

买入

2025年9月3日

公司迎来强势新车周期，核心净利润大幅增长

- **核心净利润利润大幅增长，符合预期：**2025H1 收入达 1503 亿元，同比+26.5%；毛利率 16.4%，同比-0.3ptc；归母净利润 93 亿元，同比-13.9%；2025Q2 收入达 778 亿元，同比+28.4%，环比+7.3%；归母净利润 36 亿元。2024H1 出售附属公司获得 77 亿一次性收入，若剔除一次性收入以及汇兑影响，2025H1 公司核心净利润为 66.6 亿元，同比+102%。
- **销量大幅提升，单车 asp 小幅下降：**2025H1 吉利乘用车销量为 140.9 万辆，同比+47%，市占率超过 10%。其中新能有销量为 72.5 万辆；燃油车 68.4 万辆。分品牌看吉利品牌销量为 116.4 万辆，同比增长 57%，其中银河品牌 54.8 万辆，同比增长+232%。极氪品牌销量为 90.7 万辆，同比增长 3%，极氪增长较小主要是由于上半年未退出走量车型。领克品牌销量为 15.4 万辆，同比+22%。公司上半年汽车收入为 1346 亿元，同比 28%，通过计算单车 ASP 为 9.6 万元，同比-13%，ASP 下降主要由于以下原因：1) 低价小车如心愿及银河占比大幅提升；2) 2 季度国内汽车市场竞争激烈导致公司加大促销力度。展望全年，公司上调全年销量目标至 300 万辆，同时下半年将有多款高端车型上市，有望改善 ASP 及毛利率。
- **“一个吉利”整合效果初显，爆款产品陆续上市：**极氪与领克于 2025 年 2 月 14 日正式完成合并，资源协同、品牌协同持续推进，成本显著优化。从费用率端看，公司上半年销售费用率为 5.6%，同比-1ptc；行政费用率为 1.9%，同比-0.7pct；研发投入比为 5.6%，同比 2.1ptc。整体费用的下行使得公司单车核心净利润提升至 4724 元/辆，同比+37%。随着吉利内部整合深化，公司的费用率还有望持续下降。并且在整合后公司产品定位及分别更加合理，陆续推出了多款爆款产品，例如银河大型 SUV M9，上市即获得 4 万订单；极氪旗舰 SUV 9x，均价 50 万，预售 4 小时即获得 4 万小订订单。未来随着品牌产品的协同发展，公司的运营效率及单车毛利有望持续提升。
- **目标价 29.5 港元，买入评级：**2025-26 年将是公司产品大年，产品力持续提升，公司深度整合将大幅改善盈利能力，预计 2025/26 年公司归母净利润为 157.9/184.4 亿元。得益于公司车型矩阵的补充以及智驾普及，预计公司未来三年净利润平均增长保持在 15%以上，因此给予公司 15 倍 PE，调整 2026 年目标价至 29.5 港元，较目前价格有的上涨空间 56%，买入评级。

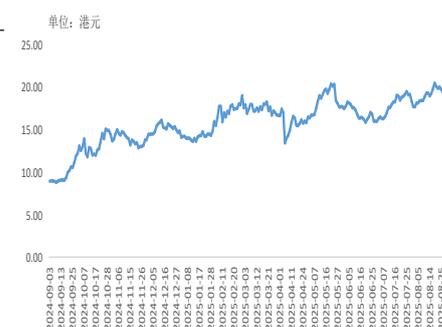
邹瀚逸
852-33367861
Robin.zou@firstshanghai.com.hk
陈晓霞
852-25321956
xx.chen@firstshanghai.com.hk
主要数据

行业	汽车制造
股价	18.87 港元
目标价	29.5 港元 (+56%)
股票代码	175
已发行股本	101 亿股
市值	1903 亿港元
52 周高/低	20.78/8.46 港元
每股净资产	9.745 港元
主要股东	李书福...41.34%

盈利摘要

截止12月31日	2023实际	2024实际	2025预测	2026预测	2027预测
营业额(百万人民币)	: 179,204	240,194	339,905	422,081	515,896
变动(%)	: 21.1	34.0	41.5	24.2	22.2
净利润(百万人民币)	: 5,786	16,632	15,786	18,436	24,364
每股盈余(人民币元)	: 0.51	1.65	1.57	1.83	2.42
变动(%)	: 0.6	221.7	(5.1)	16.8	32.2
市盈率@18.87港元(倍)	: 34.2	10.6	11.2	9.6	7.3
每股股息(人民币元)	: 0.20	0.32	0.63	0.73	0.97
股息现价比率(%)	: 1.2	1.8	3.6	4.2	5.6

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现


来源：彭博

附录 1: 主要财务报表

财务报表摘要

损益表					
人民币百万元, 财务年度截至12月31日					
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
收入	179,204	240,194	339,905	422,081	515,896
毛利	27,415	38,201	52,560	67,231	83,903
销售费用	-11,832	-13,283	-19,035	-23,214	-28,374
管理费用	-12,020	-15,316	-20,212	-23,073	-27,498
其他收入	1,367	905	5,714	1,288	1,288
营业收入	4,930	10,506	19,027	22,232	29,318
财务开支	544	692	65	55	65
营业外收支	-47	-778	30	-68	-19
税前盈利	5,427	10,421	19,122	22,219	29,364
所得税	-15	-1,604	-3,101	-3,622	-4,786
少数股东应占利润	373	-167	-138	-161	-213
净利润	5,786	16,632	15,786	18,436	24,364
折旧及摊销	-8,203	-9,393	-9,387	-10,081	-10,680
EBITDA	13,133	19,900	28,414	32,313	39,998
EPS (元)	0.51	1.65	1.57	1.83	2.42
增长					
总收入 (%)	21%	34%	42%	24%	22%
EBITDA (%)	11%	52%	43%	14%	24%
每股收益 (%)	1%	222%	-5%	17%	32%

资产负债表					
人民币百万元, 财务年度截至12月31日					
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
现金	35,746	40,865	52,559	65,785	89,566
应收账款	42,711	58,307	69,843	84,416	98,939
存货	15,422	23,078	31,690	46,085	60,434
其他流动资产	1,108	3,072	3,072	3,072	3,072
总流动资产	94,987	125,322	157,165	199,358	252,011
固定资产	27,351	26,384	29,706	32,754	35,549
投资性资产	9,572	9,995	9,629	9,705	9,780
其他固定资产	42,040	67,691	72,548	76,092	79,574
总资产	173,950	229,392	269,048	317,910	376,915
应付帐款	87,398	125,379	151,342	186,897	227,528
短期银行贷款	0	30	30	30	30
其他短期负债	1,541	1,791	1,791	1,791	1,791
总短期负债	88,939	127,200	153,163	188,718	229,349
长期银行贷款	0	0	0	0	0
其他负债	10,622	9,772	10,723	11,748	12,919
总负债	99,561	136,972	163,886	200,466	242,268
少数股东权益	4,643	5,678	5,816	5,977	6,191
股东权益	69,746	86,742	99,345	111,467	128,456
每股账面值(元)	6.9	8.6	9.9	11.1	12.8
营运资金	6,048	-1,878	4,002	10,640	22,662

财务分析					
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
盈利能力					
毛利率	15.3%	15.9%	15.5%	15.9%	16.3%
EBITDA 利率	7.3%	8.3%	8.4%	7.7%	7.8%
净利率	3.2%	6.9%	4.6%	4.4%	4.7%
ROE	8.0%	21.3%	17.0%	17.5%	20.3%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	13%	12%	12%	11%	11%
实际税率 (%)	0%	15%	16%	16%	16%
股息支付率 (%)	38%	19%	40%	40%	40%
库存周转天数	37	42	40	47	51
应付账款天数	210	227	192	192	192
应收账款天数	87	89	75	73	70
财务状况					
总负债/权益	1.4	1.6	1.6	1.8	1.9
收入/总资产	1.1	1.2	1.4	1.4	1.5
总资产/权益	2.5	2.6	2.7	2.9	2.9

现金流量表					
人民币百万元, 财务年度截至12月31日					
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
EBITDA	13,133	19,900	28,414	32,313	39,998
融资成本	-544	-692	-65	-55	-65
营运资金变化	11,238	9,316	4,769	5,966	11,051
所得税	-15	-1,604	-3,101	-3,622	-4,786
其他营运活动	-1,469	-412	33	110	129
营运现金流	22,342	26,507	30,050	34,712	46,327
资本开支	-15,322	-13,314	-15,172	-15,172	-15,172
其他投资活动	-822	4,183	0	0	0
投资活动现金流	-16,145	-9,132	-15,172	-15,172	-15,172
负债变化	663	-2,286	0	0	0
股本变化	0	49	0	0	0
股息	-1,916	-2,051	-3,183	-6,315	-7,374
其他融资活动	-1,511	-9,008	0	0	0
融资活动现金流	-2,764	-13,297	-3,183	-6,315	-7,374
现金变化	3,434	4,079	11,694	13,226	23,781
期初持有现金	33,341	36,775	40,865	52,559	65,785
汇率变动	0	11	0	0	0
期末持有现金	36,775	40,865	52,559	65,785	89,566

数据来源: 公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话: (852) 2522-2101
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制, 仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可, 就本报告之任何材料、内容或印本, 不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据, 或就其作出要约或要约邀请, 也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素, 自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生, 但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性, 并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性, 不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经, 就本报告所载信息、评论或投资策略, 发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供, 不提供任何形式的保证, 并可随时更改, 恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外, 第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」, 「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下, 任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务, 包括(但不限于)在此档内陈述的内容, 皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区, 分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。