

# 吉利汽车 (00175.HK)

## 技术赋能产品升级，开启成长新周期

**乘用车行业：自主强势，平价&高端车型空间广阔。**受益于以旧换新对内需托底，全年乘用车预计零售量增长6%；出口量为546万辆，增长14%（乘联分会预测）。其中，自主品牌凭借在新能源领域的技术优势，目前在20万元以下平价市场中，比亚迪、吉利、奇瑞等自主龙头已占据领先优势；而50万元以上豪华市场仍由合资占优，自主品牌目前处于份额快速提升阶段。未来随着智能化、全球化带来的行业持续升级，龙头车企的技术、品牌优势有望进一步巩固。

**公司平台架构、动力总成技术迭代，混动+高端车型发力。**1) 平台层面，公司更新 SPA EVO、GEA EVO、浩瀚-S 三大模块化架构，分别首发于领克900、银河 M9、极氪 9X，三大品牌同步发力混动+高端化。动力总成方面，公司雷神混动经历多次迭代，目前已进入全面收获期，后续随着车型密度的进一步提升，市场份额有望稳步扩张。2) 车型方面，公司领克900累计交付破3万；银河M9、极氪9X已开启预售，高端车型有望为公司带来销量&利润新增量。

**公司回归“一个吉利”，组织架构深度调整确保长期竞争力。**2024年，公司发布《台州宣言》。2025年以来，吉利汽车围绕《台州宣言》深化战略布局，品牌架构调整动作频出，包括：1) 极氪并购领克、几何并入银河，重塑市场矩阵；2) “两横七纵”架构与智能驾驶团队整合，强化技术壁垒；3) 海外渠道整合扩张。公司回归“一个吉利”实现强车型+经营改善，有望确保竞争力的长期优势。

**盈利预测与估值：**公司新车型竞争力强，销量强势，预计公司2025-2027年归母净利润分别为146/188/231亿元，同比-12%/+28%/+23%，对应PE分别为12/9/8倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**行业需求不及预期风险，价格战超预期风险，新车型不及预期风险，测算假设有关风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万人民币)	179,204	240,194	331,473	407,711	481,099
增长率 yoy (%)	21.1	34.0	38.0	23.0	18.0
归母净利润(百万人民币)	5,308	16,632	14,614	18,756	23,085
增长率 yoy (%)	0.9	213.3	-12.1	28.3	23.1
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.52	1.64	1.44	1.85	2.28
净资产收益率 (%)	6.6	19.2	14.4	15.6	16.1
P/E (倍)	33.0	10.5	12.0	9.3	7.6
P/B (倍)	2.2	2.0	1.7	1.5	1.2

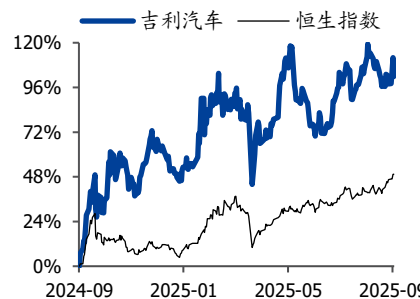
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2025年09月18日收盘价

### 买入（首次）

#### 股票信息

行业	乘用车
09月18日收盘价(港元)	18.81
总市值(百万港元)	190,323.03
总股本(百万股)	10,118.18
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	78.74

#### 股价走势



#### 作者

分析师 丁逸滕

执业证书编号：S0680521120002

邮箱：dingyimeng@gszq.com

分析师 刘伟

执业证书编号：S0680522030004

邮箱：liuwei@gszq.com

#### 相关研究

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>113635</b>	<b>125322</b>	<b>182487</b>	<b>230766</b>	<b>282699</b>
现金	36775	40865	55289	77216	99076
应收票据及应收账款	35898	47458	65795	80804	95398
其他应收款	6460	7407	10798	13046	15487
预付账款	0	0	0	0	0
存货	15422	23078	30628	38092	44684
其他流动资产	19079	6513	19977	21607	28055
<b>非流动资产</b>	<b>78963</b>	<b>104070</b>	<b>113979</b>	<b>124622</b>	<b>134843</b>
长期投资	118	79	279	479	679
固定资产	27351	26384	25552	24762	24011
无形资产	23954	28785	27394	26073	24818
其他非流动资产	27540	48823	60754	73308	85334
<b>资产总计</b>	<b>192598</b>	<b>229392</b>	<b>296466</b>	<b>355388</b>	<b>417542</b>
<b>流动负债</b>	<b>96824</b>	<b>127200</b>	<b>176308</b>	<b>216246</b>	<b>255044</b>
短期借款	0	30	60	90	120
应付票据及应付账款	59071	86441	115518	143329	168263
其他流动负债	37753	40728	60730	72827	86661
<b>非流动负债</b>	<b>10622</b>	<b>9772</b>	<b>12938</b>	<b>12938</b>	<b>12938</b>
长期借款	5440	3914	3914	3914	3914
其他非流动负债	5182	5858	9023	9023	9023
<b>负债合计</b>	<b>107446</b>	<b>136972</b>	<b>189246</b>	<b>229183</b>	<b>267981</b>
少数股东权益	4643	5678	5824	6012	6244
股本	184	184	184	184	184
资本公积	80410	87353	102007	120803	143927
留存收益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	80509	86742	101396	120192	143317
<b>负债和股东权益</b>	<b>192598</b>	<b>229392</b>	<b>296466</b>	<b>355388</b>	<b>417542</b>

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	<b>22342</b>	<b>26507</b>	<b>25740</b>	<b>36951</b>	<b>35917</b>
净利润	5308	16632	14614	18756	23085
折旧摊销	8203	9393	2772	2661	2556
财务费用	417	550	119	119	120
投资损失	599	969	1307	1694	2065
营运资金变动	11238	9316	8598	16098	11142
其他经营现金流	-3423	-10354	-1671	-2377	-3050
<b>投资活动现金流</b>	<b>-16145</b>	<b>-9132</b>	<b>-11268</b>	<b>-14974</b>	<b>-14008</b>
资本支出	-15322	-13314	-550	-550	-550
长期投资	166	39	-200	-200	-200
其他投资现金流	-988	4144	-10518	-14224	-13258
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-2764</b>	<b>-13297</b>	<b>-89</b>	<b>-89</b>	<b>-90</b>
短期借款	-2062	30	30	30	30
长期借款	-3318	-1526	0	0	0
普通股增加	0	1558	0	0	0
资本公积增加	5441	6942	14654	18796	23125
其他筹资现金流	-2825	-20301	-14773	-18915	-23245
<b>现金净增加额</b>	<b>3434</b>	<b>4090</b>	<b>14424</b>	<b>21928</b>	<b>21860</b>

**利润表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>179204</b>	<b>240194</b>	<b>331473</b>	<b>407711</b>	<b>481099</b>
营业成本	151789	201993	278347	341810	402652
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	11832	13283	18231	22424	26460
管理费用	12020	4897	6961	8562	10103
研发费用	3361	10419	11602	14270	16838
财务费用	-544	-692	-699	-986	-1424
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	404	7268	-797	-823	-849
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	599	969	1307	1694	2065
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>3403</b>	<b>9474</b>	<b>16157</b>	<b>20429</b>	<b>24790</b>
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>4950</b>	<b>18404</b>	<b>17365</b>	<b>22287</b>	<b>27431</b>
所得税	15	1604	2605	3343	4115
<b>净利润</b>	<b>4935</b>	<b>16799</b>	<b>14761</b>	<b>18944</b>	<b>23316</b>
少数股东损益	-373	167	146	188	231
<b>归属母公司净利润</b>	<b>5308</b>	<b>16632</b>	<b>14614</b>	<b>18756</b>	<b>23085</b>
EBITDA	12608	27105	19439	23961	28562
EPS (元/股)	0.52	1.64	1.44	1.85	2.28

**主要财务比率**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	21.1	34.0	38.0	23.0	18.0
营业利润(%)	43.5	178.4	70.5	26.4	21.3
归属母公司净利润(%)	0.9	213.3	-12.1	28.3	23.1
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	15.3	15.9	16.0	16.2	16.3
净利率(%)	3.0	6.9	4.4	4.6	4.8
ROE(%)	6.6	19.2	14.4	15.6	16.1
ROIC(%)	4.8	16.8	12.7	13.9	14.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	55.8	59.7	63.8	64.5	64.2
净负债比率(%)	-36.8	-39.9	-47.9	-58.0	-63.5
流动比率	1.2	1.0	1.0	1.1	1.1
速动比率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.0	1.1	1.3	1.3	1.2
应收账款周转率	5.5	5.8	5.9	5.6	5.5
应付账款周转率	2.9	2.8	2.8	2.6	2.6
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.52	1.64	1.44	1.85	2.28
每股经营现金流(最新摊薄)	2.21	2.62	2.54	3.65	3.55
每股净资产(最新摊薄)	7.96	8.57	10.02	11.88	14.16
<b>估值比率</b>					
P/E	33.0	10.5	12.0	9.3	7.6
P/B	2.2	2.0	1.7	1.5	1.2
EV/EBITDA	3.8	3.7	6.4	4.3	2.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年09月18日收盘价

## 内容目录

一、吉利汽车：民营自主标杆，全球整车龙头.....	5
二、乘用车行业空间大，智能化、全球化推动持续发展.....	11
2.1 乘用车行业：自主强势，平价&高端车型空间广阔.....	11
2.2 智能化迎来平权时代，开启行业升级下半场.....	13
2.3 海外空间大，龙头车企全球化方兴未艾.....	14
三、强车型叠加经营改善，公司增长潜力充足.....	16
3.1 平台架构、动力总成技术迭代，混动+高端车型发力.....	16
3.2 出口稳步推进，智驾短板补齐.....	20
3.3 落实《台州宣言》，回归“一个吉利”.....	23
四、盈利预测与估值.....	24
风险提示.....	25

## 图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	5
图表 2: 公司股权结构 (截止 2024 年).....	6
图表 3: 公司品牌结构.....	7
图表 4: 公司各品牌车型指导价范围 (万元).....	7
图表 5: 公司销量及同比.....	8
图表 6: 公司分品牌销量占比 (万辆, 2025M1-M7).....	8
图表 7: 公司分品牌销量占比 (万辆, 2024).....	8
图表 8: 吉利品牌主力车型销量占比 (国内, 万辆, 2025M1-M7).....	9
图表 9: 银河品牌主力车型销量占比 (国内, 万辆, 2025M1-M7).....	9
图表 10: 极氪品牌主力车型销量占比 (国内, 万辆, 2025M1-M7).....	9
图表 11: 领克品牌主力车型销量占比 (国内, 万辆, 2025M1-M7).....	9
图表 12: 公司国内产能汇总.....	10
图表 13: 公司营收及同比增速 (亿元).....	10
图表 14: 公司净利润及同比增速 (亿元).....	10
图表 15: 公司毛利率净利率趋势.....	11
图表 16: 公司 ROE 趋势.....	11
图表 17: 乘用车行业销量 (万辆, 批发口径) 及同比增速.....	11
图表 18: 行业销量测算 (万辆).....	12
图表 19: 自主品牌市占率 (零售口径).....	12
图表 20: 分价格带, 自主品牌市场份额 (%).....	13
图表 21: 2024Q1-Q3, 各价格带市场份额.....	13
图表 22: 各车企“智驾平权”技术方案汇总.....	14
图表 23: 出口销量及同比 (万辆).....	14
图表 24: 乘用车出口类型占比.....	15
图表 25: 2024 年 BEV 出口国家 TOP10 (万辆).....	15
图表 26: 2024 年 PHEV 出口国家 TOP10 (万辆).....	15
图表 27: 2024 年各车企出口地区占比.....	15
图表 28: 吉利新一代模块化平台.....	16
图表 29: 吉利 EM-I 混动系统.....	17
图表 30: 吉利汽车混动技术沿革.....	17
图表 31: 公司混动技术与比亚迪相当, 居行业断档领先地位.....	18
图表 32: 各车企混动系统梳理.....	18
图表 33: 5-10 万元, 混动车型销量 TOP 10 (2025H1, 按指导价最低价分).....	19
图表 34: 10-15 万元, 混动车型销量 TOP 10 (2025H1, 按指导价最低价分).....	19
图表 35: 领克 900.....	20
图表 36: 吉利银河 M9.....	20

图表 37:	极氪 9X.....	20
图表 38:	吉利汽车出口地区分部 (2025M1-M5) .....	21
图表 39:	吉利汽车出口国家 TOP10 (2025M1-M5) .....	21
图表 40:	公司出口销量及同比 (万辆) .....	21
图表 41:	公司千里浩瀚智驾系统 .....	22
图表 42:	吉利星睿智算中心 2.0 .....	23
图表 43:	公司《台州宣言》主要内容.....	23
图表 44:	公司《台州宣言》以来具体措施 .....	24
图表 45:	公司收入及费用率预测, 亿元.....	24
图表 46:	盈利预测简表 .....	25
图表 47:	可比公司估值 (亿元) .....	25

## 一、吉利汽车：民营自主标杆，全球整车龙头

吉利汽车控股有限公司 1996 年成立，聚焦乘用车及汽车零部件领域，业务覆盖研发、制造与销售全链条，产品矩阵涵盖燃油车、混动及纯电车型。凭借二十余年积淀，成长为国内头部汽车制造企业。发展进程中，历经四次战略转型迭代。

- **1.0 时代（1997-2007 年）：**1997 年吉利正式进军汽车领域，彼时秉持“造老百姓买得起的车”理念，初期以豪情等经济型小车切入市场，产品聚焦低成本。通过自主研发发动机等关键技术，逐渐掌握整车制造能力，并于 2001 年获得生产资质，成为首家民营汽车企业。这一时期吉利凭借价格优势快速抢占市场，推出美日、自由舰等多款车型，初步在汽车市场站稳脚跟。
- **2.0 时代（2007-2016 年）：**2007 年吉利宣布战略转型，从成本领先转向技术、品质、品牌并重，步入 2.0 时代。在此阶段，吉利与国际设计公司合作提升产品设计，如帝豪系列的推出。同时，积极推进国际化，收购沃尔沃等海外资产，吸收先进技术与管理经验。旗下车型在安全性能上大幅提升，产品品质和品牌形象显著改善，逐步摆脱低价低质标签。
- **3.0 时代（2016-2020 年）“精品车战略”：**公司迈入 3.0 精品车时代，以博瑞、博越等车型为代表，在外观设计上确立涟漪式中网等家族元素，内饰质感、做工细节实现质的飞跃，与合资竞品相比毫不逊色。安全领域提出安全识别圈概念，智能互联方面引领行业潮流，品牌向上成果显著。
- **4.0 时代（2020 年至今）“架构造车” + “一个吉利”：**2020 年吉利进入 4.0 全面架构造车时代。基于 CMA 等模块化架构打造新车，在核心三大件性能上弥补短板，动力参数、驾驶体验媲美豪华品牌。此外，公司 2024 年发布《台州宣言》，2025 年推进私有化极氪，并收购领克销售股份，回归“一个吉利”通过战略整合优化品牌协同，聚焦资源强化核心竞争力。

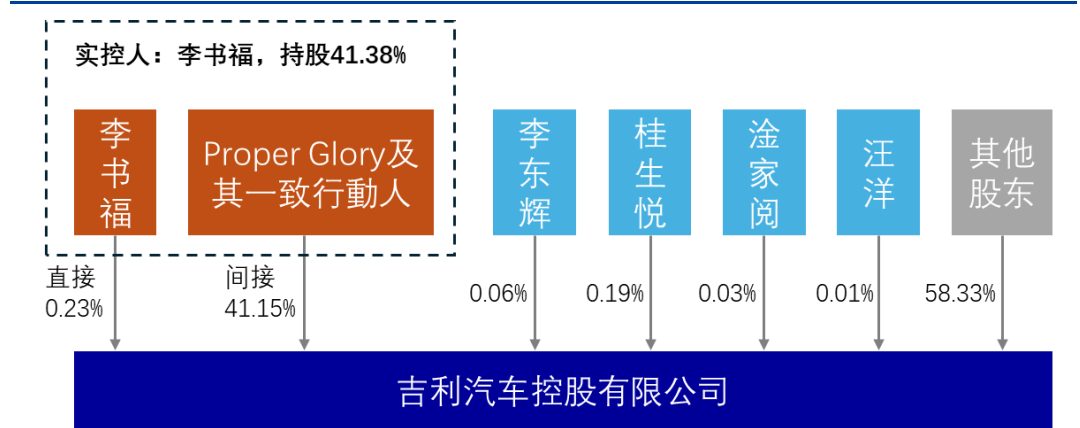
图表1：公司发展历程



资料来源：公司官网，Wind，国盛证券研究所

股权结构清晰集中，实控人李书福合计持股**41.38%**。截至2024年，公司董事长、实控人李书福直接持股比例为**0.23%**，同时通过 ProperGlory Holding Inc.、吉利汽车集团有限公司、浙江吉利控股集团有限公司、吉利集团有限公司、浙江吉利汽车有限公司等主体间接持股**41.15%**。此外，桂生悦、李东辉、淦家阅等公司高管也均持有公司股份。

图表2: 公司股权结构 (截止 2024 年)



资料来源: 公司年报, Wind, 国盛证券研究所

公司整车业务聚焦吉利、银河、极氪、领克、几何等自有品牌，覆盖主流及高端新能源汽车制造，协同推进电动化战略。此外，公司宝腾与雷诺等车企合资，推进全球化战略。

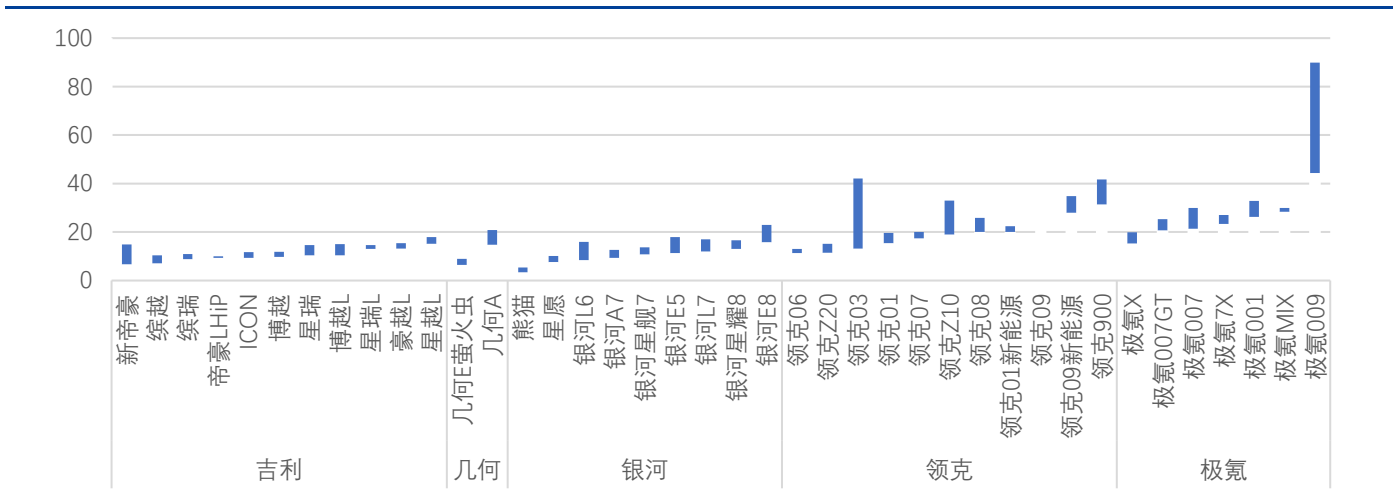
- **吉利品牌:** 公司基本盘，锚定大众主流市场，秉持“让出行更轻松”理念，核心覆盖 10-20 万元主流区间，目标大众日常通勤、家庭出行场景，致力于成为大众信赖的国民出行品牌。
- **银河品牌:** 定位主流新能源科技品牌，是吉利集团新能源战略核心载体，产品覆盖 10-25 万元主流价格区间，涵盖轿车、SUV、MPV 等多品类。
- **极氪品牌:** 作为吉利冲击全球豪华纯电的先锋力量，聚焦 20 万元以上高端市场，基于 SEA 浩瀚架构打造产品矩阵，树立豪华新标杆。
- **几何品牌:** 原定位高端纯电受挫后，现并入银河体系，转型聚焦 A0 级智能精品小车细分赛道。以星愿等为代表，价格下沉至 10 万元内。
- **领克品牌:** 由吉利与沃尔沃联手打造，定位全球新能源中高端品牌，技术层面，依托 CMA 等先进架构，推出混动、纯电多元能源车型。

图表3: 公司品牌结构



资料来源: 公司官网, 公司年报, 国盛证券研究所

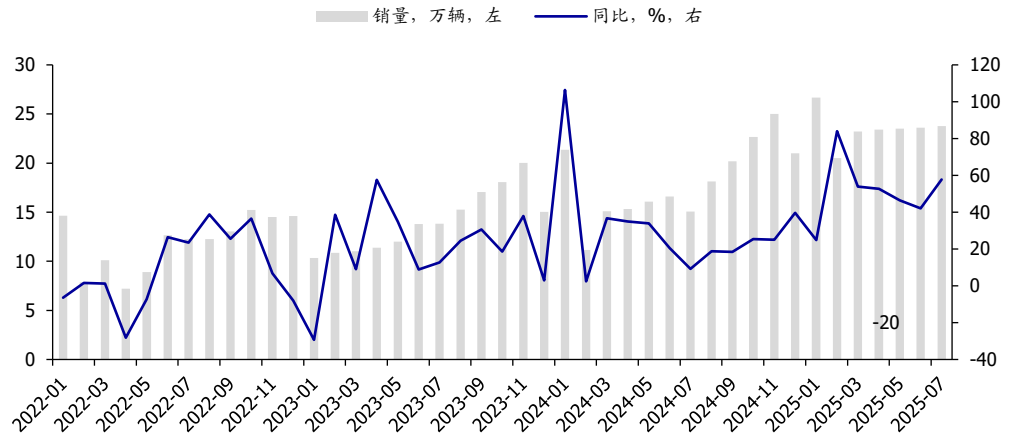
图表4: 公司各品牌车型指导价范围 (万元)



资料来源: 太平洋汽车, 国盛证券研究所

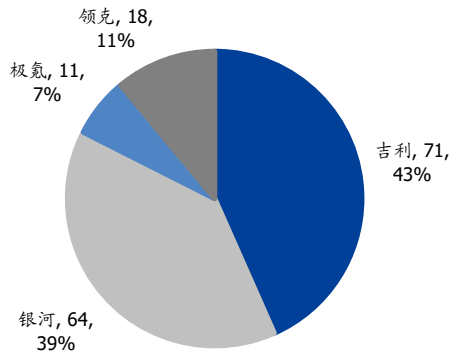
销量端，银河强新车带动销量同比高增，2025年销量目标300万辆。根据公司公告，吉利汽车7月批发销量达23.8万辆，同比增长57.7%；1-7月累计164.7万辆。新能源表现亮眼，吉利品牌7月销19.4万辆（含银河、几何），极氪1.70万辆，领克2.72万辆。此外，因上半年超预期，公司全年销量目标上调至300万辆。

图表5: 公司销量及同比



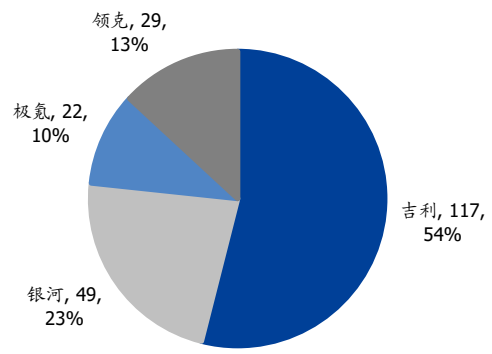
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表6: 公司分品牌销量占比 (万辆, 2025M1-M7)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表7: 公司分品牌销量占比 (万辆, 2024)



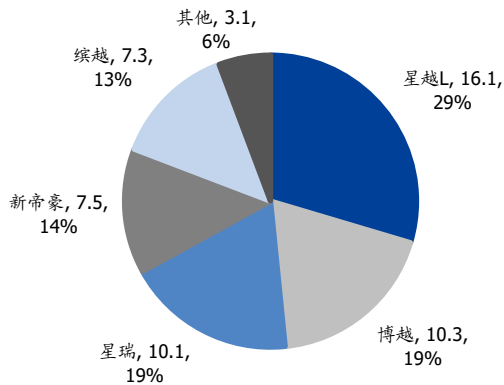
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

主力车型方面:

- **吉利品牌 (不含银河):** 覆盖多元细分市场, 星越 L、博越、星瑞、新帝豪、缤越均为月销过万车型。其中星越 L 凭借综合产品力成为核心车型; 博越系列聚焦家庭实用需求; 星瑞主打家轿市场; 新帝豪以经济性为标签, 带夯实入门基盘; 缤越瞄准年轻消费群体, 覆盖小型 SUV 需求。
- **银河品牌:** 银河品牌围绕新能源赛道布局, 主力车型包括星愿、星舰 7、银河 E5、星耀 8 等, 目前仍处车型密集上市期。吉利星愿定位主流纯电家轿, 主打性价比; 吉利熊猫聚焦微型纯电市场, 适配城市通勤; 银河星舰 7、银河 E5 等车型覆盖主力家用市场。
- **极氪品牌:** 聚焦高端新能源赛道, 极氪 7X、极氪 007、极氪 009 是目前主力车型。极氪 7X 作为旗舰车型, 锚定豪华纯电 SUV 市场; 极氪 007 主打中高端纯电轿车, 凭借高性能与智能驾驶配置突围; 极氪 001 定位猎装轿跑, 覆盖个性消费需求; 极氪 009 瞄准豪华 MPV 市场。
- **领克品牌:** 领克品牌深耕潮流运动细分市场, 主力车型包括领克 03 及 2025 上市的领克 900。领克 03 作为核心车型, 主打运动家轿, 契合年轻消费群体; 领克 08、

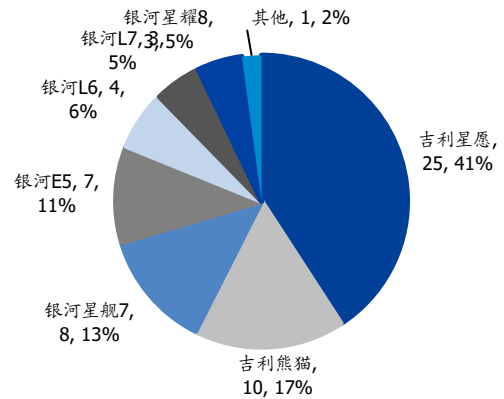
900等车型瞄准中高端市场，融合智能科技与潮流设计，强化“潮流+性能”品牌标签，构建差异化竞争优势。

图表8: 吉利品牌主力车型销量占比 (国内, 万辆, 2025M1-M7)



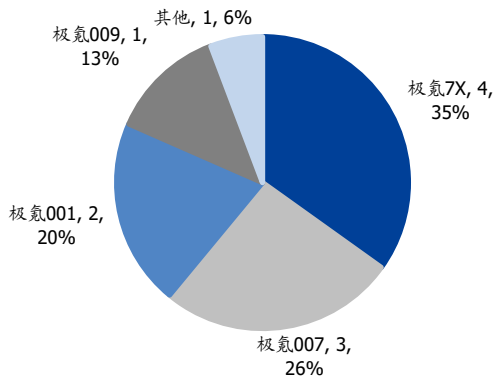
资料来源: 太平洋汽车, 国盛证券研究所

图表9: 银河品牌主力车型销量占比 (国内, 万辆, 2025M1-M7)



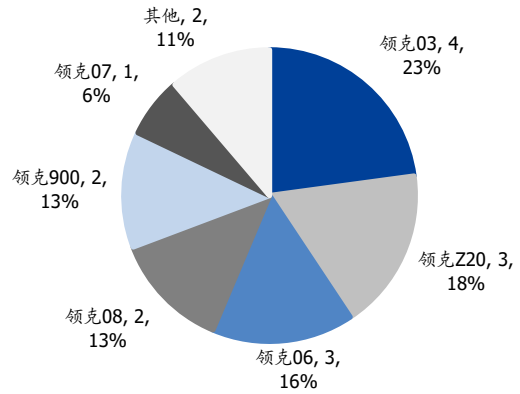
资料来源: 太平洋汽车, 国盛证券研究所

图表10: 极氪品牌主力车型销量占比 (国内, 万辆, 2025M1-M7)



资料来源: 太平洋汽车, 国盛证券研究所

图表11: 领克品牌主力车型销量占比 (国内, 万辆, 2025M1-M7)



资料来源: 太平洋汽车, 国盛证券研究所

截止 2024 年, 公司布局国内 10 大工厂+海外 4 大 KD 工厂, 产能布局清晰。公司国内产能布局大工厂, 形成高效产能矩阵。各工厂分工明确, 春晓、宝鸡等聚焦博越系列, 湘潭主攻缤越等, 临海覆盖银河 L6 等, 晋中侧重几何车型。总可用年产能(双班)达 211 万辆, 覆盖吉利、银河、几何等多品牌, 从燃油到新能源车型全面布局, 为产品矩阵落地提供坚实产能支撑。海外市场方面, 截至 2024 年 12 月 31 日, 公司已在尼日利亚、加纳、柬埔寨和埃及建立 4 家本地组装工厂, 计划进一步扩展至更多国家。

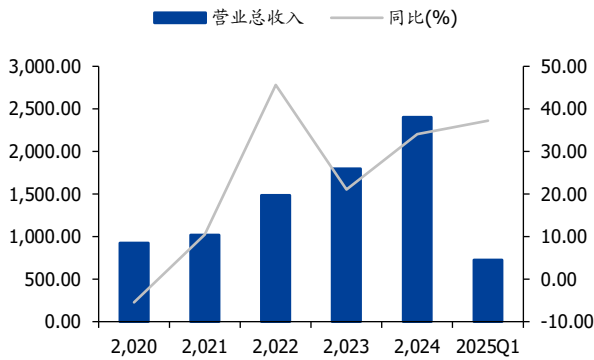
图表12: 公司国内产能汇总

名称	可用年产能 (万辆/双班)	型号
春晓厂房	20	吉利博越, 吉利博越 L
湘潭厂房	30	缤越, 缤越 COOL, 星愿
宝鸡厂房	20	银河 L7, 吉利博越, 吉利博越 L
临海厂房	30	银河 L6, 帝豪 L, 银河星舰 7
晋中厂房	18	几何 G6, 几何 M6, 帝豪 EV
钱塘厂房	10	银河 E8, 几何 E, ICON
杭州湾 DMA 厂房	15	星越, 星瑞, 星瑞 L
贵阳厂房	20	豪越, 嘉际, 银河 E5
长兴厂房	18	新帝豪, 缤瑞 COOL, 精灵#5^
西安厂房	30	星越 L, 精灵#1^, 精灵#3^
总计	211	-

资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

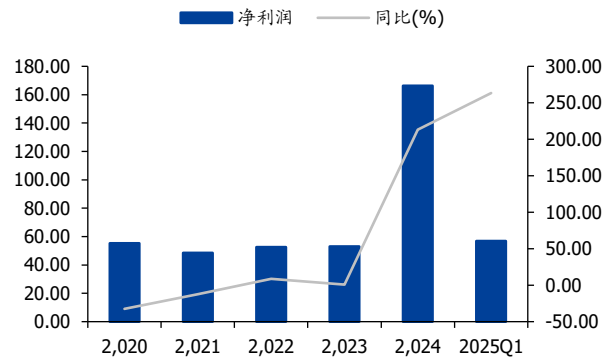
**营收: 规模稳步增长, 新能源成新引擎**。2025Q1, 吉利汽车营收呈稳步扩张态势, 规模持续突破, 2025年度单季营收达 724.95 亿元, 新能源车型的快速放量成为核心驱动力, 推动营收结构不断优化, 全球化布局与产品矩阵升级共同支撑营收保持增长韧性。

图表13: 公司营收及同比增速 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

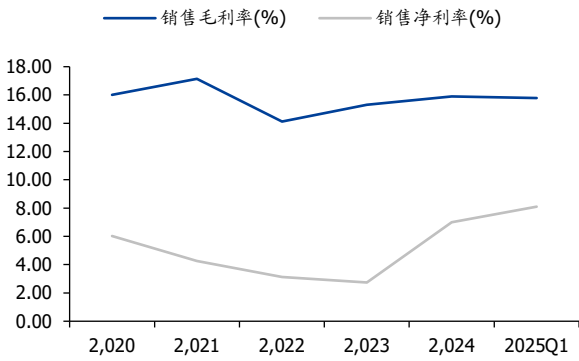
图表14: 公司净利润及同比增速 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

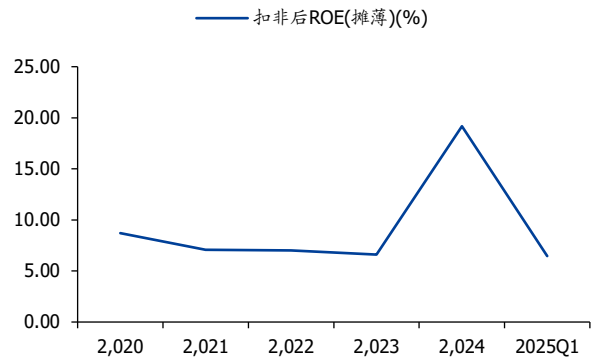
**2025Q1 毛利率回升至 15.78%**。预计主要得益于新能源车型占比的提升, 带来产品结构溢价, 同时 CMA、SEA 等架构的复用及供应链整合, 有效降低了单车成本, “高端化+降本”策略成效显著, 推动毛利率进入优化通道。扣非后 ROE (摊薄) 企稳, 2025 年一季度单季达 6.46%。盈利质量的提升与资产周转效率的改善形成合力, 库存管理与应收账款周转优化, 叠加净利润率的提升, 共同驱动 ROE 增长, 彰显公司从规模扩张向价值创造的转型成效。

图表15: 公司毛利率净利率趋势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表16: 公司 ROE 趋势



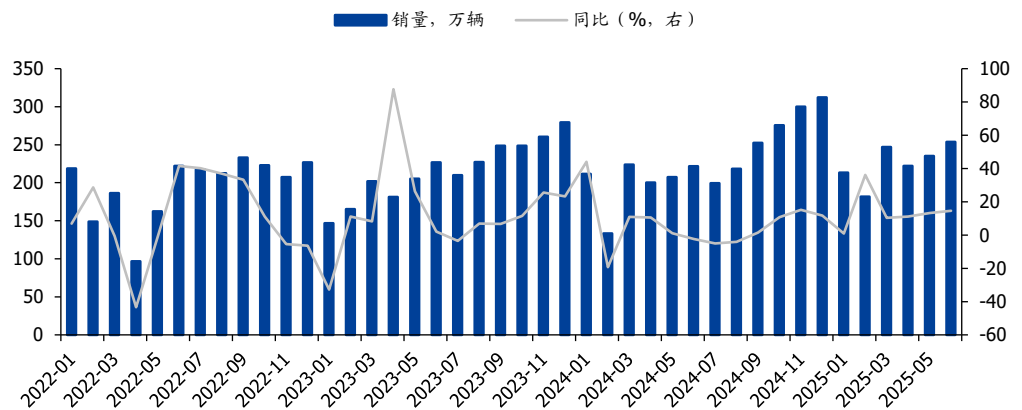
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 二、乘用车行业空间大，智能化、全球化推动持续发展

### 2.1 乘用车行业：自主强势，平价&高端车型空间广阔

展望 2025 年全年，乘用车行业有望延续增长态势。乘联分会预测，全年乘用车零售量增长 6%；出口量为 546 万辆，增长 14%。新能源乘用车批发量预计 1548 万辆，增长 27%，批发渗透率达 56%。政策层面，国家稳增长政策持续发力，汽车以旧换新等刺激消费政策效果显现，下半年消费者或为抢抓新能源汽车购置税减免退坡前的窗口期而集中购车，带来销量增量。产品端，车企新品不断推出，尤其自主品牌在新能源与智能化领域持续发力，有望进一步抢占市场份额，推动行业销量持续上扬。

图表17: 乘用车行业销量(万辆, 批发口径)及同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

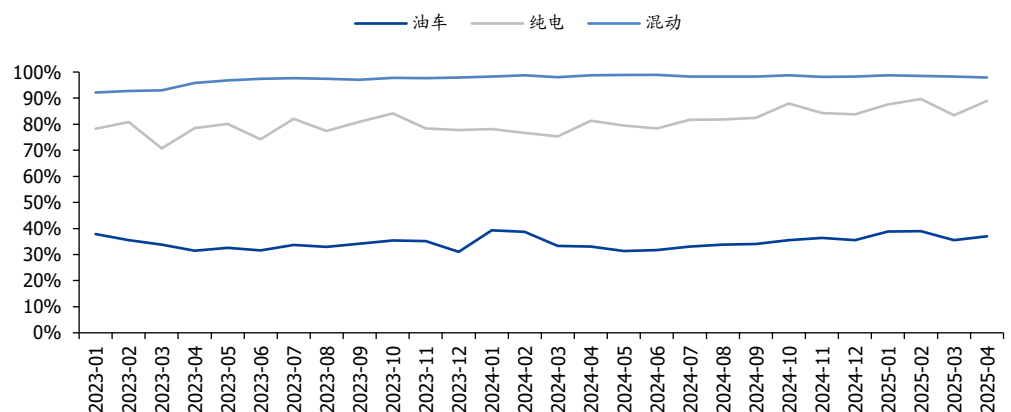
图表18: 行业销量测算(万辆)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E
乘用车销量	2,014	2,147	2,355	2,601	2,755	2,943
YOY		7%	10%	10%	6%	7%
1) 内需	1,938	1,987	2,102	2,193	2,261	2,397
YOY		3%	6%	4%	3%	6%
出口	76	160	253	408	494	546
YOY		111%	58%	62%	21%	10%
2) 新能源	120	332	654	900	1,228	1548
YOY		176%	97%	38%	36%	26%
油车	1,893	1,815	1,701	1,701	1,527	1,395
YOY		-4%	-6%	0%	-10%	-9%

资料来源: Wind, 每日经济新闻, 国盛证券研究所

行业格局, 截至 2025 年 4 月, 自主品牌乘用车在油车/纯电/插混行业市占率分别为 **37%/89%/98%**, 新能源仍是自主销量扩张的主力市场。分动力总成看, 纯电品牌市占率主要受特斯拉销量波动影响, 插混/增程受益于赛力斯、理想、比亚迪、长城、长安等车企的技术领先, 自主品牌市场份额处于绝对优势。燃油车方面, 自主品牌市场份额相对稳定, 除个别月份外, 基本维持在 35%-40% 区间。

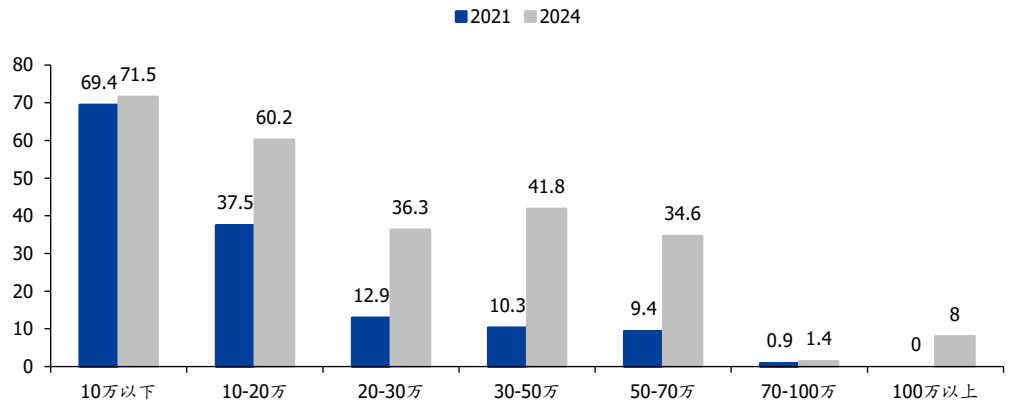
图表19: 自主品牌市占率(零售口径)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

分价格看, 20 万元以下平价市场受益新能源渗透率提升, 比亚迪、吉利、奇瑞等自主龙头优势明显; 而 50 万元以上豪华市场目前合资仍占优势。

图表20: 分价格带, 自主品牌市场份额 (%)



资料来源: 杰兰路分析, 国盛证券研究所

图表21: 2024Q1-Q3, 各价格带市场份额

价格带	新能源	油车
100 万以上	仰望 (76.2%)、保时捷 (11.3%)、奔驰 (6.6%)、宝马 (5.2%)	奔驰 (46.5%)、路虎 (18.2%)、丰田 (17.2%)、保时捷 (7.4%)
70-100 万	保时捷 (19.7%)、极氪 (15.5%)、沃尔沃 (15.4%)、奔驰 (14.6%)、特斯拉 (13.1%)、路特斯 (13.0%)、宝马 (7.5%)	保时捷 (23.8%)、宝马 (26.0%)、奔驰 (23.5%)、路虎 (18.4%)、奥迪 (5.3%)
50-70 万	AITO (76.1%)、理想 (9.1%)	宝马 (40.2%)、奔驰 (29.5%)、奥迪 (12.2%)
30-50 万	理想 (30.3%)、AITO (15.0%)、蔚来 (13.2%)、腾势 (9.8%)、坦克 (5.6%)	奥迪 (28.5%)、奔驰 (23.5%)、宝马 (17.0%)、丰田 (8.6%)、雷克萨斯 (5.9%)
20-30 万	特斯拉 (31.8%)、理想 (8.9%)、AITO (8.3%)、极氪 (7.3%)	宝马 (13.9%)、奔驰 (13.3%)、奥迪 (11.7%)、丰田 (11.7%)、大众 (9.6%)、凯迪拉克 (5.8%)、雷克萨斯 (5.5%)
10-20 万	比亚迪 (49.6%)、埃安 (7.6%)	大众 (23.7%)、丰田 (13.3%)、本田 (12.1%)、吉利 (7.4%)、奇瑞 (5.5%)
10 万以下	比亚迪 (44.8%)、五菱 (22.7%)、吉利几何 (7.3%)、长安 (6.5%)	丰田 (13.1%)、日产 (12.5%)、吉利 (11.9%)、大众 (9.5%)、长安 (7.4%)、五菱 (6.4%)、奇瑞 (5.5%)

资料来源: 杰兰路分析, 国盛证券研究所

## 2.2 智能化迎来平权时代, 开启行业升级下半场

车企推动规模化降本, 开启高阶智驾“平权”时代。2025年初, 长安通过发布北斗天枢2.0战略、比亚迪宣布全系车型将标配“天神之眼”系统、吉利发布智驾解决方案“千里浩瀚”, 纷纷喊响“全民智驾”的口号, 推动智驾平权。其中, 吉利于2025年3月发布的智驾解决方案“千里浩瀚”共划分为H1至H9五大层级。H1起步的算力超100TOPS, 支持高速NOA和记忆泊车; H3方案标配城区智驾; 最顶级的H9方案具备全冗余、全备份的L3架构, 支持双ThorU芯片, 采用11V3RXL配置, 2\*英伟达Thor芯片, 应用VLA车端AI大模型。

图表22: 各车企“智驾平权”技术方案汇总

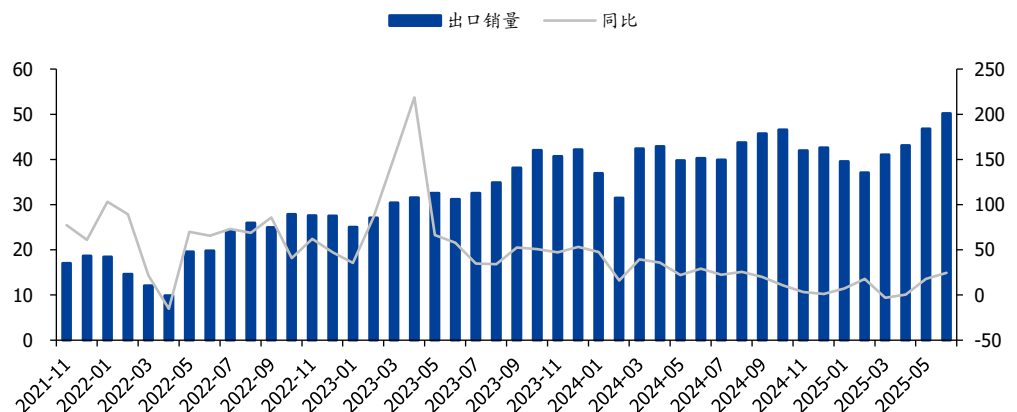
车企	战略名称	发布时间	核心内容	价格区间	技术特点
长安汽车	北斗天枢2.0	2025年2月	从2025年起不再开发非数智化新产品，全系标配开通智驾接口，未来3年将推出35款数智新汽车。2025年8月将智驾覆盖到10万元级车型，2026年天枢智驾实现全场景L3级自动驾驶，2028年进一步实现全场景L4级功能	全系车型	基于SDA平台和天枢大模型，实现“感知-决策-执行”全链路闭环，推动智驾技术标准化和法规完善
比亚迪	天神之眼	2025年2月	高阶智驾系统“天神之眼”将成为标配，未来2-3年内普及至全系车型	7万-30万元	采用多目摄像头和激光雷达，支持高速NOA、城市NOA等功能，强调“加配不加价”的高价值产品优势
吉利汽车	千里浩瀚	2025年3月	发布五级智驾方案（H1-H9），覆盖从入门级到高端车型的全系产品	7万-30万元	自研全域AI智能战略，采用端到端技术、视觉语言模型等前沿技术，构建“一网三体系”基础设施。

资料来源: 佐思汽研, 国盛证券研究所

### 2.3 海外空间大，龙头车企全球化方兴未艾

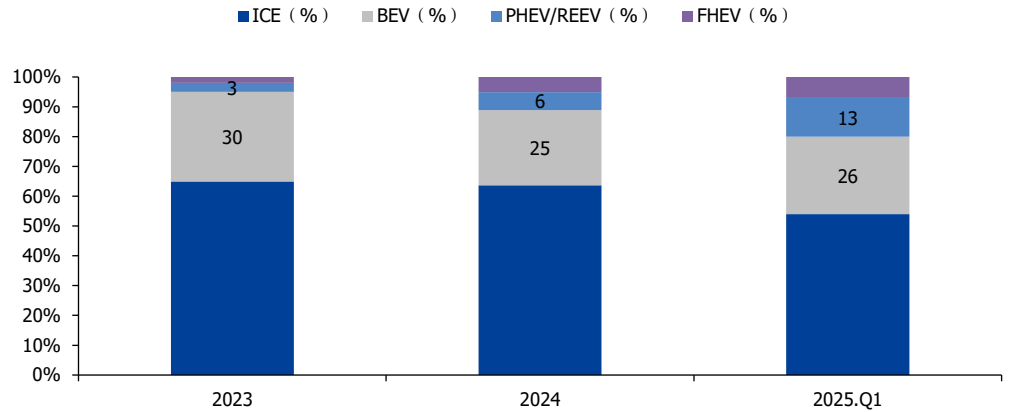
**2025H1 乘用车出口总量创新高，是行业增量的重要来源。**据中汽协数据，2025H1 乘用车出口 258.1 万辆，同比增长 10.3%。出口结构上，新能源乘用车成为增长核心动力，从出口目的地来看，市场格局呈现多元化趋势。

图表23: 出口销量及同比 (万辆)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表24: 乘用车出口类型占比



资料来源: 盖世汽车, 国盛证券研究所

图表25: 2024年BEV出口国家TOP10 (万辆)

排名	国家	2024年出口量
1	比利时	24.8
2	英国	10.3
3	泰国	7.1
4	阿联酋	6.9
5	巴西	6.8
6	澳大利亚	6.6
7	以色列	5.8
8	西班牙	5.1
9	德国	4.4
10	印度尼西亚	4.3

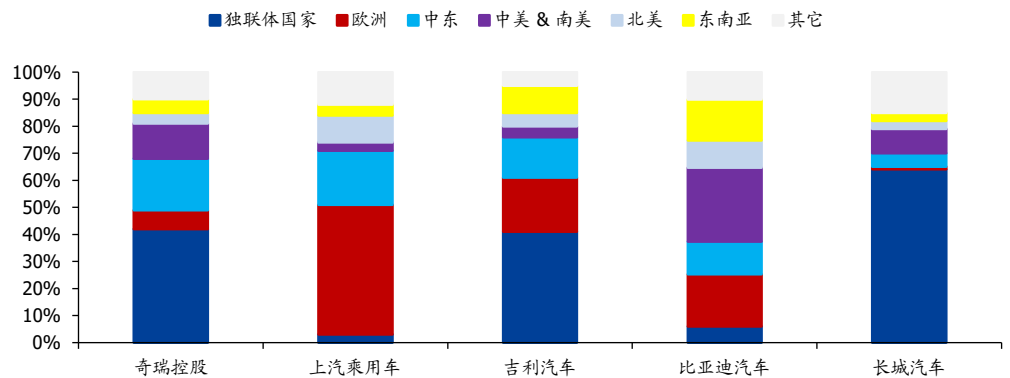
资料来源: 盖世汽车, 国盛证券研究所

图表26: 2024年PHEV出口国家TOP10 (万辆)

排名	国家	2024年出口量
1	巴西	7.6
2	墨西哥	3.2
3	乌兹别克斯坦	2.7
4	吉尔吉斯斯坦	1.7
5	俄罗斯	1.7
6	比利时	1.5
7	德国	1.5
8	英国	1.4
9	阿塞拜疆	1.1
10	哈萨克斯坦	1.1

资料来源: 盖世汽车, 国盛证券研究所

图表27: 2024年各车企出口地区占比



资料来源: 盖世汽车, 国盛证券研究所

## 三、强车型叠加经营改善，公司增长潜力充足

### 3.1 平台架构、动力总成技术迭代，混动+高端车型发力

平台层面，公司更新 **SPA EVO**、**GEA EVO**、**浩瀚-S** 三大模块化架构，发力电动化+ 高端化。

- SPA EVO 架构首发于领克 900，融合 EM-P 混动系统与中央集成式数字架构，前者优化动力输出与能耗表现，后者则提升智能交互体验，为领克品牌冲击高端市场提供有力技术支持，有望提升其在豪华混动 SUV 细分领域的市场份额。
- GEA EVO 架构搭载 M9 通过“硬件、系统、生态、AI”的一体化整合，打造旗舰级产品体验，在智能座舱、自动驾驶等方面具备较大想象空间，有望推动吉利银河系列实现品牌向上突破。
- 浩瀚-S 架构应用于极氪 9X，作为全球首个全栈 900 伏高压混动架构，能大幅缩短充电时间、提升续航能力，契合当下电动化趋势下消费者对高效补能与长续航的需求，助力极氪巩固在高端电动化市场的优势地位。

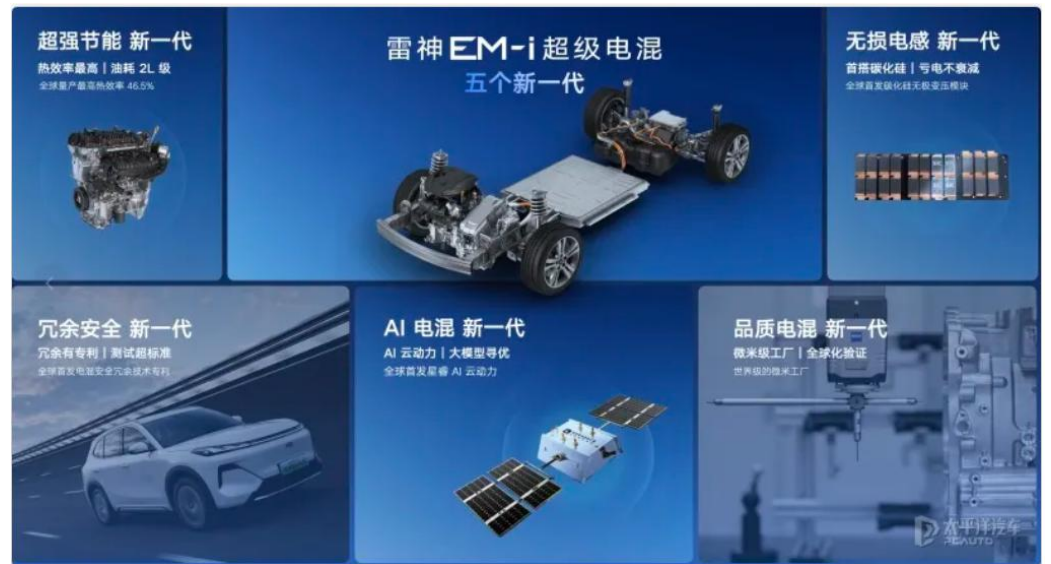
图表28: 吉利新一代模块化平台



资料来源：电动邦，吉利银河新能源公众号，国盛证券研究所

动力总成方面，公司新一代混动系统开启银河新车周期。2024年10月，吉利汽车集团正式发布全新一代超级电混——雷神 EM-i 超级电混技术，该电混技术由 1.5L 发动机、P1+P3 电机组成，率先搭载于吉利银河全新车型——银河星舰 7 上，其可以做到 CLTC 馈电油耗 2.67L/100km，CLTC 综合续航超 2300km。目前，雷神 EM 超级电混拥有两大技术体系，包括节能更性能的雷神 EM-P 超级电混，和极致节能超长续航的雷神 EM-i 超级电混，其中前者已经应用在领克 07 EM-P 和领克 08 EM-P 等车型上；而雷神 EM-i 超级电混系统，主要应用在后续全新车型上。

图表29: 吉利 EM-I 混动系统

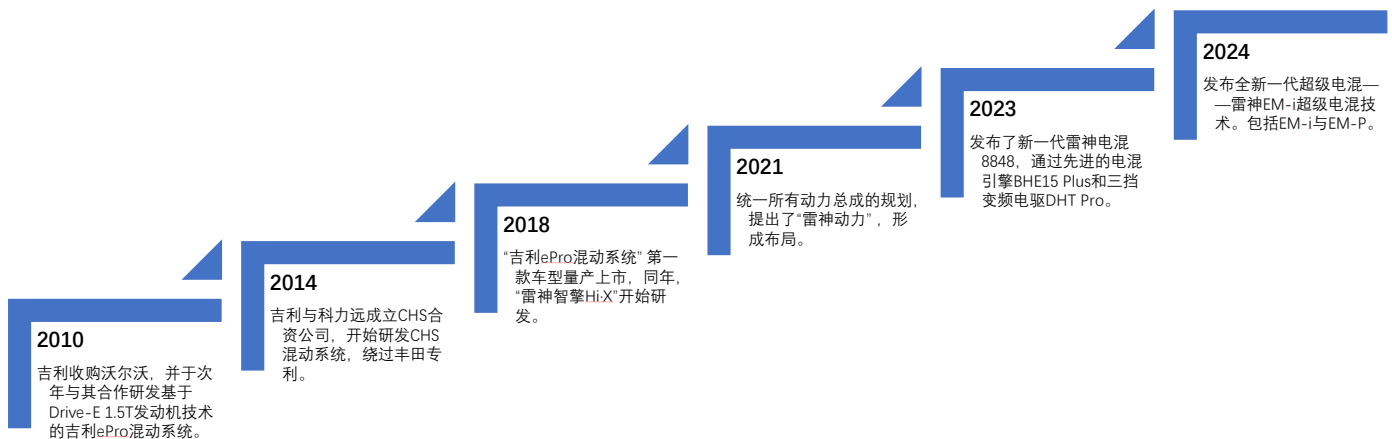


资料来源: 太平洋汽车, 国盛证券研究所

公司自研雷神混动技术在 2021 年成型, 经历多次迭代, 目前已进入全面收获期:

- 2010 年吉利收购沃尔沃后, 次年联合研发基于 Drive-E1.5T 的 ePro 混动系统, 覆盖 HEV、MHEV、PHEV, 采用定轴式机电耦合。
- 2014 年与科力远成立 CHS 合资公司, 研发行星齿轮式机电耦合系统的 CHS 混动, 实现了规避丰田的技术专利。
- 2018 年公司 ePro 混动首款车型量产, 同年启动“雷神智擎 Hi·X”研发。
- 2021 年, 公司提出“雷神动力”品牌, 标志混动技术布局成型。
- 2023 年, 公司发布新一代雷神电混 8848, 凭借 BHE15Plus 电混引擎与三挡变频电驱 DHTPro, 构建技术壁垒。
- 2024 年, 公司发布全新一代超级电混——雷神 EM-i 超级电混技术。包括 EM-P (追求极致性能) 与 EM-i (追求极致节能)。

图表30: 吉利汽车混动技术沿革



资料来源: 太平洋汽车, NE 时代新能源, 国盛证券研究所

图表31: 公司混动技术与比亚迪相当, 居行业断档领先地位

百公里油耗	典型车型及油耗
4.0L/100km 级别	比亚迪宋 L (4.93L/100km)、银河 L7 (4.9L/100km)、深蓝 07 (4.7L/100km)、奇瑞风云 A8 (4.2L/100km)
3.0L/100km 级别	<b>比亚迪秦 L (3.8L/100km)、吉利银河 L6 (3.8L/100km)</b> 、荣威 D7DMH (3.95L/100km)
2.0L/100km 级别	目前暂未车型在 WLTC 工况下实现, 其他 NEDC 和 CLTC 工况有车企实现: <b>比亚迪 DM5.0 官宣 NEDC 可实现 2.9L/100km; 吉利 EM-i 官宣 CLTC 可实现 2.67L/100km</b>

资料来源: 盖世汽车, 国盛证券研究所

图表32: 各车企混动系统梳理

车企	混动系统名称	技术构型	备注
东风汽车	马赫混动+增程	P13 构型增程	风行、风神、启辰品牌主打插混, 奕派布局增程路线
广汽集团	钜浪混动+增程	P13 构型增程	传祺品牌主打插混, 计划研发增程车型
红旗	瑞鹤混动	P13 构型增程	PHEV 车型基于红旗鸿蒙混动-HMP 平台, 计划研发增程车型
长城汽车	Hi4 系列		全民四驱, 含 Hi4&Hi4 性能版 (P2.5+P4)、Hi4-T (P2)、Hi4-Z (P2+P4)
长安汽车	数智电驱	P13 构型增程	长安股份主打 XEV, 深蓝和阿维塔主打增程路线
上汽集团	DMH 超级混动系统	P13 构型增程	荣威采用 P13 构型, 暂已 2025 年推出增程产品等
比亚迪	DM-i+DM-P+DM-O	P13 构型增程	主流 PHEV 采用 DM-i 与 DM-p, 方程豹采用 DMO, 仰望布局 REEV
吉利汽车	EM-i+EM-P	P13 构型、P12 构型	采用经济型 (EM-i) 与动力型 (EM-p) 进行产品开发

资料来源: 盖世汽车, 国盛证券研究所

吉利银河现有车型凭借技术+成本优势, 均已取得成功, 后续随着车型密度的进一步提升, 市场份额有望稳步扩张。截止 2025H1, 吉利在核心价格带已构建显著竞争优势。在 5-10 万元及 10-15 万元两大主流区间, 其混动车型持续渗透: 前者有银河星舰 7、银河 L6 等车型跻身销量前十, 后者则通过银河星舰 7、银河星舰 8 形成产品矩阵, 两大价格带合计市场份额仅次于比亚迪, 稳居行业第二。

当前混动赛道竞争白热化, 头部企业加速产品迭代。吉利后续车型投放节奏明确, 新车密度有望进一步提升。依托现有产品积累的技术口碑及市场基础, 其在两大价格带的份额有望持续扩张。我们判断, 随着新品周期的持续释放, 吉利将巩固混动市场第二梯队龙头地位, 为其新能源业务增长提供核心驱动力, 同时对现有市场格局形成结构性影响。

图表33: 5-10 万元, 混动车型销量 TOP 10 (2025H1, 按指导价最低价分)

车企名称	车型名称	价格 (万元)	销量 (万辆)
比亚迪	秦 L	9.98-15.58	12.64
比亚迪	秦 PLUS 新能源	7.98-17.98	12.54
比亚迪	海豹 06	9.98-13.98	10.67
<b>吉利</b>	<b>银河星舰 7</b>	<b>9.78-13.08</b>	<b>7.90</b>
比亚迪	驱逐舰 05	7.98-13.68	4.78
<b>吉利</b>	<b>银河 L6</b>	<b>7.98-14.98</b>	<b>3.99</b>
比亚迪	海豹 05DM - i	7.98-10.38	3.63
东风	东风风神 L7	9.49-15.69	2.47
长安	长安启源 A05 经典	9.69-11.29	1.41
长安	长安启源 A05	7.89-10.39	1.24

资料来源: 易车网, 国盛证券研究所

图表34: 10-15 万元, 混动车型销量 TOP 10 (2025H1, 按指导价最低价分)

车企名称	车型名称	价格 (万元)	销量 (万辆)
比亚迪	宋 Pro 新能源	10.28-13.98	11.20
比亚迪	宋 L DM-i	13.58-17.58	8.48
比亚迪	宋 PLUS 新能源	13.58-18.08	8.22
<b>吉利</b>	<b>银河 L7</b>	<b>11.58-16.97</b>	<b>3.18</b>
<b>吉利</b>	<b>银河星舰 8</b>	<b>12.58-16.58</b>	<b>3.03</b>
奇瑞	风云 T9	13.29-19.39	2.95
长安	长安启源 Q07	12.98-17.18	2.83
长城	哈弗枭龙 MAX PHEV	13.18-16.98	2.25
比亚迪	海豹 05DM-i	10.28-13.28	2.22
比亚迪	海豹 07DM-i	13.98-19.58	2.05
上汽荣威	荣威 D7	12.38-20.08	1.48

资料来源: 易车网, 国盛证券研究所

#### 高端化车型陆续上市, 有望带动公司新增量:

- **领克 900 累计交付量突破 30000 台。**领克 900 拥有宁德时代骁遥超级增混电池、大空间 6 座布局, 集成 LKEEA 中央集成式数字架构和浩瀚智驾等领先技术。
- **银河 M9、极氪 9X 已开启预售。**1) 8 月 23 日, 吉利银河 M9 正式启动全球预售。新车共推出 6 个版型, 涵盖 210km 四驱领航版、230km 两驱探索版、230km 两驱智航版、100km 两驱智航版、230km 两驱远航版及 100km 两驱启航版, 预售价格区间为 19.38-25.88 万元。2) 8 月 29 日, 极氪 9X 正式开启预售, 推出 Max 版、Ultra 版、Hyper 版三款车型, 预售价格分别为 47.99 万元起、49.99 万元起、56.99 万元起。

图表35: 领克 900



资料来源: 易车, 国盛证券研究所

图表36: 吉利银河 M9



资料来源: 吉利银河官网, 国盛证券研究所

图表37: 极氪 9X



资料来源: 北京日报客户端, 国盛证券研究所

### 3.2 出口稳步推进, 智驾短板补齐

吉利、领克、极氪同步发力, 推进旗下品牌全球化布局。吉利品牌布局全球, 于沙特阿拉伯、阿联酋等市场推出多款车型, 全球化网络持续完善。其中极氪自 2023 年开启全球化布局, 不断健全补能体系, 实现差异化全球突破。

图表38: 吉利汽车出口地区分部 (2025M1-M5)



资料来源: ittbank, 国盛证券研究所

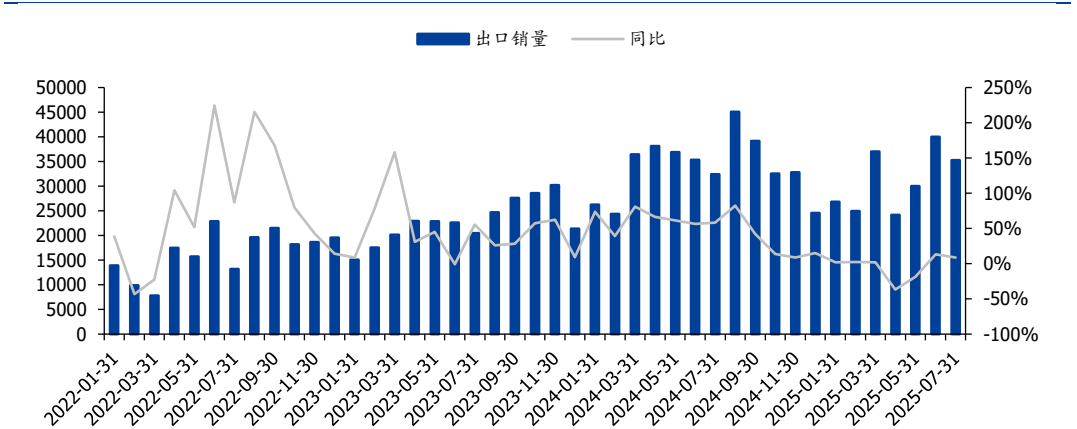
图表39: 吉利汽车出口国家 TOP10 (2025M1-M5)



资料来源: ittbank, 国盛证券研究所

展望未来, 公司随着右舵车型的不断导入, 叠加与沃尔沃渠道的协同效应, 有望维持在欧洲和泛欧地区(荷兰、瑞典、法国等国家)的竞争优势, 带动出口规模的进一步提升。此外, 技术出海方面, 吉利与雷诺合资成立的动力总成技术公司 **Horse Powertrain**(浩思科技有限公司), 涵盖所有类型的混合动力解决方案。

图表40: 公司出口销量及同比 (万辆)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

智驾方面，公司与千里科技共同推出的“千里浩瀚”智驾体系，该体系采用分层架构设计，包括五大层级：H1、H3、H5、H7和H9，覆盖不同细分市场需求：

- **H1 层级：**采用 10V5R（10 个摄像头+5 个毫米波雷达）的传感器配置，算力约 100TOPS，支持高速 NOA 和自动泊车 APA 功能，主要面向吉利、几何等品牌的 10-15 万元级车型。
- **H3 层级：**升级为 11V3R 配置，新增城市通勤 NOA 和记忆泊车 HPA 功能，算力提升至 200TOPS 以上，适用于 15-20 万元级车型。
- **H5 层级：**在 H3 基础上增加一个激光雷达，支持 E2E 端到端大模型，实现城市无图 NOA 和 D2D 车位到车位领航，算力达 500TOPS，搭载在 20 万元左右级别的车型上，如银河 E8、星耀 8 等。
- **H7 层级：**采用与 H5 相同的 11V3R1L 传感器配置，但算力进一步提升至 700TOPS 以上，应用 MLM（多模态语言大模型）和数字先觉网络，新增泊车代驾功能，能够自主寻找车位并自动充电，主要面向极氪、领克等中高端品牌。
- **H9 层级：**是“千里浩瀚”的顶级方案，采用 13V5R+多激光雷达配置，搭载双 ThorU 芯片，算力超 1000TOPS，应用 VLA 车端 AI 大模型，支持 L3 级全冗余架构，实现全场景 D2D（车位到车位领航）、无图城市 NOA、高速 NOA 及代客泊车等高级功能，计划应用于极氪全新旗舰全尺寸 SUV。

图表41：公司千里浩瀚智驾系统



资料来源：车东西，国盛证券研究所

算力层面，公司吉利星睿智算中心 2.0 算力资源超越了万卡级别，综合算力提升到了 23.5EFLOPS，居行业第一梯队，为吉利训练更大规模的智驾模型，确保充足算力供给与弹性拓展。

算法层面，吉利星睿 AI 大模型与阶跃多模态大模型、DeepSeek 等大模型已完成深度融合，大幅提升场景生成与规划能力、语音指令响应速度和用户需求分析能力，加速 AI 在汽车领域的普惠化落地。

图表42: 吉利星睿智算中心 2.0



资料来源: 车东西, 国盛证券研究所

### 3.3 落实《台州宣言》，回归“一个吉利”

2024年，公司发布《台州宣言》，明确提出“从战略扩张转向战略整合”。全面梳理吉利各业务板块，厘清业务定位，制定中长期发展目标，调整优化产业布局结构，坚定不移地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。

图表43: 公司《台州宣言》主要内容

战略类别	核心要点
战略聚焦	聚焦汽车主业，推进“新四化”转型；提升内燃机竞争力，构建低碳交通优势，巩固乘用车地位；探索新能源商用车场景与模式，布局多元技术路线
战略整合	<b>梳理业务板块，明确定位与目标，优化产业布局；整合内部资源，明晰品牌定位，理顺股权，减少内耗，提高资源利用率</b>
战略协同	强化汽车主业科技生态协同，促进品牌与业务单元互动；发挥乘用车优势赋能商用车，实现“乘商”协同发展
战略稳健	坚持稳健经营，强化治理；深化产业合作降本增效，保障员工权益，坚守合规底线，实现可持续发展
战略人才	践行“人人成才”理念，营造公平环境；推动产教融合，优化人才体系，吸引全球人才，培育人才生态

资料来源: 证券日报公众号, 国盛证券研究所

2025年以来，吉利汽车围绕《台州宣言》深化战略布局，品牌架构调整动作频出，极氪并购领克、几何并入银河，重塑市场矩阵；技术协同研发升级，“两横七纵”架构与智能驾驶团队整合，强化技术壁垒；全球化拓展加速海外渠道建设；组织与供应链协同优化，从管理层到零部件全面提效。一系列举措聚焦资源、协同技术，以体系化变革适配新能源与全球化竞争，有望重回“一个吉利”；持续提升公司竞争力。

图表44: 公司《台州宣言》以来具体措施

类别	具体举措	详情
品牌架构调整	极氪科技集团与领克合并	极氪以 93.67 亿元收购领克 51% 股权，整合后形成高端豪华新能源汽车集团，沃尔沃退出领克合资公司，极氪输出技术
	几何品牌并入银河系列	几何品牌成为银河新能源体系下分支系列，几何车型共享银河技术，填补 10 万元以下市场空白
	极氪私有化	公司及合并附属公司与极氪订立合并协议，通过收购所有已发行及发行在外的极氪股份及极氪美国存托股份进行私有化。
技术协同研发	构建“两横七纵”技术架构	“两横”为吉利汽车集团与极氪科技集团双主体；“七纵”指 整车机械架构、电子电气架构、智能驾驶、智能座舱、电驱系统、动力电池及超级电混七大领域深化协同。
	整合智能驾驶团队	成立重庆千里智驾科技有限公司，整合极氪、吉利研究院、迈驰科技近 3000 人团队，目标构建全链路端到端的辅助驾驶能力。引入前华为车 BU 总裁王军，对标华为“引望”模式，推动智驾方案对外输出
全球化拓展	海外渠道扩张	2025 年新增 300 个海外销售及 service 网点
供应链与生态合作	核心零部件整合	强化神盾电池与金砖电池协同效应，规划 180/220 电驱平台覆盖 60-600kW 功率，整合采购体系节省成本

资料来源：第一财经，21 世纪经济报道，上海证券报，新华网，光明网，中国汽车报，国盛证券研究所

## 四、盈利预测与估值

收入端，公司目前银河品牌热销，车型竞争力强，吉利品牌市占率维持稳定，充分受益于行业以旧换新带来的需求增长，叠加公司后续在高端化、出口市场的持续发力，预计整体销量有望维持快速增长。预计 2025-2027 年收入 3315/4077/4811 亿元，同比 +38%/+23%/+18%。

盈利能力方面，受益于销量快速增长，公司规模效应有望持续体现。整体毛利率预计稳步提升，销售、管理及研发费用率维持稳定。

图表45: 公司收入及费用率预测，亿元

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1792	2402	3315	4077	4811
YOY	21.1%	34.0%	38.0%	23.0%	18.0%
毛利率	15.30%	15.90%	16.03%	16.16%	16.31%
销售费用率	6.60%	5.53%	5.50%	5.50%	5.50%
管理费用率	6.71%	2.04%	2.10%	2.10%	2.10%
研发费用率	1.88%	4.34%	3.50%	3.50%	3.50%
财务费用率	-0.30%	-0.29%	-0.21%	-0.24%	-0.30%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 146/188/231 亿元，对应 PE 分别为 12/9/8 倍。选择同为乘用车行业龙头的比亚迪股份、长城汽车、理想汽车作为可比公司，公司估值略高于长城汽车，而显著低于比亚迪、理想汽车。考虑到公司后续销量、利润有望维持高增长。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表46: 盈利预测简表

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	179,204	240,194	331,473	407,711	481,099
增长率 yoy (%)	21.1	34.0	38.0	23.0	18.0
归母净利润 (百万元)	5,308	16,632	14,614	18,756	23,085
增长率 yoy (%)	0.9	213.3	-12.1	28.3	23.1
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.52	1.64	1.44	1.85	2.28
净资产收益率 (%)	6.6	19.2	14.4	15.6	16.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表47: 可比公司估值 (亿元)

代码	简称	市值	归母净利润			PE		
			2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
1211.HK	比亚迪股份	9,402	403	477	599	23.4	19.7	15.7
2333.HK	长城汽车	1,357	127	143	172	10.7	9.5	7.9
2015.HK	理想汽车	1,992	80	64	108	24.8	31.0	18.5
平均		4,250	203	228	293	20	20	14
0175.HK	吉利汽车	1,740	166	146	188	10.5	12.0	9.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 注: 估值截止 2025 年 9 月 18 日, 可比公司数据来自 Wind 一致预期

## 风险提示

行业需求不及预期风险: 若整车需求不及预期, 将会影响公司两轮车业务需求;

行业价格战超预期风险: 如果行业价格战超预期, 将显著影响公司盈利能力;

新车型不及预期风险: 如果新车型需求不达预期, 将影响公司销量及利润表现。

测算假设有关风险: 行业空间及公司成产性测算基于部分假设, 如果假设条件偏差较大, 将与现实产生偏差。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com