

科技吉利 4.0 转型加速，开启新一轮成长

——吉利汽车深度报告

2025 年 8 月 20 日

核心观点

- 全面拥抱新能源，科技吉利 4.0 转型加速，开启新一轮成长：**公司是国内首家民营轿车企业，经过了近三十年的深耕成长为自主品牌主机厂龙头，2020 年公司进入科技吉利 4.0 时代，2024 年极氪、领克、吉利银河多品牌同步发力，驱动公司新能源销量高速增长，2024 年全年公司实现新能源产品销量 88.8 万辆，同比+91.9%，新能源占比达到 40.8%，同比+12.9pct。2025 年上半年公司实现新能源销量 72.5 万辆，同比+119.7%，新能源占比达到 51.5%，同比+16.9pct，新能源转型进一步加速。复盘公司股价来看，2016 年-2017 年受益于自主品牌 SUV 崛起带来的销量中枢上移（由 50 万辆快速提升至 130 万辆），公司股价迎来高速增长，我们认为**公司在科技吉利 4.0 时代的新能源转型成效将加速显现，基于银河+极氪+领克三大品牌对新能源主力市场的全方位产品覆盖，公司新能源转型将进入提速期，新能源时代公司出色的平台化、电动化、智能化能力将构成核心竞争壁垒，驱动公司销量中枢提升至 350-400 万辆，带动公司业绩迈向新的台阶，推动公司在新一轮上涨周期的快速成长。**
- 平台化、电动化、智能化能力构建核心技术壁垒：**平台化能力方面，公司拥有近 20 年的平台化造车经验，2024 年 4 月北京车展期间，发布新能源造车架构 GEA，补齐了过去在经济型新能源造车平台上的缺失，实现技术升级与降本，助力银河 E5、吉利星愿、星舰 7 等新品上市即热销；电动化能力方面，公司实现了三电系统的全栈自研，电池、电机、插混系统性能行业领先；智能化能力上，公司基于全域 AI 技术体系在智能座舱、智能驾驶进入行业第一梯队，智能座舱携手魅族打造“银河 Flyme Auto”智能座舱，手车互联功能达到与华为、小米齐平的行业第一梯队水平，智能驾驶方面，与千里科技合作打造的“千里浩瀚”智驾系统满足全价格带产品智驾需求，高级别智驾能力上，极氪已推送满血版车型到车位导航，L3 技术架构首发搭载于 9X 光辉版车型。
- 新能源多品牌成效将加速显现，出口增长动能十足：**公司新能源多品牌战略 2024 年以来取得显著成效，银河 E5、吉利星愿、星舰 7、极氪 7X、领克 900 等多款新上市车型取得热销，在杰出的平台化、电动化、智能化能力加持下，公司新品产品力领先热销竞品，爆款潜力十足。**伴随公司银河+极氪+领克三品牌新能源矩阵的进一步完善，公司在 10-50 万元主力价格带市场新能源销量有望加速提升。**出口方面，2024 年以来，极氪、领克品牌加速在欧洲、东南亚等地区布局，新能源出口增长空间广阔，有望为公司销量增长贡献额外动能。
- 投资建议：**预计 2025 年~2027 年公司将分别实现营收 3426.46 亿元、4038.00 亿元、4616.57 亿元，分别实现净利润 154.11 亿元、187.15 亿元、238.28 亿元，对应 EPS 分别为 1.53 元、1.86 元、2.36 元。综合考虑绝对估值与相对估值，公司合理每股价值区间 22.14 元-23.64 元（24.35 港元-26.00 港元），对应市值区间为 2229.14 亿元-2380.18 亿元（2452.05 亿港元-2618.20 亿港元），首次覆盖，给予公司“推荐”评级。
- 风险提示：**1、国内市场竞争加剧的风险；2、智能化技术研发不及预期的风险；3、出口销量不及预期的风险。

公司盈利预测表

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	240,194.27	342,645.85	403,799.55	461,657.19
收入增长率	34.03%	42.65%	17.85%	14.33%
归母净利润（百万元）	16,632.40	15,410.87	18,714.89	23,828.28
利润增速	213.32%	-7.34%	21.44%	27.32%
EPS（元）	1.64	1.53	1.86	2.36
PE	8.40	12.44	10.24	8.05

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

吉利汽车（股票代码：0175.HK）

推荐 首次评级

分析师

石金漫

☎：010-80927689

✉：shijinman_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030002

秦智坤

✉：qinzhikun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525070003

张禄荻

✉：zhangludi_sh@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524060002

市场数据

2025-8-19

股票代码	0175.HK
港股收盘价(港元)	20.44
恒生指数	25,122.90
总股本（万股）	1,008,474.85
实际流通股(万股)	1,008,474.85
流通港股市值(亿港元)	2061.32

相对恒生指数表现图

2025-8-19



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

相关研究

目录

Catalog

一、 全面拥抱新能源，科技吉利 4.0 开启新一轮成长	3
(一) 科技吉利 4.0 时代新能源转型成效显著，进入新一轮成长周期	3
(二) 多品牌战略实现对新能源主力市场覆盖，新能源转型行业领先	6
(三) 新能源转型带来产品量利齐升，2025 年 H1 核心净利润翻倍增长	8
(四) 产能充裕，强产品周期延续为公司持续注入成长动力	10
(五) 品牌整合形成资源共享，实现降本增效与更清晰的品牌区隔	11
二、 平台化、电动化、智能化能力构建核心技术壁垒	12
(一) 平台化：造车平台持续迭代，GEA 架构补齐经济型新能源平台短板	13
(二) 电动化：三电系统性能再进化，赋能产品实现技术领先	14
(三) 智能化：全域 AI 技术架构加持，智能化能力进入行业第一梯队	16
三、 新能源多品牌成效将加速显现，出口增长动能十足	19
(一) 新能源：多品牌爆款多点开花，2025 产品矩阵走向完备驱动销量高增长	19
(二) 燃油：中国星逆势增长，有望继续为新能源转型发挥“压舱石”作用	26
(三) 出口：加速布局欧洲、东南亚市场，新能源出口增长空间广阔	28
四、 投资建议及估值	30
五、 风险提示	32

一、全面拥抱新能源，科技吉利 4.0 开启新一轮成长

（一）科技吉利 4.0 时代新能源转型成效加速显现，进入新一轮成长周期

国内首家民营轿车企业，深耕整车行业近三十年。公司母公司吉利集团于 1997 年由创始人李书福带领进入汽车行业，成为中国第一家民营轿车企业。2003 年，公司重要股东浙江吉利控股集团有限公司成立，主营汽车业务，随后吉利控股与国润控股（0175.HK）合资成立整车制造企业，吉利控股以产线、厂房等生产设备作价出资，2004 年，由于国润控股主要营收利润来自于与吉利控股合资的整车制造企业，正式更名为吉利汽车（0175.HK），2004-2005 年，吉利集团收购吉利汽车（0175.HK）母公司 Proper Glory 合计 100% 股权，实现对吉利汽车（0175.HK）的控制权，吉利集团整车业务完成上市。

科技吉利 4.0 新能源转型成效显现，拥抱电动化、智能化新时代。公司坚持以用户需求为导向的造车理念，纵观公司发展历程，公司经历了四个时代的发展：

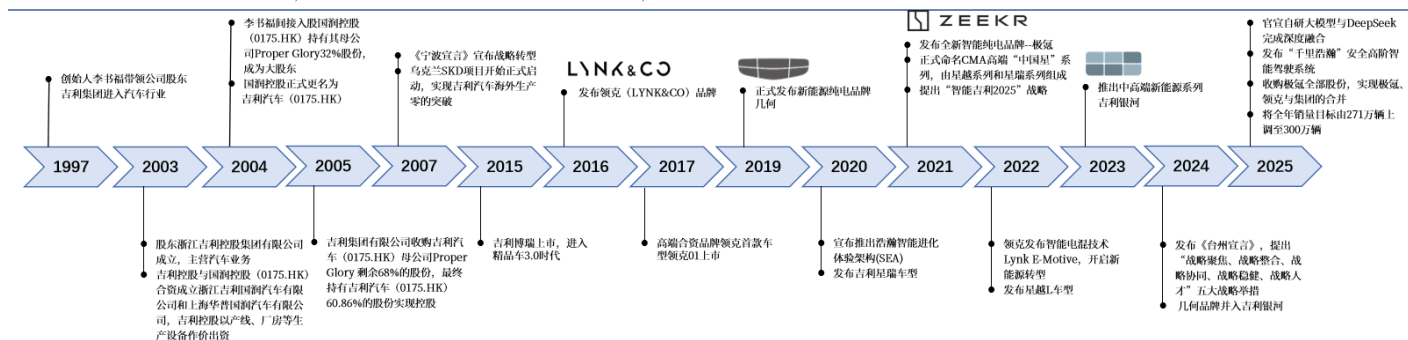
①1.0 时代（1997 年-2007 年）：该阶段为公司造车起步期，以“造老百姓买得起的车”的理念为导向，打牢公司造车根基，积累丰富的 know-how 经验；

②2.0 时代（2007 年-2015 年）：2007 年公司发布《宁波宣言》，提出“从‘低价战略’向‘技术领先、质量可靠、服务满意、全面领先’战略转型”，实现从“造老百姓买得起的车”到“造最安全、最环保、最节能的好车”的重新定位，标志着公司走向 2.0 时代，2010 年公司母公司吉利集团收购沃尔沃，公司通过与沃尔沃资源整合实现技术积累，产品谱系逐渐丰富；

③3.0 时代（2015 年-2020 年）：2014 年底公司在“吉利汽车品牌之夜”提出“造每个人的精品车”的发展战略，旗舰车型博瑞亮相，2015 年博瑞上市标志着公司 3.0 时代的开启，基于丰富的造车经验的积累，公司又陆续推出博越、缤越等产品、成立高端品牌领克，凭借出色的产品力引领自主品牌 SUV 崛起，销量快速增长，从 2014 年的 36 万辆增长至 2018 年的 150 万辆，在燃油车时代进入民营自主品牌第一梯队；

④科技吉利 4.0 时代（2020 年至今）：2020 年公司宣布正式从精品车 3.0 时代转向科技吉利 4.0 时代，发布 SEA 浩瀚架构，迈入全面架构造车时代。公司于 2019 年开启新能源转型，最早成立几何品牌，经过前期探索，进入科技吉利 4.0 时代后新能源转型加速，2021-2023 年先后成立高端新能源品牌极氪、开启领克品牌新能源转型、发布中高端新能源系列吉利银河，2024 年多品牌同步发力，多款新品上市，爆款频出，助力公司新能源销量快速增长，2024 年全年公司实现新能源产品销量 88.8 万辆，同比+91.9%，新能源占比达到 40.8%，同比+12.9pct，新能源转型取得显著成效。2025 年上半年公司实现新能源销量 72.5 万辆，同比+119.7%，新能源占比达到 51.5%，同比+16.9pct，新能源转型进一步加速。2025 年公司将自研大模型与 DeepSeek 深度融合、发布“千里浩瀚”安全高阶智能驾驶系统，智能化能力持续进步，并完成对极氪、领克的吸收合并，全年销量目标由年初 271 万辆上调至 300 万辆，持续高速增长。

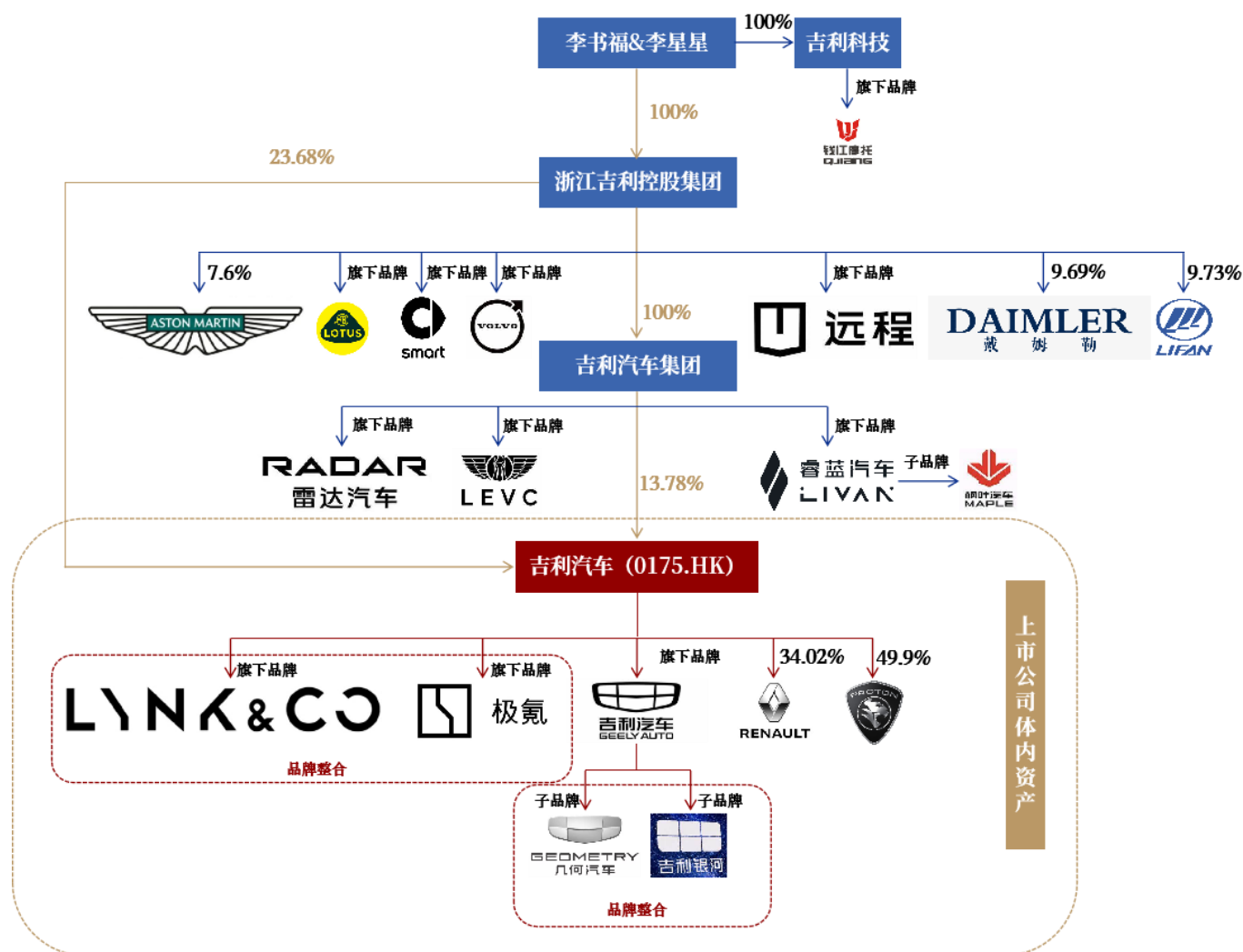
图1：深耕整车行业近三十年，2020 年起迈向科技吉利 4.0 时代，新能源转型进入加速期



资料来源：公司官网，公司公告，新浪新闻，搜狐新闻，澎湃新闻，人民网，新华社，财联社，盖世汽车，中国质量新闻网，中国银河证券研究院

通过品牌剥离与整合，实现上市公司体内优质整车业务资源集中。公司实际控制人李书福通过旗下吉利控股、吉利汽车集团、吉利科技、吉利汽车（0175.HK）投资了众多整车品牌，如吉利控股旗下沃尔沃、smart、路特斯、远程商用车、吉利汽车集团旗下 LEVC、雷达汽车等，公司通过与母公司吉利汽车集团、吉利控股进行汽车品牌剥离与资源整合，实现了整车业务优质资产的集中，如 2023 年收购宝腾、2024 年剥离睿蓝等。目前在公司体内的整车品牌包括吉利（含银河、几何）、极氪、领克，以及通过投资入股模式引入的雷诺韩国、宝腾，覆盖了国内主流新能源市场以及欧洲、东南亚等国外市场。近期公司对体内品牌进行资源整合，进一步提升经营效率，2024 年 10 月 9 日吉利汽车集团 CEO 淦家阅在星愿发布会上宣布几何正式并入银河品牌，2024 年 11 月 14 日，公司发布公告对极氪、领克股权结构优化，交易完成后公司对极氪持股增加 11.3% 至 62.8%，极氪将对领克持股 51%。2025 年 7 月 15 日，公司公告与极氪签署合并协议，实现对极氪 100% 控股。

图2：通过品牌剥离与整合，实现上市公司体内优质整车业务资源集中



资料来源：Wind，澎湃新闻，腾讯新闻，中国银河证券研究院

公司与多家上下游龙头企业设立联营公司，完善零部件、汽车检测、充电桩等产业链布局。公司与宁德时代、汉拿万都、上海机动车检测认证技术研究中心、母公司吉利集团等设立了多家联营公司，完善了自身在电池电芯、底盘、汽车电子等关键零部件以及汽车检测、充电系统、充电桩等上下游的产业布局，通过全产业链布局提升了公司的垂直供应链管理能力和供应链稳定性与资源整合能力，实现降本增效。

表1: 公司与多家上下游龙头企业设立联营公司, 完善零部件、汽车检测、充电桩等产业链布局

公司名称	投资关系	持股比例 (%)	主营业务
DRB-HICOM Geely Sdn. Bhd.	联营企业	49.90	投资控股
PROTON Holdings Berhad	联营企业	49.90	于东南亚以「宝腾」品牌制造及销售汽车
时代吉利动力电池有限公司	联营企业	49.00	研发,制造及销售电芯,电池模组及电池包
浙江星创汽车软件科技有限公司	联营企业	45.00	汽车软件研发
Closed Joint Stock Company BELGEE	联营企业	36.70	生产,营销及销售汽车
浙江双利汽车智能科技有限公司	联营企业	35.00	汽车零部件的研发及制造
汉拿万都(宁波)汽车底盘系统科技有限公司	联营企业	35.00	制造汽车底盘关键零部件及电子装置
Renault Korea Motors Co., Ltd.	联营企业	34.02	汽车及其相关零部件和配件的设计,开发,制造,生产,组装,销售,分销,进出口和营销
上检(浙江)机动车检测技术有限公司	联营企业	30.00	为新能源汽车及智能互联汽车的开发提供优质测试及技术服务
杭州擎威科技有限公司	联营企业	30.00	汽车零部件及电子控制系统的研发及制造
浙江浩瀚能源科技有限公司	联营企业	30.00	汽车充电系统及技术研发,提供汽车充电服务及运营汽车充电网点及网络业务
PT Geely Mobil Indonesia	联营企业	30.00	生产,营销及销售汽车
无锡星驱科技有限公司	联营企业	27.60	研发汽车零部件

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院 (注: 数据截止公司 2023 年年报)

精品车 3.0 时代 SUV 产品放量带动公司股价大幅上涨, 科技吉利 4.0 时代下新能源转型提速有望带动公司销量中枢上移至 350-400 万辆, 驱动公司股价开启新一轮成长周期。公司股价自 2009 年以来共经历四轮上涨:

首轮上涨 (2009 年-2010 年) 的核心驱动因素是母公司吉利集团对沃尔沃的收购;

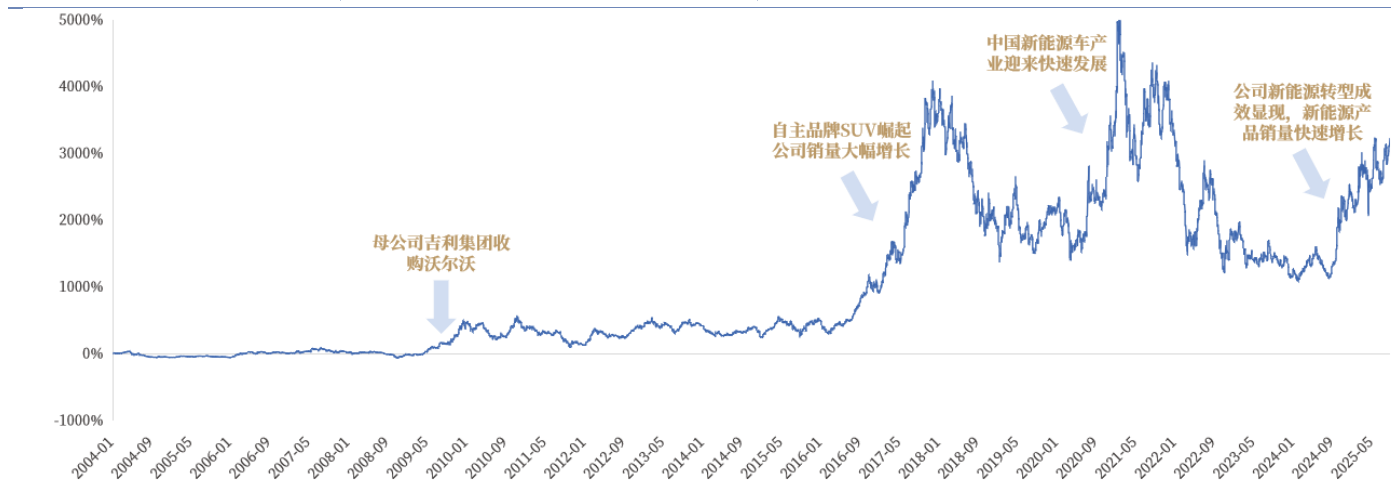
第二轮上涨 (2016 年-2017 年) 的核心驱动因素是公司 3.0 时代新产品引领自主品牌 SUV 崛起, 销量取得大幅增长, 销量中枢由 2016 年前的 50 万辆快速提升至 130 万辆, 驱动业绩高增;

第三轮上涨 (2020 年-2021 年) 的核心驱动因素是中国新能源汽车产业进入发展快车道, 新能源浪潮为自主品牌弯道超车带来良机, 市场预期自主品牌产品销量、市场份额、经营规模、盈利能力有望在新能源时代取得全面提升, 推动自主品牌主机厂股价普涨;

第四轮上涨 (2024 年下半年以来) 的核心驱动因素是公司新能源转型成效显现带来的销量快速增长和新能源销量占比的快速提升, 2024 年全年公司实现新能源产品销量 88.8 万辆, 同比+91.9%, 渗透率达到 40.8%, 同比+12.9pct;

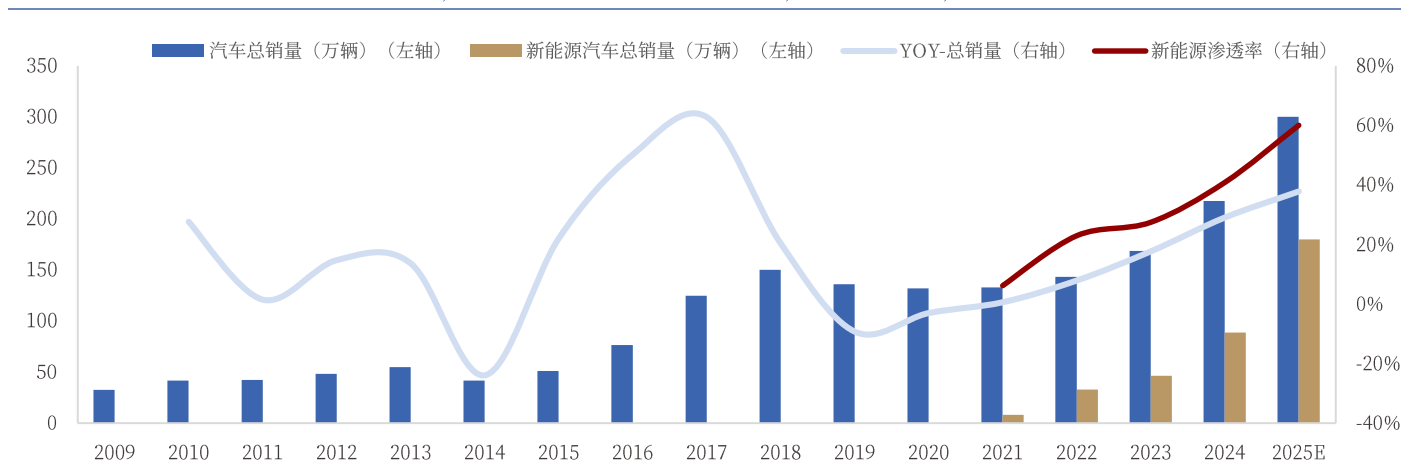
相比第二轮上涨, 新能源产业加速发展所驱动的公司股价第三轮上涨经历了更深的回调, 从长期角度来看, 公司在新能源产业发展初期相对滞后的转型反而造成了公司历史累计收益率的回落, 因此我们认为, 公司股价的核心驱动因素在于市场竞争力提升带来的销量中枢上移以及基于销量增长而带来的公司业绩的全面提升。展望未来, 我们认为公司在科技吉利 4.0 时代的新能源转型成效将加速显现, 基于银河+极氪+领克三大品牌矩阵对新能源主力市场的全方位产品覆盖, 公司新能源转型将进入提速期, 新能源时代公司出色的平台化、电动化、智能化能力将构成核心竞争壁垒, 为公司带来市场竞争力的进一步提升。2024 年公司实现汽车销量 217.7 万辆, 2025 年公司销量目标由年初的 271 万辆调整为 300 万辆, 同比 2024 年提升 37.8%, 预计新能源销量为 180 万辆, 同比+102.6%, 对公司销量的增量贡献超过 110%, 我们认为新能源时代更高的平台化、电动化、智能化壁垒有望驱动公司销量中枢由 3.0 时代的 130 万辆提升至 4.0 时代的 350-400 万辆, 带动公司业绩迈向新的台阶, 推动公司在第四轮上涨周期的快速成长。

图3：公司股价经历四轮上涨周期，2024年下半年以来新能源转型成效显著，销量快速增长驱动公司股价上涨（2004年以来累计收益率）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图4：2025年公司销量目标上调至300万辆，新能源销量目标预计为180万辆，同比+102.6%，增量贡献超110%

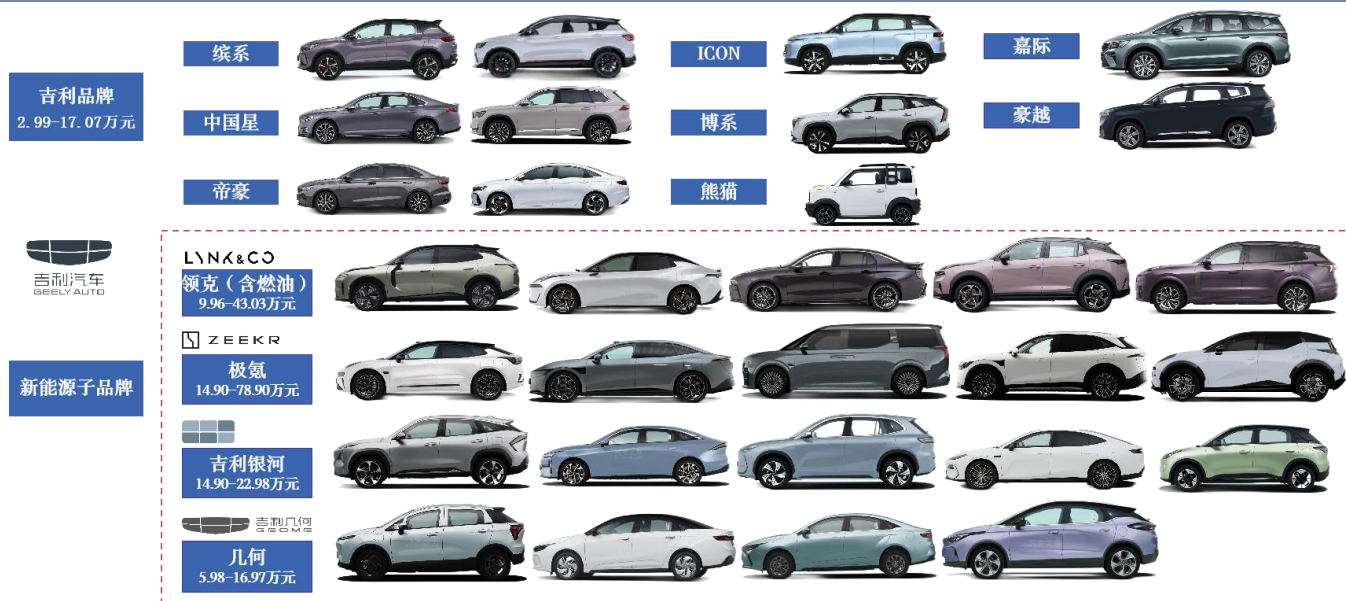


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（二）多品牌战略实现对新能源主力市场覆盖，新能源转型行业领先

新能源多品牌战略提升公司品牌价值与形象，对 10-40 万元消费主力价格区间形成完备覆盖。燃油车时代民营品牌产品力落后于合资品牌，公司主力产品主要集中于 3-15 万元的中低端价格带，新能源时代自主品牌全面崛起，公司通过多品牌战略成功提升产品价值，其中几何覆盖 5-15 万元价格带，吉利银河覆盖 10-25 万元价格带，领克覆盖 10-40 万元价格带，极氪覆盖 15-80 万元价格带，在形成对主力消费价格区间的完备覆盖的同时将产品矩阵成功带入中高端价格带，实现品牌形象的提升。

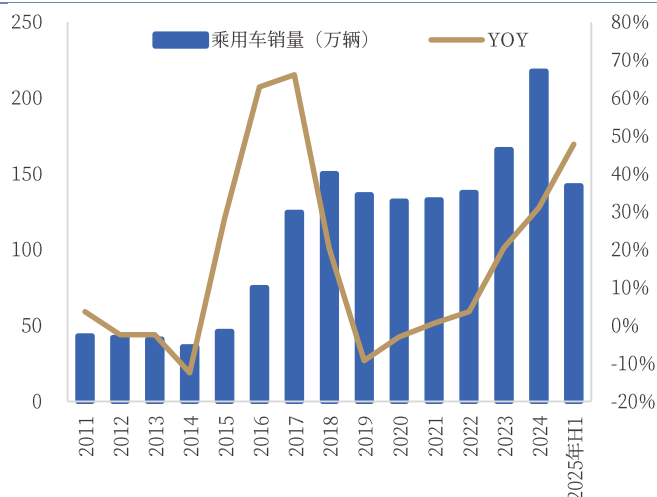
图5：公司通过新能源多品牌战略提升了品牌价值，对 10-40 万元消费主力价格区间形成完备覆盖



资料来源：公司官网，汽车之家，中国银河证券研究院

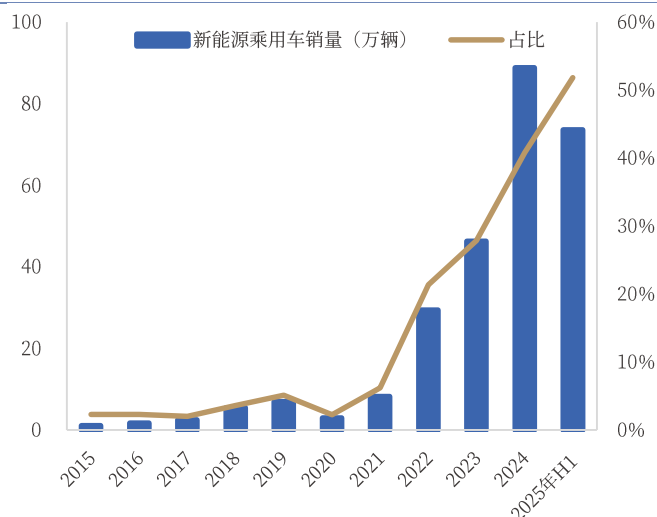
新能源开启公司销量的第二次成长周期，新能源销量占比加速提升。公司销量的第一轮增长周期为 2014-2018 年，受益于国内乘用车市场加速扩容以及公司 SUV 产品出色的产品力，销量从 2014 年 35.9 万辆增长至 2018 年的 150.1 万辆，年复合增长率为 43.0%，2019-2021 年受整体市场销量低迷影响，公司销量有所下滑，2022 年以来在新能源驱动下公司销量开启第二次成长周期，2023 年公司销售乘用车 166.0 万辆，同比+20.6%，其中新能源乘用车销售 46.3 万辆，渗透率为 27.9%，同比+6.5pct，2024 年新能源强产品周期带动公司销量增速进一步增长，实现乘用车销售 217.7 万辆，同比+31.1%，其中新能源乘用车销售 88.8 万辆，新能源占比同比提升 12.9pct 至 40.8%。2025 年 H1 新能源产品矩阵丰富带动公司销量增长动能进一步增强，上半年实现乘用车销售 142.1 万辆，同比+47.9%，其中新能源乘用车销售 73.7 万辆，占比同比提升 18.0pct 至 51.9%。

图6：2025 年 H1 公司销售乘用车 142.1 万辆，同比+47.9%



资料来源：Marklines，公司公告，中国银河证券研究院（注：品牌统计口径包括吉利（含帝豪、银河）、领克、极氪、几何，下同）

图7：2025 年 H1 公司销售新能源 73.7 万辆，占比为 51.9%



资料来源：Marklines，公司公告，中国银河证券研究院

稳居乘用车市场龙头地位，新能源转型进展在自主品牌中较为领先。2025 年 H1，公司在国内乘用车市场中销量排名第二，市占率达到 10.5%，仅次于比亚迪，销量增速在头部企业中位居榜首，龙头地位稳固。新能源方面，2025 年 H1，公司新能源乘用车销量仅次于比亚迪，排名市场第

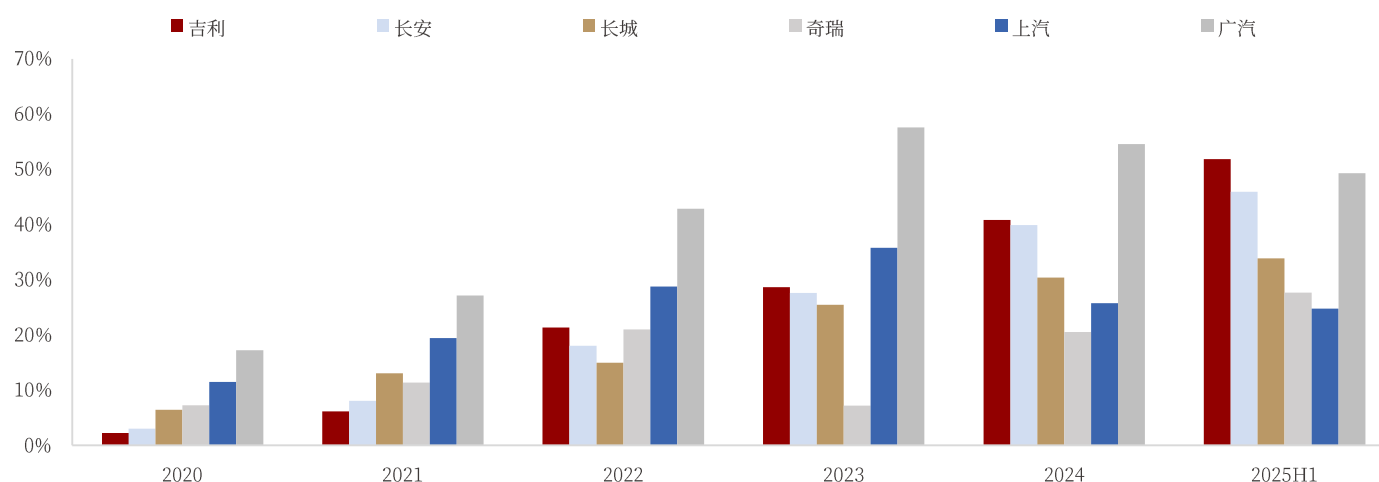
二位，市占率为 12.0%，销量增速位居头部车企前列。2020 年-2025 年 H1，公司凭借领先的新能源转型，新能源销量占比快速反超长安、上汽、奇瑞、长城、广汽等其他头部自主品牌，2025 年 H1 公司在新能源销售总量与占比上均实现了全面领先。

表2：2025 年 H1 公司乘用车、新能源乘用车销量均仅次于比亚迪，排名第二，稳居乘用车市场龙头地位

排名	车企	2025 年 H1 乘用车销量 (辆)	同比增速	市占率	车企	2025 年 H1 新能源乘 用车销量 (辆)	同比增速	市占率
1	比亚迪	2,113,271	31.49%	15.62%	比亚迪	2,113,271	31.49%	32.74%
2	吉利	1,420,520	47.85%	10.50%	吉利	773,928	114.89%	11.99%
3	大众	1,239,294	-2.16%	9.16%	通用	429,700	61.09%	6.66%
4	奇瑞	1,187,748	14.38%	8.78%	长安	391,394	40.67%	6.06%
5	通用	889,173	37.79%	6.57%	特斯拉	364,474	-14.57%	5.65%
6	长安	852,295	2.99%	6.30%	奇瑞	328,836	109.47%	5.09%
7	丰田	718,452	11.45%	5.31%	零跑	221,664	155.68%	3.43%
8	长城	473,489	1.30%	3.50%	理想	203,939	7.91%	3.16%
9	上汽	403,950	6.86%	2.99%	小鹏	197,189	279.01%	3.06%
10	特斯拉	364,474	-14.57%	2.69%	赛力斯	171,607	-14.52%	2.66%
	其他	3,863,743	4.04%	28.56%	其他	1,258,229	17.55%	19.49%
	合计	13,526,409	12.95%		合计	6,454,231	37.48%	

资料来源: Marklines, 公司公告, 中国银河证券研究院

图8：2025 年 H1 公司新能源销量占比明显高于长安、长城、奇瑞、上汽、广汽等头部自主品牌

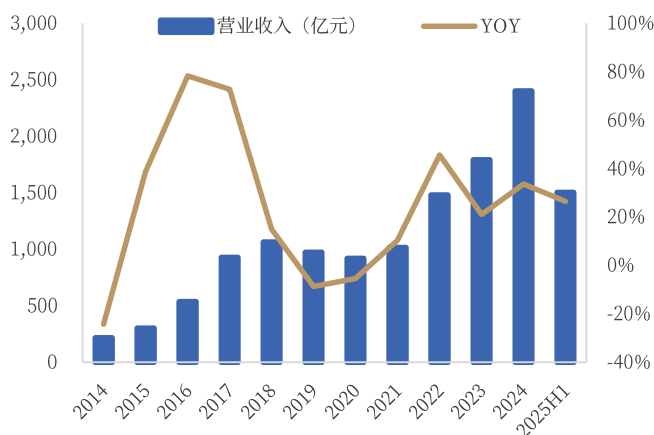


资料来源: Marklines, 公司公告, 中国银河证券研究院

（三）新能源转型带来产品量利齐升，2025 年 H1 核心净利润翻倍增长

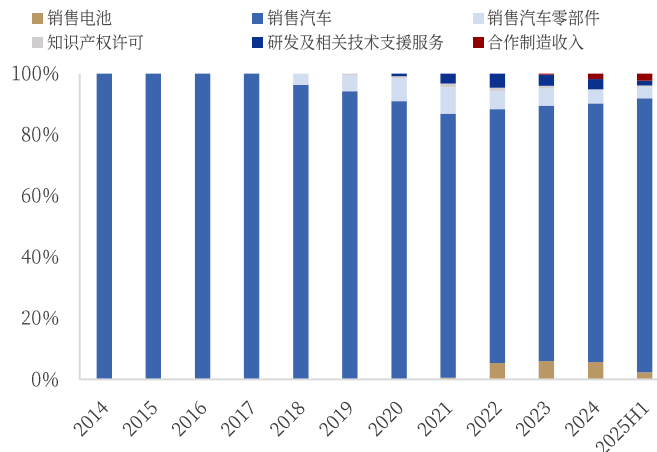
得益于新能源转型加速带来的产品热销，2025 年 H1 公司营收延续高增。2025 年 H1 公司实现营业收入 1502.9 亿元，同比+26.5%，得益于公司新能源转型的全面加速，产品热销助力公司营收高增。从结构来看，2025 年 H1 公司销售汽车业务收入为 1346.0 亿元，同比增长 28.4%，占公司总营收比重的 89.7%，同比+1.3pct。

图9：2025 年 H1 公司营业收入同比+26.5%



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

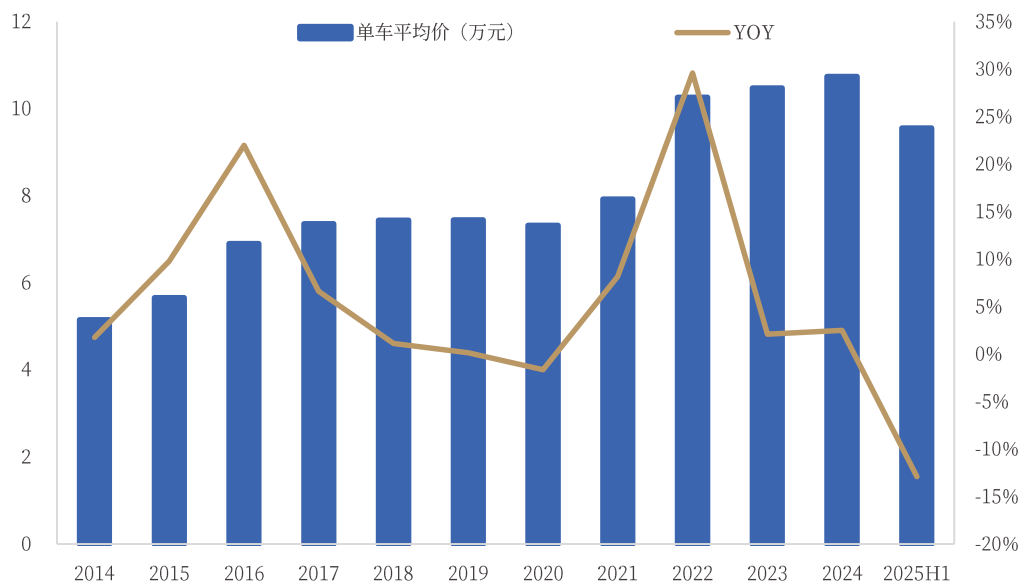
图10：2025 年 H1 公司整车业务收入占比提升至 89.7%



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

新能源转型实现公司品牌形象的提升，2025 年 H1 单车均价受市场竞争影响有所下滑。2024 年，公司单车均价为 10.74 万元，同比+2.5%，连续 4 年实现正增长，2021 年之前，公司产品销售结构中主要为燃油车，单车均价长期位于 10 万元以下，2022 年以来公司新能源品牌取得快速发展，带动公司产品均价快速上涨至 10 万元之上，新能源转型对提升品牌形象发挥了至关重要的作用，2025 年 H1 公司单车均价同比-12.9%至 9.6 万元，主要是由于新能源市场竞争加剧带来的“价格战”影响。

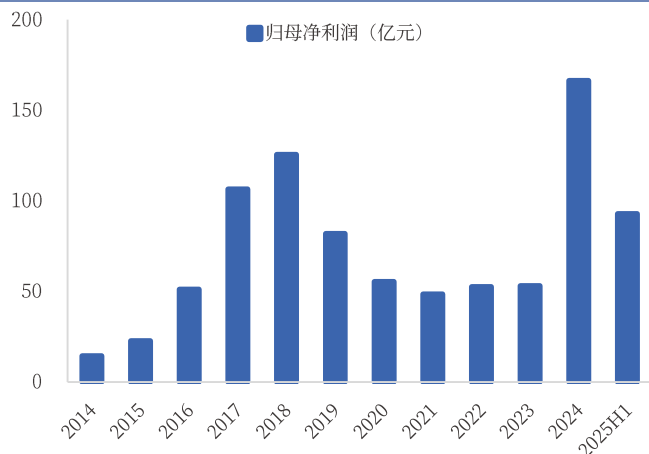
图11：2025 年 H1 受市场竞争影响，公司单车均价同比-12.9%



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

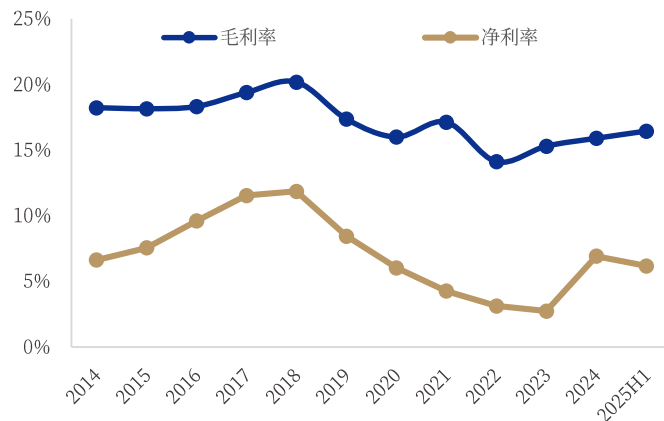
规模效应提升公司盈利能力，2025 年 H1 核心归母净利润翻倍增长。2025 年 H1 公司实现归母净利润 92.9 亿元，同比-13.9%，扣除非汇兑损益、非金融资产减值亏损、出售附属公司收益、分类为持有待售资产减值亏损后的核心归母净利润为 66.6 亿元，同比增长 102%，规模效应带动公司盈利能力的明显提升。2025 年 H1 公司毛利率为 16.45%，同比-0.28pct，“价格战”影响了公司的毛利率水平。

图12: 2025 年 H1 公司实现核心归母净利润 66.6 亿元, 同比+102%



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

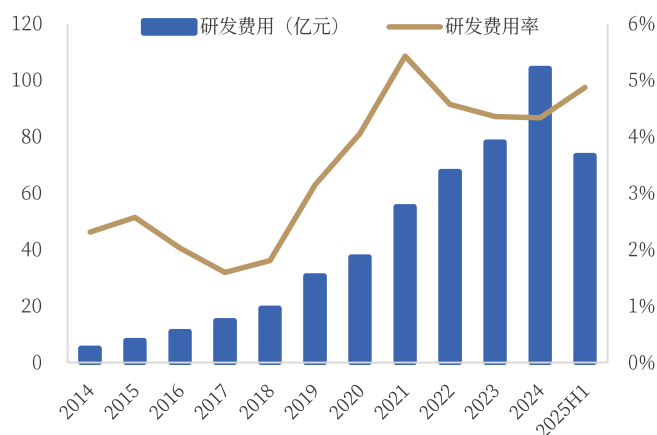
图13: 2025 年 H1 公司毛利率同比降低 0.28pct 至 16.45%



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

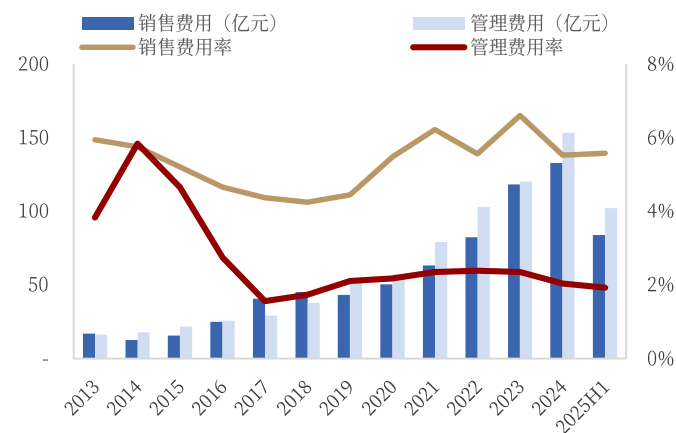
研发投入高增支撑公司新能源转型提速, 期间费用管控能力出色。2025 年 H1, 公司研发费用为 73.3 亿元, 同比+21.3%, 研发费用率同比降低 0.21pct 至 4.88%, 持续增长的研发费用支撑了公司在电动化、智能化技术上的飞速进步, 助力公司加速推进新能源转型。期间费用方面, 2025 年 H1, 公司销售费用与管理费用分别为 83.9 亿元和 49.0 亿元 (剔除研发费用), 销售费用率同比-1.06pct 至 5.58%, 管理费用率同比-0.67pct 至 1.93%, 公司费用管控能力出色, 费用率受益于规模效应继续下行。

图14: 2025 年 H1 公司研发费用同比增长 21.3%至 73.3 亿元



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图15: 2025 年 H1 公司销售与管理费用率同比明显下滑



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

（四）产能充裕，强产品周期延续为公司持续注入成长动力

国内产能布局完备, 现有产能超 300 万辆, 新能源产能占比超过 50%。公司在国内布局有较为完备的产能, 主要集中在浙江、湖南、陕西、成都等汽车产业集聚地, 供应链稳定性高, 目前公司合计产能超过 300 万辆, 新能源产能占比超过 50%, 产能储备充足, 为公司未来销量增长打下良好基础。

表3：公司目前在国内储备超 300 万辆整车产能，新能源占比超过 50%

工厂名称	位置	产能（万辆/年）	主要生产车型
临海工厂	浙江省临海市	30	银河 L6、帝豪 L
湘潭工厂	湖南省湘潭市	24	缤越、缤越 COOL
春晓工厂	浙江省宁波市	20	博越、博越 L
宝鸡工厂	陕西省宝鸡市	20	银河 L7、博越、博越 L
西安工厂	陕西省西安市	30	星越 L、精灵#1、精灵#2
晋中工厂	山西省晋中市	18	几何 A、几何 C、帝豪 EV
钱塘工厂	浙江省杭州市	10	银河 E8、几何 E、ICON
贵阳工厂	贵州省贵阳市	15	豪越 L、嘉际
杭州湾 DMA 工厂	浙江省宁波市	15	星越、星瑞、星瑞 L
长兴工厂	浙江省湖州市	18	新帝豪、缤瑞 COOL
张家口工厂	河北省张家口市	12	领克 03
杭州湾 SEA 工厂	浙江省宁波市	30	极氪 001、极氪 009
余姚工厂	浙江省宁波市	10	领克 01、领克 05、领克 08
梅山工厂	浙江省宁波市	30	领克 09、领克 Z10、极氪 001、极氪 007、极氪 MIX、极氪 7X
成都 BMA 工厂	四川省成都市	30	领克 06、极氪 X
合计		312	

资料来源：公司公告，Marklines，中国银河证券研究院

快速补充产品矩阵，2025 年强产品周期延续为公司成长注入新动力。2024 年是公司新能源产品大年，多款新品上市对产品矩阵形成快速补充，成功推动公司新能源销量的快速提升。2025 年公司规划有多款新能源新品，目前已上市银河星耀 8、A7、极氪 007GT、领克 900 等新品，后续还将有银河 M9、星耀 6、极氪 9X、领克 10EM-P 等多款新车上市，我们认为公司在 2025 年强产品周期的延续继续补齐产品矩阵，为公司销量的增长注入新动力。

表4：2025 年公司强产品周期延续，多款新车上市

品牌	车型	动力类型	级别	上市时间/预计上市时间
吉利银河	银河 L7 EM-i	插电式混动	紧凑级 SUV	2025 年 2 月
	银河 L6 EM-i	插电式混动	紧凑级轿车	2025 年 2 月
	银河星耀 8	插电式混动	中大型轿车	2025 年 5 月
	银河 A7	插电式混动	紧凑级轿车	2025 年 8 月
	银河 M9	插电式混动	中大型 SUV	2025 年 Q3
	银河星耀 6	插电式混动	紧凑级轿车	2025 年 H2
极氪	极氪 007GT	纯电	中大型轿车	2025 年 4 月
	极氪 9X	插电式混动	中大型 SUV	2025 年 Q4
领克	领克 900	插电式混动	中大型 SUV	2025 年 4 月
	领克 10 EM-P	插电式混动	中大型轿车	2025 年 Q3

资料来源：汽车之家，IT 之家，中国银河证券研究院（注：红色字体表示 2025 年新车规划）

（五）品牌整合形成资源共享，实现降本增效与更清晰的品牌区隔

几何并入银河、合并极氪、领克，品牌整合形成共享资源新模式，实现降本增效，并带来品牌定位的更清晰区隔。公司通过将几何并入银河品牌、对极氪、领克实现全资控股，实现品牌资源共享与进一步的降本增效。一方面，品牌整合形成渠道共享，将显著提升强势品牌的消费者覆盖面，

几何渠道并入银河能够快速提升银河产品消费者覆盖面，激发品牌销量增长潜力，领克品牌在海外深耕多年，极氪品牌有望借助领克丰富的海外渠道实现全球市场影响力的快速提升；另一方面，品牌整合形成采购、研发、产能资源共享，将实现进一步的降本增效，极氪与领克将通过统一管理体系，形成前台独立面对用户、后台共享资源的新模式，极氪与领克在未来将形成 EV+PHEV 的双动力模式产品矩阵，产品谱系丰富，整合资源带来生产、研发效率的提升，据测算，**领克和极氪联合采购合并 BOM（物料）成本将降低 5%~8%，产能利用率将提升 3%~5%，通过研发协同降本 10%~20%，职能支持部门组织优化将费用降低 10%~20%**。另外，公司实现对极氪、领克控股后有望对两个定位中高端市场的品牌形成更清晰的品牌形象区隔，强化消费者感知，推动品牌更好的市场拓展，如在插混产品上，领克主要覆盖 20-40 万元价格带，极氪预计将主要覆盖 40 万元以上价格带。

图16：领克 900 售价 30.99-41.69 万元



资料来源：领克官网，中国银河证券研究院

图17：极氪 9X 预计售价在 40 万元以上

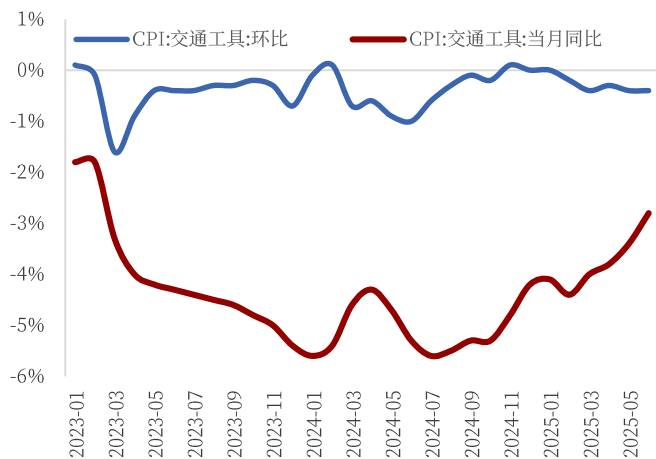


资料来源：极氪官网，中国银河证券研究院

二、平台化、电动化、智能化能力构建核心技术壁垒

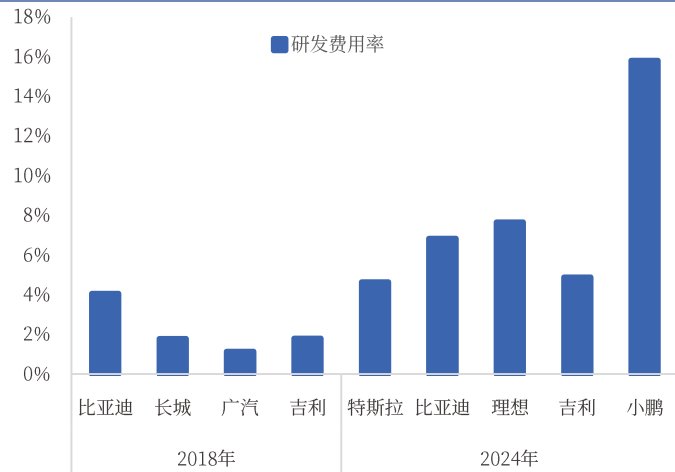
新能源时代市场竞争持续加剧，平台化、电动化、智能化已成为车企脱颖而出所需具备的核心能力。2024 年以来我国汽车市场竞争继续呈现加剧趋势，CPI 交通工具分项在经历了 2023 年同比降幅持续扩大的趋势后，2024 年以来仍长期维持同比负增长，在新能源市场参与者之间的竞争以及新能源与燃油产品的竞争的双重压力下，我国汽车市场价格战延续。**我们认为在市场竞争激烈的背景下，平台化、电动化、智能化已成为车企通过成本优势与技术优势脱颖而出的核心能力。**平台化能力方面，平台化造车能够通过零部件的高复用率提升规模效应，助力车企实现更低成本造车，以应对市场价格战，提升盈利能力；电动化能力方面，市场领先的电动化技术不仅能够实现对竞品的技术领先，更能够通过能耗、动力等性能优势加速推动新能源对燃油的替代，对车企实现销量的快速增长具有重要意义；智能化能力方面，智能化技术不断成熟带来的高阶智能驾驶功能、端到端大模型的量产落地驱动新能源产品科技属性提升，成为车企实现差异化竞争优势的核心领域，同时高阶智能驾驶功能、端到端大模型对研发投入规模、算力储备、数据规模等提出了更高的要求，推动汽车市场中企业的加速出清，带来行业集中度的提升，智能化能力成为车企在新能源时代立足的关键。**我们认为公司在平台化、电动化、智能化能力上均处于行业第一梯队，三大核心能力有望成为公司在新能源市场的核心技术竞争壁垒，实现公司市场竞争力的领先。**

图18：2024 年汽车市场价格继续走弱，市场竞争加剧



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图19：新能源时代智能化对研发投入提出更高要求，带来高技术壁垒



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（一）平台化：造车平台持续迭代，GEA 架构补齐经济型新能源平台短板

公司平台化造车经验丰富，现有平台覆盖 A0 级以上车型与全部动力类型。平台化造车最早由大众在 20 世纪 80 年代提出，高开发效率、低研发成本、强可拓展性等优势使得平台化造车迅速成为汽车产业主流趋势，当前全球头部主机厂均拥有自身代表性造车平台，如大众 MQB、丰田 TNGA 等。公司平台化造车始于 2005 年，第一代 FE 平台主打紧凑型轿车，诞生了帝豪、远景等经典产品，在母公司吉利集团收购沃尔沃后，公司通过与沃尔沃的资源整合推动造车平台持续进化，目前形成了包括 BMA、CMA、SPA、SEA、GEA 在内的覆盖 A0 级以上所有车型与燃油、纯电、插混所有动力形式的造车平台，其中：

BMA 架构：主要用于生产 A0 级车型，代表产品缤越、ICON；

CMA 架构：由公司与沃尔沃于 2016 年共同研发，投入 120 亿打造，是世界级模块化架构，能够广泛覆盖 A0-B 级不同车型的开发需求，被命名为“超级母体”，凭借 CMA 架构，公司打造了多款热销产品，支撑了公司在经济型市场、高端市场、新能源市场的全面拓展，代表产品有星越、星瑞、领克 01-06、银河 L7、银河 L6 等。2023 年公司推出专为插混车型打造的 CMA 架构进阶版 CMA-Evo，率先应用于领克 08 EM-P，进一步扩大了公司造车平台的车型覆盖面；

SPA 架构：2014 年沃尔沃打造，主要用于生产沃尔沃高端车型，后应用于高端车型领克 09；

SEA 架构：专为纯电产品打造的造车平台，2020 年发布，横跨 1800mm-3300mm 轴距范围产品，首次应用于极氪 001，后用于公司全系高端纯电产品，代表产品极氪全系、银河 E8、领克 Z10；

GEA 架构：为经济型新能源产品打造的造车平台，首次应用于 2024 年上市的银河 E5，后续还应用在吉利星愿、银河星舰 7 两款中低端价位产品上。

图20：公司目前形成覆盖 A0 级以上全部车型和所有动力形式的造车架构



资料来源：公司官网，易车，汽车之家，太平洋汽车，中国银河证券研究院

GEA 架构引领造车进入 AI 新阶段，补齐公司经济型新能源平台短板。2024 年 4 月 25 日，GEA 全球智能新能源架构在北京车展发布，作为全球首个“硬件、系统、生态、AI”四位一体的 AI 智能架构，GEA 架构实现了空间设计、智能能源、全域安全、AI 智能、驾控性能五大不设限。同时，作为全球新能源带宽最大的智能架构，GEA 实现了全面电动化，支持纯电、混动、增程、绿色甲醇等全能源形式。此外，GEA3.0 电子电气架构，还能够让新能源汽车全面接入“AI 智能生态域”，融合“多模态 AIGC、AI 数字底盘、AI 智能驾驶”等高端技术，让造车进入“全面 AI 智能化”的新阶段。此前由于经济型新能源造车平台的缺失，采用 CMA 架构的银河 L6、L7 欠缺竞争优势，采用 SEA 架构的银河 E8 与极氪 001、007 有所重叠，银河品牌销量表现欠佳，GEA 架构弥补了公司在经济型新能源产品的劣势，实现了技术升级与降本，助力首款基于 GEA 架构的银河 E5 上市即热销。

图21：GEA 全球智能新能源架构是全球首个“硬件、系统、生态、AI”四位一体的 AI 智能架构



资料来源：新浪汽车，中国银河证券研究院

（二）电动化：三电系统性能再进化，赋能产品实现技术领先

自研金砖与神盾短刀电池，性能全面提升。公司目前在磷酸铁锂方案上自研了两款电池产品，分别为用于高端车型的金砖电池与用于经济型车型的神盾短刀电池，其中金砖电池首发于 2023 年底，首次搭载于极氪 007 上，2024 年金砖电池进化至第二代，并搭载于 8 月上市的 2025 款极氪 007 上，相比首款产品性能全面提升，四驱版零百加速缩短 0.1s 至 3.4s，后驱版零百加速缩短 0.4s 至 5.0s，最高充电倍率达到 5.5C，在极氪 V3 液冷极充桩的支持下，常温下从电量 10%到 80%只需 10 分半，助力新款 007 成为全球充电速度最快的量产纯电车型，续航方面，电池容量 75kWh，体积利用率 83.7%，CLTC 综合工况续航长达 688km；神盾短刀电池于 2024 年 6 月发布，并首次搭载于 8 月上市的银河 E5 上，相比长刀电池，神盾短刀在安全性能、循环寿命、快充能力和低温放电等方面具有显著优势，安全性能方面，长度更短，内阻更小，电芯发热量较小；循环寿命方面，拥有 3500 圈循环寿命，可安全行驶超 100 万公里；快充能力方面，17 分钟可快速充电至 80%，平均充电倍率 2.45C；低温放电方面，低温放电容量保持率平均领先长刀电池 8.7%，在-30℃ 下电池容量仍在 90%以上。

图22：公司自研第二代金砖电池



资料来源：IT 之家，中国银河证券研究院

图23：公司自研神盾短刀电池



资料来源：搜狐汽车，中国银河证券研究院

11 合 1 智能电驱获首个“5A 级认证”，雷神混动 EM-i 带来极致节能体验。2024 年 4 月 19 日，公司宣布自研的 11 合 1 智能电驱斩获国内首个“电驱动总成 5A 级认证”，90.04%的传动效率+79.8kg 的重量+78Db 的 NVH 均为同级最优，该电驱已相继搭载于银河 E5 与吉利星愿上，助力新品在动力与能耗性能上实现同级领先；2024 年 10 月 30 日，雷神新一代超级电混系统 EM-i 发布，相比 EM-P 系统，EM-i 主打极致节能，更加适用于经济型产品，首搭于 2024 年 12 月上市的银河星舰 7 上，热效率达到 46.5%，达到全球量产汽油发动机最高水平，百公里亏电油耗仅 2.62L，综合续航达到 2390.5 公里，极大地提升了公司经济型插混产品的竞争优势。

图24：公司 11 合 1 智能电驱获国内首个“电驱动总成 5A 级认证”



资料来源：汽车之家，中国银河证券研究院

图25：公司发布 EM-i 雷神混动系统，打造极致节能



资料来源：新浪汽车，中国银河证券研究院

（三）智能化：全域 AI 技术架构加持，智能化能力进入行业第一梯队

公司构建了行业首个“智能汽车全域 AI”技术体系，覆盖动力、底盘、座舱、智驾等关键领域。2025 年 1 月，公司在 CES2025 发布行业首个“智能汽车全域 AI”技术体系，以数据、算力为基础，通过大模型实现技术开发，算力层面，公司建成“云数智一体”超级智算中心——星睿智算中心，目前算力资源超越万卡级别，综合算力提升至 23.5EFLOPS，位居中国车企算力第一；模型层面，公司自研星睿 AI 大模型在 2025 年 2 月与 DeepSeek-R1 完成深度融合，将对星睿车控 FunctionCall 大模型、汽车主动交互端侧大模型等进行蒸馏训练，公司还与阶跃星辰合作研发了两款多模态大模型：全球参数量最大、性能最好的开源视频生成模型 Step-Video-T2V 和行业内首款产品级开源语音交互大模型 Step-Audio；应用层面，全域 AI 技术体系覆盖架构、动力、底盘、座舱、智驾等关键领域，产出了 GEA 架构、AI 银河精灵、AI 云动力、AI 哨兵等一系列技术成果，带来全新 AI 科技体验。

图26：公司构建了行业首个“智能汽车全域 AI”技术体系，覆盖动力、底盘、座舱、智驾等关键领域



资料来源：吉利银河官网，中国银河证券研究院

1、智能座舱：“银河 Flyme Auto”智能座舱手车互联比肩华为、小米，携手阶跃星辰首发超拟人车载 AI 智能体

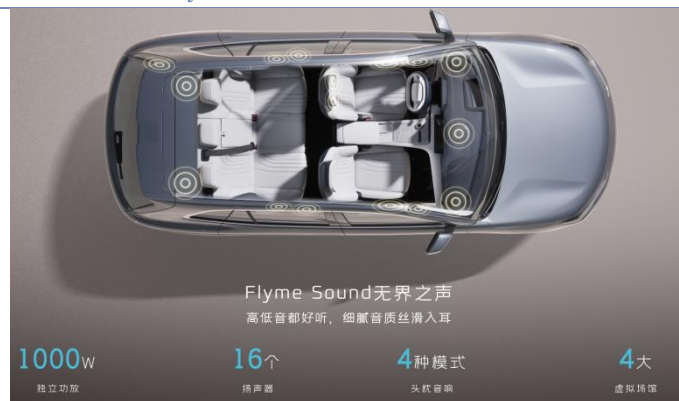
携手魅族打造“银河 Flyme Auto”智能座舱，手车互联比肩华为、小米。2024 年 5 月 30 日公司发布与星纪魅族共同打造的“银河 Flyme Auto”智能座舱系统，该系统采用了公司自研的首颗国产 7nm 车规级芯片“龍鷹一号”，AI 算力达到高通骁龙 8155 的 2 倍，通过全屏手势、小窗模式、多形态桌面、一镜到底、Smart Bar、连续语音交互、多维智能场景等功能为用户带来全新的智能座舱体验，并借助魅族在手机与车机领域的经验，形成手机与汽车的无感互联，实现解锁上车、导航流转和应用跨界等功能，达到与华为、小米齐平的行业第一梯队水平，目前“银河 Flyme Auto”智能座舱已在银河 E5、吉利星愿、银河 E8 等产品搭载，明显提升了产品的智能座舱吸引力。另外，公司还联合 Flyme Sound Inside 发布了行业首个 AI 智能音响系统——“Flyme Sound 无界之声”，是行业首个 9.1.6 声道，首创 1.6 立体环绕声布局，依托先进的 AI 算法可根据车内空间、乘坐人数、播放内容等自动优化声场分布、智能匹配音效、自动切换虚拟场馆等，带来全新的音效体验，智能座舱的革新带来公司产品智能化竞争力的大幅提升。

图27：公司携手魅族打造“银河 Flyme Auto”智能座舱



资料来源：新华网，中国银河证券研究院

图28：银河 E5 “Flyme Sound 无界之声” 音响系统



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

携手阶跃星辰在吉利银河 M9 首发超拟人车载 AI 智能体，率先搭载“端到端 AI 语音大模型”。

公司与阶跃星辰合作开发多模态大模型，吉利银河 M9 首发搭载车载 AI 智能体集成“端到端 AI 语音大模型”，突破性地实现超自然情感语音交互，以拟人级情感计算为引擎，声音表现、语音断句更自然，对话情感、口语风格更丰富，可根据用户的情绪状态、语义意图实时调整语调和语气，还可提供主动关怀与陪伴。2025 年世界人工智能大会期间，千里科技联手阶跃星辰、吉利汽车集团共同发布了面向 AI Agent 原生打造的下一代智能座舱 Agent OS(预览版)。基于阶跃星辰行业领先的多模态大模型、端到端语音大模型，具备多模态融合的超自然交互、端云一体的融合记忆、基于全融合地图的人机共驾以及第三生活空间等关键能力，可为用户带来更自然、更拟人和更情感化的座舱交互体验。

图29：千里科技联手阶跃星辰、吉利汽车集团共同发布了面向 AI Agent 原生打造的下一代智能座舱 Agent OS



资料来源：中国网汽车，中国银河证券研究院

2、智能驾驶：“千里浩瀚”实现智驾普惠、安全平权，智驾能力进入行业第一梯队

与千里科技合作成立千里智驾，打造“千里浩瀚”智驾系统实现智驾普惠、安全平权。公司与千里科技合作成立千里智驾，共同打造“千里浩瀚”安全高阶智能驾驶系统，提供从 H1-H9 共五个版本，全系标配高速 NOA 与自动泊车 APA 功能，千里浩瀚 H9 具备 L3 级别智能驾驶架构，“千里浩瀚”系统能够满足公司全系车型的智驾系统需求。2025 年 8 月，公司计划整合旗下智驾团队，将约 1300 人的极氪智驾团队与约 1000 人的吉利研究院智驾团队以及迈驰科技并入千里智驾，通过人力资源的整合协同实现研发效率提升与研发成本的降低，有望推动公司智驾能力的持续高速增长。

图30：“千里浩瀚”智驾系统满足全价格段智驾需求



资料来源：盖世汽车，中国银河证券研究院

图31：“千里浩瀚”智驾系统实现智驾普惠、安全平权



资料来源：吉利银河官网，中国银河证券研究院

2025 年 4 月极氪推送满血版车型到车位导航，极氪 9X 有望于三季度首发 L3 智驾方案，公司智驾能力进入行业第一梯队。2025 年 3 月 18 日，极氪举办千里浩瀚智驾发布会，发布满血版车型到车位和通用障碍物连续自动避让 G-AES 功能，并宣布满血版车型到车位于 4 月开启大规模推送，G-AES 于 6 月底开启推送，智驾能力已成功向行业第一梯队看齐。同时公司还发布 L3 智能驾驶技术架构，并首发搭载于在上海车展亮相的极氪 9X 光辉版车型上，L3 架构搭载双 Thor 芯片，算力 1000TOPS 以上，采用 1 个长距激光雷达和 4 个 Dtof 补盲激光雷达，极氪 9X 预计将于 2025 年 Q3 上市，有望推动公司智驾实力的继续提升。

图32: 极氪已推送满血版车型到车位导航



资料来源: 盖世汽车, 中国银河证券研究院

图33: L3 智驾技术架构首发搭载于 9X 光辉版车型



资料来源: 盖世汽车, 中国银河证券研究院

三、新能源多品牌成效将加速显现，出口增长动能十足

(一) 新能源: 多品牌爆款多点开花，2025 产品矩阵走向完备驱动销量高增长

1、吉利银河：2025 年 5-20 万元价格带产品矩阵逐渐补齐，品牌影响力快速提升，未来销量增长空间广阔

2025 年银河品牌迎来多款新品，对 5-20 万元价格带的覆盖趋于完善。银河系列于 2023 年 2 月发布，首款产品银河 L7 于 2023 年 5 月上市，目前银河系列拥有 L7、L6、E8、E5、星舰 7、星耀 8、A7、星愿等多款在售产品，2025 年银河 A7、星耀 8 等车型的上市丰富了银河产品矩阵，伴随银河 M9、星耀 6 等新品的陆续上市，吉利银河在 5-20 万元价格的覆盖将逐渐趋于完善。

图34: 2025 年银河品牌迎来多款新品，对 5-20 万元价格带的覆盖趋于完善

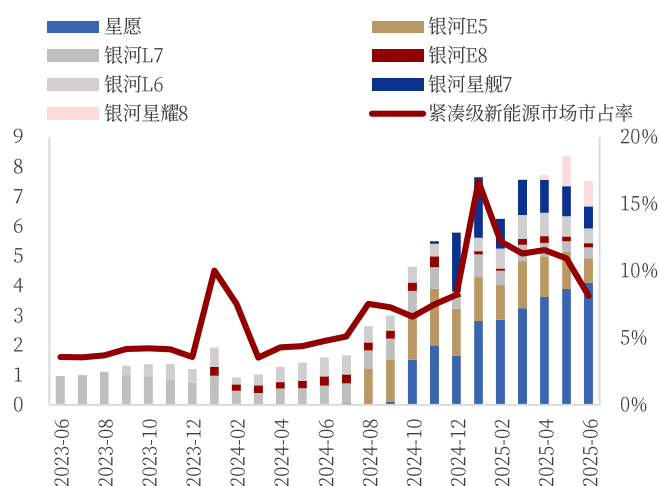


资料来源: 汽车之家, 中国银河证券研究院

爆款产品接连诞生，快速推动品牌影响力的快速提升。银河品牌首款产品 L7 上市后销量快速攀升至万辆之上，率先打响品牌知名度，但由于市场竞争的加剧以及产品力的不足，2024 年以来银

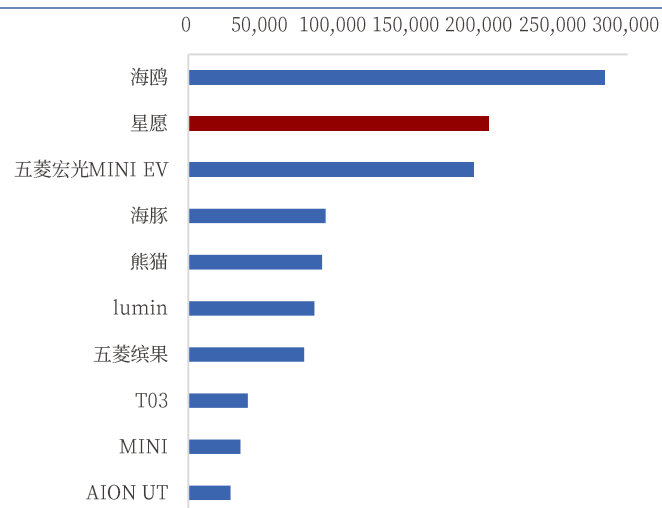
河品牌销量略显低迷，8月上市的银河E5、10月上市的吉利星愿、12月上市的银河星舰7凭借出色的性价比与产品力优势接连成为银河品牌爆款产品，银河E5首个完整交付月9月实现销售1.4万辆，2024年12月单月销量1.6万辆；吉利星愿首个完整交付月销量1.5万辆，此后销量不断攀升，2025年6月单月销量达4.1万辆，上半年位居中国A00+A0级车销量排行榜第二位；星舰7首个完整交付月12月实现销售2.0万辆，多个爆款推动品牌影响力的快速提升，叠加2025年初老款产品更新EM-i系统后产品力上升，银河品牌市占率快速增长，2025年上半年，在银河主要布局的紧凑级新能源市场，银河品牌市占率同比提升5.2pct至11.5%。

图35: E5、星愿、星舰7等爆款带动银河销量快速提升（万辆）



资料来源: Marklines, 中国银河证券研究院

图36: 2025年H1星愿销量位居A00+A0级市场销量第二位（辆）



资料来源: Marklines, 中国银河证券研究院

银河品牌贯彻性价比优势，E5、星舰7各项性能全面领先竞品车型。与市场销量排名靠前的竞品海狮05、宋Pro相比，银河E5、星舰M7在价格、续航、空间、动力、补能、座舱等方面均有一定的领先优势，出色的性价比优势成为银河品牌热销的关键。但相比于竞品车型，公司产品的智能驾驶功能有所落后，预计伴随后续“千里浩瀚”智驾系统的上车，公司产品智能化能力有望补齐，竞争力有望进一步提升。

表5：银河品牌贯彻性价比优势，E5、星舰 7 各项性能全面领先竞品车型

车型	银河 E5 2025 款 530km 启航版	海狮 05 EV 2025 款 430KM 智航版	银河星舰 7 EM-I 2025 款 120km 启航+版	宋 Pro 2025 款 75km 领先型
上市时间	2025.07	2025.03	2024.12	2024.09
厂商指导价（万元）	10.98	11.78	11.08	11.28
CLTC 纯电续航里程(km)	530	430	120	75
长*宽*高(mm)	4615*1901*1670	4520*1860*1630	4740*1905*1685	4735*1860*1710
轴距(mm)	2750	2720	2755	2712
最大功率（kW）	160	140	-	-
最大扭矩（N·m）	320	330	-	-
官方 0-100km/h 加速(s)	6.9	7.6	7.5	8.3
发动机最大功率（kW）	-	-	82	74
发动机最大扭矩（N·m）	-	-	136	126
电机总功率（kW）	160	140	160	120
电机总扭矩 N·m）	320	330	262	210
电池快充时间（小时）	0.33	0.5	0.33	-
中控屏幕尺寸（英寸）	15.4	12.8	14.6	12.8
液晶仪表尺寸（英寸）	10.2	8.8	10.2	8.8

资料来源：汽车之家，中国银河证券研究院

A7、星耀 8 延续性价比优势，具备爆款潜力。对比竞品车型秦 PLUS、海豹 07DM-i 来看，银河 A7、星耀 8 延续了品牌的性价比优势，在价格、续航、空间、动力、油耗、座舱等方面全面领先，主要劣势在智能驾驶方面，具备爆款潜力。

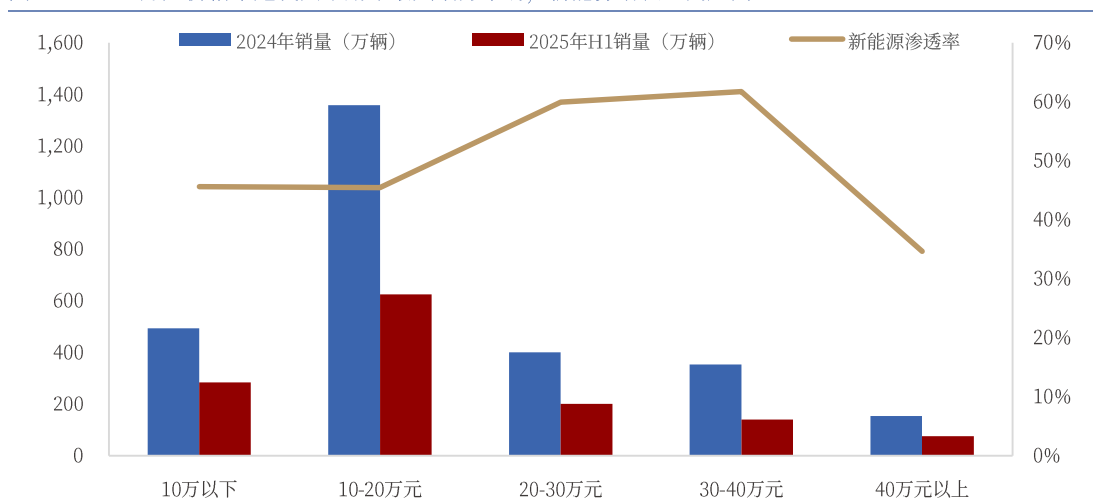
表6：A7、星耀 8 延续性价比优势，具备爆款潜力

车型	银河 A7 2025 款 EM-I 150km 尊享版	秦 PLUS 2025 款 DM-i 智驾版 120KM 超越型	银河星耀 8 2025 款 130km EM-i 尊享版	海豹 07 DM-I 2025 款 智 驾版 125KM 精英型
上市时间	2025.08	2025.02	2025.05	2025.02
厂商指导价（万元）	10.58	10.38	13.58	15.58
CLTC 纯电续航里程(km)	150	120	130	125
长*宽*高(mm)	4918*1905*1495	4780*1837*1515	5018*1918*1480	4980*1890*1495
轴距(mm)	2845	2718	2928	2900
官方 0-100km/h 加速(s)	7.1	7.6	7.9	8.0
发动机最大功率（kW）	82	74	82	74
发动机最大扭矩（N·m）	136	126	136	126
电机总功率（kW）	175	120	175	160
电机总扭矩 N·m）	262	210	262	260
最低荷电状态油耗（L/100KM）WLTC	3.75	3.98	4.28	4.44
中控屏幕尺寸（英寸）	14.6	12.8	15.4	15.6
液晶仪表尺寸（英寸）	10.2	8.8	10.2	8.8

资料来源：汽车之家，中国银河证券研究院

10-20 万元价格带是我国乘用车最大细分市场，新能源增长空间广阔，银河品牌销量增长前景良好。10-20 万元价格带市场容量明显高于其他价格带，2024 年 10-20 万元价格带乘用车销量为 1358.0 万辆，2025 年 H1 销量为 624.9 万辆。2025 年 H1,10-20 万元价格带乘用车市场新能源渗透率为 45.5%，低于 10 万元以下、20-40 万元价格带市场，仍具备较大的增长空间，银河品牌主要布局 10-20 万元价格带新能源市场，当前已具备一定的品牌影响力，预计将成为引领 10-20 万元价格带新能源市场扩容的主力角色，充分受益于市场扩容带来的销量增长机遇。

图37：10-20 万元价格带是我国乘用车最大细分市场，新能源增长空间广阔

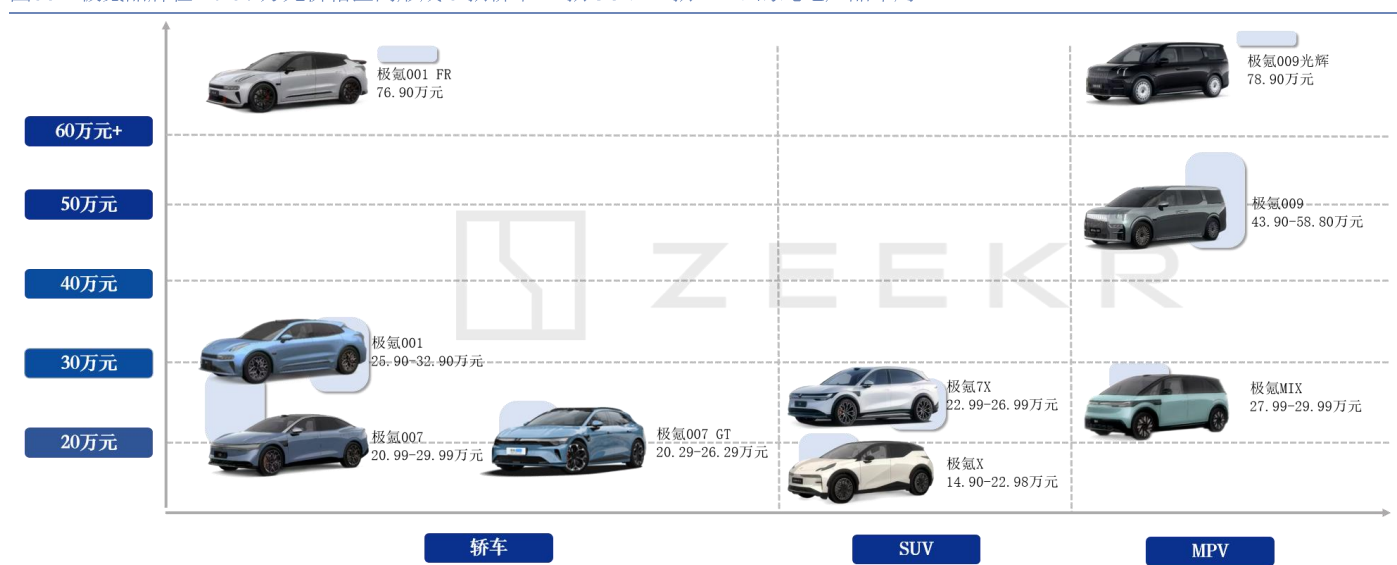


资料来源：中汽协，中国银河证券研究院

2、极氪：超级电混新品带来 2025 年销量增长新动能，有望助力品牌加速走向扭亏为盈

20-30 万元价格带纯电产品布局渐趋完备，未来继续规划 40 万元以上高端车型，超级电混新品有望带来销量增长新动能。极氪品牌于 2021 年发布，首款车型极氪 001 在 2021 年 4 月上市，凭借独特的猎装设计风格与出色的性能表现快速成为市场爆款，是极氪品牌长期销售主力。经过三年的发展，极氪品牌目前在 20-30 万元价格带形成了三款轿车+两款 SUV+一款 MPV 的纯电产品矩阵，产品布局基本完备，并在高端市场布局有极氪 009 与极氪 001FR。2025 年下半年极氪还将推出首款超级电混新品 9X，价格预计将在 40 万元以上，为品牌销量增长带来新动能，并继续推动品牌形象的提升。

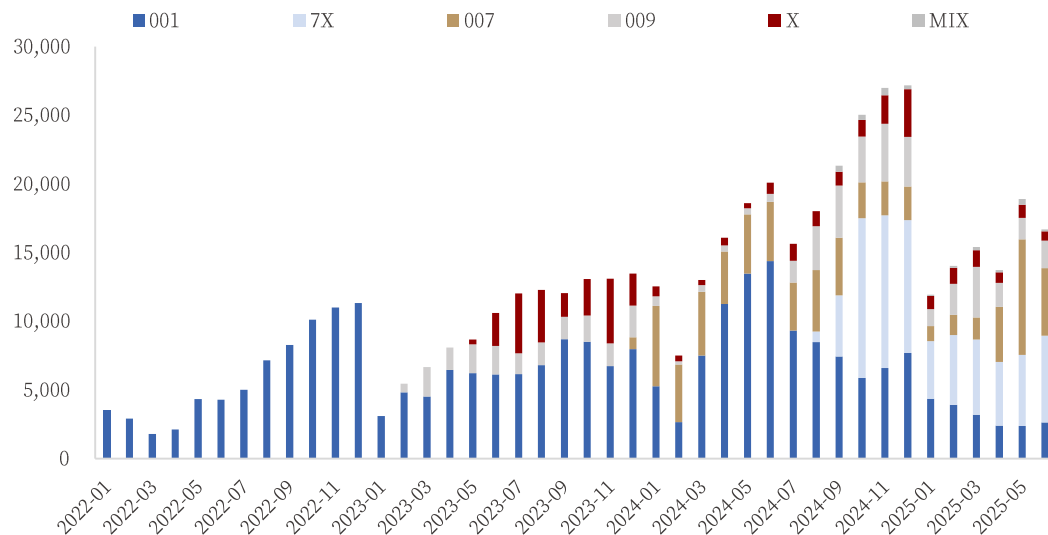
图38：极氪品牌在 20-30 万元价格区间形成 3 款轿车+2 款 SUV+1 款 MPV 的纯电产品布局



资料来源：汽车之家，中国银河证券研究院

产品矩阵不断丰富带来销量新高,推动品牌知名度的快速提升。2023年以来,极氪X、极氪009、极氪007、极氪7X等新款的相继上市丰富了极氪品牌产品矩阵,并带来了品牌销量的节节攀升,2024年12月极氪品牌销售2.7万辆,创历史新高,2025年以来,001、7X、007/007GT延续良好表现,极氪品牌销量稳中有进,上半年合计实现销量9.1万辆,同比+3.3%。

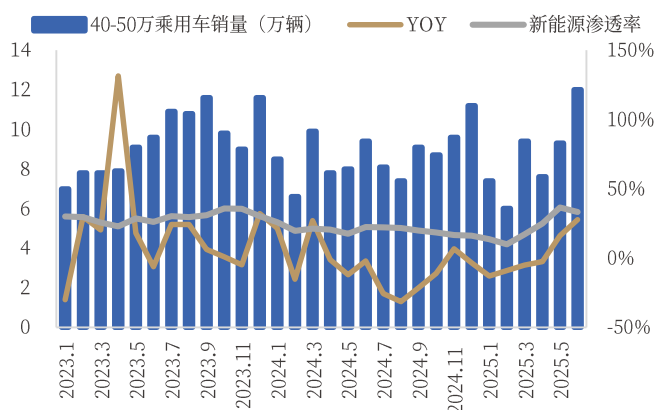
图39:多款产品热销助力极氪品牌2024年12月销量创历史新高,2025年上半年销量稳中有增(辆)



资料来源: Marklines, 中国银河证券研究院

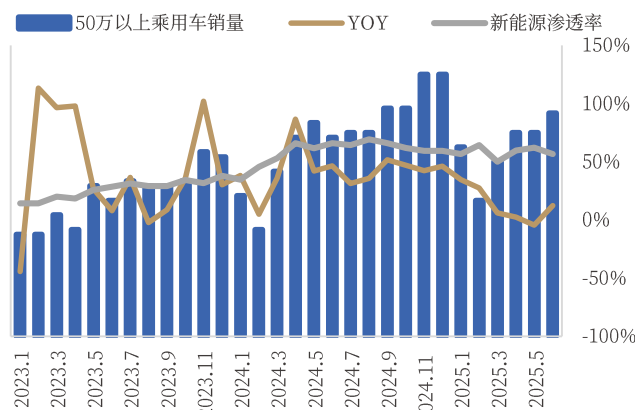
40万元以上价格带新能源市场扩容潜力大、竞争格局优,极氪9X具备爆款潜力,有望为极氪品牌贡献销量增长新动能。2025年H1,40-50万元价格带乘用车销售51.7万辆,同比+3.0%,新能源渗透率为24.2%,同比+2.9pct,新能源市场扩容潜力大,50万元以上价格带乘用车销售23.3万辆,同比+10.4%,新能源渗透率为57.9%,同比+1.5pct,具备一定的市场扩容潜力,40万元以上价格带混动市场竞争格局较优,仅有问界M9、理想L9、腾势N9等产品,在公司领先的平台化、电动化、智能化技术加持下,9X具备爆款潜力,销量增长前景良好,有望为极氪品牌贡献销量增长新动能。

图40:2025年上半年40-50万元价格带新能源渗透率仅为24.2%



资料来源: 中汽协, 中国银河证券研究院

图41:2025年上半年50万元以上价格带新能源渗透率为57.9%

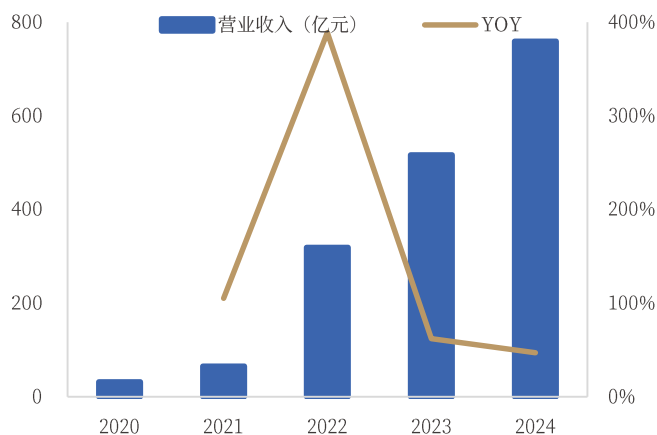


资料来源: 中汽协, 中国银河证券研究院

极氪品牌2024年Q3、Q4单季实现盈亏平衡,销量增长有望助力品牌加速走向扭亏为盈。2024年,极氪实现营收759.13亿元,同比+50.46%,得益于销量增长带来的规模效应,极氪品牌毛利率进一步回升,2024年同比提升3.1pct至16.4%,全年极氪品牌实现归母净利润-64.24亿元,亏损同比缩窄23.0%,按照香港会计准则,极氪在Q3、Q4连续两个季度已经实现盈亏平衡,预计伴

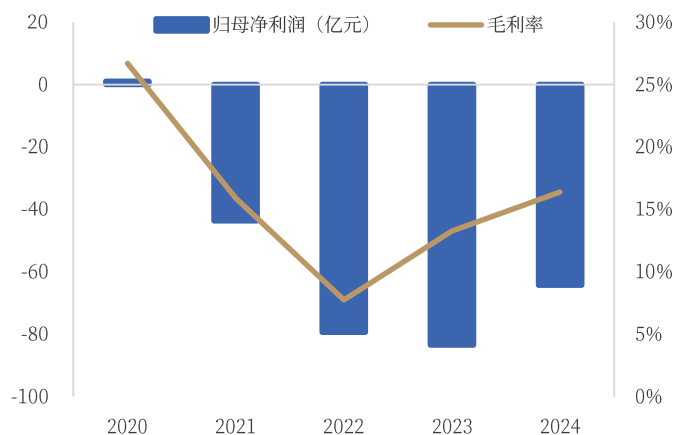
随超级电混新品上市，极氪品牌销量有望进一步增长，在规模效应的驱动下，极氪品牌有望加速走向扭亏为盈，对公司盈利贡献正向作用，增厚公司利润。

图42：2024 年极氪实现营收 759.1 亿元，同比+50.5%



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图43：2024 年极氪毛利率同比+3.1pct 至 16.4%



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

3、领克：与极氪整合提升经营效率，产品互补全面提升公司高端市场竞争力

领克品牌价格区间覆盖 10-40 万元，SUV 产品谱系齐全，与极氪整合后有望形成更强互补效应与更清晰的品牌区隔，全面提升公司高端市场竞争力。领克品牌的 SUV 产品谱系较为齐全，动力形式主要为燃油与插混，主力产品价格区间主要集中在 10-30 万元。轿车产品包括 03、03+、07 EM-P、Z10，首款纯电轿车/SUV 产品 Z10/Z20 分别于 2024 年 9 月/12 月上市。与极氪整合后二者协同有望提升经营效率，降低产品重合度，2025 年领克品牌已上市一款插混 SUV 领克 900，下半年还将上市一款插混轿车领克 10 EM-P，定位 20-40 万元价格带，与极氪 9X 形成互补，全面提升公司在高端市场的产品竞争力。

图44：领克品牌定位中高端，价格区间覆盖 10-40 万元，SUV 产品谱系齐全

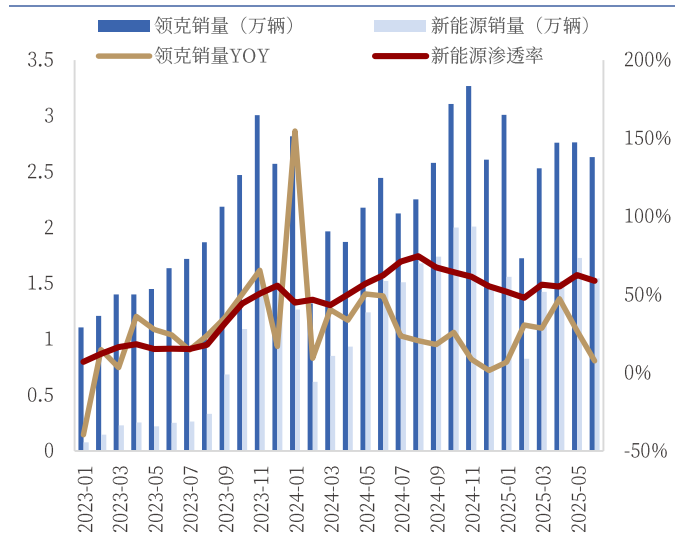


资料来源：汽车之家，中国银河证券研究院

正向研发新能源车型热销，驱动领克品牌销量快速增长。虽然领克在成立初期就采用了油电混合的布局模式，但由于彼时新能源市场发展仍处起步期、公司新能源技术尚不成熟，公司早期油电

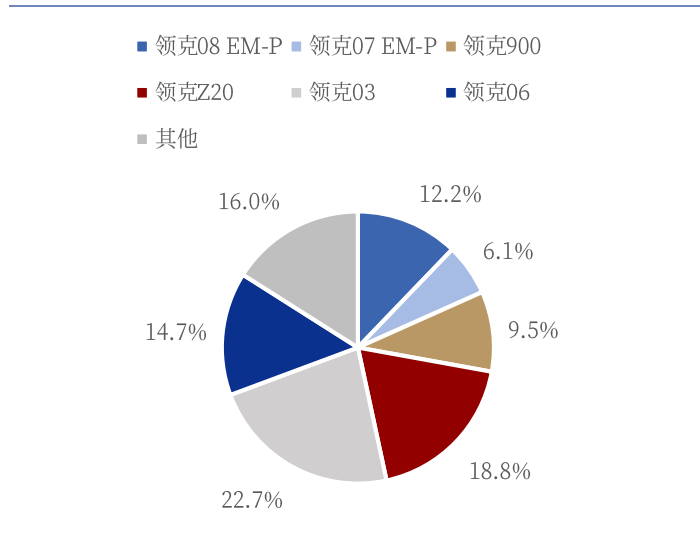
同平台的插混产品市场表现欠佳，领克品牌销量主要由性价比较高的 03 和 06 两款燃油产品组成，2023 年以来，正向研发的插混车型 08、07 相继上市，采用了专为第二代新能源产品打造的 CMA-Evo 平台，对新能源属性、底盘性能以及安全架构上进行了提升，迭代后的产品上市取得良好成绩，驱动领克品牌新能源渗透率不断提升，2025 年以来，公司两款新品 Z20、900 延续产品强竞争力，销量快速增长，2025 年 H1 领克品牌实现销量 15.4 万辆，同比+22.3%，其中新能源销售 8.6 万辆，渗透率达到 55.8%，同比+4.7pct，08、07、900、Z20 销量在品牌总销量占比分别为 12.2%、6.1%、9.5%、18.8%，是领克品牌最热销的新能源产品。

图45：2025 年领克品牌销量同比+22.3%，新能源渗透率 55.8%



资料来源：Marklines，中国银河证券研究院

图46：2025 年上半年 08、07、900、Z20 是领克的畅销新能源车型



资料来源：Marklines，中国银河证券研究院

领克 900 打造越级体验，性价比全面领先竞品，成为领克品牌新爆款。对比竞品理想 L9、问界 M8 来看，领克 900 在智能化配置上全面看齐，并在价格、空间、动力上具备明显的领先优势，实现了越级体验，出色的产品力使得领克 900 成为品牌新爆款，预售期间订单超过 4 万，上市两个月累计销量已超过 1 万辆，成功打响领克品牌在中高端市场声誉。

表7：领克 900 打造越级体验，性价比全面领先竞品

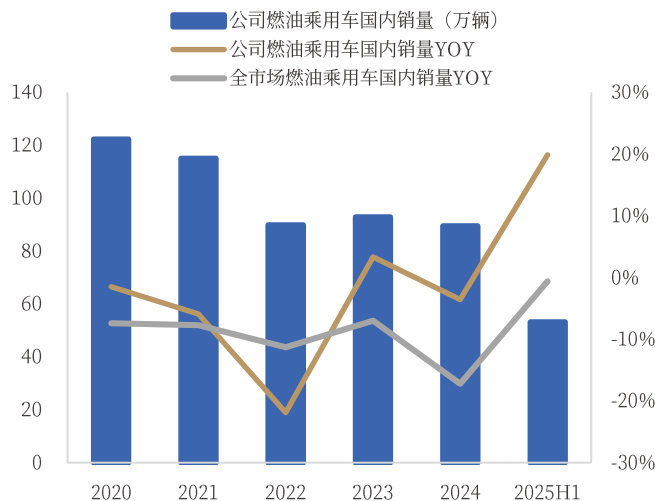
车型	领克 900 2025 款 2.0T Ultra	理想 L9 2025 款 Ultra 智能焕新版	问界 M8 2025 款 增程 MAX+ 53.4Kwh 6 座版
上市时间	2025.4	2025.5	2025.4
厂商指导价（万元）	36.69	43.98	39.98
CLTC 纯电续航里程(km)	280	280	310
长*宽*高(mm)	5240*1999*1810	5218*1998*1800	5190*1999*1795
轴距（mm）	3160	3105	3105
最大功率（kW）	540	330	392
最大扭矩（N·m）	1038	620	598
官方 0-100km/h 加速(s)	4.6	5.18	5.2
WLTC 最低荷电状态油耗（L/100km）	7.29	7.6	6.6
智能座舱配置			
中控屏幕尺寸	30 英寸（含副驾娱乐屏）	15.7 英寸	15.6 英寸
副驾娱乐屏尺寸	●	15.7 英寸	16 英寸
后排液晶屏幕尺寸	30 英寸	21.4 英寸	-
HUD 尺寸	95 英寸	13.35 英寸	68 英寸
扬声器数量	23	21	19
第三排座椅功能	加热、按摩	加热	加热
智能驾驶配置			
摄像头数量	11	12	11
车内摄像头数量	3	1	1
毫米波雷达数量	5	1	5
激光雷达数量	1	1	2
辅助驾驶芯片	英伟达 Thor	英伟达 Thor	-
空气悬架	●	●	●

资料来源：汽车之家，中国银河证券研究院

（二）燃油：中国星逆势增长，有望继续为新能源转型发挥“压舱石”作用

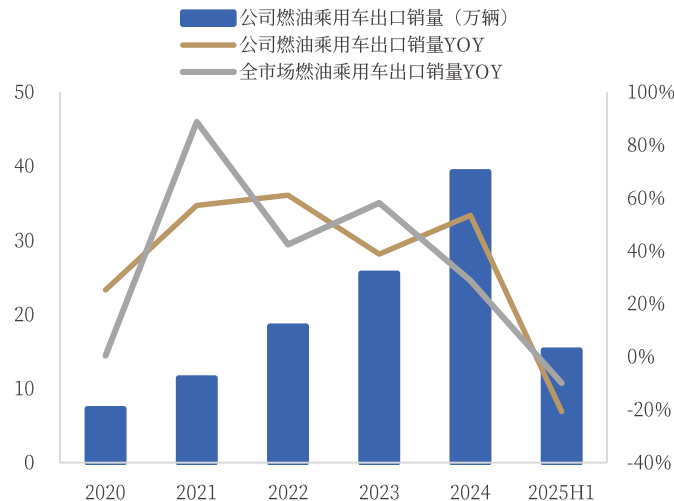
燃油车销量跑赢大市，市占率持续提升。2025 年 H1 公司实现燃油乘用车销售 68.4 万辆，同比+7.7%，整体市场燃油乘用车销量同比下滑 2.9%，公司销量跑赢大市，市占率同比提升 1.0pct 至 9.7%。分市场来看，国内市场方面，2025 年 H1 公司燃油乘用车国内销售 53.2 万辆，同比+19.9%，整体市场燃油乘用车国内销量同比下滑 0.6%，在新能源对燃油持续替代的背景下，公司燃油产品凭借出色的产品力稳固了销售基盘，市占率同比上升 1.7pct 至 9.8%；出口方面，2025 年 H1 公司出口燃油乘用车 15.2 万辆，同比-20.6%，整体市场燃油乘用车出口销量同比下滑 9.6%，受俄罗斯等市场走弱影响，公司燃油车出口增长有所承压。

图47: 2025 年 H1 公司国内燃油销量同比+19.9%，高于整体市场



资料来源: Marklines, 中国银河证券研究院

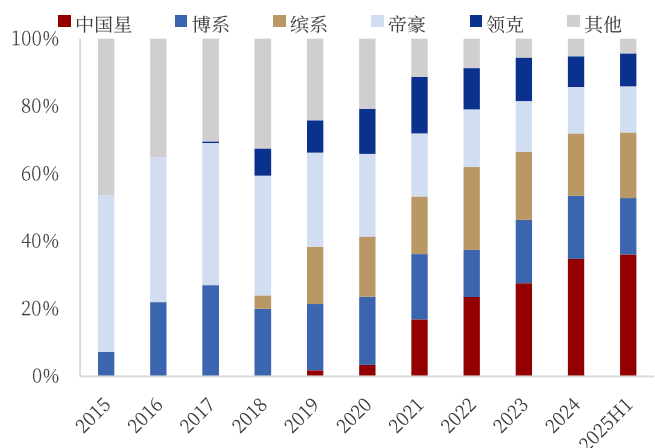
图48: 2025 年 H1 公司燃油出口销量同比-20.6%



资料来源: Marklines, 中国银河证券研究院

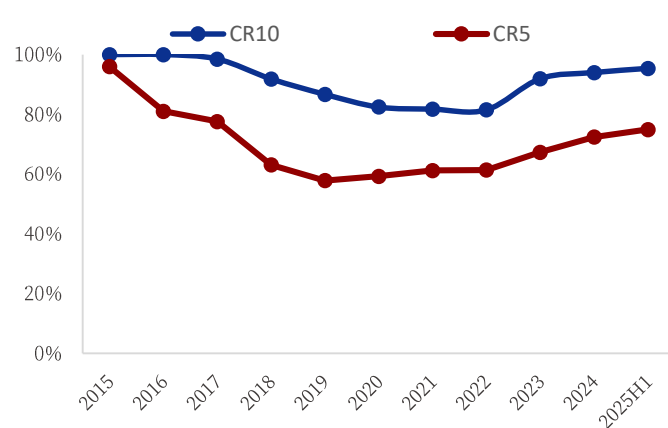
聚焦热销车型，提升资源利用效率与规模优势。在国内新能源替代趋势提速与海外市场向更广泛地区拓展的背景下，公司通过聚焦主力热销产品的方式提升燃油车的资源利用效率与规模优势，将主要资源投入至中国星、博系、缤系等热销系列车型。2025 年 H1，公司中国星、博系、缤系分别销售燃油车 25.1 万辆、11.7 万辆和 13.5 万辆，占公司燃油总销量的比重分别为 36.1%/16.7%/19.4%，中国星系列占比同比提升 3.3pct。车型方面，2025 年 H1，公司前五大/前十大热销燃油车型合计销量占比分别为 75.0%/95.4%，同比分别+1.3pct/+4.4pct，车型销售集中度的提升为公司的平台化造车模式带来了更高的资源使用效率与规模优势，在整体燃油车销量承压的背景下对稳固公司在燃油车上的盈利能力发挥了至关重要的作用。

图49: 2025 年 H1 公司中国星系列销售占比同比+3.3pct



资料来源: Marklines, 中国银河证券研究院

图50: 2025 年 H1 公司前五大/前十大热销燃油车型占比同比提升



资料来源: Marklines, 中国银河证券研究院

中国星系列产品力十足，上新东方曜系列进一步提升市场竞争力，有望在 2025 年继续为公司新能源转型发挥压舱石作用。2024 年公司中国星系列两款热销产品星瑞、星越 L 在国内分别实现销售 16.4 万辆和 25.7 万辆，同比分别+32.9%和+45.5%，是稳固公司燃油销量基本盘的核心力量。星瑞、星越 L 相比合资品牌同价位竞品具有明显的性能优势，2024 年 10 月 27 日，星瑞/星越 L 上市东方曜车型，进一步提升产品综合竞争力，其中星瑞在与竞品本田思域的对比中，在空间方面具备明显优势，星越 L 在与竞品大众探岳的对比中，在动力、空间上全面领先，新能源在推动自主品牌形象不断提升的过程中也带来了消费者对自主品牌燃油产品认可度的提升，助力自主品牌热门车

型销量逆势增长，东方曜系列上新进一步提升了产品的综合竞争力，有望在 2025 年继续为公司新能源转型发挥压舱石作用。

表8：中国星系列产品力领先合资竞品，东方曜系列上新提升市场竞争力

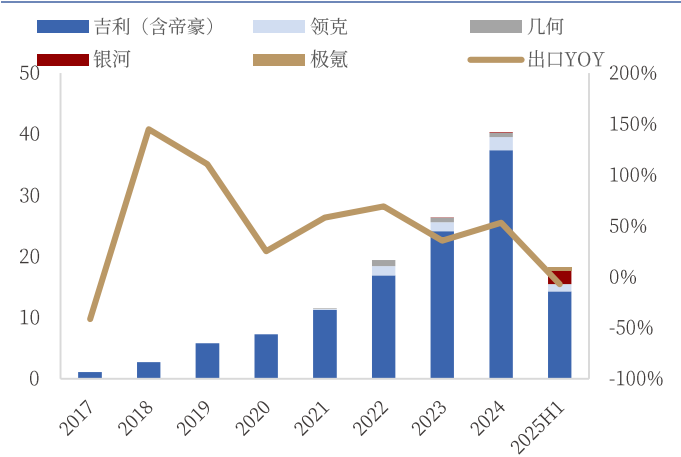
车型	星瑞 2025 款 东方曜 1.5TD 惊鸿版	思域 2023 款 240TURBO CT 劲势版	星越 L 2025 款 东方曜 2.0TD 自动揽星版	探岳 2024 款 300TSI 两驱 豪华 Plus 进阶版
上市时间	2024.10	2023.04	2024.10	2023.10
厂商指导价（万元）	9.97	14.19	16.97	20.79
经销商参考价（万元）	9.47	8.89	15.77	15.79
长*宽*高(mm)	4785*1869*1469	4674*1802*1415	4770*1895*1689	4593*1860*1665
轴距（mm）	2800	2735	2845	2731
最大功率（kW）	133	134	175	118
最大扭矩（N·m）	290	240	350	250
WLTC 综合油耗（L/100km）	6.2	6.01	7.79	6.7

资料来源：汽车之家，中国银河证券研究院

（三）出口：加速布局欧洲、东南亚市场，新能源出口增长空间广阔

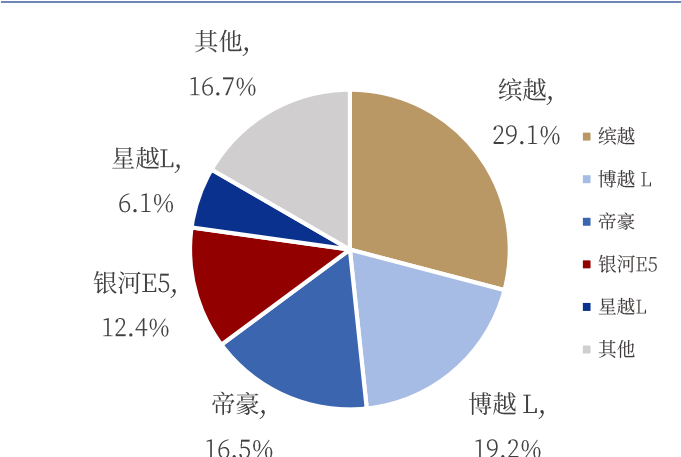
当前主要以燃油出口为主，2025 年 H1 有所承压，银河、极氪出口快速增长。2025 年 H1 公司出口 18.3 万辆，同比-7.1%，2021 年-2024 年公司出口保持高速增长态势，主要受益于燃油产品在俄罗斯、中东、中亚等市场的加速拓展，2025 年 H1 受俄罗斯市场低迷影响，公司燃油车出口有所下滑，新能源品牌银河、极氪出口快速增长。公司出口热销车型主要集中在缤越、博越、帝豪、星越 L 等燃油车型上，银河 E5 出口量快速提升，前五大车型 2025 年 H1 合计出口量占总出口比重超 80%。

图51：2025 年 H1 公司出口 18.3 万辆，同比-7.1%（万辆）



资料来源：Marklines，中国银河证券研究院

图52：2025 年 H1 公司出口热销车型主要为燃油车



资料来源：Marklines，中国银河证券研究院

极氪、领克加速布局欧洲、东南亚等高端市场，新能源出口增长空间广阔。2024 年以来公司通过极氪、领克品牌加速在欧洲、东南亚等高端市场布局，提升全球品牌形象，产品相继在泰国、新加坡、印尼、香港、挪威、澳大利亚等市场上市，相比吉利品牌的燃油车产品，极氪、领克定价更高，海外布局的加速有望在提升公司全球品牌形象的同时为出口销量增长带来新动能，当前欧洲、东南亚等地区新能源发展仍处早期，公司提前布局有望获得当地市场先发优势，在当地新能源市场扩容进程中迎来新能源出口的加速增长。

表9：2024 年以来极氪、领克加速在欧洲、东南亚、中东等高端市场的布局

品牌	出海举措
极氪	2024 年 1 月，正式登陆中国澳门，加速开拓国际右舵车市场。
	2024 年 3 月，极氪 X、极氪 009、极氪 007 重磅亮相曼谷国际车展；与菲律宾 Autohub 集团达成合作，开拓菲律宾高端纯电动汽车市场。
	2024 年 6 月，分别与印度尼西亚 PT Premium Auto Prima、马来西亚 Sentinel Automotive Sdn.Bhd.正式签署合作协议，宣布进入印度尼西亚、马来西亚市场。
	截止 2024 年上半年，在海外布局 27 家门店，包括瑞典斯德哥尔摩、荷兰阿姆斯特丹 2 家极氪中心店，以及位于阿联酋、沙特等国家的快闪店。
	2024 年 7 月，右舵版极氪 X 在泰国、香港、墨西哥正式上市。
	2024 年 8 月，右舵极氪 X 在泰国正式开启交付，并在新加坡正式开售。
	2024 年 9 月，右舵版极氪 009 在泰国正式上市。
	2024 年 10 月，正式进入挪威、埃及、哥伦比亚市场，并在巴西和澳大利亚完成上市，在香港启动极氪 X 交付。截至 2024 年 10 月底，已进入 40 多个国家和地区，持续扩张中东、东南亚、澳洲、拉美和非洲等市场。
	2024 年 11 月，极氪全球第 500 家门店亮相狮城，极氪 009 在新加坡上市开售。
	2024 年 12 月，极氪在马来西亚正式上市，极氪 009 和极氪 X 正式发售；极氪 7X 在欧洲开启预售；极氪右舵市场第 1000 台极氪 009 在新加坡交付。
	2025 年 1 月，极氪海外第 15000 台车辆正式交付，并计划在 2025 年建设超百家海外门店。
	2025 年 2 月，极氪正式登陆埃及，发售极氪 001 和极氪 X。
	2025 年 5 月，极氪 7X 正式进入挪威、荷兰、瑞典市场，并完成欧洲首位车主交付。
	2025 年 6 月，极氪 7X 正式登陆香港。
领克	2025 年 8 月，极氪 7X 在澳洲上市并开启预售、在泰国上市。
	2024 年 1 月，越南首家领克中心开业。
	2024 年 4 月，领克“亚太战略”落地菲律宾；在北京车展期间与拉美六家经销商重磅签约，加速进军拉美市场。
	2024 年 6 月，菲律宾首家门店正式开业，领克 06 于越南正式上市。
	2024 年 8 月，领克在乌拉圭上市，首次进入拉美地区。
	2024 年 9 月，领克 06 在科威特上市，完成中东首秀。
	2024 年 10 月，领克 Z20 在意大利米兰完成全球首秀并正式登陆欧洲，预计年内投放国内市场并开启交付
	2025 年 2 月，领克 08 EM-P 正式登陆欧洲。
	2025 年 3 月，领克登陆老挝、多米尼加，领克 06 于卡塔尔、阿曼上市。
	2025 年 6 月，领克在哈萨克斯坦完成品牌发布，领克 03、领克 09 开启预售。
	2025 年 7 月，领克 Z20 在 2025 欧洲安全测评中综合得分 87.8%，全球 SUV 得分第一。

资料来源：公司官网，公司官方公众号，盖世汽车，领克官网，极氪公众号，领克公众号，中国银河证券研究院

四、投资建议及估值

预计公司 2025 年-2027 年销量分别为 300 万辆、341 万辆、385 万辆，银河、极氪、领克三品牌齐发力推动公司新能源销量分别增长至 180 万辆、230 万辆、300 万辆，占比有望分别上升至 60%、68.1%、77.9%。2024 年以来公司三大品牌银河、极氪、领克全面发力，叠加燃油车出口销量企稳，新能源出口蓬勃发展，预计公司 2025 年-2027 年销量分别为 300 万辆、341 万辆、385 万辆，新能源销量分别为 180 万辆、230 万辆、300 万辆，占比分别为 60%、68.1%、77.9%。

表10：预计公司 2025 年-2027 年销量分别为 300 万辆、341 万辆、385 万辆，新能源销量占比分别为 60%、68.1%、77.9%

	品牌/市场	2024A	2025E	2026E	2027E
分品牌	吉利银河（含几何）	49.4	110.9	152	190
	极氪	22.2	24.8	35	50
	领克	28.5	34.9	39	50
	其他	117.6	129.3	115	95
分市场	国内	177.3	262.3	290	310
	出口	40.4	37.6	51	75
合计销量		217.7	299.9	341	385
YOY		29.1%	37.80%	13.7%	12.9%
新能源销量占比		40.8%	60.0%	68.1%	77.9%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司是自主品牌主机厂龙头企业，当前已初步建立起银河+极氪+领克的新能源品牌矩阵，2025 年仍有多款具备十足市场竞争力的新品上市，在平台化、电动化、智能化三大核心技术能力加持下，强产品周期延续有望助力公司持续提升市场份额，业绩有望保持快速增长。另外，2025 年公司完成对极氪与领克的控股计划，增厚公司营收与归母净利润，预计 2025 年~2027 年公司将分别实现营收 3426.46 亿元、4038.00 亿元、4616.57 亿元，分别实现净利润 154.11 亿元、187.15 亿元、238.28 亿元，对应 EPS 分别为 1.53 元、1.86 元、2.36 元。

表11：预计 2025 年公司实现营收 3426.46 亿元，实现净利润 154.11 亿元

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	240,194.27	342,645.85	403,799.55	461,657.19
收入增长率	34.03%	42.65%	17.85%	14.33%
净利润（百万元）	16,632.40	15,410.87	18,714.89	23,828.28
利润增速	213.32%	-7.34%	21.44%	27.32%
EPS（元）	1.64	1.53	1.86	2.36
PE	8.40	12.44	10.24	8.05

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

绝对估值法：采用 DCF 绝对估值法进行估值，在加权平均资本成本（WACC）正负波动 0.5%、永续增长率（g）正负波动 0.5%的情况下，公司合理每股价值区间为 22.09 元-23.56 元（按照人民币：港币=1:1.1 的汇率换算，公司合理每股价值区间为 24.30 港元-25.92 港元，下同），对应市值区间为 2224.35 亿元-2372.38 亿元（2446.79 亿港元-2609.61 亿港元）。

表12: 基本假设及关键参数

估值假设	
预测期年数	3
过渡期年数	3
过渡期增长率	5.00%
永续增长率 g	2.00%
贝塔值 (β)	1.8
无风险利率 Rf (%)	1.64%
市场的预期收益率 Rm (%)	12.00%
有效税率 T (%)	20.00%
债务资本成本 Kd	3.00%
债务资本比重 Wd	3.07%
股权资本成本 Ke	20.29%
加权平均资本成本 WACC	19.74%

资料来源: 中国银河证券研究院

表13: 现金流折现估值表

估值假设	
FCFF 预测期现值 (百万元)	46,803.39
FCFF 过渡期现值 (百万元)	45,152.66
FCFF 永续价值现值 (百万元)	75,453.67
企业价值 (百万元)	167,409.72
加: 非核心资产价值 (百万元)	84,740.26
减: 付息债务 (百万元)	19,907.72
减: 少数股东权益 (百万元)	2,478.72
股权价值 (百万元)	229,763.54
总股本 (百万股)	10,084.75
每股价值 (元)	22.78

资料来源: 中国银河证券研究院

表14: 敏感性分析

永续增长率	WACC						
	18.24%	18.74%	19.24%	19.74%	20.24%	20.74%	21.24%
0.00%	23.53	23.02	22.55	22.10	21.67	21.27	20.88
0.50%	23.79	23.27	22.78	22.31	21.87	21.46	21.06
1.00%	24.08	23.54	23.03	22.54	22.09	21.65	21.24
1.50%	24.38	23.82	23.28	22.78	22.31	21.86	21.44
2.00%	24.70	24.11	23.56	23.04	22.55	22.08	21.64
2.50%	25.05	24.43	23.85	23.31	22.80	22.31	21.86
3.00%	25.41	24.77	24.16	23.59	23.06	22.56	22.09

资料来源: 中国银河证券研究院

相对估值法：采用 PE 估值法对公司进行相对估值，选取 A 股乘用车自主品牌龙头主机厂上市公司比亚迪、赛力斯、长安汽车、长城汽车作为可比公司，四家公司 2025 年平均 PE 为 16.42，公司 2025 年预估 PE 为 12.44，低于可比公司均值，我们认为公司有望凭借完备的新能源产品矩阵推动销量与产品均价的持续上升，站稳新能源市场第一梯队，给予公司 2025 年 14.5-15.5 倍 PE，合理每股价值区间为 22.19 元-23.72 元（24.40 港元-26.09 港元），对应市值区间为 2233.92 亿元-2387.98 亿元（2457.31 亿港元-2626.78 亿港元），综合考虑绝对估值与相对估值，公司合理每股价值区间 22.14 元-23.64 元（24.35 港元-26.00 港元），对应市值区间为 2229.14 亿元-2380.18 亿元（2452.05 亿港元-2618.20 亿港元），首次覆盖，给予公司“推荐”评级。

表15：可比公司 PE 估值表（截止 2025.8.19）

代码	名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	PE (TTM)	EPS			PE		
					2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
002594.SZ	比亚迪	107.63	9,679.93	21.88	12.82	5.76	6.93	19.19	18.69	15.53
601127.SH	赛力斯*	131.47	2,147.39	33.17	3.83	6.39	8.22	34.33	20.57	15.99
000625.SZ	长安汽车*	12.97	1,146.04	17.11	0.74	0.76	0.91	18.09	17.07	14.25
601633.SH	长城汽车*	15.60	1,886.90	12.04	1.49	1.67	1.94	30.52	9.34	8.04
	平均（剔除负值）		3,715.06	21.05	-	-	-	25.53	16.42	13.46
0175.HK	吉利汽车	18.65	1,880.90	12.33	1.64	1.53	1.86	8.40	12.44	10.24

资料来源：Wind，中国银河证券研究院（*采用 Wind 一致预期）

五、风险提示

1、国内市场竞争加剧的风险。当前国内新能源市场竞争激烈，公司产品可能面临因竞争对手不断推陈出新而销量不及预期的风险以及市场竞争加剧带来的价格战风险，影响公司的产品销量与盈利能力；

2、智能化技术研发不及预期的风险。高阶智能驾驶对安全性、可靠性提出更高要求，需要更为成熟的技术研发能力，公司可能面临因技术研发进展不及预期而推迟高阶智驾功能量产上车的风险，影响公司产品的市场竞争力；

3、出口销量不及预期的风险。当前我国新能源汽车出口面临海外反补贴关税制裁、海外新能源市场增长放缓、海外汽车市场景气度下滑等多重风险，公司新能源产品的海外扩张可能受阻。

图表目录

图 1: 深耕整车行业近三十年, 2020 年起迈向科技吉利 4.0 时代, 新能源转型进入加速期	3
图 2: 通过品牌剥离与整合, 实现上市公司体内优质整车业务资源集中	4
图 3: 公司股价经历四轮上涨周期, 2024 年下半年以来新能源转型成效显著, 销量快速增长驱动公司股价上涨 (2004 年以来累计收益率)	6
图 4: 2025 年公司销量目标上调至 300 万辆, 新能源销量目标预计为 180 万辆, 同比+102.6%, 增量贡献超 110%	6
图 5: 公司通过新能源多品牌战略提升了品牌价值, 对 10-40 万元消费主力价格区间形成完备覆盖	7
图 6: 2025 年 H1 公司销售乘用车 142.1 万辆, 同比+47.9%	7
图 7: 2025 年 H1 公司销售新能源 73.7 万辆, 占比为 51.9%	7
图 8: 2025 年 H1 公司新能源销量占比明显高于长安、长城、奇瑞、上汽、广汽等头部自主品牌	8
图 9: 2025 年 H1 公司营业收入同比+26.5%	9
图 10: 2025 年 H1 公司整车业务收入占比提升至 89.7%	9
图 11: 2025 年 H1 受市场竞争影响, 公司单车均价同比-12.9%	9
图 12: 2025 年 H1 公司实现核心归母净利润 66.6 亿元, 同比+102%	10
图 13: 2025 年 H1 公司毛利率同比降低 0.28pct 至 16.45%	10
图 14: 2025 年 H1 公司研发费用同比增长 21.3% 至 73.3 亿元	10
图 15: 2025 年 H1 公司销售与管理费用率同比明显下滑	10
图 16: 领克 900 售价 30.99-41.69 万元	12
图 17: 极氪 9X 预计售价在 40 万元以上	12
图 18: 2024 年汽车市场价格继续走弱, 市场竞争加剧	13
图 19: 新能源时代智能化对研发投入提出更高要求, 带来高技术壁垒	13
图 20: 公司目前形成覆盖 A0 级以上全部车型和所有动力形式的造车架构	14
图 21: GEA 全球智能新能源架构是全球首个“硬件、系统、生态、AI”四位一体的 AI 智能架构	14
图 22: 公司自研第二代金砖电池	15
图 23: 公司自研神盾短刀电池	15
图 24: 公司 11 合 1 智能电驱获国内首个“电驱动总成 5A 级认证”	15
图 25: 公司发布 EM-i 雷神混动系统, 打造极致节能	15
图 26: 公司构建了行业首个“智能汽车全域 AI”技术体系, 覆盖动力、底盘、座舱、智驾等关键领域	16
图 27: 公司携手魅族打造“银河 Flyme Auto”智能座舱	17
图 28: 银河 E5 “Flyme Sound 无界之声”音响系统	17
图 29: 千里科技联手阶跃星辰、吉利汽车集团共同发布了面向 AI Agent 原生打造的下一代智能座舱 Agent OS	17
图 30: “千里浩瀚”智驾系统满足全价格段智驾需求	18
图 31: “千里浩瀚”智驾系统实现智驾普惠、安全平权	18
图 32: 极氪已推送满血版车型到车位导航	19

图 33: L3 智驾技术架构首发搭载于 9X 光辉版车型	19
图 34: 2025 年银河品牌迎来多款新品, 对 5-20 万元价格带的覆盖趋于完善	19
图 35: E5、星愿、星舰 7 等爆款带动银河销量快速提升 (万辆)	20
图 36: 2025 年 H1 星愿销量位居 A00+A0 级市场销量第二位 (辆)	20
图 37: 10-20 万元价格带是我国乘用车最大细分市场, 新能源增长空间广阔	22
图 38: 极氪品牌在 20-30 万元价格区间形成 3 款轿车+2 款 SUV+1 款 MPV 的纯电产品布局	22
图 39: 多款产品热销助力极氪品牌 2024 年 12 月销量创历史新高, 2025 年上半年销量稳中有增 (辆)	23
图 40: 2025 年上半年 40-50 万元价格带新能源渗透率仅为 24.2%	23
图 41: 2025 年上半年 50 万元以上价格带新能源渗透率为 57.9%	23
图 42: 2024 年极氪实现营收 759.1 亿元, 同比+50.5%	24
图 43: 2024 年极氪毛利率同比+3.1pct 至 16.4%	24
图 44: 领克品牌定位中高端, 价格区间覆盖 10-40 万元, SUV 产品谱系齐全	24
图 45: 2025 年领克品牌销量同比+22.3%, 新能源渗透率 55.8%	25
图 46: 2025 年上半年 08、07、900、Z20 是领克的畅销新能源车型	25
图 47: 2025 年 H1 公司国内燃油销量同比+19.9%, 高于整体市场	27
图 48: 2025 年 H1 公司燃油出口销量同比-20.6%	27
图 49: 2025 年 H1 公司中国星系列销售占比同比+3.3pct	27
图 50: 2025 年 H1 公司前五大/前十大热销燃油车型占比同比提升	27
图 51: 2025 年 H1 公司出口 18.3 万辆, 同比-7.1% (万辆)	28
图 52: 2025 年 H1 公司出口热销车型主要为燃油车	28
表 1: 公司与多家上下游龙头企业设立联营公司, 完善零部件、汽车检测、充电桩等产业链布局	5
表 2: 2025 年 H1 公司乘用车、新能源乘用车销量均仅次于比亚迪, 排名第二, 稳居乘用车市场龙头地位	8
表 3: 公司目前在国内储备超 300 万辆整车产能, 新能源占比超过 50%	11
表 4: 2025 年公司强产品周期延续, 多款新车上市	11
表 5: 银河品牌贯彻性价比优势, E5、星舰 7 各项性能全面领先竞品车型	21
表 6: A7、星耀 8 延续性价比优势, 具备爆款潜力	21
表 7: 领克 900 打造越级体验, 性价比全面领先竞品	26
表 8: 中国星系列产品力领先合资竞品, 东方曜系列上新提升市场竞争力	28
表 9: 2024 年以来极氪、领克加速在欧洲、东南亚、中东等高端市场的布局	29
表 10: 预计公司 2025 年-2027 年销量分别为 300 万辆、341 万辆、385 万辆, 新能源销量占比分别为 60%、68.1%、77.9%	30
表 11: 预计 2025 年公司实现营收 3426.46 亿元, 实现净利润 154.11 亿元	30
表 12: 基本假设及关键参数	31
表 13: 现金流折现估值表	31
表 14: 敏感性分析	31
表 15: 可比公司 PE 估值表 (截止 2025.8.19)	32

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	125,322	174,289	212,979	254,474
现金	40,865	64,430	86,215	112,648
应收账款及票据	47,458	61,867	71,787	80,790
存货	23,078	27,897	31,921	35,188
其他	13,921	20,096	23,057	25,848
非流动资产	104,070	111,977	116,455	122,682
固定资产	26,384	26,145	25,931	25,738
无形资产	28,785	30,145	31,838	33,846
其他	48,901	55,686	58,686	63,098
资产总计	229,392	286,266	329,434	377,156
流动负债	127,200	165,912	190,768	215,050
短期借款	30	30	45	53
应付账款及票据	86,441	107,604	122,049	136,487
其他	40,728	58,278	68,674	78,510
非流动负债	9,772	12,438	11,938	11,438
长期债务	3,914	3,414	2,914	2,414
其他	5,858	9,023	9,023	9,023
负债合计	136,972	178,349	202,706	226,487
普通股股本	184	184	184	184
储备	87,353	102,804	121,559	145,427
归属母公司股东权益	86,742	102,193	120,948	144,816
少数股东权益	5,678	5,724	5,780	5,852
股东权益合计	92,420	107,917	126,728	150,668
负债和股东权益	229,392	286,266	329,434	377,156

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	26,507	28,783	26,840	33,614
净利润	16,632	15,411	18,715	23,828
少数股东权益	167	46	56	72
折旧摊销	9,393	5,378	5,522	5,685
营运资金变动及其他	315	7,949	2,547	4,029
投资活动现金流	-9,132	-4,647	-4,512	-6,646
资本支出	-13,314	-6,500	-7,000	-7,500
其他投资	4,183	1,853	2,488	854
筹资活动现金流	-13,297	-611	-582	-575
借款增加	-8,888	-500	-485	-493
普通股增加	1,558	0	0	0
已付股利	-2,120	-111	-97	-82
其他	-3,846	0	0	0
现金净增加额	4,090	23,565	21,786	26,433

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	240,194	342,646	403,800	461,657
其他收入	0	0	0	0
营业成本	201,993	286,943	337,982	383,871
销售费用	13,283	19,188	22,411	25,391
管理费用	4,897	6,853	7,672	8,310
研发费用	10,419	16,790	19,382	21,698
财务费用	-692	-910	-1,514	-2,073
除税前溢利	18,404	19,083	23,174	29,506
所得税	1,604	3,626	4,403	5,606
净利润	16,799	15,457	18,771	23,900
少数股东损益	167	46	56	72
归属母公司净利润	16,632	15,411	18,715	23,828
EBIT	17,711	18,173	21,660	27,433
EBITDA	27,105	23,550	27,182	33,118
EPS (元)	1.64	1.53	1.86	2.36

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	34.03%	42.65%	17.85%	14.33%
归属母公司净利润	213.32%	-7.34%	21.44%	27.32%
毛利率	15.90%	16.26%	16.30%	16.85%
销售净利率	6.92%	4.50%	4.63%	5.16%
ROE	19.17%	15.08%	15.47%	16.45%
ROIC	16.78%	13.22%	13.53%	14.51%
资产负债率	59.71%	62.30%	61.53%	60.05%
净负债比率	-39.95%	-56.51%	-65.70%	-73.13%
流动比率	0.99	1.05	1.12	1.18
速动比率	0.78	0.86	0.92	0.99
总资产周转率	1.14	1.33	1.31	1.31
应收账款周转率	5.76	6.27	6.04	6.05
应付账款周转率	2.78	2.96	2.94	2.97
每股收益	1.64	1.53	1.86	2.36
每股经营现金流	2.63	2.85	2.66	3.33
每股净资产	8.61	10.13	11.99	14.36
P/E	8.40	12.44	10.24	8.05
P/B	1.60	1.88	1.59	1.32
EV/EBITDA	3.76	5.55	3.99	2.46

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

石金漫 汽车行业首席分析师。香港理工大学理学硕士、工学学士。8年汽车、电力设备新能源行业研究经验。曾供职于国泰君安证券研究所，2016-2019年多次新财富、水晶球、II上榜核心组员。2022年1月加入中国银河证券研究院。

张录获 汽车行业分析师。杜兰大学金融硕士，5年投资银行从业经验，2023年2月加入银河证券研究院，主要从事汽车行业研究工作。

秦智坤 汽车行业分析师。北京邮电大学应用经济学硕士、经济学学士，2023年7月加入银河证券研究院，主要从事汽车行业研究工作。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
行业评级 评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	推荐：	相对基准指数涨幅10%以上
	中性：	相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
	回避：	相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	推荐：	相对基准指数涨幅20%以上
	谨慎推荐：	相对基准指数涨幅在5%~20%之间
	中性：	相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：	相对基准指数跌幅5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn