利用自研自制部分形成市场议价权，从而对市场供应商形成压制。

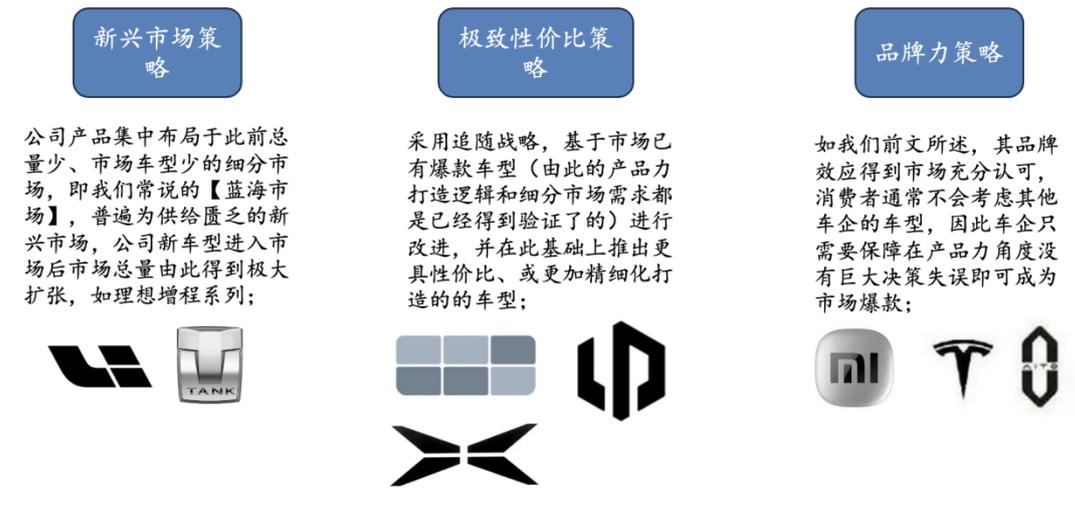
总结来看，在母公司的大力支持下，吉利汽车已经形成了针对上下游产业的全布局，并为公司带来有效的议价权，虽然其自制规模不及比亚迪、零跑，但仍能够有效降低成本。目前，芯片和电池已经成为新能源时代车企能够形成竞争力的基础要素，吉利通过“自研+合作”的模式，深耕技术的同时通过平台化设计、集成化设备和智能环保的运营能力降低成本，效果显著。

2.2 强爆款打造能力：产品性价比卓越精细化打造能力不俗，燃油、纯电、插混、低端、高端均有爆款车型出现

公司爆款打造能力强劲。历史上的吉利汽车曾为中国自主汽车公司头名，拥有强大的爆款打造能力。如我们在此前的整车系列报告中说明的，市场爆款产品的主要因素在于 1) 市场竞争格局；2) 产品力；3) 品牌力三个方面，吉利汽车作为市场中的弱势品牌公司，品牌力并不突出，历史上也少有通过蓝海市场产品获得成功的案例。复盘公司燃油和电车时代的多款爆款产品，我们不难发现，公司在市场上主要采取的是跟随策略，爆款核心是公司新车的产品力过人。这又来自于公司：1) 产品性价比卓越；2) 产品精细化打造能力强，错位竞争、优秀的外观内饰设计和质感把控形成其产品经久不衰的旺盛生命力。



图表32: 整车市场的三种爆款打造策略: 新兴市场策略、极致性价比策略、品牌力策略



来源: 国金证券研究所整理

造车近三十年以来，吉利准确把握汽车行业大趋势，深谙每个时代的市场需求，以产品力为重点切入角度，成功塑造了一系列爆款单品，其中油车时代有博瑞、星瑞、星越 L 系列；电车时代目前在高端市场已有极氪 001、领克 900 等；大众市场则有吉利银河 E5/银河星舰 7/吉利星愿等。

图表33: 吉利星越L 稳居自主车企燃油车周销量头部 (25年21周, 辆)

图表34: 吉利星愿已超越海鸥, 成为全市场纯电车销量榜首车型 (25年20周, 辆)

纯电动			插电混动 (含增程)			燃油车 (含 HEV)		
品牌	销量	单位: 辆	品牌	销量	单位: 辆	品牌	销量	单位: 辆
1 星愿	8,580		1 理想L6	4,610		1 星越L	3,720	
2 Model Y	7,370		2 秦PLUS	3,940		2 宝马5系	3,710	
3 小米SU7	6,820		3 问界M8	3,680		3 丰田RAV4	3,690	
4 海鸥	6,050		4 秦L	3,640		4 速腾	3,450	
5 宏光MINI	5,800		5 海豹06	3,150		5 帕萨特	3,340	
6 Model 3	3,600		6 宋L	2,740		6 轩逸	3,210	
7 海狮05 EV	2,970		7 宋Pro	2,690		7 凯美瑞双擎	3,150	
8 五菱缤果	2,930		8 问界M9	2,660		8 宝马5系	3,040	
9 秦PLUS EV	2,770		9 理想L7	2,400		9 本田CR-V	2,990	

排名	细分品牌	车型	销量	环比
1	吉利汽车	星愿	8990	-4.58%
2	小米汽车	小米SU7	7160	38.27%
3	比亚迪	海鸥	6940	-17.70%
4	上汽通用五菱	宏光MINIEV	6200	-11.06%
5	特斯拉	Model Y	5990	363.54%
6	特斯拉	Model 3	5120	191.97%
7	长安汽车	长安Lumin	2950	-7.41%
8	比亚迪	海狮05EV	2880	27.00%
9	上汽通用五菱	五菱缤果	2850	-26.49%

来源: 交强险, 国金证券研究所

来源: 交强险, 汽研数通, 国金证券研究所

2.2.1 燃油车: 博越跟随紧凑型 SUV 风潮但产品力更优获胜, 星越 L 颇为契合新时代燃油需求

1、吉利博越: 精品车时代的开山之作

作为吉利 3.0 时代的首款智能互联 SUV, 博越以“好看、好开、好智能”的“三好 SUV”定位切入市场, 尤其彼得·霍布里设计的涟漪美学方案给予了产品在设计上的强大竞争力。

1) 市场竞争格局看: 如我们在整车专题报告中说的, 评价市场竞争格局, 核心的两个问题是“这个市场是否为蓝海市场?”以及“这个市场是否有需求?”

博越定位紧凑型 SUV, 事实上是竞争激烈的红海市场。1) 竞争激烈: 彼时正值大众化紧凑型 SUV 市场竞争进入中场阶段, 此前自主车企中的哈弗 H6 大获成功, 长城已稳居自主车企头名, 长安 CS75 推出后也大获成功, 反观合资车企中仅有途观表现强势, 日系紧凑型 SUV 表现普遍较弱 (如 CR-V, RAV4), 彼时市场多为自主车企, 且存在大量竞争对手, 月销破万的产品众多, 属于红海市场。2) 但也属于存在市场需求的市场: 从 10 年代至



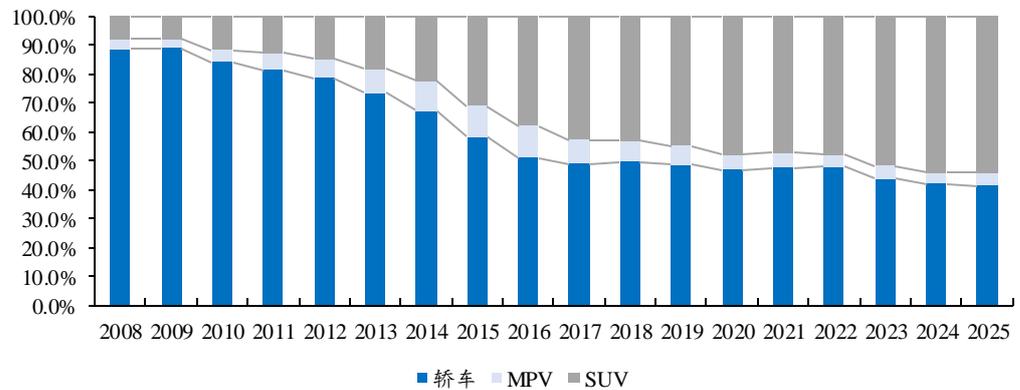
今，国人大空间的需求是不变的，而早期市场以紧凑型轿车为主，SUV 占比并不大，哈弗 H6 则是率先抓住了市场 SUV 的趋势。因而市场对 SUV，尤其紧凑型 SUV 是颇有需求的，后续看，SUV 占比也在不断提升：2013-2016 年，SUV 销量占比快速提升，轿车销量占比从 80%+ 下降至 50%+；至 2023 年，SUV 销量占比突破 50%。

图表35：2017年紧凑型SUV市场竞争格局（辆）

车型	厂商	2017年销量	车型	厂商	2017年销量
哈弗 H6	长城汽车	506418	昂科威	上汽通用	239234
宝骏 510	上通五菱	363949	荣威 RX5	上汽乘用车	237635
传祺 GS4	广汽乘用车	335467	哈弗 H2	长城汽车	215100
途观	上汽大众	332402	奇骏	东风日产	184711
博越	吉利汽车	286885	CR-V	东风本田	183274
长安 CS75	长安汽车	240095	XR-V	东风本田	161668

来源：乘联会，国金证券研究所

图表36：在哈弗 H6 之后，国内乘用车市场快速 SUV 化，印证市场对 SUV 的巨大需求



来源：乘联会，国金证券研究所

2) 产品力来看：博越其在技术层面、动力层面拥有跨跃性的进步，且定位十分准确，构成爆款条件。首先，博越背靠沃尔沃技术，安全性有明显优势。博瑞是吉利旗下首款引入沃尔沃安全技术理念的车型，拥有城市预碰撞系统、ACC 智能自适应巡航控制、LDW 主动偏航警示系统等七项主动智能安全系统，先进程度比肩合资 B 级车，可以利用安全性宣传抢占先机；其次，公司和沃尔沃联合研发的发动机、底盘技术开始开花结果，博越搭载 1.8T 高功率发动机（最大功率 135kW）匹配 DSI 6AT 变速箱，底盘兼顾舒适性与运动性，表现优于传祺、哈弗品牌的竞品；第三，博越设计上融合中国元素（如水波涟漪格栅、如意造型镀铬饰条），内饰采用西湖拱桥灵感设计，软质材料和缝线工艺达到“越级豪华感”。最后，博越搭载语音交互系统、360°全景影像、全液晶仪表盘等，开创自主品牌智能互联先河

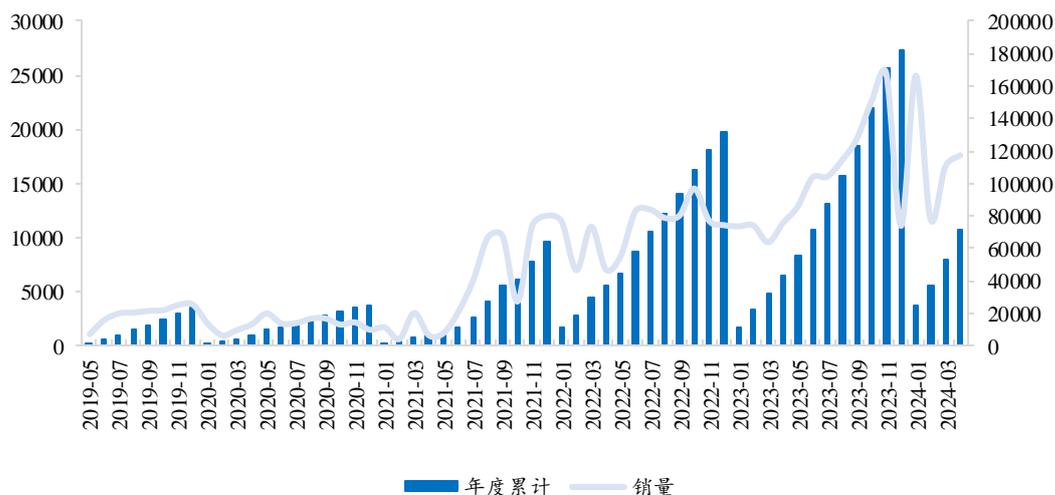
2016 年博越的补贴后售价区间为 9.48-15.18 万元，定价亦表现较低，虽略高于哈弗 H6，但产品配置明显高出，而和长安 CS75、宝骏 510 等车型相比，动力又绝对胜出，最终形成爆款。

2、吉利星越 L：紧凑型燃油车集大成之作，产品力极其强劲

吉利星越于 2019 年 5 月上市，定位高阶运动 SUV，已成为吉利在燃油 SUV 赛道中最成功的车型之一。目前星越系列主力版本为星越 L。星越凭借超预期的性能表现、高度智能化的配置，加之出众的外观设计，上市初期已获得热烈反响；自 2021 年 7 月起，星越 L 上市使得销量大幅度上扬，年销量跨越式增长。



图表37: 吉利星越上市至 24 年 3 月的销售表现 (辆, 左为销量, 右为年度累计)



来源: 乘联会, 国金证券研究所

我们同样使用市场竞争格局和产品力两个角度分析, 不难发现, 星越 L 同样是产品力制胜, 市场竞争上甚至面对电车的冲击仍销量强势。

1) 市场竞争格局: 同样的, 星越 L 虽然定位相对博越更为高级, 定价亦更高, 但仍属于传统燃油车紧凑型 SUV 市场, 我们维持原有判断不变, 星越 L 实际上仍是面临一红海市场, 且该市场是保有较大需求的。但彼时市场仍由哈弗 H6 等主打日系风格的燃油车产品主导, 主打德系风格的、相对更为高端的产品是较少的, 仅有途观等车型。不过, 在星越 L 大规模放量的 22-25 年, 伴随电车比亚迪宋的出现, 电车对燃油车形成了巨大冲击, 市场竞争格局事实上在恶化。

2) 产品力: 吉利多年积累的技术底蕴得到集中体现。a) 动力出色+燃油经济, 功率扭矩对标宝马 X3。b) 智能化&舒适性配置优越, 产品迭代跟上新能源步伐。星越 L 采用一体式大屏设计, 搭载领先的车机系统, 智驾水平达到 L2 级别, 在油车竞品中拥有明显优势, 吉利在后续改款中依旧持续增强其智能化和舒适性配置, 配置相对电车竞对并不逊色; c) 底盘平整出色: 星越是首款搭载吉利 CMA 架构的车型, 底盘久经考验, 驾控感极强; d) 设计风格卓越: 星越设计主打豪华感, 设计饱受好评, 我们以电车时代同价位的销量冠军比亚迪宋 PLUS DM-i 作为对比, 吉利在设计上是明显胜出的。

图表38: 吉利星越 L 内饰 (2025 年东方曜版)



来源: 吉利汽车官网, 国金证券研究所

图表39: 吉利星越 L 外观 (2025 年东方曜版)



来源: 吉利汽车官网, 国金证券研究所



图表40: 比亚迪宋 PLUS DM-i 内饰 (2025 年智驾版)



图表41: 比亚迪宋 PLUS DM-i 外观 (2025 年智驾版)



来源: 比亚迪官网, 国金证券研究所

来源: 比亚迪官网, 国金证券研究所

结合星越的定价, 以及我们所说的目前燃油车市场更加适配德系车用车习惯的大趋势, 星越 L 成为市场爆款。

2.2.2 高端车型: 极氪 001 虽为小众市场但依靠产品力获胜, 领克 900 依旧来自性价比和产品力卓越

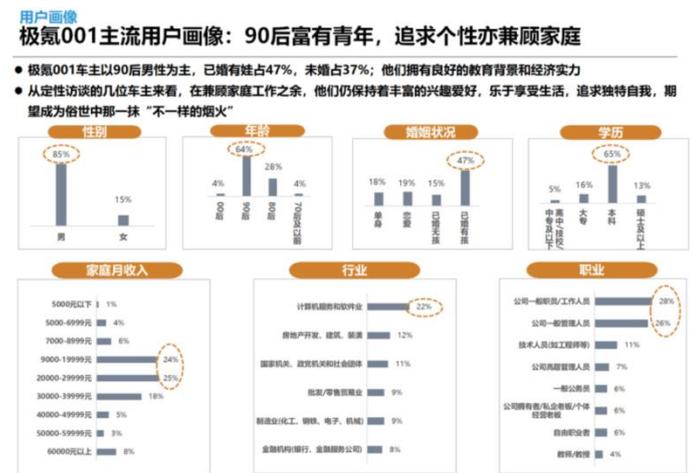
1、极氪 001: 定位小众猎装市场, 但最终依靠强产品力获胜

极氪 001 是极氪品牌的首款车型, 于 2021 年 4 月发布, 车型基于吉利当时最新的 SEA 浩瀚架构, 一经亮相便成为汽车行业的明星产品, 长期占据 30 万以上中国品牌纯电纯电销量第一名。

1) 市场竞争格局: 猎装车是小众市场。猎装车系传统三厢轿车的猎装版本, 区别为后尾造型和传统三厢车有区别, 更接近 SUV 的造型。因而猎装车在可以兼顾轿车的低趴坐姿、优秀操纵性的同时, 还可以兼容较大的车内空间和后排空间, 因而在注重驾控体验的欧洲最为普及。但是事实上, 这也就限制了猎装车的人群多为重视驾控体验、需要空间、重视猎装产品颜值, 但是不愿意接受主流 SUV 车型的人群, 即若更需要大空间不重视驾控的话, 对于消费者 SUV 明显是更好的选择。

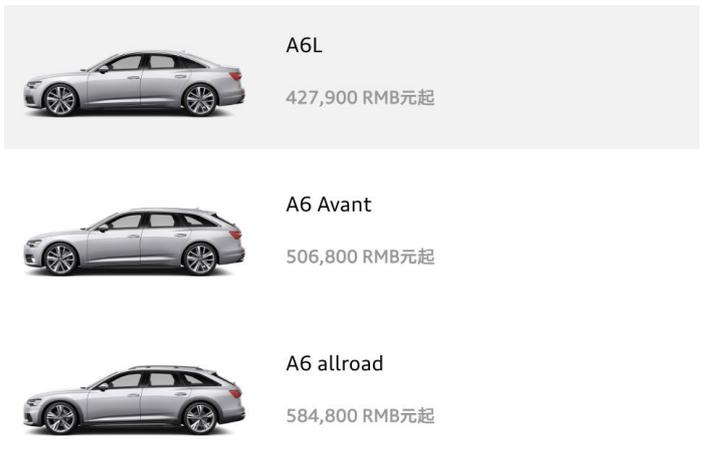
由此, 猎装车属于典型的小众市场。早年由于猎装车主要在欧洲市场, 内陆市场不生产, 因而进口而来的猎装产品通常定价较高, 属于豪华车的范围之内。极氪 001 的用户画像也说明其受众人群主要为追求个性且兼顾家庭的用户群体。

图表42: 极氪 001 用户画像



来源: 电动汽车用户联盟, 国金证券研究所

图表43: 旅行版/猎装车相比三厢车型通常定价较高



来源: 奥迪官网, 国金证券研究所

极氪 001 的成功还是来自于其卓越产品力: 1) 性价比层面, 001 明显大于市场主流轿跑产品, 但由于其猎装的定位使其空间更大, 且如 800V 快充、三电动力、舒适性配置上均表现较强, 事实上产品配置上无明显槽点, 为数不多相对落后的在于智驾, 目前在售版本采用的千里浩瀚 H7 智驾相对如 XNGP 和华为 ADS 3.0 在实际应用层面仍有较大差距; 此外, 极氪 001 的核心卖点在于 SEA 平台下产品在驾控体验的卓越感受, 尤其底盘的平



整度和行驶的高级感远远领先于同级别竞争对手。整体看，极氪 001 产品配置上相对平均，智驾虽有不足但驾控体验卓越，整体产品力较强。而目前 26.9 万的起售价格则进一步凸显产品性价比，相对竞对性价比领先，拉动极氪 001 销量。

2) 产品设计上，虽然市场争议较大褒贬不一，但极氪 001 主打的猎装外观在早期也是其主要卖点之一。

2、领克 900：定位大众大六座 SUV 市场，超高性价比带来的超强产品力

2025 年市场大六座 SUV 竞争加剧，理想 L9/问界 M9 的成功引发市场的大规模学习，车企纷纷推出相关竞品，而领克 900 正式吉利汽车旗下首款定位家用的大六座 SUV。2025 年 4 月 28 日晚，吉利领克 900 正式上市，新车定位大六座插混 SUV，配备 EM-P 动力系统和 SPA-Evo 架构；车身尺寸 5240/1999/1810mm，轴距 3160mm，正式售价 28.99-39.69 万元，定价再超预期，主要竞争对手为理想 L8/问界 L8/魏牌蓝山等。是吉利汽车 2025 年的首款爆款产品。

1) 市场竞争格局：转向红海的蓝海市场。早年理想抓住了大六座 SUV 市场的蓝海市场，推出理想 L9 一炮走红，其产品主打家用市场的定位是市场首次。但经过 2 年的发展，问界 M9 推出后，市场已经逐渐拥挤。25 年 1-4 月，昊铂 HL，腾势 N9，问界 M8 先后上市，市场竞争逐渐加剧。我们认为，大六座 SUV 市场拥有较为旺盛的需求，但整体属于市场竞争愈发激烈的市场。

图表44：领克 900 外观



图表45：领克 900 内饰



来源：领克官网，国金证券研究所

来源：领克官网，国金证券研究所

2) 产品力：领克 900 主要是通过性价比取胜。a) 新车配置高：次低配舒适性配置基本全满，其中尺寸大于理想 L9/问界 M9，三排配备座椅按摩，乘坐体验更优越；此外，新车配备 31 扬哈曼卡顿音响、天地门、电动脚踏板、闭式双腔空悬、二排旋转座椅、30 寸后排娱乐屏，相对理想和问界均有大幅改进，且三电系统更为领先；b) 售价低：售价看主力版本为 2.0T Ultra，售价 34.69 万元，在配置事实上相对理想 L9/问界 M9 更高的情形下，相对竞争对手低 8-12 万元，性价比极高。c) 新车核心缺点：主要在于智驾和领克品牌力，智驾板块低配采用千里浩瀚 H5，次顶配开始采用千里浩瀚 H7，核心是市场对吉利系智驾的信任度欠缺；此外，领克 09 此前销量不佳，品牌的声明明显更弱，同时从内饰的精细程度看，确实略低于理想和问界，但明显优于定价更低的深蓝 S09。

综合来看，我们认为新车又一次落实了吉利系爆款打造的一贯路线—定价错位，用理想 L8 的价格实现了比理想 L9 更高的配置和尺寸，最终成为家用市场大爆款。

综合来看，领克 900、极氪 001 的成功是两种不同的市场，领克 900 是基于已有的红海市场进入，推出超高性价比车型胜出；极氪 001 则是扎根小众市场，产品力卓越同时性价比亦较高。但是共同点是产品力出色、性价比卓越。

2.2.3 总结：吉利主打产品追随策略，爆款原因来自于产品力强劲，凸显公司爆款打造能力

总结来看，公司新车屡屡超预期得益于公司优秀的爆款打造能力。这主要在于公司对产品力的卓越把控：公司在坚持性价比战略的同时，技术层面、产品精细化打造能力强劲，由此获得了卓越的产品力。

1、公司主打追随策略：公司的几款爆款产品，多扎根于热门的主流市场，基于已有的市场爆款再优化。

2、性价比：目前公司新车均主打性价比策略，公司吉利星愿、领克 900 相对市场竞品定



价较低，采用错位定价的策略，均颇具性价比；同时，公司技术上的 SEA 架构、FlymeAuto、超级电混等也是核心卖点，进一步强化产品性价比；

3、产品设计与定义：公司产品继承早年沃尔沃设计原理，产品外观、内饰细节打磨出色，高端车产品定义更接近传统豪华及新势力，大众市场则相对主流竞争对手具有越级的内饰体验。

2.3 内部整合持续加速：“台州宣言”为引公司内部整合加速，管理经营向上确定

虽然公司在 2023 年销量出现了上涨，但整体隐忧正在。在 2024 年，一方面，新能源汽车市场进入白热化阶段，价格战持续，传统车企与造车新势力均面临盈利压力，尤其公司长期利润在底部不变。另一方面，彼时的吉利汽车吉利旗下品牌众多（如吉利、领克、极氪、几何等），存在重复研发、资源分散、品牌定位重叠等问题。例如：

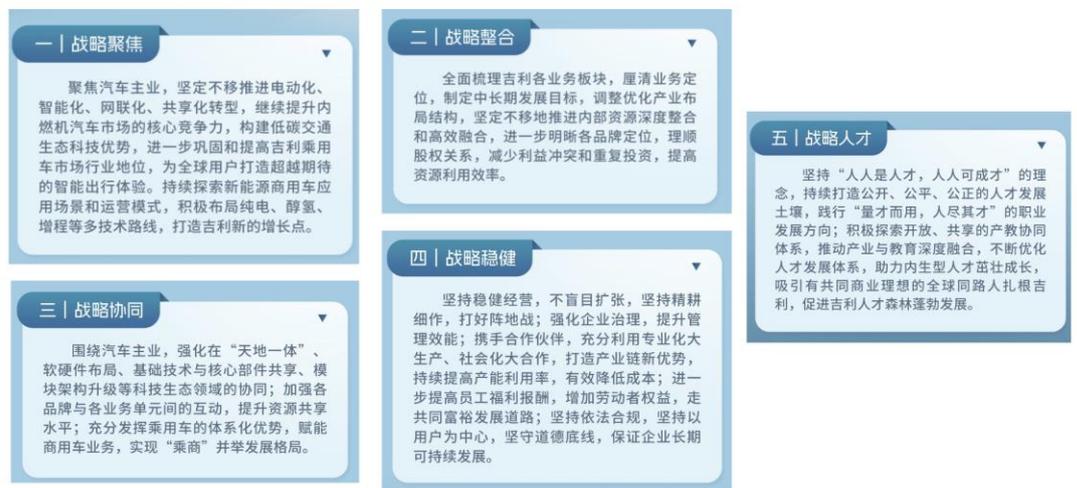
1、不同团队之间车型定位出现重合：此前领克与极氪、几何与银河产品互相之间互相重合，形成产品定义上的掣肘。如领克 Z10 与极氪 001、007 车型定位高度重合、领克 Z20 与极氪 X 定位亦高度重合，研发团队分散导致效率低下。此外，几何和银河均定位为大众市场，亦互有重合：若不兼并几何，则吉利银河在纯电板块的价格下沉便成为了无稽之谈。

2、内部关联交易众多：吉利汽车内部存在各个技术研发主体，如 SEA 平台归属于极氪等，而诸如极氪事实上具有独立的董事会和管理层，因而吉利在使用极氪相关的技术时便存在内部交易，徒增成本。此外，吉利汽车和母公司吉利控股集团之间亦存在关联交易，如关于生产资质的问题上，吉利汽车每年需给母公司吉利控股集团付费，形成利润的浪费。

3、团队众多竞争杂乱且激烈，甚至影响终端销售。我们以座舱板块为例，公司同时存在银河 OS、Zeekr OS 和 Flyme Auto 三套不同的座舱方案，其中的银河 OS 和 Zeekr OS 流畅度、实用性均饱受质疑；智驾方案上，此前亦存在 Mobileye 方案、浩瀚智驾方案、领克方案等多种方案，多种方案赛马比拼，严重拖累公司在智驾上的技术跟进，尤其 Mobileye 方案迟迟未能落地拖累公司产品力。同时，一项技术多个团队意味着公司需要同时为多家团队进行资金投入，形成了费用上的严重浪费。

由此，24 年 10 月开始吉利汽车开启了大规模整合。2024 年 9 月，吉利发布“台州宣言”是其继 2007 年《宁波宣言》后又一次重大战略调整，旨在应对新能源汽车市场激烈竞争、行业“内卷”加剧以及全球化发展需求等挑战。宣言以“战略聚焦、战略整合、战略协同、战略稳健、战略人才”五大核心举措为框架，明确了吉利未来发展的核心方向。其中公司明确表示：“集团要从战略扩张转向战略聚焦和战略整合，关停并转部分业务，不盲目扩张，推进内部资源深度整合和高效融合，进一步明晰各品牌定位，理顺股权关系，减少利益冲突和重复投资，提高资源利用效率”。由此吉利汽车在 24 年至今开启了一系列整合动作。

图表 46：台州宣言的核心内容



来源：吉利汽车官网，国金证券研究所

1、吉利几何并入吉利银河。24 年 10 月 9 日，在吉利星愿的上市发布会上，吉利汽车集



团 CEO 淦家阅宣布了吉利几何正式并入吉利银河，吉利新能源将聚焦打造银河品牌，而后续“GEOME（几何）”将成为银河的智能精品小车系列；与此同时，吉利几何的渠道也被完整的并入吉利银河，成为吉利银河的星网。

2、吉利汽车收购宁波乘用车并获取生产资质。24年10月21日晚，吉利汽车在港交所公告，其间接全资附属公司浙江乘用车就收购宁波乘用车的全部股权与吉利控股订立股权转让协议，现金代价为人民币1.24亿。收购事项交割后，宁波乘用车将成为吉利汽车的间接全资附属公司，且其财务业绩将合并入吉利集团综合财务报表中。

3、母公司资产并入。台州宣言之后，雷达（生产电动皮卡）、LEVC（翼真，生产高端MPV）两大品牌先后并入公司体系内，其中LEVC并入吉利银河品牌，进入银河A网进行销售。

4、极氪、领克合并。2024年11月，公司发布公告官宣极氪、领克合并，极氪以94.67亿元收购领克51%股权，同时吉利汽车从母公司中收购极氪股权，对极氪持股增至62.8%，沃尔沃则彻底退出领克股东行列。合并后领克作为极氪的非全资附属公司，与吉利汽车正式并表。

5、吉利汽车私有化极氪。25年5月7日，吉利汽车发布内幕消息公告：为进一步落实《台州宣言》，推动内部资源深度整合和高效协同，杜绝重复投入，降低成本，建议以2.566美元或1.23股新发行的吉利汽车股份收购每股极氪股份，实现极氪的私有化。如私有化建议落实及完成，极氪将成为吉利汽车的全资附属公司及于纽交所退市。同日，公司官方发文表示要回归“一个吉利”。

此外，吉利汽车还对体系内各整合技术部门进行了大规模整合。

完成整合后，公司条线简化为三个条线，即前文中我们提及的吉利汽车（燃油）、吉利银河事业部、极氪科技事业部；同时：1）智能驾驶方案大幅整合；2）座舱方案基本实现统一；3）电池条线实现统一。内部赛马、关联交易等行为均大大减少了。

图表47：吉利汽车台州宣言后的整合动作一览

事件	动作
吉利几何并入吉利银河	24年10月9日，在吉利星愿的上市发布会上，吉利汽车集团CEO淦家阅宣布了吉利几何正式并入吉利银河，吉利新能源将聚焦打造银河品牌，而后续“GEOME（几何）”将成为银河的智能精品小车系列；
吉利汽车收购宁波乘用车并获取生产资质	24年10月21日晚，吉利汽车在港交所公告，其间接全资附属公司浙江乘用车就收购宁波乘用车的全部股权与吉利控股订立股权转让协议；
母公司资产并入	台州宣言之后，雷达（生产电动皮卡）、LEVC（翼真，生产高端MPV）两大品牌先后并入公司体系内，其中LEVC并入吉利银河品牌；
极氪、领克合并	2024年11月，公司发布公告官宣极氪、领克合并，极氪以94.67亿元收购领克51%股权，同时吉利汽车从母公司中收购极氪股权，对极氪持股增至62.8%，沃尔沃则彻底退出领克股东行列。合并后领克作为极氪的非全资附属公司，与吉利汽车正式并表；
吉利汽车私有化极氪	25年5月7日，吉利汽车发布内幕消息公告：为进一步落实《台州宣言》，推动内部资源深度整合和高效协同，杜绝重复投入，降低成本，建议以2.566美元或1.23股新发行的吉利汽车股份收购每股极氪股份，实现极氪的私有化。如私有化建议落实及完成，极氪将成为吉利汽车的全资附属公司及于纽交所退市。

来源：吉利汽车官网，国金证券研究所

整合的意义是深远的，对公司降低成本释放利润产生了持续影响：1）如前文所述，内部的资源浪费减少了；2）品牌整合后新车定位的重合度问题被解决，SKU出现精简，爆款概率更高的同时研发费用出现了下降；3）可加强协同效应，如采购、渠道利用等方面加强协同，实现渠道扩张和成本下降；4）可提高整车的零部件复用率，如吉利银河M9与领克900之间便可有零部件复用；5）整合后各个公司和子品牌合为一体，后续研发费用等有望大幅降低。

综上所述，在低成本路线落地、强爆款打造能力、内部整合持续加速的情形下，最终2024年下半年起吉利汽车逐渐实现了销量、盈利的双双反转。



三、展望：25 年新车势能强劲或将量价齐升，海外有望触底反弹

3.1 电车新车势能强劲：公司 25 年新车批量推出，后续仍有大量产品推出空间

前文中我们着重分析了公司的低成本路线、爆款打造能力和内部整合。但如我们的投资策略所说的，整车的核心博弈是销量的成长性。我们在前文中论述的是公司的产品容易成为市场的爆款，但落实到销量成长性的维度，这需要公司的新车周期有强劲的势能，而在 2025 年看，公司共计有 10 款新车上市，新车势能强劲：

图表48：吉利汽车 2025 年预计上市新车一览

品牌/系列	车型	动力形式	车型类别	车身尺寸(长/宽/高,mm)	轴距(mm)	定价(万元)	上市日期
吉利银河	星耀 8	插混	轿车	5018/1918/1480	2928	11.58-15.58	25.5.9
	A7	插混	轿车	4918/1905/1495	2845	8-12 (预计)	25Q3
	M9	插混	SUV (六座)			20-25 (预计)	25Q3
	SUV	插混	SUV (五座)			13-15 (预计)	25Q4
	轿车	纯电	轿车			10-12 (预计)	25Q4
极氪	8X	插混	SUV (六座)			35-40 (预计)	25Q4
	9X	插混	SUV (六座)			45-55 (预计)	25Q3
	007 GT	纯电	轿车	4865/1900/1450	2928	19.99-23.99	25.4.15
领克	900	插混	SUV (六座)	5240/1999/1810	3160	28.99-29.69	25.4.28
	Z10 PHEV	插混	轿车				

来源：吉利汽车官网，国金证券研究所整理

1、吉利银河：有望有共计 5 款新车推出，此前银河星耀 8 已成市场爆款

根据公司公开场合公布的信息，2025 年吉利银河品牌将有 5 款新车推出，且均具有爆款潜力，其中已经上市或已经有公示信息的分别为：

1) 吉利银河星耀 8：本车已于 5 月 9 日正式上市，星耀 8 定位插混中大型轿车，车身尺寸 5018/1918/1480mm，轴距 2928mm，提供 em-i/em-p 两种形式；新车上市售价 11.58-15.58 万元，定价超预期。主要竞争对手为比亚迪汉 DM-i、海豹 07 DM-i，性价比极高，新车上市 6 天后大定正式破万。

2) 吉利银河 M9：本车于 5 月 22 日在米兰正式亮相，公司宣称预计 Q3 上市。内饰上前排类似领克 900，能看到明显的复用率主打大空间；同时配备 AI 数字底盘（一说 GEA-Evo 架构），最高 3 电机零百 4.5s，百公里馈电油耗 4.8L；最后，全系配置千里浩瀚 H5 智驾。由于并未提及脚踏板、零重力座椅等配置，且智驾使用的是千里浩瀚 H5，我们预计车价定价或较低，最低配预计售价 20 万以下，主要竞争对手仅有东风奕派 008 和比亚迪唐 L，存在较大爆款潜力。

3) 吉利银河 A7 EM-i：新车已在工信部公示，预计 25 年 Q3 正式上市。新车定位中型插混轿车，车身尺寸 4918/1905/1495mm，轴距 2845mm，主要竞争对手为秦 L DM-i，尺寸上相对秦 L 略大。目前的核心在于定价，若定价超预期则具有较大爆款潜能。

此外根据公司官方的披露，25 年吉利银河品牌后续还有两款新车上市，分别为一款 SUV 和一款轿车，具体信息尚未披露，但综合来看，公司将在年内上市 5 款吉利银河品牌新车是确定的。



图表49: 吉利银河 A7 EM-i



来源: 吉利汽车官网, 国金证券研究所

图表50: 吉利银河 M9



来源: 吉利汽车官网, 国金证券研究所

2、极氪品牌: 25 年转向大型混动, 共计三款新车上市

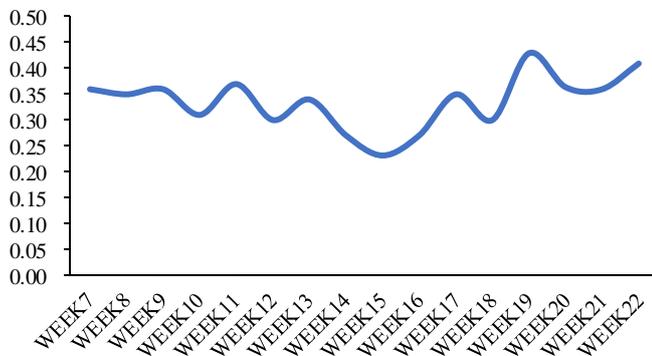
而极氪品牌, 2025 年预计将有 3 款新车推出, 其中极氪 007 已上市, 后续车型主要集中在大型插混车上, 意味着极氪品牌将接入大型六座 SUV 市场:

1) 极氪 007 GT: 已于 4 月 15 日晚正式上市, 新车定位中型纯电猎装轿车, 车身尺寸 4864/1900/1445mm, 轴距 2925mm, 叠加 5000 减 8000 元优惠, 实际价格 19.99-22.99 万元, 略超预期。007 GT 事实上可简单理解为 007 变相增配降价, 但由于老一代极氪 007 的设计(外观、底盘离地间隙等)便饱受质疑, 007 GT 上市后对整体的改善预计并不明显。

2) 极氪 9X: 2025 年 4 月 23 日, 极氪 9X 在上海车展正式亮相, 新车车身尺寸 5239/2029/1819mm, 轴距 3169mm, 定位为全尺寸大六座 SUV, 系整个吉利汽车的旗舰级产品, 搭载极氪最新的超级电混技术, 极氪 9X 搭载全栈 900V 高压架构, 支持超快充, 匹配大号电池, 零百加速 3 秒级, 并引入了通常装备于超豪华 SUV 及超跑车型的主动稳定杆技术, 兼顾公路性能与越野能力。智驾方面, 首发搭载极氪千里浩瀚智能辅助驾驶 H9 方案, 拥有 L3 级智能辅助驾驶能力的技术架构。该方案全球首发搭载双 Thor 芯片和 5 激光雷达, 拥有行业最高 1400TOPS 算力水平。新车核心在于其外观设计亮眼, 并成为上海车展最热门车型之一。核心竞争对手为问界 M9, 在硬件上堆料更加充足, 但智驾能力相对或有不足, 若定价超预期, 叠加较为出圈的外观设计, 存在爆款概率。

3) 极氪 8X: 根据公司的披露, 后续还有一款极氪 8X 将在 Q4 上市, 新车定位和定价预计相比极氪 9X 更低, 但同样为大六座 SUV, 主要竞争对手为理想 L8、问界 M8 等, 由于售价相对较低, 预计走量概率更大。

图表51: 极氪 007GT 上市后极氪周度销量提升并不明显 (2025 年, 万辆)



来源: 交强险, 国金证券研究所

图表52: 极氪 9X



来源: 极氪官网, 国金证券研究所

3、领克: 领克 900 已超预期, 但整体车型较少仅 2 款

领克品牌上, 由于在调整期相对看点较少, 25 年仅有领克 900 和领克 Z10 PHEV 两款新车上市。



1) 领克 900:2025 年 4 月 28 日晚, 吉利领克 900 正式上市, 新车定位大六座插混 SUV, 配备 EM-P 动力系统和 SPA-Evo 架构; 车身尺寸 5240/1999/1810mm, 轴距 3160mm, 正式售价 28.99-39.69 万元, 相对预售降低 4 万元左右, 定价再超预期, 主要竞争对手为理想 L8/问界 L8/魏牌蓝山等。新车上市后 1 小时大定破万, 至 5 月大定破 3 万, 表现大超预期; 也是吉利汽车 2025 年的首款爆款产品。

2) 领克 Z10 PHEV:定位旗舰级插混轿车, 虽然基于不同的平台打造, 但整体定位可视为 Z10 的插混版本。考虑到插混大型轿车市场相对狭小, 且此前 Z10 已经由于定价问题销量不佳, 后续销量仍有待观望。

4、总结：银河品牌是公司走量重点，仍处车型矩阵完善起后续出牌空间丰厚，是市场进攻者

综上所述, 吉利汽车今年共有 10 款新车推出, 其中吉利银河 5 款、极氪 3 款、领克 2 款; 公司核心走量车型均在低端的吉利银河上, 高端品牌上领克 900 表现超预期, 其他车型如极氪 9X 等仍需观望。因而后续公司吉利银河品牌的其余 4 款新车是公司的销量重点, 其中, 银河 M9 所属市场竞争对手较少且产品素质优秀, 我们认为具备较强的爆款概率, 建议重点关注。

而后续看, 公司预计新车周期仍将强劲, 这主要来自于吉利汽车目前在电车板块仍处产品补全周期。与竞争对手相比, 公司目前矩阵仍不完善, 尤其在大众走量市场的吉利银河上, 起步晚, 调整晚, 目前在执行 EM-i 和 GEA 架构策略后的新车型也仅有 4 款, 这就意味着, 公司目前在中低端市场仍有大量产品可以推出, 预计后续新车势能仍将强劲。

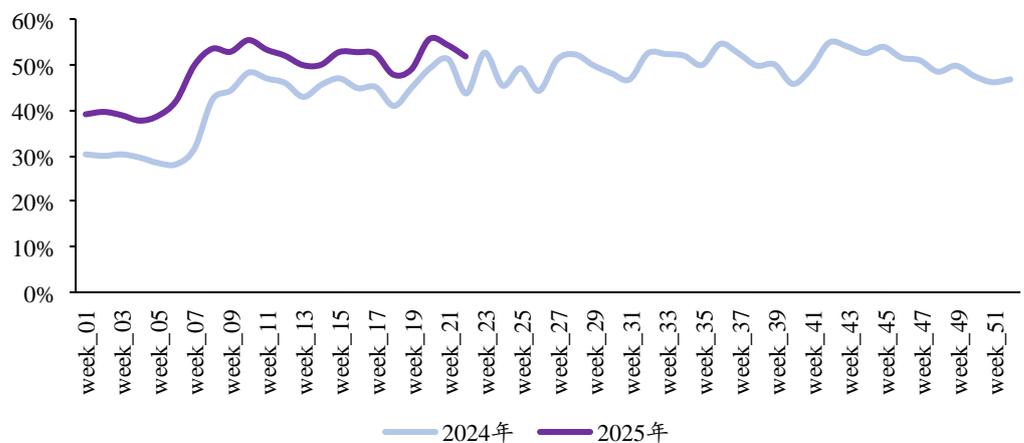
3.2 燃油车或将维持稳健：国内燃油市场仍保有需求，产品力强劲保障其燃油车基数

公司燃油车无需担忧, 仍会为公司提供强有力的盈利基数。市场此前曾担心, 公司在市场竞争加剧, 尤其电车渗透率持续提升的大背景下, 公司燃油车的表现会受到冲击, 但我们认为公司燃油车在国内仍有望维持稳定销量, 这主要来源于:

1) 公司燃油车产品力极强。相对于市场当前的燃油车竞争对手, 如星越 L, 星瑞, 博越等产品, 一方面采用的动力组合是市场中领先的; 另一方面, 公司燃油车的智能化水平和舒适性配置仍是领先的, 尤其在使用 FlymeAuto 车机系统后, 公司燃油车的智能化能力已经与新能源产品接近, 后续存在进一步上市智能驾驶的可能; 同时如星越 L 等王牌产品相对于同价位新能源车, 性价比、动力能力均不落后, 因而公司燃油车主要取胜在性价比方面。

同时如我们在前文中提及的论点, 伴随日系车被比亚迪大范围替代, 剩余的燃油车市场已不再将耐用、节能作为首位, 更加注重智能化、动力驾控和舒适性配置, 与公司的燃油车产品形态最为适配, 因而公司的燃油车会演绎的是在燃油车市场中市占率不断提升的逻辑。

图表53：市场周度电车渗透率陷入缓慢增长状态



来源：交强险，国金证券研究所

2) 同时, 燃油车市场仍保有一定需求。自 24 年 5 月电车渗透率突破 50% 以来已经一年有余, 我们观测到至 25 年 6 月, 市场电车渗透率仍在 55% 左右, 事实上电车的油电替代已经逐渐进入到中后段。我们拆解市场电车渗透率不难看出, 自主品牌市占率上, 合资车在 15 万以下的市场已经几乎没有空间。而在电车渗透率上看, 电车似乎在 5-10/10-15



万市场仍保有空间，这说明自主电车目前已经没有足够的合资燃油车做市场替代，市场必将面临激烈的市场竞争。

这同时也说明，油电替代已经进入深水区，事实上新能源车由于保值率问题，表面看使用成本明显低于燃油车，但事实上新能源车由于使用年限短叠加价格战激烈，导致其保值率底下，因而在二手车市场会让消费者出现大额亏损的情况。因而北方等寒冷地区用户、用车场景较少的用户、希冀使用年限足够长的用户在购车决策中仍会优先购买燃油车，由此燃油车仍保有一定的市场份额。

综上所述，燃油车抱有一定份额、公司在燃油车市场的市占率又在不断提升，我们认为公司燃油车板块整体看仍将维持稳健，这意味着燃油车内销带给公司的利润基数是稳定且确定的。

3.3 海外有望触底反弹：新市场不断开拓电车出海开幕，出海有望持续改善

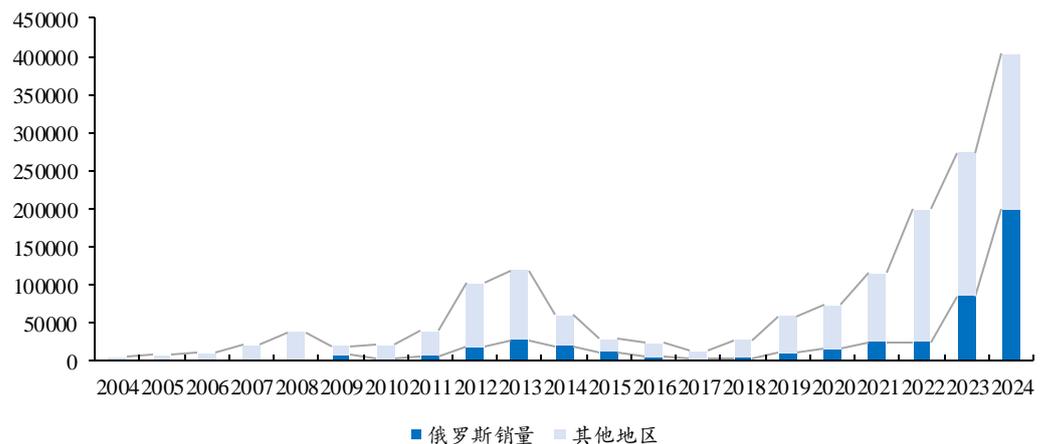
公司出海布局在持续优化。如我们此前所说的，公司出海在 2025 年遇到难题，核心在于公司出海板块销量集中在俄罗斯市场，在俄罗斯市场 Q1 销量承压，报废税增加，俄国内经济形势不稳定的情形下，销量出现挫折。但是事实上我们认为，吉利汽车出海仍大有空间可为。后续看，吉利汽车的出海业务应是触底反弹、持续向上的：

3.3.1 去除俄罗斯市场外，公司在其他市场仍处起步状态

俄罗斯市场是吉利出海的主市场：受俄乌战争影响，22 年起西方及日本车企纷纷退出俄罗斯市场，给予中国车企机会，带动长城、长安、吉利等此前在俄罗斯市场有深刻布局的车企市场机会，由此俄罗斯也成为中国第一大汽车出口目的地国。而俄罗斯市场的强势也带动了吉利汽车的出口量持续上行。

但是俄罗斯市场之外的市场，公司仍有待开拓，我们统计公司 24 年出口 40.3 万辆，其中 Marklines 口径可以统计到的海外市场销量有 32.8 万辆（包含宝腾，不包含雷诺韩国），在俄预计销量约为 19.8 万辆，占海外零售销量 60%，且仍在持续增长，证明公司 22 年开始的海外销量增长是由俄罗斯市场驱动的。我们以 40.3 万的基数计算，则批售口径下吉利汽车 24 年仍有 49.1% 的出口量卖在俄罗斯市场。而俄罗斯市场之外的第二大市场即为马来西亚市场，即宝腾汽车，四款吉利车型 24 年总计销售 5.3 万辆；第三大市场为沙特阿拉伯，全年总计销售 2.8 万辆；其余市场销量均不破万，如欧洲、澳新、拉美、东南亚泰国新加坡等重点市场，仍是欠开发状态。事实上公司以往出口高度依赖俄罗斯市场，出口目的地分布是不均衡的。

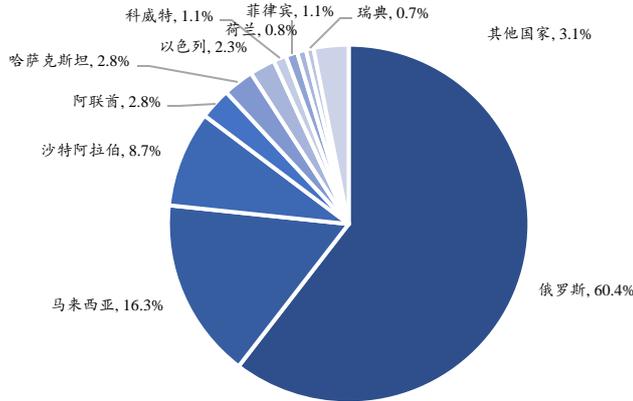
图表54：吉利汽车出口销量（批发口径，辆）



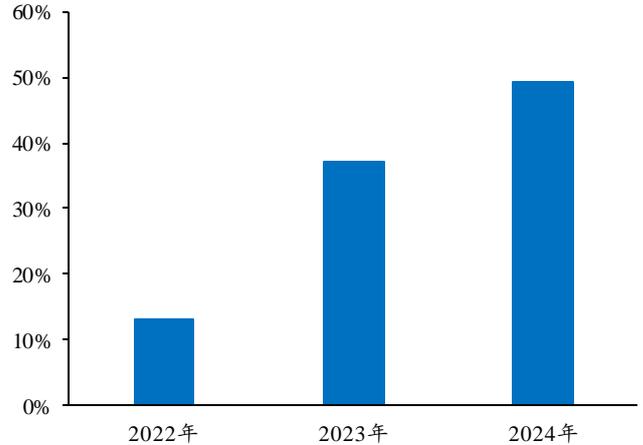
来源：乘联会，国金证券研究所



图表55: 吉利汽车 2024 年海外出口按地区占比 (零售, 部分统计口径缺失)



图表56: 俄罗斯市场吉利汽车销量和占吉利汽车批售的比例 (辆)



来源: Marklines, 国金证券研究所

来源: 乘联会, 国金证券研究所

3.3.2 出口策略的改进: 反向合资仍在持续推进, 新能源产品出海引领

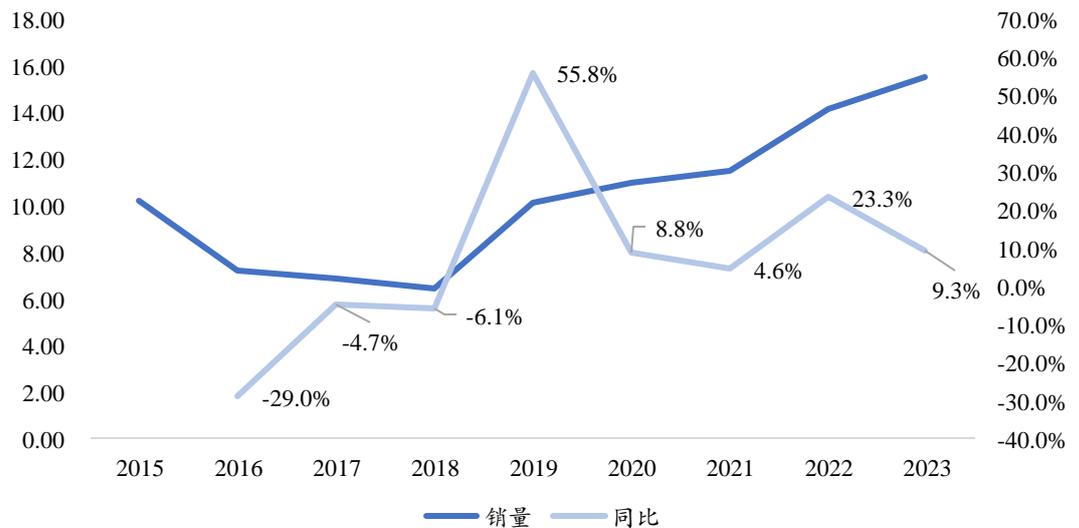
1、反向合资: 入股宝腾进入东南亚市场, 与雷诺合作开启韩国、巴西市场业务

公司在海外反向合资借壳生产的策略由来已久, 其中起始自和宝腾的合作。宝腾为马来西亚国产汽车品牌, 是东南亚地区唯一成熟的整车制造商, 业务范围覆盖英国、中东、东南亚及澳大利亚。在巅峰时期, 其旗下还曾拥有世界顶级的豪华跑车品牌路特斯。

然而在 2017 年吉利收购其股份之前, 宝腾的销量已经下滑至马来西亚市场的第四位, 远低于位列第一的当地品牌北鹿大, 以及位列第二、三位的日系品牌丰田、本田。

2017 年吉利控股集团收购宝腾 49.9% 股权, 并为宝腾量身打造“北斗七星”战略, 即围绕人才、渠道、成本、质量、产业链、工厂改造以及开发新产品等七个方面, 全面提升宝腾本土创新能力、零部件配套体系建设和员工专业技能培养, 寻求最大的资源协同和规模化效应。在吉利控股集团的支持下, 2018、2020 年, 宝腾分别推出 X70、X50 两款 SUV, 自 2018 年以来销量及市占率不断提升, 2023 年销量达 15.46 万辆, 同比+9.3%, 创 12 年以来最佳业绩, 连续 5 年获得销量增长。

图表57: 吉利入股宝腾后销量持续上扬 (万辆, %)



来源: 乘联会, 国金证券研究所

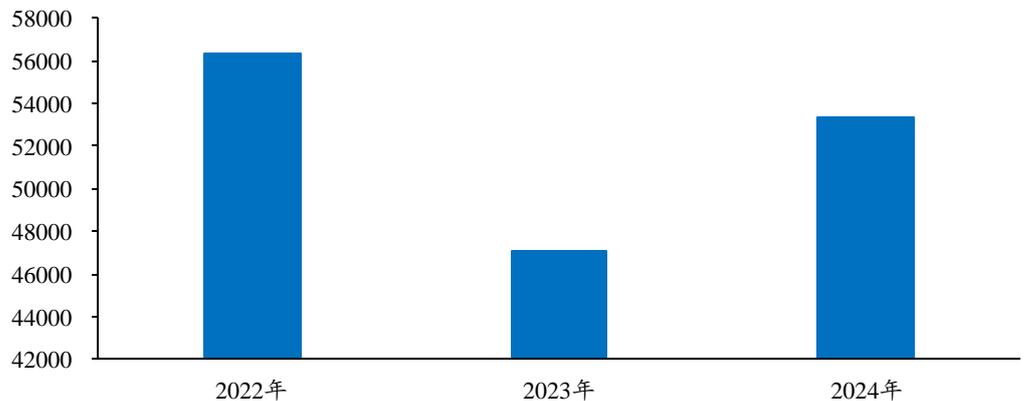
与雷诺合作持续加深, 雷诺韩国合作大获成功雷诺巴西合同签署。2022 年, 吉利通过子公司收购雷诺韩国 34.02% 的股份, 并授权其使用 CMA 架构和雷神混动技术, 共同开发燃油和混动车型, 由雷诺韩国釜山工厂负责生产。



同时，公司与雷诺在巴西合作也在展开新篇章。巴西作为全球第五大汽车市场，吉利却长期未能进入，影响公司海外市场扩展。2025年2月18日，母公司吉利控股集团与雷诺签署框架协议，通过雷诺巴西公司深化零排放/低排放车辆合作。吉利投资成为雷诺巴西的少数股东，并共享本地化生产、服务网络及供应链资源，标志着吉利汽车正式进入巴西市场。

同时，与雷诺的合作深化意味着吉利可以在利用雷诺的本地产能和渠道的同时，还可以通过雷诺的全球渠道出口至其他地区（如欧洲、美国），获取更高的出口上限。

图表58：吉利通过宝腾每年出口量（辆）



来源：Marklines，国金证券研究所

2、新能源出海：25年电车产品出海开启，吉利银河有望成为新主力

新能源出口将是吉利下一阶段出海的重点。1) 领克品牌：正稳步迈向全球，亚太战略开启新篇章。领克加速抢滩亚太国家市场。除新开拓以色列、沙特阿拉伯、阿曼、卡塔尔、澳门和越南等新市场之外，未来还将加速开拓东南亚、入局拉美等潜力市场。

2) 极氪在 2023 年正式开启全球化步伐。极氪先后进入欧洲、中东等多个国家和地区市场，海外市场极氪 001、极氪 X 陆续交付。除欧洲市场外，极氪与多个中东、亚洲国家签署总代理协议。25 年以来，极氪 7X 也在欧洲正式上市，后续有望持续出口；

3) 吉利银河：如前文所说的，吉利银河已开启出海，多款车年内将在海外销售，我们认为，吉利银河品牌已经正式进入出海密集期，有望成为后续公司出海的新主力，并且公司带来深厚的利润。

3.3.3 总结：公司产品力强劲出海此前弱点是策略，事实上仍有较大空间，布局深化下出海未来可期

综上所述，我们可以发现：公司目前在出海的策略上出现的一定的改变，转向反向合资（在有关税壁垒的大市场）和新能源出海，且公司实际上在非俄市场的出口正处于起步阶段，因而我们可以认为，公司出海仍具有较大成长空间。

事实上，公司电车新车如银河 e5 在各国销量、订单表现均较好，已说明公司新车优秀的产品力亦可以获得海外消费者认可；我们认为，公司目前面临的出口困境是由于公司自身此前在非俄罗斯市场过于保守的策略所导致的，最终销量差是来自布局过少，伴随转型和策略逐渐打开，后续公司出海可期。其中，公司吉利银河的新能源车型将成为公司后续出口的主力。

四、如何看待价格战、整车竞争格局和未来吉利的市场地位？公司作为市场进攻者，其市场占有率提升是确定的

站在当前时间点，市场最为担忧的就是吉利汽车与市场龙头比亚迪的激烈竞争，尤其价格战下承压的风险。我们认为：公司目前处于市场进攻者位置，资质相对其他车企更优，持续看好。



4.1 公司处于市场进攻者位置，电车产品后发优势明显，后续仍有强新车周期和出海叙事

如我们前文所述的，公司在市场中仍处于市场进攻者而非被动防守方：这在一方面来自于公司在电车市场中产品矩阵尚不完善，另一方面，如前文所述，公司自 24 年 H2 开始进入新车周期，后续仍处于强新车周期中。

4.1.1 当前时间点公司正处市场进攻者，竞争对手则处于防守作用

作为对比，比亚迪目前的新车矩阵已经及其完善。1) 5-10 万市场，公司在两厢车中有市场代表性产品的海豚、海鸥两大产品；同时，A 级/A+级插混轿车秦 PLUS 和秦 L 也在该市场中（比亚迪海洋网与王朝网高度对应，因而除海洋网仅有的车型外对海洋网车型不再一一罗列）；2) 10-15 万市场是比亚迪的主力，其中插混市场中，SUV 有宋 pro/宋 L，轿车有秦 L，以及海洋网独有的海豹 06 旅行版/GT；纯电市场中，SUV 有元 PLUS 和元 UP 等车型；3) 15-20 万市场中，插混市场 SUV 有唐，轿车则有汉；纯电车型除去汉唐外，还有宋 L EV；4) 20 万以上市场中，有 25 年新上市的汉 L/唐 L/夏等车型。

事实上，在纯电秦 L EV、海狮 05 EV 等车型推出完毕后，王朝海洋网目前可推出车型已经逐渐较少，因而 25 年比亚迪执行的策略是两网纯电补齐、主打高端升级，并由此推出了如汉 L/唐 L/夏等 20 万以上市场的新车型。

站在当前时间点，参考比亚迪在上海车展的动作，我们可以判断比亚迪后续的三个主要推出新车方向：1) 对王朝、海洋网进行进一步补齐，但补齐空间不大，因而主要车型仅有海狮 06/07 等车型；2) 基于现有王朝、海洋网车型，对其作小众化、个性化改造从而得出一细分车型，如海豹 06 GT/旅行版等，进军猎装领域；方程豹钛 3，主打紧凑型城市越野市场；3) 品牌进一步向上，下半年起比亚迪将主打高端化市场。完善的车型矩阵下，中低端市场可推出车型是变少的，更多是通过完整的大换代来重新获得竞争力。

图表59：比亚迪在低端市场的产品矩阵一览

类别	王朝网		海洋网		个性化与其他	
	插混	纯电	插混	纯电	插混	纯电
两厢				海鸥		
两厢		元 UP		海豚		
轿车	秦 Plus	秦 Plus EV	驱逐舰 05/海豹 05			比亚迪 e2
轿车	秦 L		海豹 06/旅行版	海豹 06/06GT		比亚迪 e3
SUV	宋 Pro	比亚迪元	海狮 05	海狮 05 EV		方程豹钛 3
SUV	宋 L		宋 Plus/海狮 06	宋 Plus EV		比亚迪 D1
轿车	汉	汉 EV	海豹 07 dm-i	海豹 07		
SUV		宋 LEV				
SUV	唐	唐 EV	护卫舰 07/海狮 07	海狮 07 EV		
轿车	汉 L	汉 L				
SUV	唐 L	唐 L				
MPV	夏					

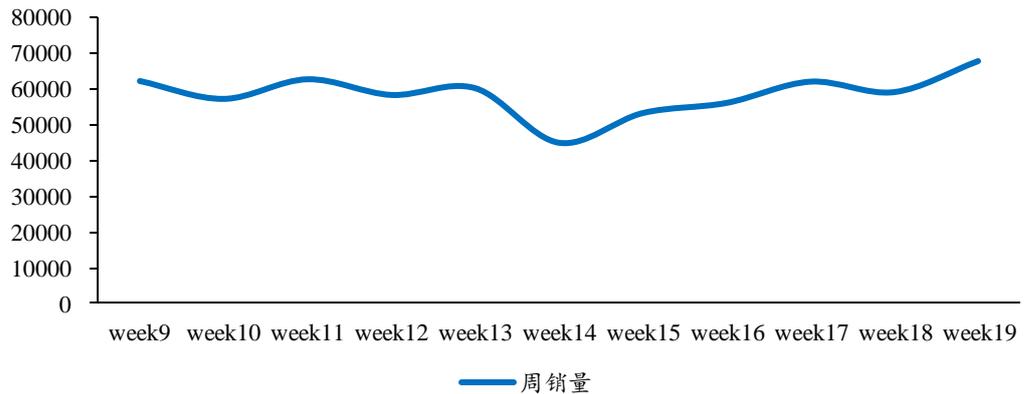
来源：乘联会，国金证券研究所

由此，在当前时间点，吉利汽车正处市场进攻者，正处新车周期；而比亚迪则为市场防守者，25 年新车周期（高速 NOA 智驾版）已结束，且可推出新车较少。而在进攻者的强攻下，防守者的市占率出现下滑，不得不采用降价手段以守住市场份额。如此时的比亚迪，两网的市占率出现下滑，于是在 25 年年内出现了多轮、大批量的降价策略。

不过综合来看，公司核心竞争对手的几次降价表现均较弱，其本质来自市场竞争加剧下竞争对手产品的产品力不足被持续放大，尤其在当前电车市场进入深水区的情形下。在此情形下，竞争对手可推出新车又较少，因而降价动作形成的效果更多是防守而非进攻，降价的效能更多是维持现有客群及市占率而非扩圈。



图表60: 比亚迪 2025 年周度销量表现 (仅王朝、海洋网, 辆)



来源: 交强险, 国金证券研究所

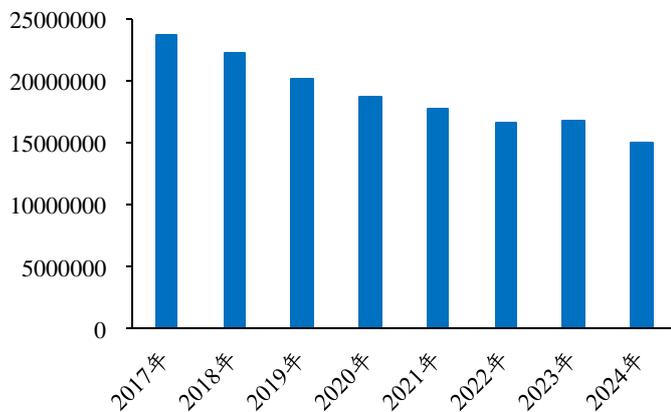
4.1.2 复盘 23 年燃油车价格战: 巨大的产品力差距, 燃油车降价无法维持市场份额

和本轮的比亚迪降价非常类似的是, 23 年的合资车企面对比亚迪降价&新车周期的强势进攻, 在 23 年 3 月起执行大额终端降价, 以维持市场份额。复盘 23 年年初燃油车发动价格战, 事实上, 在巨大的产品力差距下燃油车也是无法维持其份额的。

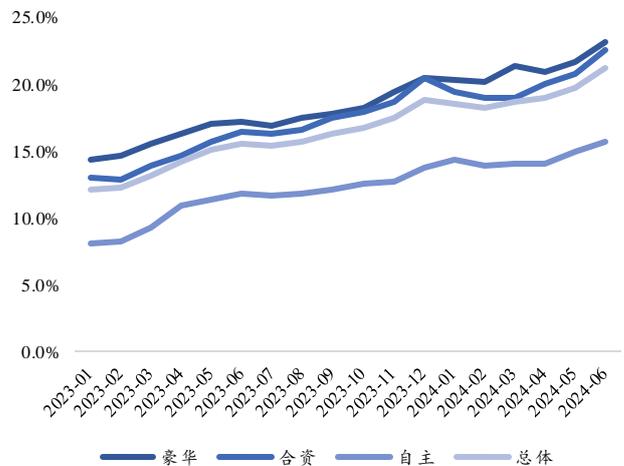
23 年 1 月特斯拉发动价格战引发市场跟随, 2 月比亚迪大幅跟进下电车价格持续下探, 至 3 月, 在 1) 购置税减半政策退坡后, 油车同样面临需求透支; 2) 电车价格下探至油车优势价格区间, 对燃油车的挤兑增强, 油电替代加速进一步放大了其经营压力; 3) 国六 B 标准即将落地 (2024/7/1), 燃油车面临巨大去库存压力等多重因素的影响下, 3 月初, 东风、一汽等车企分别联合地方政策展开价格战, 给予终端大额购车补贴优惠。3 月初降价潮开启后, 北汽奔驰车企轮番降价, 价格战扩散, 至 3 月底正式结束。但是燃油车整体的降价风波并未结束, 只是不再有 3 月成体系的大规模降价。23 年全年, 燃油车基本维持降价态势, 终端价格持续下探, 降价幅度扩大至 20% 以上。

但是大幅降价并未拯救燃油车销量。燃油车总量在 2023 年表现维持相对平稳, 但最终在 2024 年电车进一步降价的冲击下崩溃。乘联会口径, 2023-2024 年燃油车销量分别为 1669.1/1496 万辆, 同比+0.2%/-10.4%。其中 2024 年, 如上汽通用、东风日产、本田等燃油车合资公司销量出现大幅下滑。

图表61: 降价无用, 燃油车销量在 2023-2024 年出现崩溃 (辆)



图表62: 燃油车市场折扣额度追踪



来源: 乘联会, 国金证券研究所

来源: 乘联会, 国金证券研究所

燃油车价格战的失利来自于合资燃油车产品力的落后。我们在此前一篇报告曾经阐述过, 市场一方面更加偏好性价比, 但在性价比中, 各种配置亦有取舍, 电车用户通常优先选择的是智能化和舒适性配置。因而智能座舱、智能驾驶、座舱舒适性配置成为消费者的首选。而合资燃油车原本的定价体系集中在动力、节油属性、换挡平顺性、驾控体验等,



也就是原有的燃油车三大件——底盘、发动机、变速箱，这些内容占据了燃油车的绝大多数价值量，也就导致其对智能座舱、智能驾驶和舒适性配置的重视程度是缺失的。合资车较差的车机、简陋的用料、缺席的舒适性配置保守市场诟病，导致这部分原本的燃油车用户出现大量流失。因此，燃油车纵使出现多轮降价，仍无法维持销量，反而容易引起经销商的大范围退网，进而进一步加速销量的崩溃。

4.1.3 吉利的竞争优势：低成本路线降低成本的同时，产品的精细化打磨程度更好

整车除了产品性价比的博弈之外，还有一个环节是产品的精细化打造。我们简单的说，精细化打造就是所谓的“质感”。长期以来，精细化打造一直被市场忽视，原因在于其表现过于主观化，且难以客观量化，主要表现在功能设计的用心程度、外观内饰评价等，所以性价比类似于消费电子中的参数，而精细化打造则代表着产品的实际体验，二者并非完全一致。

而公司向在精细化打造层面富有优势。我们以吉利星愿为例，该车相对比亚迪核心在于错位——海鸥的价格、比海豚更大的尺寸、比海豚更高的配置：该车拥有和比亚迪海豚同级别的尺寸，但是起售价 6.98 万元和比亚迪海鸥相当甚至更低，相比海鸥，星愿拥有宁德时代电池、两厢小车中极其罕见的后驱系统、前备箱、flyme Auto 车机系统、flyme Sound 音响、更大的空间和储物空间、电动后尾门等配置，从而实现极致性价比和对比比亚迪的错位竞争。该车型上市后迅速成为爆款，目前月销量已经突破 3 万辆。25 年 2 月，比亚迪更新智驾版，海鸥、海豚两大产品拥有高速 NOA，同时为海豚部分配置增加冰箱，但整体无法阻挡星愿销量的强势，星愿目前销量仍在持续提升。

此外，星愿的外观设计表现更加精致，而纯电的城市代步小车用户群体以女性和城区通勤者为主，客群对外观的要求更高，导致部分比亚迪客群倒向吉利，比亚迪的海鸥、海豚在星愿上市后销量均出现了承压的状况。而在精细化打造能力的加持下，吉利汽车对价格战的抗压能力被严重低估了。

图表63: 吉利星愿外观

图表64: 比亚迪海豚外观



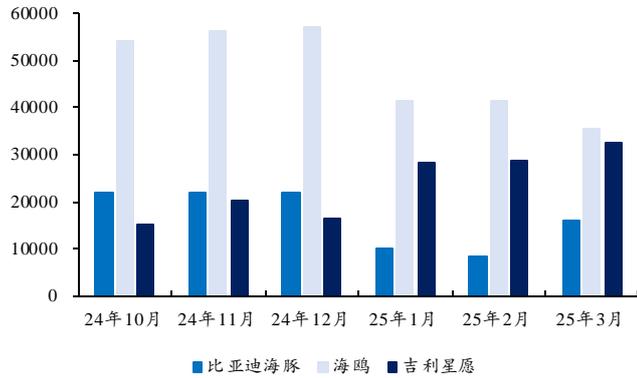
来源：吉利汽车官网，国金证券研究所

来源：比亚迪官网，国金证券研究所

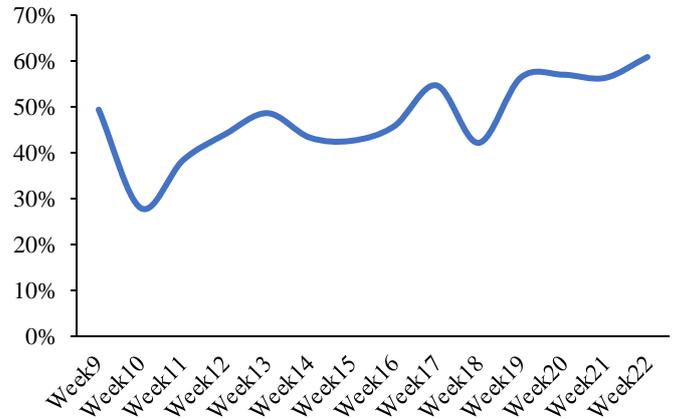
同样地，我们以吉利银河星舰 7 为例，该车型上市后比亚迪对主要竞争对手宋 Pro 连续降价，导致星舰 7 销量出现一定波动，但整体仍维持稳定，月销连续破万，周销量也稳定在 1500 台左右；但是在 5 月以来，伴随吉利方面加码折扣，星舰 7 销量出现明显回暖，5 月连续稳定在 1500 台以上，并且相对于宋 Pro 的比例从此前的 30%+ 上涨至 56%（星舰 7 周销量/比亚迪宋 Pro 周销量）；再度证明精细化产品打造能力下，公司产品力较强，对价格战有充分韧性。



图表65: 吉利星愿&比亚迪海豚&比亚迪海鸥月销量 (24年10月起, 辆)



图表66: 吉利星舰7除以比亚迪宋Pro的周度销量对比 (占比, 2025年)

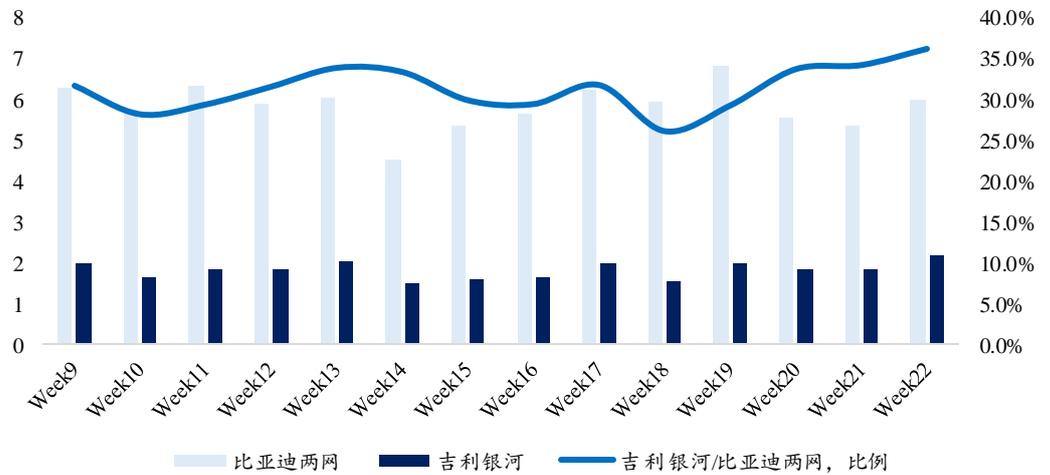


来源: 乘联会, 国金证券研究所

来源: 交强险, 国金证券研究所

由此我们认为, 公司此前便拥有较强的精细化产品打造能力。而在当前市场竞争加剧的情形下, 公司优秀的精细化产品打造能力为其提供了强大的产品力, 使公司产品在价格战竞争中颇具韧性, 虽然面临竞争对手的多次降价冲击, 但我们看整体销量稳中有增, 5月以来吉利银河销量维持在1.8万辆以上(交强险口径, 每周); 相对于比亚迪两网的比例从26%提升至34.1%(吉利银河周销量除以比亚迪两网周销量); 而在市占率角度, 第21周吉利总体市占率提升至11.4%, 同比+*pct*, 其中吉利银河市占率8.3%, 同比+4.4*pct*, 是市场主流车企中市占率增长最快的, 成绩表现优异。

图表67: 比亚迪 VS 吉利银河, 周度销量对比 (2025年, 万辆, %)



来源: 交强险, 国金证券研究所



图表68：国内电车市场车企周度市占率对比（2025年）

公司	WEEK16	WEEK17	WEEK18	WEEK19	WEEK20	WEEK21	WEEK22
比亚迪总计	30.0%	29.2%	31.8%	33.0%	27.9%	26.7%	27.1%
吉利合计	11.2%	11.4%	10.9%	12.6%	11.5%	11.4%	12.1%
特斯拉	3.3%	4.3%	3.6%	1.4%	5.1%	5.0%	5.3%
零跑	4.2%	3.9%	3.1%	3.5%	3.4%	3.3%	3.4%
理想	4.3%	3.6%	5.6%	3.7%	4.2%	4.8%	4.9%
小鹏	3.2%	3.0%	2.7%	3.1%	2.7%	2.6%	3.0%
蔚来总计	3.2%	3.4%	2.5%	2.7%	3.1%	3.0%	2.2%
华为智选总计	3.0%	3.6%	4.0%	4.0%	4.2%	5.0%	5.0%
小米	3.5%	2.9%	2.8%	2.3%	3.3%	3.1%	3.2%
长安合计	5.6%	6.0%	6.6%	6.9%	7.9%	8.1%	8.4%

来源：交强险，国金证券研究所

4.2 公司整体产品覆盖面更广，国内销量上限更高

公司产品矩阵的不完善只限制于电车方面，事实上公司的产品细分类别是更广阔的。

1) 公司产品涵盖了更多的用户取向：通常来说，我们可以认为燃油车市场中存在两种主流取向，一种为日系车取向，偏向便宜、耐用、节能，如此前的日系车、韩系车，自主车企燃油车中的长安、长城、比亚迪，电车时代则主要为比亚迪；另外一种为德系车取向，偏向驾控、动力，如此前的大众，自主燃油车中主要为吉利；如今伴随着电车的崛起，如我们所说的，电车换车周期快、用点成本低、电机下动力相对燃油车大幅领先，市场消费者不再需要节能、耐用和动力，也不喜欢燃油车时代老套的设计理念，转而选择简约设计、智能化、舒适性配置，并由此培养出了国内的四家龙头新势力公司，即理想、小鹏、零跑、蔚来，以及华为、小米等跨界造车入局者。

图表69：对汽车市场用户取向的简单划分



来源：国金证券研究所整理

而如前文所述，公司以往的燃油车产品其实是主打德系定位的，因为其技术来自于沃尔沃，具备欧洲的调教风格，反而在电车时代由于比亚迪的成功，证明了低端市场的日系偏好取向，而吉利银河早期的 L6/L7/E8 三款产品仍是明显的重视动力驾控的德系调教风格，形成了短期的困难。而吉利银河品牌采用 GEA 平台和 EM-i 之后，全面对标比亚迪等日系风格，反而进一步健全了吉利汽车的产品网络。

而在新势力板块，公司拥有极氪、领克两个高端品牌，集合公司最高智能化成果，对垒如蔚来、小鹏、理想、小米、华为等新势力。虽然相对于造车新势力和跨界造车者，极氪、领克在智能化水平和能力上仍有所欠缺，但相对于传统主机厂仍是领先的。由此，

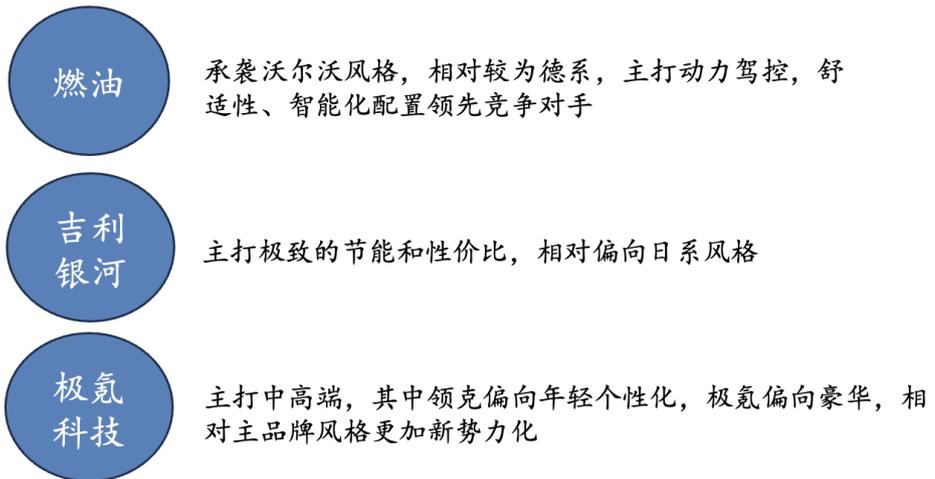


公司实际上可以满足节能省油、动力驾控、智能舒适三种不同的消费取向，反而面对的消费人群是更加广泛的。

2) 公司存在燃油+新能源两条腿走路，对电车板块政策异动的抗压能力也更强。市场此前担心伴随 26 年新能源车减免购置税政策退坡，电车市场需求会下滑；同时如我们前文所说的，目前的油电替代已经逐渐进入深水区，后续销量增速和渗透率提高放缓都是必然的。而公司作为自主燃油车市占率首位，且目前市占率仍在持续提升，其燃油车板块为其相对于市场龙头获取了更大的客群。

因而综上所述，相对市场龙头和其他车企，吉利汽车所面对的消费群体更加广泛，使其抗压能力更强，面对客群更广泛，反而拥有更高的上限。

图表 70: 吉利汽车面对的消费人群是更加广泛的



来源：国金证券研究所整理

4.3 作为市场进攻者正处规模效应扩张期，内部整合下有望量价齐升，价格战影响或低于市场预期

价格战影响或低于市场预期。我们在前文中着力解决的是公司价格战下销量不会受到影响，而市场会同步担心公司盈利能力的状况。我们认为，在低成本路线、规模效应放量 and 内部整合持续释放利润的情形下，公司盈利对价格战仍有较强的抗压能力；伴随着后续车型的推出及内部整合的持续，公司后续有望量价齐升：

1、后续新车的推出，对于吉利汽车的车型矩阵结构是持续的优化。我们此前推算吉利银河 25Q1 单车净利约 3000 元，但此时低净利润的吉利星愿、吉利熊猫和高成本的 L6/L7/E8 五款车型仍占据绝大多数，尤其低端的吉利星愿、吉利熊猫销量占比达一半以上。后续公司推出的吉利银河品牌新车级别均高于吉利星愿和熊猫 mini，因而事实上，伴随新车的推出，吉利银河的车型结构是在持续改善的，我们预计若市场终端价格维持稳定，则吉利银河后续有望实现量价齐升的情况。

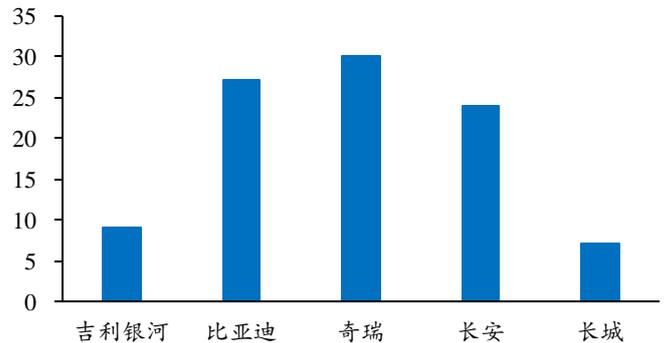
2、公司目前产品矩阵仍较少，正处于规模效应持续向上的阶段。事实上，相比竞争对手，公司在主流市场产品矩阵并不完善，仅有熊猫 mini、星愿、星舰 7、星耀 8、银河 E5/L6/L7/E8 共计 8 款主流市场产品，相对于国内龙头车企 35 款以上明显较少；甚至相对如奇瑞、长安等公司都是明显偏少的。因而公司后续新车的推出，事实上与现有车型矩阵的重合程度并不高，更多是对销量的提振意义。因而新车车型的累加下规模效应应当是持续增长的。由此我们盘点给，公司目前正处于规模效应持续向上的阶段。



图表71: 吉利银河当前产品矩阵一览、2025年4月销量及低端车型销量占比(辆)

车型	25年4月销量	车型	25年4月销量
星愿	36270	银河 L7	4594
银河 E5	13597	银河 E8	2245
熊猫 mini	17831	星耀 8	1535
星舰 7	11119	其他	1605
银河 L6	7836	低端车型占比	64.3%

图表72: 吉利汽车相对于市场主流竞争对手产品数量明显偏少(款)



来源: 乘联会, 国金证券研究所

来源: 乘联会, 国金证券研究所

同样地, 公司高端品牌也具有较大的市场空间, 矩阵亦不完善。如我们所说的, 极氪品牌早期并不是扎根主流市场的, 目前主流市场的产品仅有极氪 7X 和 007 系列, 后续看极氪、领克两个中高端品牌亦有较大的出牌空间。

由此我们可以认为, 公司目前电车车型矩阵尚不完善且产品矩阵定位较低, 伴随后续的新车推出, 公司电车板块将经历车型结构的改善和销量提升下的规模效应的提升, 盈利能力理论上讲应当是持续向上的。一言以蔽之, 公司作为市场竞争中的进攻者, 正处于规模效应下量价齐升的周期中。

3、内部整合下盈利持续释放。如前文所述, 公司此前存在大量的内部关联交易和资源浪费, 内部整合持续下, 协同效应发挥作用, 将为公司节约大量成本、费用, 如私有化极氪、极氪领克合并等等。此外, 公司内部资产的融入, 以及此前盘根错杂的股权整合后, 公司利润存在进一步增厚的可能。

因而综上所述, 我们认为市场目前对价格战对公司的影响明显过度高估了, 价格战对公司盈利的影响或低于市场预期。

五、盈利预测与投资建议: 当前时间点公司胜率、倍率均高, 25 年或有突破性进展

5.1 分部门销量预测: 预计销量仍将维持强势增长

考虑国内和海外市场的售价、盈利能力都存在较大的差异, 因而我们进而将吉利汽车的销量拆解为五部分进行盈利的测算: 1) 国内燃油车; 2) 燃油车出口; 3) 吉利银河; 4) 极氪; 5) 领克。由此, 我们得到 2024 年吉利汽车上文五部分的销量依次分别为 79.7/37.3/49.8/22.2/28.5 万辆。接下来, 我们按照前文的推论对五个板块 25 年销量进行预测:

1、国内燃油车: 25Q1 公司燃油车内销仍为正增长, 我们考虑价格战因素, 在悲观情形下给定后续所有季度燃油车销量全部为负增长, 全年销量与 24 年基本持平, 即为全年 80 万辆。中性情形下, 由于公司燃油车产品产品力强劲, 我们预计公司燃油车 Q2-Q4 仍维持稳定, 则全年燃油车内销我们预计为 84.6 万辆。考虑国内 26-27 年油电替代仍将持续, 但电车渗透率增长如前文所述, 将进入逐渐放缓的状态, 因而基于燃油车大贝塔的下降, 我们认为公司燃油车销量无法再持续增长, 预计销量逐渐减少, 给定-10%增速, 则预计 26-27 年公司燃油车销量分别为 76.1/68.5 万辆。

2、燃油车出口: 由于 25Q1 俄罗斯市场的严重影响, 公司出口不利。虽然在 4-5 月俄罗斯市场需求有所回暖, 但我们仍按照悲观情形判定公司燃油车出口, 全年给定燃油车出口 30.7 万辆; 26-27 年, 伴随公司在巴西等地出口的深化, 预计燃油车出口将得到恢复, 但后续公司将以电车为主, 燃油车出口已不再是公司主力, 我们预计燃油车出口的增长是稳健的, 给定 26-27 年公司燃油车出口分别为 35/41 万辆。

同时考虑到吉利银河、极氪、领克品牌的持续出口放量, 我们预计公司公司出口主要转



向电车出口驱动，仍可实现较为稳健增长，但考虑到公司出口政策较为保守，需要观察海外布局其是否具备转向激进的可能性，由此预计 25/26/27 年总出口量 41.2/52.5/66.0 万辆。

图73: 吉利汽车 25-27 年分部门销量预测 (辆)

年份	2024A	2025E	2026E	2027E
总销量 (辆)	2176567	2976336	3626688	4134708
吉利银河	498264	1224955	1605535	1986000
极氪	222123	242680	396700	471700
领克	285441	356097	513017	581715
吉利燃油	1170739	1152604	1111437	1095293
其中: 出口	373675	306563	350000	410000
其中: 零售	797064	846041	761437	685293

来源: 乘联会, 国金证券研究所预测

3、吉利银河: 从 24H2 开始正式进入新车大年, 后续进入高速增长阶段。我们按照公司新车规划给定公司每款新车的预定销量, 则 2025 年预计吉利银河销量为 122.5 万辆; 26-27 年新车目前尚不清楚其具体情况, 我们直接给定新车贡献增量, 则 26-27 年预计吉利银河总销量 160.6/198.6 万辆。

4、极氪: 我们对极氪预期较为保守, 主要系品牌力目前仍有较大忧虑, 目前后续车型尚不明晰, 目前可见的核心走量车型极氪 8X, 我们预计会在 26 年大量放量, 叠加插混新车或将在 26 年持续推出, 而 25 年看, 极氪面临的压力仍较大; 综上所述, 我们预计极氪 25 年年内承压, 销量乐观情形下在 26 年会恢复此前增长态势, 给定 25/26/27 年极氪销量分别为 25.6/51.3/58.2 万辆。

5、领克: 考虑公司领克 900 目前已经形成大爆, 但后续除却 Z10 PHEV 外车型信息尚不清晰, 我们设定 25/26/27 年领克销量分别为 24.3/39.7/47.2 万辆。

5.2 分部门营收&毛利预测: 吉利银河预计突破式进展拉动业绩超预期, 燃油表现稳健

拆解公司各板块销量后, 我们再按照五个板块分别估算公司的营收和净利润。其中:

5.2.2 各板块综合盈利拆解: 单车 ASP、营收、毛利率

综合考虑各车型当前指导价、终端零售折扣以及价格战加剧下的情形, 我们给定现有车型的毛利率在 25/26 年大多会出现下降, 27 年由于价格战将逐渐接近尾声, 因而事实上毛利率或有维持稳健的可能, 我们预计和 26 年持平, 并由此, 我们可计算出各个部门的单车 ASP 以及毛利率, 其中出海的 ASP 及毛利率已经在前文中的推算中被我们固定, 而其他的板块看:

1、吉利银河品牌: 虽然由于价格战加剧, 我们给出了现有的几款车单价和盈利都下降的假设, 但事实上看, 由于前文所说的, 公司销量矩阵是在向上的, 超过了我们给定的下降效应, 因而毛利率和 ASP 呈现上涨态势;

2、极氪品牌: 同样的, 极氪后续“向上”, 主打大型豪华车, 预计毛利率会大大高于现有矩阵, 因而毛利率和 ASP 在结构性改善下出现提升的状况;

3、领克: 25-26 年由于高毛利的领克 900 上市交付放量, 毛利率应提升, 但 27 年起或开始重新下降, 这来自于一方面价格竞争加剧下我们给定了毛利率和 asp 是在下降的, 另一方面“领克向宽”, 因而后续小车为主, 会逐渐稀释掉领克 900 的份额, 拉动 ASP、毛利率下降。

4、燃油车: 我们设定市场竞争加剧, 那么在悲观情形下, 公司燃油车盈利能力和 ASP 都应该下降, 故按照下降进行给定。

5、燃油车出口: 我们给定公司 24 年的燃油车出口 ASP/毛利率为 17.2 万元/25.2%, 后续由于报废税导致燃油车利润理论上讲应下降, 同时需涨价应对冲击, 故我们上调公司出口的单车 ASP, 同时下调了毛利率, 作为 25-27 年的预测值:

图74: 吉利汽车各部门业务毛利率及单车 ASP 拆解 (万元)

毛利率	2024A	2025E	2026E	2027E
-----	-------	-------	-------	-------



吉利银河	4.2%	10.4%	11.3%	12.3%
极氪	17.2%	21.0%	23.8%	24.0%
领克	15.2%	16.0%	16.1%	15.1%
吉利燃油国内	15.1%	15.3%	14.3%	14.3%
燃油出口	25.2%	20.9%	20.9%	20.9%
单车 ASP (万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
吉利银河	8.26	8.05	9.04	9.60
极氪	22.92	25.07	28.11	28.59
领克	15.08	16.40	17.53	16.85
吉利燃油国内	10.75	10.96	10.96	10.96
燃油出口	17.20	18.90	18.90	18.90

来源：国金证券研究所测算

5.3 汇总盈利预测：吉利银河业务拉动，公司 25 年有较大概率超出市场预期

根据上文我们的预测进行计算，最终我们计算得出，公司 25/26/27 年总销量 297.6/362.7/413.5 万辆，预计营收为 3467.6/4459.3/5149.3 亿元，估算毛利率 16.0%/16.1%/16.4%。我们给定公司销售费用率、行政费用率和研发费用率之后，最终得到公司 25/26/27 年 166.0/196.8/239.7 亿元。

其中，公司 24 年名义归母净利润为 166.3 亿元，实际上，其中包含出售 Horse powertrain 所计入的一次性收益及汇兑损失，汇兑损失来自于俄罗斯市场的卢布汇率波动，因而需要从公司实际的归母净利润中扣除。我们根据公司口径还原，则公司 24 年实际净利润为 85.3 亿元。由于卢布在 25Q1 出现升值，由此我们预计 25 年全年公司有汇兑收益约 21 亿元；26-27 年由于不确定性，我们暂时不给定公司有其他收益计入，因而我们最终得出公司 25/26/27 年实际净利润为 145/196.8/239.7 亿元。

图表 75：吉利汽车盈利测算

营收 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E
总营收	2402.0	3467.6	4459.3	5149.3
毛利率	15.9%	16.0%	16.1%	16.4%
汽车业务营收	2030.6	3022.0	3969.1	4610.0
汽车业务毛利率	/	15.9%	16.3%	16.5%
总销量 (万辆)	217.66	297.63	362.67	413.47
单车 ASP (万元)	10.74	10.15	10.94	11.15
单车成本 (万元)		8.54	9.16	9.31
其他业务营收	371.4	445.7	490.2	539.3
其他业务毛利率		17%	15%	15%
净利润 (还原前)	166.3	166.0	196.8	239.7
其他收益	81.1	21.0		
净利润 (还原后)	85.23	145.0	196.8	239.7

来源：吉利汽车财报，国金证券研究所测算

其中，分部门来看，我们假定公司燃油车单车净利润 6000 元，电车（吉利银河）3000 元，燃油车出海为 1.2 万元，则我们拆解后吉利汽车，吉利银河 25 年净利润为 36.7 亿元，同比去年增长 67.8 亿元，是公司 25 年盈利持续增长的最大来源；领克和极氪预计盈利 10.7 亿元，同比去年增加了 27.3 亿元（领克有欧洲出口二手车折价，极氪有上市之股权支付）；燃油车国内预计盈利 50.4 亿元，小幅增长，依旧是公司最大的盈利来源之一；最后燃油车出口受到利润和销量的双杀，预计总盈利在 36.8 亿元左右，同比 24 年下降约 30 亿元。



但事实上，145 亿的全年净利润是极其保守的预期，首先投资收益板块在全年假设中同比下降了，我们本处将各部门打包给予 10 亿元的预期。其次，我们没有考虑电车后续车型结构性改善、规模效应的持续扩大；没有考虑任何整合效应带来的公司内部利润释放；并按最差情形给定油车下半年负增长，因而这一预期也是悲观的，容易低估公司电车的盈利能力和实际销量水平。

由此我们认为，按照极为悲观的角度出发，我们仍可得到公司 25 年 145 亿元的净利润水平，说明按照当前的预期下，公司底部确定且有较大超预期概率。目前公司估值仍较低。综上所述，我们认为公司正处于市场估值左侧，胜率、赔率均高，其盈利的成长性是高度确定的。

图表76：吉利汽车分部门净利润一览

项目	2024 销量 (辆)	2025 销量 (辆)	2024 净利润 (亿元)	2025 净利润 (亿元)	25 年净利增加 (亿元)	24 年单车净 利 (万元)	25 年单车净利 (万元)
吉利银河 (计算, 包含其他业务利润)	498264	1224955	-31.1	36.7	67.8	-0.62	0.3
极氪品牌	222123	242680	-8.4	10.7	27.3	-0.33	0.2
领克 (24 年为投资收益)	285441	356097	-8.2				
吉利燃油国内	797064	846041	47.8	50.8	2.9		
燃油出口	373675	306563	67.3	36.8	-30.5		
其他投资收益			17.9	10.0	-7.9		
总净利润			85.3	145	59.7		

来源：吉利汽车财报，国金证券研究所测算

5.4 投资建议及估值：经营向上的自主汽车龙头，持续重点推荐

吉利汽车成本低、爆款强、新车周期强劲、内部经营向上。我们认为，伴随新车周期的延续和公司强有力的爆款打造能力，公司有望在后续实现量利齐升，且公司对价格战的抗压能力较强。作为后续市场竞争中的进攻者，我们持续看好公司发展，预计公司 25/26/27 年总销量 297.6/362.7/413.5 万辆，归母净利润 166.0/196.8/239.7 亿元，由此计算后对应目前 PE 为 10.9/9.2/7.6 倍。由于公司 24 年存在非经营性损益，并在 25 年存在汇兑收益，故需要对其进行扣除，由此我们计算公司 25/26/27 年的实际净利润 145.0/196.8/239.7 亿元，2024 年还原后的实际净利润为 85.3 亿元。

我们选取理想、比亚迪和长城汽车 H 作为可比公司估值，公司 25 年开始电车油车比例逐渐均衡，我们由此取比亚迪（电车为主）和长城汽车 H（燃油车为主）的估值中间值，基于 2025 年给定公司 15XPE，根据实际净利润计算目标市值 2175 亿元，对应 2375.4 亿港元，目标价 23.55 港币，首次覆盖给予“买入”评级。

图表77：可比公司估值比较

代码	名称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)					PE				
			2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
2015.HK	理想汽车-W	2358.9	117	80.32	107.6	137.1	170.9	20.16	29.37	21.93	17.21	13.80
1211.HK	比亚迪股份	12,345	300	402.2	522.1	627.1	823.7	41.15	30.69	23.65	19.69	14.99
2233.HK	长城汽车	1,060	70.21	126.92	145.2	169.1	185	15.09	8.35	7.30	6.27	5.73
	平均值	5,254.4	162.4	203.1	258.3	311.1	393.18	25.47	22.80	17.62	14.39	11.51
0175.HK	吉利汽车	1,809	53.08	166.32	166.0	196.8	239.7	34.08	10.88	10.90	9.19	7.55

来源：wind，国金证券研究所（可比公司中，理想汽车、比亚迪盈利预期来源于国金证券研究所预测，长城汽车 H 盈利预期来源于 WIND 一致预期）

六、风险提示

行业竞争加剧：目前新能源新车型频出，电车市场竞争加剧，存在价格战竞争加剧、导



致公司盈利不及预期的风险。

汽车与电动车产销量不及预期：汽车与电动车产销量受到宏观经济环境、行业支持政策、消费者购买意愿等因素的影响，存在不确定性。

地缘政治风险：国际局势不稳定，带来的可能的关税壁垒、地缘关系动荡等情形，导致整车公司在海外的销售存在不确定性。



附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	147,965	179,204	240,194	346,765	445,934	514,928
增长率	45.6%	21.1%	34.0%	44.4%	28.6%	15.5%
主营业务成本	127,069	151,789	201,993	291,200	373,942	430,654
%销售收入	85.9%	84.7%	84.1%	84.0%	83.9%	83.6%
毛利	20,896	27,415	38,201	55,564	71,992	84,274
%销售收入	14.1%	15.3%	15.9%	16.0%	16.1%	16.4%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	8,228	11,832	13,283	18,379	23,635	27,291
%销售收入	5.6%	6.6%	5.5%	5.3%	5.3%	5.3%
管理费用	10,294	12,020	4,897	6,935	8,651	9,784
%销售收入	7.0%	6.7%	2.0%	2.0%	1.9%	1.9%
研发费用	1,966	3,361	10,419	15,743	19,799	22,657
%销售收入	1.3%	1.9%	4.3%	4.5%	4.4%	4.4%
息税前利润 (EBIT)	4,205	4,406	17,711	17,588	20,907	25,542
%销售收入	2.8%	2.5%	7.4%	5.1%	4.7%	5.0%
财务费用	-477	-544	-692	-834	-941	-1,064
%销售收入	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
投资收益	513	599	969	1,000	1,000	1,000
%税前利润	11.0%	12.1%	5.3%	5.4%	4.6%	3.8%
营业利润	2,972	4,046	9,474	14,507	19,907	24,542
%营业收入	2.0%	2.3%	3.9%	4.2%	4.5%	4.8%
营业外收支						
税前利润	4,682	4,950	18,404	18,422	21,848	26,606
利润率	3.2%	2.8%	7.7%	5.3%	4.9%	5.2%
所得税	32	15	1,604	1,658	1,966	2,395
所得税率	0.7%	0.3%	8.7%	9.0%	9.0%	9.0%
净利润	4,650	4,935	16,799	16,764	19,882	24,211
少数股东损益	-611	-373	167	168	199	242
归属于母公司的净利润	5,260	5,308	16,632	16,596	19,683	23,969
净利率	3.6%	3.0%	6.9%	4.8%	4.4%	4.7%

现金流量表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	5,260	5,308	16,632	16,596	19,683	23,969
少数股东损益	-611	-373	167	168	199	242
非现金支出	-3,232	-2,407	-8,835	-2,725	-631	-606
非经营收益						
营运资金变动	5,672	11,238	9,316	2,402	1,757	-1,669
经营活动现金净流	16,018	22,342	26,507	23,412	28,090	29,095
资本开支	-10,337	-15,322	-13,314	-8,000	-8,000	-8,000
投资	-2,186	-1,377	5,200	-8,000	-8,000	-8,000
其他	392	555	-1,018	2,969	1,000	1,000
投资活动现金净流	-12,130	-16,145	-9,132	-13,031	-15,000	-15,000
股权募资	9	0	1,558	0	0	0
债权募资	-523	-5,422	-8,888	-300	-300	-300
其他	1,839	2,658	-5,966	-6,515	-8,607	-9,589
筹资活动现金净流	1,325	-2,764	-13,297	-6,815	-8,907	-9,889
现金净流量	5,327	3,434	4,090	3,566	4,183	4,206

资产负债表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	33,341	36,775	40,865	44,431	48,614	52,820
应收款项	33,966	42,358	54,865	87,273	115,947	139,651
存货	10,822	15,422	23,078	36,400	49,859	61,009
其他流动资产	935	19,079	6,513	9,793	12,983	15,811
流动资产	79,064	113,635	125,322	177,896	227,404	269,292
%总资产	50.1%	59.0%	54.6%	61.0%	65.4%	68.0%
长期投资	14,235	15,703	31,424	37,424	43,424	49,424
固定资产	32,201	27,351	26,384	26,330	26,280	26,234
%总资产	20.4%	14.2%	11.5%	9.0%	7.6%	6.6%
无形资产	22,609	23,954	28,785	29,699	30,467	31,113
非流动资产	78,762	78,963	104,070	113,575	120,294	126,893
%总资产	49.9%	41.0%	45.4%	39.0%	34.6%	32.0%
资产总计	157,826	192,598	229,392	291,472	347,697	396,185
短期借款	2,062	0	30	230	430	630
应付款项	45,557	59,071	86,441	113,245	140,228	161,495
其他流动负债	21,334	37,753	40,728	63,336	81,433	94,179
流动负债	68,953	96,824	127,200	176,810	222,091	256,304
长期贷款	8,758	5,440	3,914	3,414	2,914	2,414
其他长期负债	3,919	5,182	5,858	8,391	8,391	8,391
负债	81,631	107,446	136,972	188,616	233,396	267,109
普通股股东权益	75,130	80,509	86,742	97,011	108,257	122,789
其中：股本	184	184	184	184	184	184
未分配利润	74,969	80,410	87,353	100,621	115,867	135,399
少数股东权益	1,065	4,643	5,678	5,845	6,044	6,286
负债股东权益合计	157,826	192,598	229,392	291,472	347,697	396,185

比率分析

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.51	0.51	1.64	1.65	1.95	2.38
每股净资产	7.47	8.00	8.61	9.62	10.74	12.18
每股经营现金净流	1.59	2.22	2.63	2.32	2.79	2.89
每股股利	0.21	0.22	0.33	0.33	0.44	0.44
回报率						
净资产收益率	7.00%	6.59%	19.17%	17.11%	18.18%	19.52%
总资产收益率	3.33%	2.76%	7.25%	5.69%	5.66%	6.05%
投入资本收益率	4.80%	4.85%	16.78%	15.03%	16.17%	17.59%
增长率						
主营业务收入增长率	45.62%	21.11%	34.03%	44.37%	28.60%	15.47%
EBIT 增长率	-4.10%	4.77%	302.01%	-0.70%	18.87%	22.17%
净利润增长率	8.52%	0.91%	213.32%	-0.22%	18.60%	21.78%
总资产增长率	17.48%	22.03%	19.10%	27.06%	19.29%	13.95%
资产管理能力						
应收账款周转天数	68.5	65.3	62.5	63.6	70.8	77.6
存货周转天数	23.2	31.1	34.3	36.8	41.5	46.3
应付账款周转天数	110.0	124.1	129.7	123.4	122.0	126.1
固定资产周转天数	76.7	59.8	40.3	27.4	21.2	18.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-24.41%	-30.71%	-33.61%	-31.50%	-32.26%	-32.06%
EBIT 利息保障倍数	9.3	10.6	32.2	93.7	123.1	168.3
资产负债率	51.72%	55.79%	59.71%	64.71%	67.13%	67.42%

来源：公司年报, 国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	3	19	31	44	64
增持	0	2	5	10	24
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
平均	1.00	1.09	1.14	1.19	1.27

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00=买入；1.01~2.0=增持；2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

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、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建国内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦7楼	新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806