

汽车	收盘价	目标价	潜在涨幅
	港元 18.95	港元 24.21个	+27.8%

2025 年 8 月 15 日

吉利汽车 (175 HK)

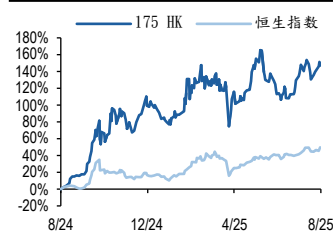
扣非净利大增超预期，看好下半年销量，行业反内卷受惠标的

- 扣非净利大增超预期。1H25 吉利汽车营收 1503 亿元（人民币，下同），同比增 27%；归母净利润 92.9 亿元，同比降 14%；扣非归母净利润 66.6 亿元，同比增长 102%，超市场预期。1H25 销量 140.9 万辆，同比增 47%，其中新能源销量同比增 126%至 72.5 万辆，上半年渗透率 51.5%，市占率突破 10%至 10.4%。海外方面，出口销量 18.4 万辆，同比略有下滑，但新能源出口提速，同比增长 146%至 4 万辆。虽然受车型结构改变影响（低价车型如心愿系列等占比提高），单价有所下滑，但规模效应明显，毛利率 16.4%，同比只下滑 0.3 个百分点。三费方面，销售/行政费用增速均低于收入增长，分别同比增长 6.4%/下跌 6.1%，反映品牌整合效果见效。研发费用则增长 21.3%，主要用在新车研发和智驾投入。
- 我们对吉利下半年冲刺 300 万辆目标持乐观看法，有望受益行业反内卷。吉利已将全年目标从 270 万辆上调至 300 万辆。我们认为支撑因素包括：1) 下半年将投放约 5 款主力新能源/电混车型，其中包括 3 款来自走量且极具性价比的银河品牌，可在 3Q-4Q25 放量；2) 近期月度批发节奏稳定，7 月达 23.8 万辆，提供批发基础动能；3) 上半年出口约 18.4 万辆，下半年出口扩张可平滑过渡内地车市淡季；4) 毛利与现金流改善提高促销与渠道补贴的弹性。我们认为吉利有望受益行业反内卷，其相关政策（限制大幅降价、严控高返利）会直接削弱个别龙头在价格上的主动权。如果不能用价格作为主要卖点，市场比较会更多转向配置、驾驶体验、智能化等综合价值。银河品牌在座舱智能化、设计感、NVH（静谧性）等方面相对有优势，下半年销量有望进一步拉升。
- 维持买入，看好下半年销量表现。我们分别上调 2025 年收入/盈利预测 9.2%/31.5%，主要反映 1) 销量预测上调和 2) 品牌整合效果较我们预期强，费用率下降。我们维持吉利的买入评级，上调目标价至 24.21 港元，对应 2025 年预测市盈率 14.5 倍（3 年平均）。看好下半年吉利销量进一步放量，行业反内卷受惠标的。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	20.35
52周低位 (港元)	7.70
市值 (百万港元)	190,144.69
日均成交量 (百万)	102.16
年初至今变化 (%)	27.87
200天平均价 (港元)	17.35

资料来源: FactSet

陈庆

angus.chan@bocomgroup.com
(86) 21 6065 3601

李柳晓, PhD, CFA

joyce.li@bocomgroup.com
(852) 3766 1854

财务数据一览

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入 (百万人民币)	179,204	240,194	335,121	395,814	439,123
同比增长 (%)	21.1	34.0	39.5	18.1	10.9
净利润 (百万人民币)	5,308	16,632	15,641	19,069	21,088
每股盈利 (人民币)	0.53	1.65	1.55	1.89	2.10
同比增长 (%)	0.7	213.1	-6.0	21.9	10.6
前EPS预测值 (人民币)			1.18	1.44	1.59
调整幅度 (%)			31.5	31.8	31.9
市盈率 (倍)	32.9	10.5	11.2	9.2	8.3
每股账面净值 (人民币)	8.00	8.62	9.87	11.14	12.48
市账率 (倍)	2.17	2.01	1.76	1.56	1.39
股息率 (%)	1.3	1.9	3.9	4.7	5.2

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1：吉利汽车 (175 HK) 目标价及评级



资料来源：FactSet，交银国际预测

图表 2：交银国际汽车行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期	子行业
666 HK	瑞浦兰钧	买入	12.46	15.46	24.1%	2025 年 08 月 12 日	电池
3931 HK	中创新航	买入	20.12	24.77	23.1%	2025 年 03 月 27 日	电池
300750 CH	宁德时代	买入	279.89	314.11	12.2%	2025 年 01 月 23 日	电池
300014 CH	亿纬锂能	买入	45.41	56.51	24.4%	2024 年 12 月 02 日	电池
002074 CH	国轩高科	买入	29.89	29.07	-2.7%	2024 年 12 月 02 日	电池
689009 CH	九号公司	买入	59.70	75.02	25.7%	2025 年 08 月 04 日	电动两轮车
1585 HK	雅迪控股	买入	12.81	19.84	54.9%	2025 年 03 月 26 日	电动两轮车
2451 HK	绿源集团	中性	8.56	7.16	-16.4%	2025 年 03 月 31 日	电动两轮车
3808 HK	中国重汽	买入	23.70	26.45	11.6%	2025 年 03 月 28 日	重卡
2338 HK	潍柴动力	买入	16.84	20.50	21.7%	2025 年 03 月 28 日	重卡
HSAI US	禾赛集团	买入	23.32	27.52	18.0%	2025 年 08 月 14 日	激光雷达
2498 HK	速腾聚创	买入	33.32	41.89	25.7%	2025 年 08 月 14 日	激光雷达
175 HK	吉利汽车	买入	18.95	24.21	27.8%	2025 年 08 月 15 日	整车厂
601127 CH	赛力斯	买入	128.00	180.50	41.0%	2025 年 07 月 21 日	整车厂
1211 HK	比亚迪股份	买入	113.80	167.75	47.4%	2025 年 03 月 25 日	整车厂
9866 HK	蔚来汽车	买入	35.66	48.96	37.3%	2025 年 03 月 24 日	整车厂
9868 HK	小鹏汽车	买入	77.65	134.69	73.5%	2025 年 03 月 12 日	整车厂
2333 HK	长城汽车	买入	14.91	17.36	16.4%	2024 年 10 月 28 日	整车厂

资料来源：FactSet，交银国际预测，数据截至 2025 年 8 月 14 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	179,204	240,194	335,121	395,814	439,123
主营业务成本	(151,789)	(201,993)	(281,166)	(331,693)	(367,985)
毛利	27,415	38,201	53,954	64,122	71,138
销售及管理费用	(23,852)	(28,599)	(41,220)	(47,102)	(51,377)
其他经营净收入/费用	890	(210)	6,580	6,729	6,587
经营利润	4,453	9,391	19,315	23,749	26,347
财务成本净额	544	692	727	763	802
应占联营公司利润及亏损	599	969	982	1,025	1,103
其他非经营净收入/费用	(646)	7,351	(2,437)	(2,879)	(3,194)
税前利润	4,950	18,404	18,586	22,659	25,058
税费	(15)	(1,604)	(2,788)	(3,399)	(3,759)
非控股权益	373	(167)	(157)	(191)	(211)
净利润	5,308	16,632	15,641	19,069	21,088
作每股收益计算的净利润	5,308	16,632	15,641	19,069	21,088

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	35,746	40,865	41,123	58,203	74,498
应收账款及票据	42,711	58,307	70,470	83,233	92,340
存货	15,422	23,078	26,796	31,611	35,070
其他流动资产	19,756	3,072	3,139	3,214	3,298
总流动资产	113,635	125,322	141,528	176,260	205,205
物业、厂房及设备	27,351	26,384	22,796	19,329	15,364
无形资产	23,920	28,751	30,188	31,697	33,282
合资企业/联营公司投资	15,703	31,424	34,273	37,392	40,808
其他长期资产	11,989	17,511	19,050	20,733	22,573
总长期资产	78,963	104,070	106,307	109,151	112,027
总资产	192,598	229,392	247,835	285,411	317,233
短期贷款	0	30	32	33	35
应付账款	87,398	125,379	130,954	155,396	173,407
其他短期负债	9,426	1,791	1,880	1,974	2,073
总流动负债	96,824	127,200	132,866	157,403	175,515
长期贷款	2,840	414	414	414	414
其他长期负债	7,782	9,358	9,392	9,428	9,466
总长期负债	10,622	9,772	9,806	9,842	9,880
总负债	107,446	136,972	142,673	167,246	185,395
股本	184	184	184	184	184
储备及其他资本项目	80,325	86,558	99,143	111,956	125,417
股东权益	80,509	86,742	99,328	112,140	125,601
非控股权益	4,643	5,678	5,834	6,026	6,237
总权益	85,151	92,420	105,162	118,166	131,838

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	4,950	18,404	18,586	22,659	25,058
折旧及摊销	8,203	9,393	8,734	9,141	9,625
营运资本变动	11,238	9,316	(10,216)	6,958	5,544
税费	(2,307)	(3,499)	(3,600)	(4,294)	(4,745)
其他经营活动现金流	259	(7,107)	0	0	0
经营活动现金流	22,342	26,507	13,504	34,464	35,483
资本开支	(5,711)	(3,032)	(5,000)	(5,500)	(5,501)
其他投资活动现金流	(10,433)	(6,099)	(5,192)	(5,629)	(6,061)
投资活动现金流	(16,145)	(9,132)	(10,192)	(11,129)	(11,562)
负债净变动	(4,805)	(5,008)	2	2	2
股息	(1,964)	(2,247)	(3,056)	(6,257)	(7,628)
其他融资活动现金流	4,005	(6,042)	0	0	0
融资活动现金流	(2,764)	(13,297)	(3,054)	(6,255)	(7,626)
汇率收益/损失	0	11	0	0	0
年初现金	33,341	36,775	40,865	41,123	58,203
年末现金	35,746	40,865	41,123	58,203	74,498

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	0.528	1.652	1.554	1.894	2.095
全面摊薄每股收益	0.524	1.646	1.548	1.887	2.087
每股股息	0.220	0.330	0.676	0.824	0.911
每股账面值	8.004	8.617	9.868	11.141	12.478
利润率分析(%)					
毛利率	15.3	15.9	16.1	16.2	16.2
EBIT利润率	2.5	3.9	5.8	6.0	6.0
净利率	3.0	6.9	4.7	4.8	4.8
盈利能力(%)					
ROA	2.8	7.3	6.3	6.7	6.6
ROE	6.8	19.9	16.8	18.0	17.7
其他					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	1.2	1.0	1.1	1.1	1.2

交銀國際

香港中環德輔道中 68 号万宜大厦 9 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、搜康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司及广州银诺医药集团股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。