

H1 核心净利高增，看好双“9”上市

华泰研究

2025年8月14日 | 中国香港

中报点评

乘用车

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

29.83

宋亭亭

SAC No. S0570522110001
SFC No. BTK945研究员
songtingting021619@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

王立献*

SAC No. S0570525020001

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

公司25H1实现营收1503亿元,同比+27%;归母净利润93亿元,同比-14%。同比下滑系24H1有约77亿元非经常性损益(资产出售)而基数较高,25H1还原后核心归母净利润达67亿元,同比+102%。Q2实现营收778亿元,同环比+28%/+7%,归母净利36亿元,同环比-61%/-36%(25Q1的汇兑收益导致环比基数高)。展望H2,我们看好银河GEA平台新车周期(银河M9等),关注高端旗舰SUV极氪9X上市,维持“买入”评级。

Q2 毛利率 17% 环比高增,《台州宣言》下内部整合成果显现

公司25Q2销售新车71万辆,同比+47%。受益于新能源车规模效应增强,25Q2公司毛利率为17%,同环比-0.7/+1.3pct。单车ASP和毛利分别为11.0/1.9万元,同比-12%/-16%,环比+7%/+16%,同比下滑主要系:①星愿等低售价新车占比提升,车型结构同比变化;②25Q2行业价格战加剧。Q2单车表现环比提升主要系GEA平台规模效应继续释放。费用端,25Q2销售费用率为6.1%,同/环比-0.1/+1.1pct;管理费用率为1.9%,同环比-0.8/-0.04pct;研发费用率为5.1%,同环比-0.4/+0.6pct。费用端的同比改善,体现出内部整合已初见成效。

25H1 新能源占比超 50%, 8~12 月迎 5 款新品

25H1公司新能源转型继续提速,纯电/插混车型销量分别达51/21万辆,同比+173%/61%,新能源销售占比由24H1的34%提升至51%。其中银河、极氪、领克品牌分别销售55/9/15万辆,同比+232%/3%/22%。尤其是银河品牌销量增速高,带动新能源品牌盈利性向好(GEA平台新车规模优势):展望8-12月,公司将进入强产品周期(5款新车),包括银河M9(Q3)、领克10 EM-P(Q3)、银河星耀6(Q4)、帝豪换代和极氪9X等优质车型供给增加,叠加内部整合的持续降本增效,公司单车盈利仍有改善空间。

A7 或提振银河月销至 12 万辆, 看好极氪 9X 和银河 M9 上市表现

8月6日,B级插混轿车银河A7正式上市,限时优惠下起售价仅8.18万元。我们认为A7性价比高,在油耗、空间、智能化等方面领先同级合资燃油,上市首日大定即破万,我们预计其月销约1.5万辆,有望助力银河销量突破12万辆。展望8-12月,我们看好2款重磅新车:首搭千里浩瀚H9方案,浩瀚S架构的首款车型极氪9X(Q3上市)和首搭千里浩瀚H5方案的大六座家用SUV银河M9。我们认为2款车在带动公司高端品牌形象和平均销售单价提升的同时,有望进一步提升公司销量,或带动公司全年销量突破300万辆。

盈利预测与估值

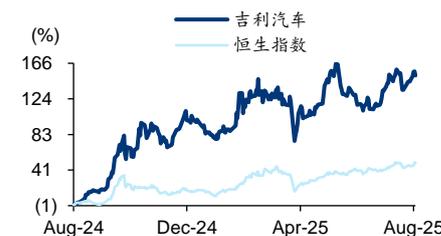
考虑到公司Q2毛利率环比大幅改善,未来银河新车上市后规模效应有望继续提升,我们上调公司25-27年归母净利润预测为145/180/228亿元(上调5%/17%/18%)。采用可比公司估值法,可比公司25年为16x PE,我们维持给予公司20%溢价,对应25年19x PE(前值18x),溢价主要系公司降本增效和GEA增利更显著。对应目标价为29.83港币(前值26.90港币),维持“买入”评级。

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。

基本数据

目标价(港币)	29.83
收盘价(港币 截至8月14日)	18.95
市值(港币百万)	191,105
6个月平均日成交额(港币百万)	1,441
52周价格范围(港币)	7.57-20.90
BVPS(人民币)	8.89

股价走势图



资料来源: S&P

经营预测指标与估值

会计年度(人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万)	240,194	344,446	409,431	464,626
+/-%	34.03	43.40	18.87	13.48
归属母公司净利润(百万)	16,632	14,481	18,017	22,849
+/-%	213.32	(12.93)	24.41	26.82
EPS(最新摊薄)	1.65	1.44	1.79	2.27
ROE(%)	18.73	14.94	13.83	13.85
PE(倍)	10.44	12.00	9.64	7.60
PB(倍)	1.88	1.71	1.09	1.02
EV EBITDA(倍)	6.60	7.62	5.26	4.19
股息率(%)	1.29	1.33	1.56	1.84

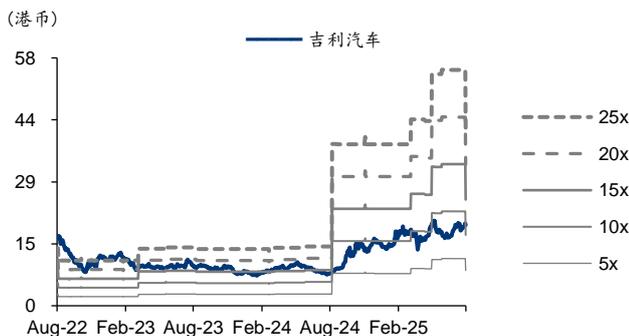
资料来源: 公司公告、华泰研究预测

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	22.35	1.68	1.95	13.86	11.93
000625 CH	长安汽车	12.79	0.80	0.99	16.28	13.12
1211 HK	比亚迪股份	111.20	5.97	7.31	17.33	14.16
平均值			2.82	3.42	15.70	12.97

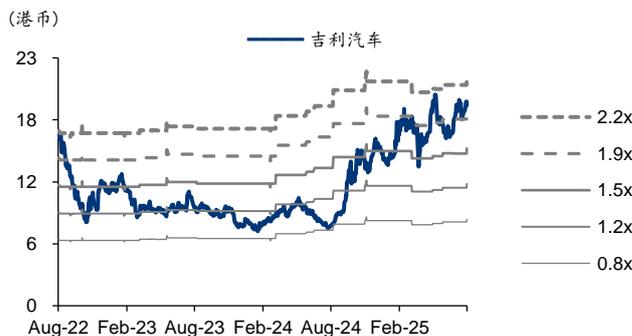
注: EPS、PE 数据来源 Wind 一致预期, 截至 2025 年 8 月 14 日, 汇率按照 1 港币=0.9147 人民币测算
资料来源: Wind、华泰研究

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。

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	344,446	409,431	464,626
销售成本	(151,789)	(201,993)	(294,846)	(349,245)	(395,397)
毛利润	27,415	38,201	49,600	60,186	69,229
销售及分销成本	(11,832)	(13,283)	(17,911)	(20,472)	(22,302)
管理费用	(12,666)	(17,063)	(19,633)	(22,519)	(24,625)
其他收入/支出	1,129	1,620	4,478	2,047	2,323
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	14,492	18,030	22,866
税费开支	(14.92)	(1,604)	(1,083)	(1,348)	(1,709)
少数股东损益	373.39	(166.70)	1,073	1,335	1,693
归母净利润	5,308	16,632	14,481	18,017	22,849
折旧和摊销	(8,203)	(9,393)	(9,930)	(11,657)	(13,406)
EBITDA	13,697	28,490	25,128	30,412	37,069
EPS (人民币, 基本)	0.53	1.65	1.44	1.79	2.27

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	19,387	22,007	24,915
应收账款和票据	42,875	58,497	63,973	83,878	86,485
现金及现金等价物	36,775	40,865	42,004	79,240	88,294
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	128,533	188,611	203,530
固定资产	27,351	26,384	31,661	37,993	43,692
无形资产	23,954	28,785	34,542	39,723	45,681
其他长期资产	27,658	48,901	53,998	57,409	60,849
总长期资产	78,963	104,070	120,200	135,125	150,222
总资产	192,598	229,392	248,733	323,736	353,752
应付账款	59,071	86,441	94,299	107,395	122,766
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	137,095	150,620	166,423
长期债务	2,840	3,124	3,749	4,124	4,536
其他长期债务	7,782	5,710	6,423	9,927	11,901
总长期负债	10,622	9,772	10,172	14,051	16,438
股本	183.81	184.02	184.02	184.02	184.02
储备/其他项目	80,325	86,558	94,468	134,738	160,896
股东权益	85,151	92,420	101,466	159,066	170,891
少数股东权益	4,643	5,678	6,813	8,176	9,811
总权益	89,794	98,098	108,279	167,242	180,702

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	32.72	10.44	12.00	9.64	7.60
PB	2.04	1.88	1.71	1.09	1.02
EV EBITDA	13.87	6.60	7.62	5.26	4.19
股息率 (%)	1.13	1.29	1.33	1.56	1.84
自由现金流收益率 (%)	5.52	5.42	3.61	17.45	9.57

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	25,128	30,412	37,069
融资成本	544.35	692.50	705.41	724.53	796.98
营运资本变动	11,238	(4,092)	(6,074)	9,429	(9,855)
税费	(14.92)	(1,604)	(1,083)	(1,348)	(1,709)
其他	(3,122)	3,022	1,630	419.64	1,199
经营活动现金流	22,342	26,507	20,306	39,637	27,500
CAPEX	(15,322)	(13,314)	(11,653)	(8,130)	(8,814)
其他投资活动	(822.16)	4,183	(2,205)	2,677	860.96
投资活动现金流	(16,145)	(9,132)	(13,857)	(5,453)	(7,953)
债务增加量	(5,422)	284.02	624.85	374.91	412.40
权益增加量	(0.19)	0.21	0.00	0.00	0.00
派发股息	(1,964)	(2,247)	(2,317)	(2,702)	(3,199)
其他融资活动现金流	694.72	(692.50)	(705.41)	(724.53)	(795.98)
融资活动现金流	(2,764)	(13,297)	2,398	3,052	3,584
现金变动	3,434	4,090	8,846	37,236	23,132
年初现金	33,295	36,729	40,818	49,664	86,901
汇率波动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00
年末现金	36,729	40,818	49,664	86,901	110,033

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	18.87	13.48
毛利润	31.22	39.34	29.84	21.34	15.02
营业利润	98.74	134.20	74.51	16.39	27.97
净利润	2.81	213.32	(12.93)	24.41	26.82
EPS	2.20	213.32	(12.93)	24.41	26.82
盈利能力比率 (%)					
毛利率	15.30	15.90	14.40	14.70	14.90
EBITDA	7.64	11.86	7.30	7.43	7.98
净利率	2.96	6.92	4.20	4.40	4.92
ROE	6.58	18.73	14.94	13.83	13.85
ROA	3.03	7.88	6.06	6.29	6.75
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(39.85)	(40.84)	(37.70)	(47.22)	(49.01)
流动比率	1.17	0.99	0.94	1.25	1.22
速动比率	1.01	0.80	0.80	1.11	1.07
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	1.02	1.14	1.44	1.43	1.37
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	110.34	103.95	104.78
存货周转天数	22.67	34.31	25.92	21.33	21.36
现金转换周期	(42.55)	(19.39)	(20.41)	(17.62)	(17.42)
每股指标 (人民币)					
EPS	0.53	1.65	1.44	1.79	2.27
每股净资产	8.44	9.16	10.06	15.77	16.95

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。请注意, 标*的人员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。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作, 华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(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)。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰证券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, 华泰证券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。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券(华泰证券(美国)有限公司除外)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。

华泰证券力求报告内容客观、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, 华泰证券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。华泰证券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。

华泰证券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, 华泰证券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。

华泰证券的销售人员、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。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、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证券及/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证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可, 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)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、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。华泰证券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华泰证券的商标、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或其关联机构制作, 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证券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，了解来自或与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, 经营许可证编号为: 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

<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司