

【广发汽车&海外】吉利汽车(00175.HK)

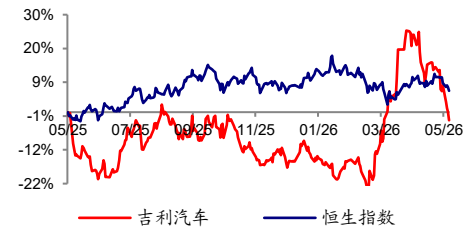
从海外库销比视角看出口增长潜力

公司评级	买入-H
当前价格	19.47 港元
合理价值	32.19 港元
前次评级	买入
报告日期	2026-05-24

基本数据

股票代码	00175.HK
总股本(百万股)	10847.31
流通股本(百万股)	7077.83
总市值(百万)	211,197 港元
一年内最高/低价	24.98-15.13 港元
30 日日均成交量(百万股)	71.80
30 日日均成交额(百万)	1,593 港元
近 3 个月涨跌幅(%)	13.26

相对市场表现



分析师: 陈飞彤
 SAC 执证号: S0260524040002
 SFC CE No. BWZ819
 021-38003726
 gfcchenfeitong@gf.com.cn

分析师: 闫俊刚
 SAC 执证号: S0260516010001
 021-38003682
 yanjungang@gf.com.cn

请注意，闫俊刚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。

相关研究:

【广发汽车&海外】吉利汽车 2026-04-30
 (00175.HK): 高端化和出口贡献高质量增长

核心观点:

- **引言:** 吉利汽车 26 年 1-4 月出口销量同比增长 1.5 倍，目前市场基于第三方网站不完整的海外终端数据跟踪，对公司后续出口的增长潜力存在较大分歧。因此本文尝试通过海关+各国官网+Marklines 数据的交叉验证，尝试解决以下问题：(1) 吉利汽车海外终端实际销量几何？(2) 海外渠道库销比静态几何，还有补库空间吗？(3) 银河新车型出海还有哪些市场尚未布局？渠道扩张和售后体系能力搭建进度如何？
- **吉利汽车 26 年 3 月海外终端实际销量已接近 6 万台，海外渠道库存水平偏低，终端需求驱动下的补库潜力较大。** 根据我们测算 26 年 3 月吉利汽车海外终端实际销量约 6 万辆，同比增长 1.4 倍。(1) 从海外渠道库存绝对值来看：剔除船运在途库存后，我们测算截至 26 年 3 月底海外渠道库存绝对值约 6.5 万辆，公司吉利海外需求快速扩张渠道库存呈现下降趋势。(2) 从海外渠道库销比来看：截至 26 年 3 月底海外终端渠道库销比仅为 1.1 个月，具备较强补库潜力。
- **海外新车型出海+新渠道扩张双驱动，公司 26 年出口销量中枢具备进一步上修空间。** 公司 26 年新车型出海提速，星愿和星舰 7 贡献核心增量。26 年 Q1 银河 E5/星舰 7 加速进军欧洲市场，星愿及更多新车型海外潜在布局市场广阔。同时银河车型海外本地化生产(印尼、马来西亚和巴西等)逐步增加，将拉动海外销量中枢提升。公司 26 年海外渠道数量预计扩张到 2200 家，同比增加 1000 家，其中重点关注欧洲市场渠道开拓后的销量弹性。此外，公司海外体系能力同步升级，以长期主义推进全球化战略，加速构建与销量匹配的海外渠道和售后体系。
- **投资建议:** 长周期视角下，公司是立足全球市场且拥有相对稳健增长模式的中国汽车优秀品牌。公司战略调整下盈利增长有望加速，预计公司 26-28 年 EPS 分别为 2.08/2.86/3.71 元/股，维持公司合理价值为 32.19 港元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 销量不及预期；战略转型不及预期；行业竞争加剧。

盈利预测:

单位:人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
主营收入	275,910	345,232	455,600	544,000	640,100
增长率 (%)	54.0%	25.1%	32.0%	19.4%	17.7%
EBITDA	23,964	37,157	41,906	51,310	61,398
NonGAAP 归母净利润	10,611	14,413	22,564	31,026	40,220
增长率 (%)	-	35.8%	56.6%	37.5%	29.6%
NonGAAP EPS(元/股)	1.05	1.33	2.08	2.86	3.71
NonGAAP PE	12.3	11.9	8.1	5.9	4.6
NonGAAP ROE (%)	12.3%	15.6%	20.9%	23.9%	25.4%
EV/EBITDA	4.0	3.4	2.8	1.5	0.4

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

目录索引

一、中国品牌海外终端份额持续向上，海外库存水位对车企出口销量的影响显著增强	4
二、吉利汽车海外渠道库存水平偏低，终端需求驱动下的补库潜力较大	8
（一）海关出口数据和中汽协出口数据可相互验证，我们测算吉利汽车海外可跟踪国家销量对应海关出口量占比已达到约 84%	8
（二）吉利汽车截至 26 年 3 月底海外终端渠道库销比仅有 1.1 个月，具备较强补库潜力	9
三、海外新渠道扩张+新车型出海双驱动，公司 26 年出口销量中枢具备上修空间	13
（一）新车型出海提速：26 年 Q1 银河 E5/星舰 7 加速进军欧洲市场，星愿及后续新车海外潜在布局市场广阔	13
（二）新渠道加速扩张：26 年海外渠道数量预计增加 1000 家，其中重点关注欧洲市场渠道开拓后的销量弹性	15
（三）体系能力同步升级：长期主义推进全球化战略，加速构建与销量匹配的海外渠道和售后体系	17
四、盈利预测和投资建议	18
五、风险提示	19

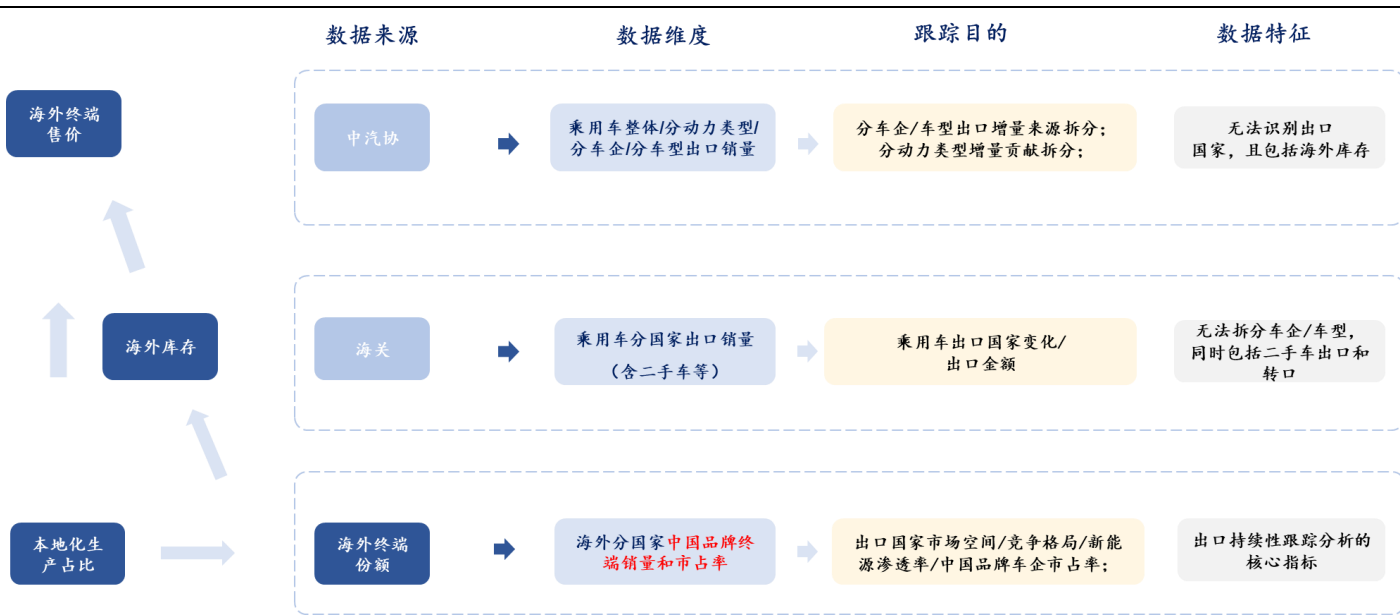
图表索引

图 1: 乘用车出口数据跟踪维度和口径分析	4
图 2: 驱动中国品牌海外份额持续向上的两条突破路径	5
图 3: PHEV 在国内成功复盘及海外成功概率论述	6
图 4: 乘用车行业海外市场核心数据及内在逻辑关系	7
图 5: 吉利中汽协和海关口径下的出口销量 (万辆) 对比	8
图 6: 吉利海外可跟踪国家终端实销及海外总体终端实销 (万辆)	9
图 7: 可跟踪终端销量的国家所对应的海关出口量占比变化 (%)	9
图 8: 吉利海外渠道库存绝对值 (万辆)	10
图 9: 吉利海外渠道库存库销比变化情况	11
图 10: 公司/经销商视角下预期未来月均终端销量与当期实际终端销量 (万辆)	12
图 11: 吉利汽车月度出口销量 (万辆) 和同比增速 (%)	13
图 12: 吉利汽车银河/极氪分车型出口销量 (辆)	13
图 13: 吉利银河和极氪分车型海外进入市场梳理	14
图 14: 吉利汽车海外部分本土化工厂统计	15
图 15: 吉利汽车海外渠道数量 (家) 变化情况	15
图 16: 吉利汽车德国市场渠道数量 (家)	16
图 17: 吉利汽车英国市场渠道数量 (家)	16
图 18: 吉利汽车法国市场渠道数量 (家)	16

一、中国品牌海外终端份额持续向上，海外库存水位对车企出口销量的影响显著增强

我们在2023年9月乘用车海外(出口)系列一报告《如何建立乘用车海外(出口)数据跟踪体系》中提出，乘用车出口研究的必要性在提升，并通过探讨如何建立和识别乘用车海外(出口)的数据跟踪体系与关键数据，尝试对中国乘用车海外(出口)市场的持续性与成长性进行跟踪判断，并为此搭建了“广发海外乘用车(出口)数据库”。

图1: 乘用车出口数据跟踪维度和口径分析



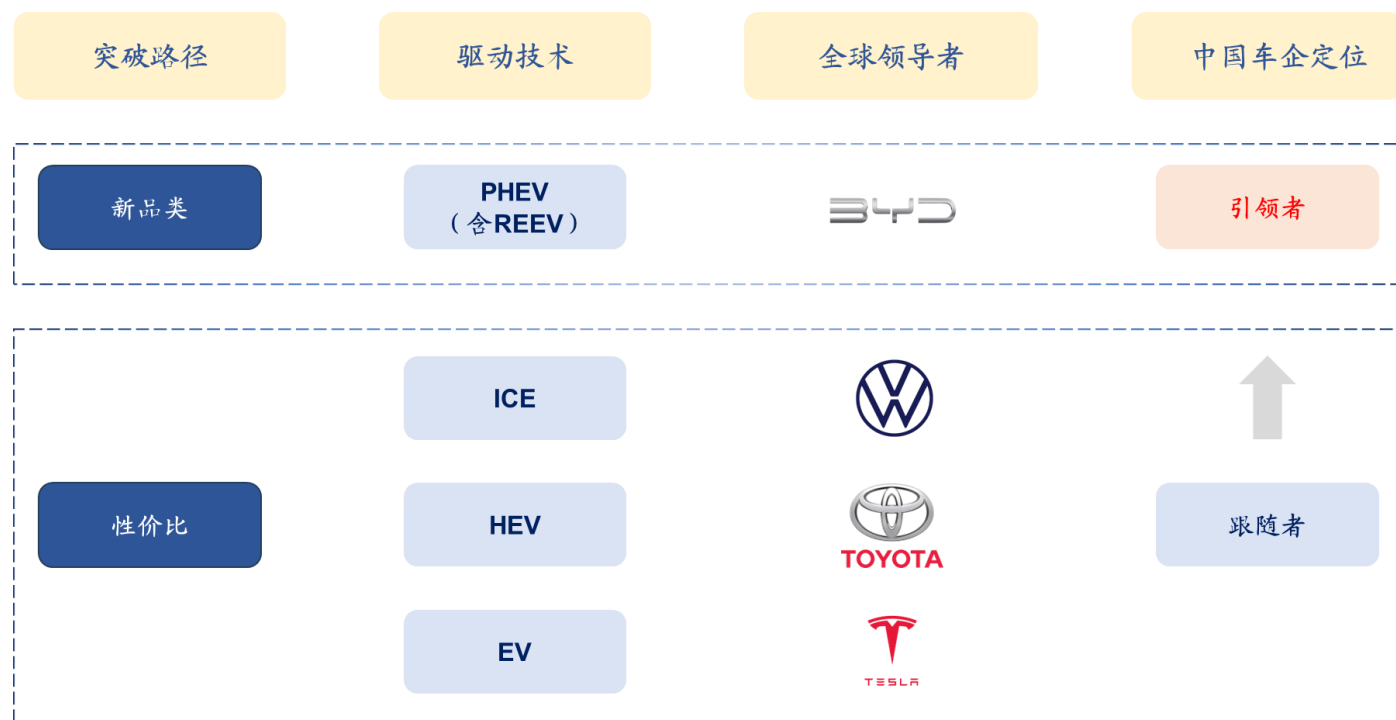
数据来源: 广发证券发展研究中心

我们在2024年8月乘用车海外(出口)系列二报告《谁将拉动中国品牌海外份额持续向上》中提出海外终端份额、海外终端售价、海外库存和本地化生产占比是跟踪判断中国品牌出海销量和盈利的核心指标。

- (1) **海外终端份额:** 中国品牌海外终端份额提升斜率是判断乘用车出口持续性的关键跟踪指标;
- (2) **海外终端售价:** 可以综合反应海外库存状态、当地竞争格局、本地化生产程度和终端产品竞争力变化;
- (3) **海外库存:** 库存水位受新车型和海外经销商渠道数量的影响,同时可以前瞻判断终端价格的变化趋势。
- (4) **本地化生产占比:** 考虑到海外国家加征关税的风险,本地化生产程度对车企在当地的终端售价、竞争力和盈利能力的影响在加大。

我们在2024年8月乘用车海外（出口）系列二报告《谁将拉动中国品牌海外份额持续向上》及在2024年8月乘用车海外（出口）系列三报告《谁将引领下阶段全球汽车电气化进程？》中提出“新品类”+性价比将共同驱动中国品牌海外终端份额持续向上。新能源深化出海的当下，“电为主，油为辅”特征下的新品类或将驱动全球汽车电气化进程，进一步推动全球NEV渗透率提升、增量零部件全球范围下的成本降低、中国品牌份额提升并引领PHEV这一新品类的全球定价权。

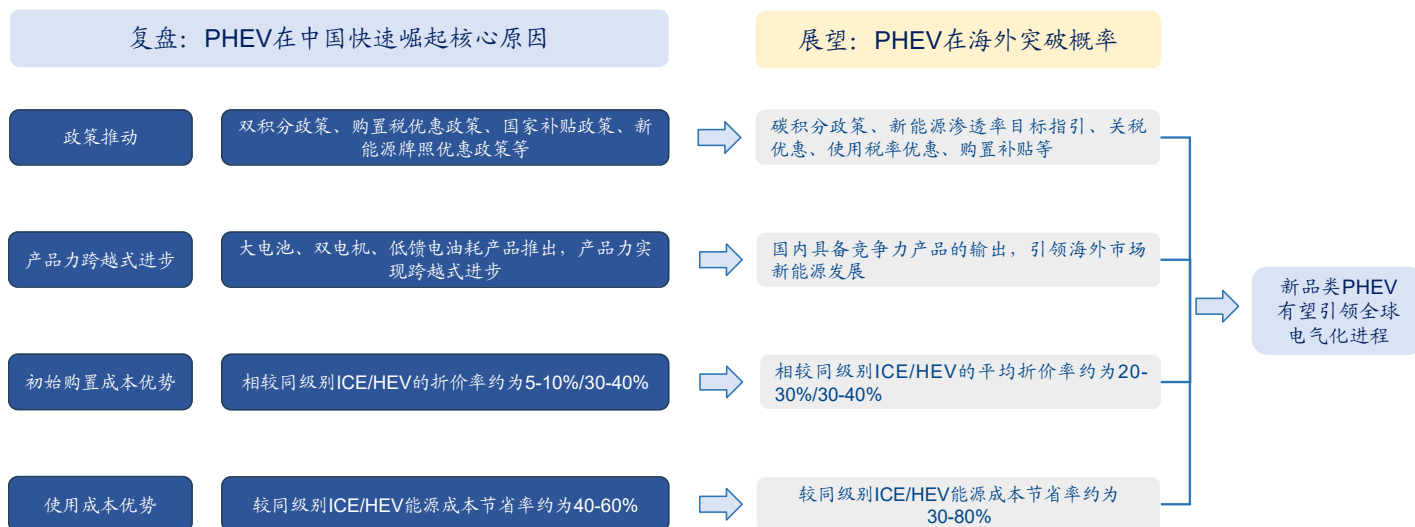
图2：驱动中国品牌海外份额持续向上的两条突破路径



数据来源：广发证券发展研究中心

在2025年7月乘用车海外（出口）系列四报告《如何看待中国品牌欧洲市场的份额提升？》中提出产品代际差异和竞争格局不同，导致中国品牌在欧洲分动力类型市场份额提升斜率差异显著：PHEV > HEV > EV > 燃油车。中国品牌PHEV在欧洲市场使用经济性优势显著，技术创新下的消费者综合体验更优秀，其将以引领者的姿态在增量市场中寻求突破，逐步建立品牌力，同时有望实现超额收益。

图3: PHEV在国内成功复盘及海外成功概率论述



数据来源: 汽车之家, 广发证券发展研究中心

我们在26年3月6日发布的报告《乘用车海外（出口）系列六：如何建立中国品牌海外库存跟踪体系？》中提到海外库存跟踪的方法论框架及示范性测算案例，力图构建“海外批发-终端实销-库存”联动分析体系，作为海外研究的重要补充与深化，为判断中国品牌出海质量、渠道健康度及增长可持续性提供更具前瞻性的分析工具。

库存是连接“厂家产销”与“终端需求”的核心变量，是判断需求景气度与盈利质量的领先指标。在国内乘用车市场研究中，库存长期被视为判断行业景气度与企业经营质量的核心指标；若渠道库存持续累积，通常意味着需求边际走弱或企业主动冲量，后续将面临去库存压力，并可能通过降价促销、加大返利等方式释放库存，从而对价格体系与盈利能力形成压制。相反，库存处于合理区间且周转效率提升，则说明产销匹配度较高，企业具备更强的定价能力与经营韧性。因此，在国内市场研究框架中，“批发-零售-库存”三位一体的分析体系是判断行业周期拐点与企业盈利趋势的关键抓手。

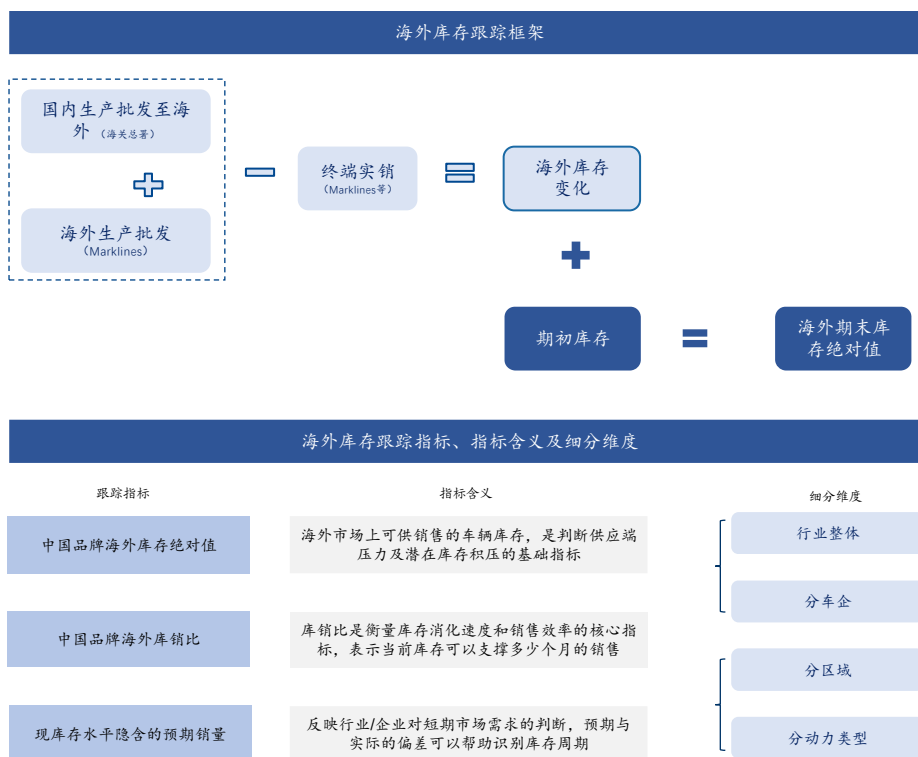
在中国车企加速出海背景下，海外库存分析的重要性愈发凸显。海外乘用车库存是判断出海质量与可持续性的“领先指标”，直接关系到渠道健康程度与未来盈利能力。出口数据仅反映发运规模，而非终端真实需求；在出口持续高速增长阶段，若仅观察发运量，容易高估企业真实竞争力，当海外库存持续上升而终端注册放缓时，往往意味着渠道去化承压或阶段性透支需求，后续出口存在回落风险；同时，高库存通常伴随更高的促销折扣，进而侵蚀毛利率，影响海外业务盈利质量。此外，库存结构亦可反映产品力与区域匹配度，结构性积压往往指向车型定位或市场策略偏差。

进一步看，在跨境运输存在海运周期扰动的背景下，库存对出口波动具有放大效应。一旦海外需求边际走弱，库存快速堆积，批发端发运数量可能出现明显调整，显著影响车企当期营收及业绩；反之，若库存保持在合理区间且周转效率稳定，则意味着出海进入良性循环，供需匹配度较高。研究海外库存本质上是将国内成熟的

“批发-零售-库存”分析框架外延至全球市场，是评估中国车企全球化进程与成长可持续性的领先指标。

在构建海外销量及库存跟踪体系过程中，我们重点完成了两项基础性工作：其一，获取海关总署分国别流向数据，精细化拆分出口目的地结构，为库存测算提供准确的“批发端”基准；其二，结合Marklines数据及各国官方乘用车注册数据，尽可能补齐海外终端实销数据。对于暂无法获取高频终端注册数据的国家，则基于海关批发数据，设定合理的终端销售，从而推算库存变化。在此基础上，结合期初库存假设进行滚动推算，即可构建动态库存序列，实现对海外库存规模与周转水平的持续跟踪，形成相对稳定、可趋势验证的库存监测体系。

图4：乘用车行业海外市场核心数据及内在逻辑关系



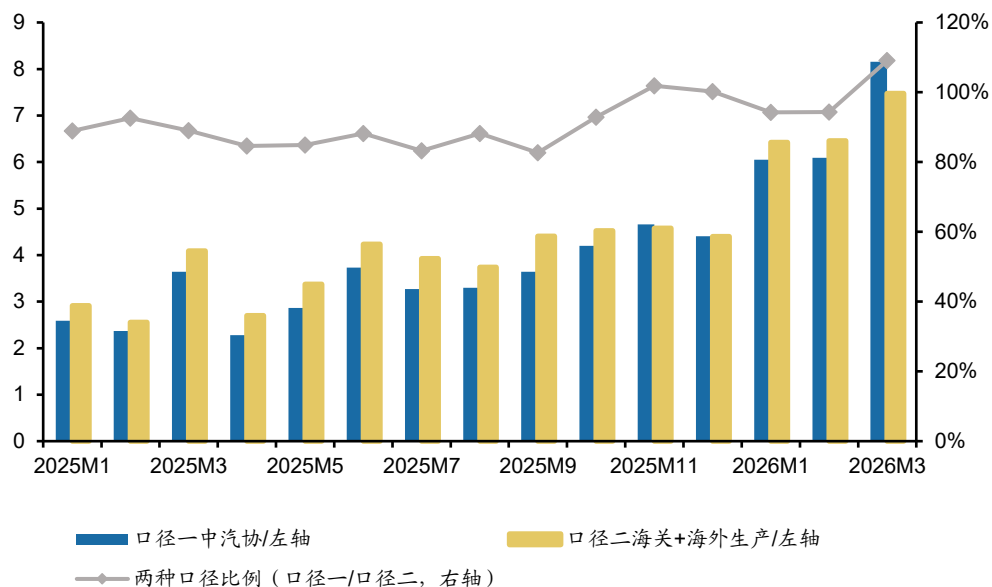
数据来源：广发证券发展研究中心

二、吉利汽车海外渠道库存水平偏低，终端需求驱动下的补库潜力较大

(一) 海关出口数据和中汽协出口数据可相互验证，我们测算吉利汽车海外可跟踪国家销量对应海关出口量占比已达到约84%

吉利汽车海关出口数据和中汽协出口数据可相互验证。我们识别出两套可相互印证的数据来源：其一为中国汽车工业协会（中汽协）披露的出口统计口径数据；其二为海关总署出口数据，加上公司海外本地生产所形成的综合口径。经对比测算，两种口径下的批发销量在规模与趋势上高度一致，仅因统计范围与确认时点差异存在轻微偏离，整体匹配度较高。

图5：吉利中汽协和海关口径下的出口销量（万辆）对比

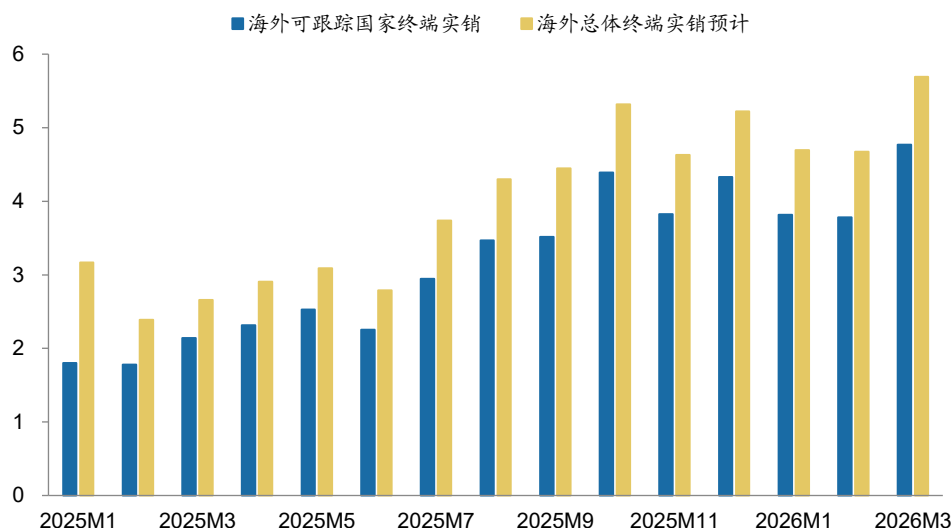


数据来源：中汽协，海关总署，Marklines，广发证券发展研究中心

我们测算吉利汽车海外可跟踪国家销量对应海关出口量占比已达到约84%。在终端口径数据构建方面，我们主要依托Marklines数据以及各国官方乘用车注册与销量统计数据，对吉利汽车海外终端实销情况进行系统梳理，对于少数暂无法获取高频终端数据的国家，我们参考25年有终端销量地区实销与批发的比例，计算得到终端实销估计值，从而得到海外市场近似的终端实销预计值：

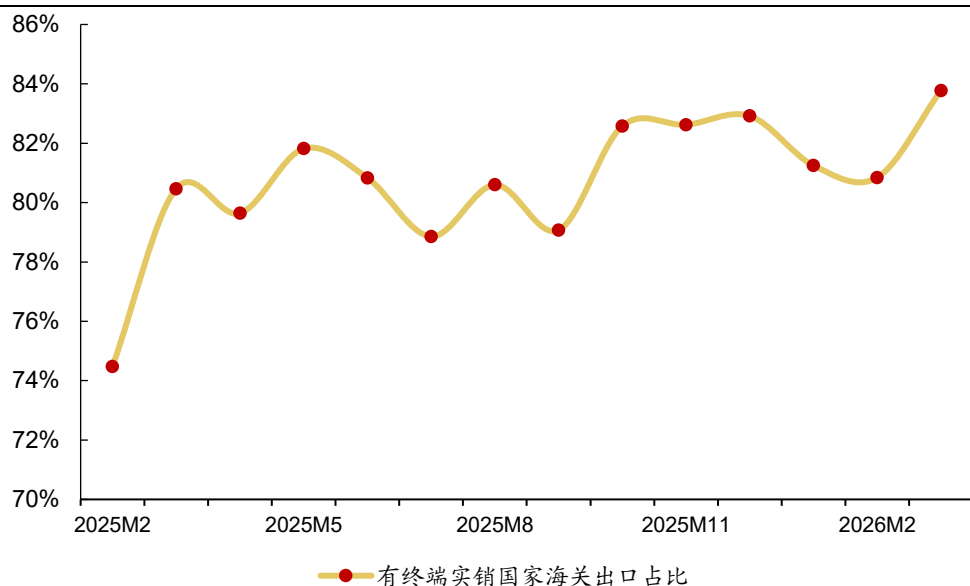
根据我们测算26年3月吉利汽车海外终端实际销量约5.7万辆，同比+114.1%。从覆盖范围来看，26年3月可跟踪终端销量的国家对应海关出口量占比已达到约84%，整体覆盖度较高，能够较为全面地反映公司海外真实需求情况。

图6: 吉利海外可跟踪国家终端实销及海外总体终端实销 (万辆)



数据来源: Marklines, 各国官网, 广发证券发展研究中心

图7: 可跟踪终端销量的国家所对应的海关出口量占比变化(%)



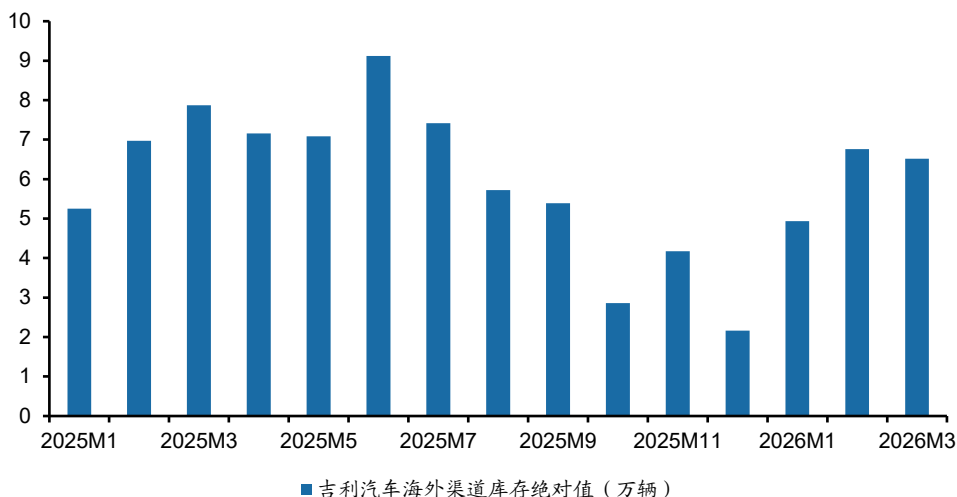
数据来源: Marklines, 各国官网, 广发证券发展研究中心

(二) 吉利汽车截至 26 年 3 月底海外终端渠道库销比仅有 1.1 个月, 具备较强补库潜力

海外库存跟踪核心关注库存绝对值和库销比。海外库存跟踪是评估海外市场供需健康、渠道效率及业务扩张可持续性的核心手段, 其关键指标主要包括: ①海外库存绝对值; ②海外库销比 (海外库存总量 ÷ 过去3个月海外终端实销平均值); ③现库存水平隐含的预期销量 (海外库存总量 ÷ 合理库销比); 细分的维度包含分车企、分区域、分动力类型。

吉利汽车海外渠道库存绝对值（不含船运在途库存）约6.5万辆。海外渠道库存绝对值反映渠道可供销售的车辆存量，是判断供应端压力及潜在库存积压的基础指标。根据中汽协，吉利在2023年以前的出口增长主要受少数市场拉动，我们忽略23年以前的期初库存，因此我们在库存计算过程中以2023年年初以来的库存变化值作为吉利海外渠道库存绝对值。从吉利海外渠道库存绝对值变化来看，2025年下半年以来随吉利海外需求快速扩张库存呈现下降趋势。

图8: 吉利海外渠道库存绝对值（万辆）



数据来源：海关总署，Marklines，广发证券发展研究中心

注：（1）我们假设平均的船运周期为2个月，海外渠道库存中不包含在船运周期中形成的库存；

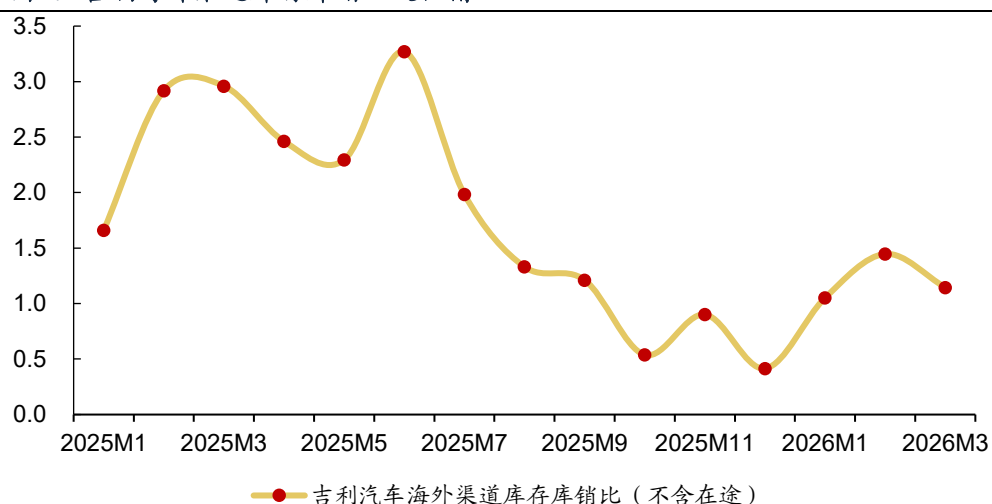
（2）按照23年1月起至今的渠道库存累计变化计算，不考虑期初库存

吉利汽车截至26年3月底海外终端渠道库销比仅有1.1个月，具备较强补库潜力。库销比是衡量库存消化速度和销售效率的核心指标，其数值表示当前库存可以支撑多少个月的销售。数值越高说明库存相对销量积压较多，库存周转速度慢，潜在滞销风险增加；数值越低则说明库存消化快，销售节奏健康。库销比能够量化行业/企业库存压力，为促销、调拨或生产计划调整提供决策依据。

考虑到当前吉利汽车在海外市场中的高成长性，我们采取过去1个月海外终端实销作为分母，渠道库存绝对值为分子进行库销比计算，采用过去1个月销量计算得到的库销比在吉利海外新渠道扩张和新车型加速进入新国家增长的背景下是相对中性的库存指标。

根据海关总署、Marklines和各国官方销量统计官网数据计算，吉利汽车截至26年3月底海外终端渠道库销比仅有1.1个月，海外库销比处于偏低位置，库存水平健康，后续随海外销量增长具备较强补库潜力。

图9：吉利海外渠道库存库销比变化情况



数据来源：海关总署，Marklines，各国官方销量统计官网，广发证券发展研究中心

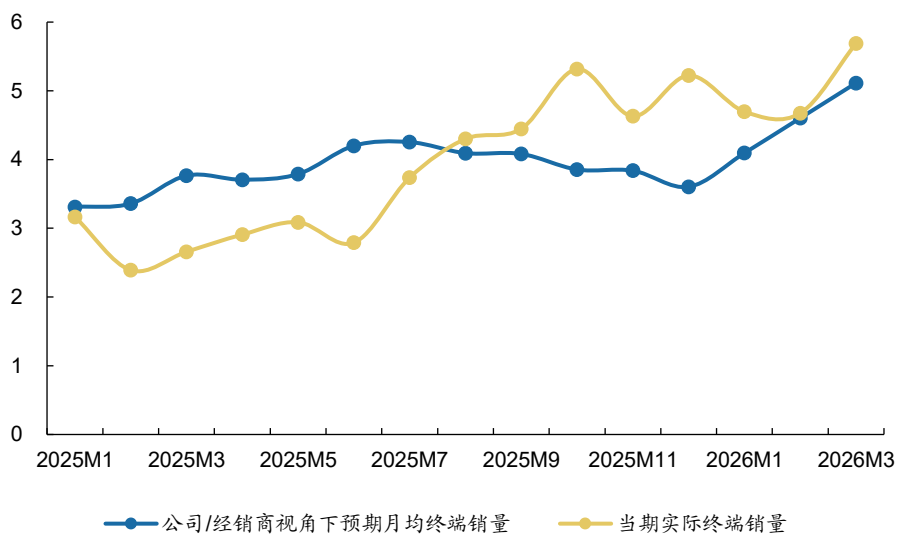
注：渠道库存库销比计算采取过去1个月海外终端实销平均值作为分母，渠道库存绝对值为分子进行库销比计算

现库存水平隐含的预期销量视角下，吉利汽车出口销量有较大增长空间。现库存水平隐含的预期销量指标反映公司/经销商对短期市场需求的判断，预期与实际的偏差可以帮助识别库存周期，前瞻判断企业出口增速。该指标通过将现有库存绝对值除以合理库销比（参考国内，1.5-2.0个月经销商库存为良性健康库存水平，本文选取1.5进行保守计算），得到公司/经销商对未来几个月海外市场销量的预期值。

未来几个月海外实际销量与现库存水平对应预期值的偏差能够反映市场需求与公司预判之间的差异：若未来实际销量持续高于预期，说明需求强劲，企业可能需要加速补货或扩大产能；若实际销量低于预期，则说明存在需求不足或渠道消化缓慢的风险，企业可能需要对应减少库存或调整销售策略。

经计算吉利当前库存水平隐含的未来几个月的月销量预期值为5.1万辆，考虑吉利26年海外终端销量持续向上趋势，且26年3月海外终端实销预计已有5.7万辆，我们认为当前库存隐含的销量预期将大概率实现，后续随终端需求增长和库存健康增加，公司出口总量有望继续维持高增长。

图10: 公司/经销商视角下预期未来月均终端销量与当期实际终端销量 (万辆)



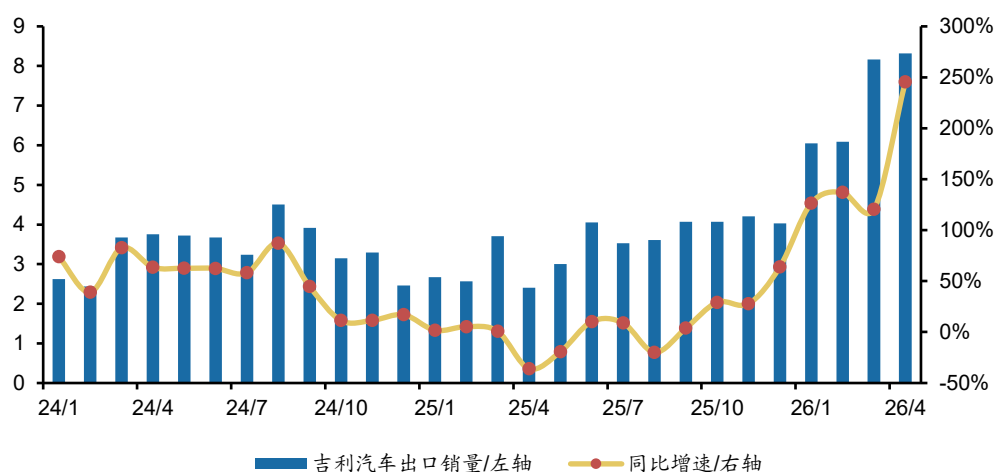
数据来源: 海关总署, Marklines, 各国官方销量统计官网, 广发证券发展研究中心

三、海外新渠道扩张+新车型出海双驱动，公司 26 年出口销量中枢具备上修空间

(一) 新车型出海提速：26 年 Q1 银河 E5/星舰 7 加速进军欧洲市场，星愿及后续新车海外潜在布局市场广阔

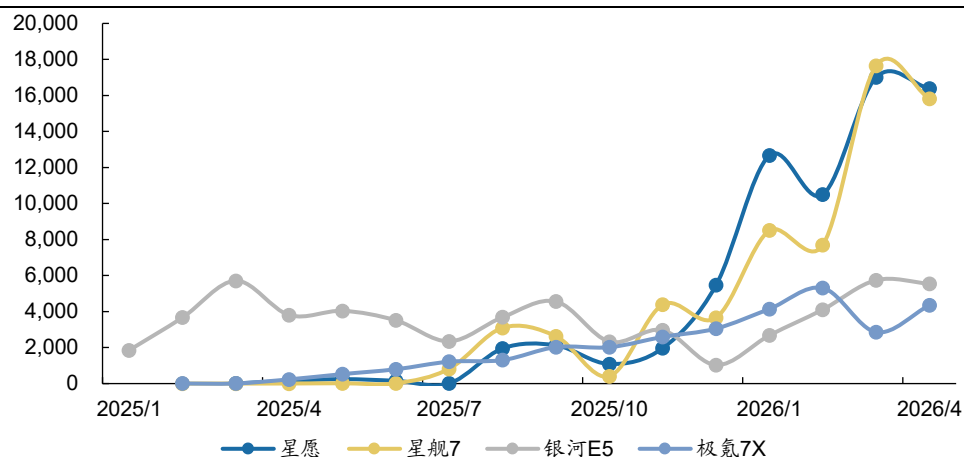
吉利汽车26年以来新车型出海提速，其中星愿和星舰7贡献核心增量。根据中汽协，公司26年1-4月出口累计销量为28.6万辆，同比+152.2%。其中银河/极氪新能源车型1-4月累计出口销量分别为12.4/2.4万辆，同比分别增长10.9/2.1万辆，新能源车型出海提速贡献核心增量。分车型来看，26年1-4月星愿/星舰7出口累计销量分别为5.7/5.0万辆，25年Q4以来先后进入东南亚/南美市场后销量快速增长。

图 11: 吉利汽车月度出口销量 (万辆) 和同比增速 (%)



数据来源：中汽协，广发证券发展研究中心

图 12: 吉利汽车银河/极氪分车型出口销量 (辆)

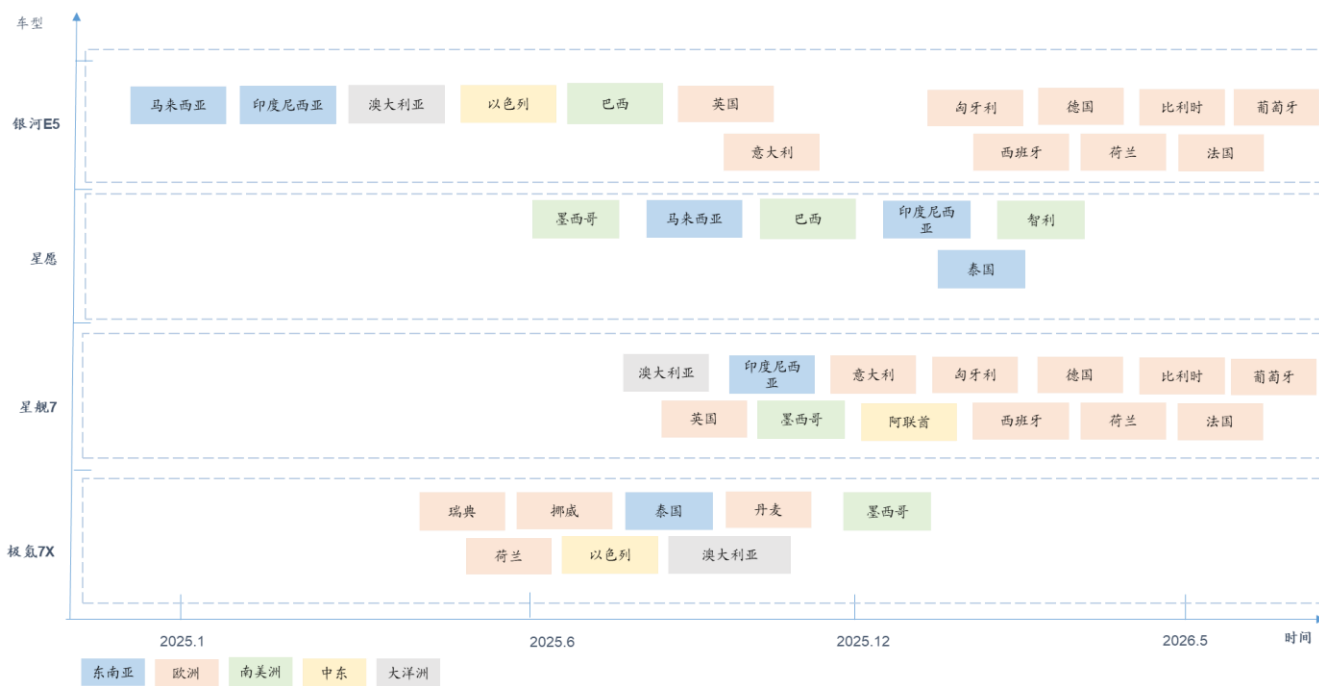


数据来源：中汽协，广发证券发展研究中心

银河E5/星舰7 26Q1完成欧洲市场核心布局，后续核心关注星愿进军欧洲后的销量弹性。根据公司官方微信公众号，26年3月吉利汽车携银河E5/星舰7完成西班牙、德国、荷兰、比利时、卢森堡五个欧洲核心市场的集中上市布局。加上此前已进入的匈牙利、英国、意大利等，吉利汽车两款全球战略新能源车型已覆盖中欧、西欧、南欧核心国家。26年Q1银河E5/星舰7加速进军欧洲市场，星愿及后续新车海外潜在布局市场广阔。

银河车型海外本地化生产逐步增加，有望拉动海外销量中枢进一步上移。根据公司官方微信公众号，银河E5已经于25年Q3在印度尼西亚开启正式量产；银河E5和星愿先后将在马来西亚丹戎马林汽车高科技谷（AHTV）全新电动工厂投入生产，作为宝腾首个电动工厂产能约4.5万辆。往后展望，AHTV产业园计划在2035年形成50万辆整车的生产能力，其中50%出口。星舰7在巴西市场将从26年下半年开始本土化投产，吉利新能源车车型出口销量中枢有望进一步上移。

图 13: 吉利银河和极氪分车型海外进入市场梳理



数据来源：公司官方微信公众号，广发证券发展研究中心

注：中亚和非洲等国家未列示

图 14: 吉利汽车海外部分本土化工厂统计

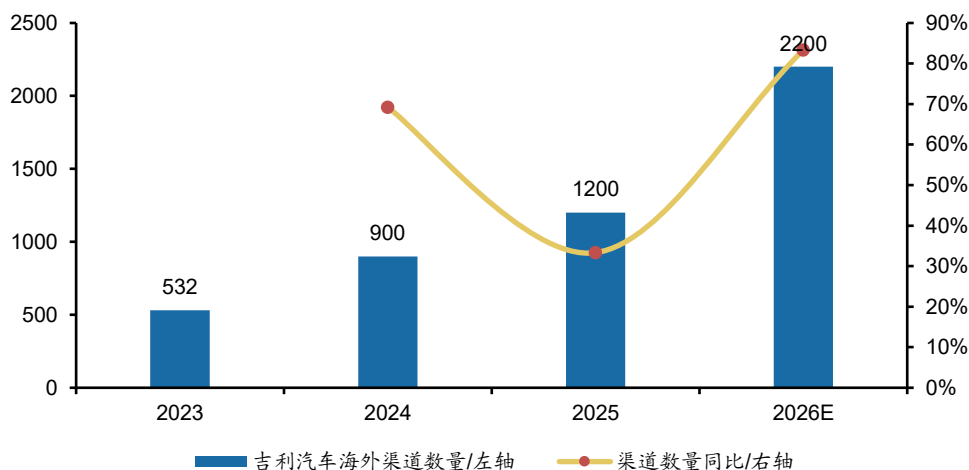


数据来源: 公司官方微信公众号, 广发证券发展研究中心

(二) 新渠道加速扩张: 26 年海外渠道数量预计增加 1000 家, 其中重点关注欧洲市场渠道开拓后的销量弹性

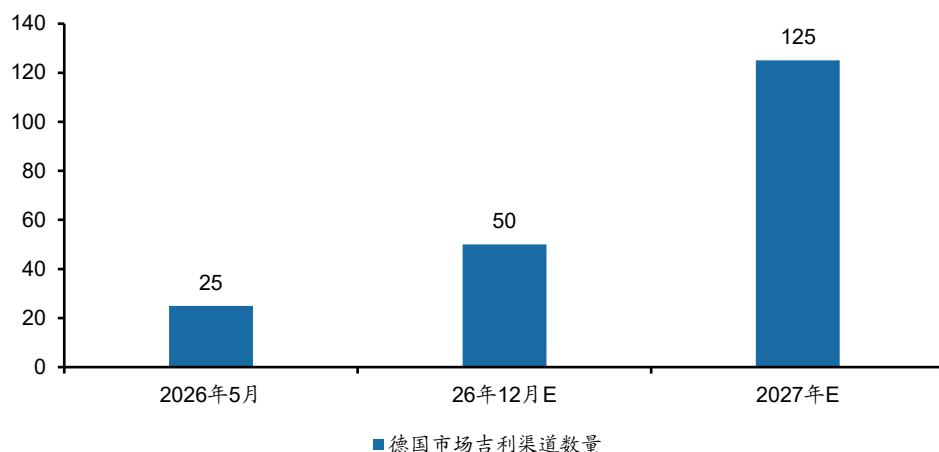
吉利汽车26年海外渠道加速扩张, 欧洲市场加速布局后的销量弹性可期。根据公司官方微信公众号, 公司26年海外渠道数量预计扩张到2200家, 同比+83.3%。其中欧洲市场加速布局中, 其中在德国市场计划到26年5月底拥有25个销售网点, 到2026年底将再增加25个, 到2027年底公司的目标是拥有125个网点; 在法国市场吉利计划于2026年建成70家销售网点, 并于2028年扩展至170家; 在英国市场公司计划到2026年底前建成覆盖全境的100家销售及服务网络。

图 15: 吉利汽车海外渠道数量(家)变化情况



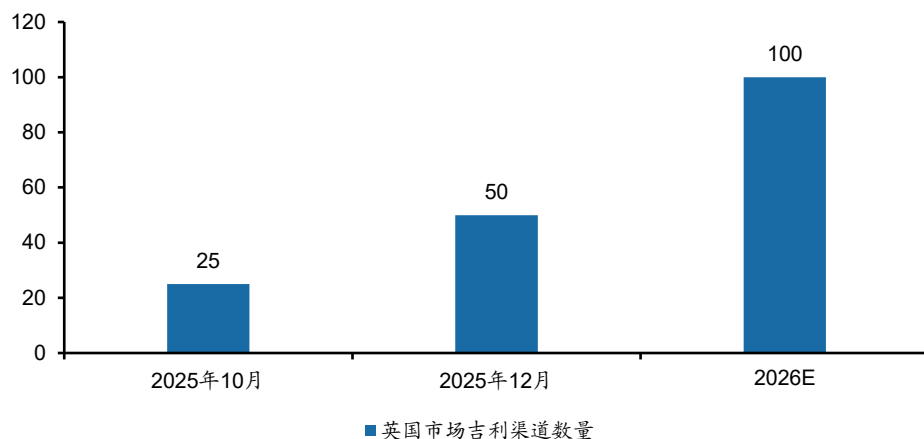
数据来源: 公司官方微信公众号, 广发证券发展研究中心

图 16: 吉利汽车德国市场渠道数量 (家)



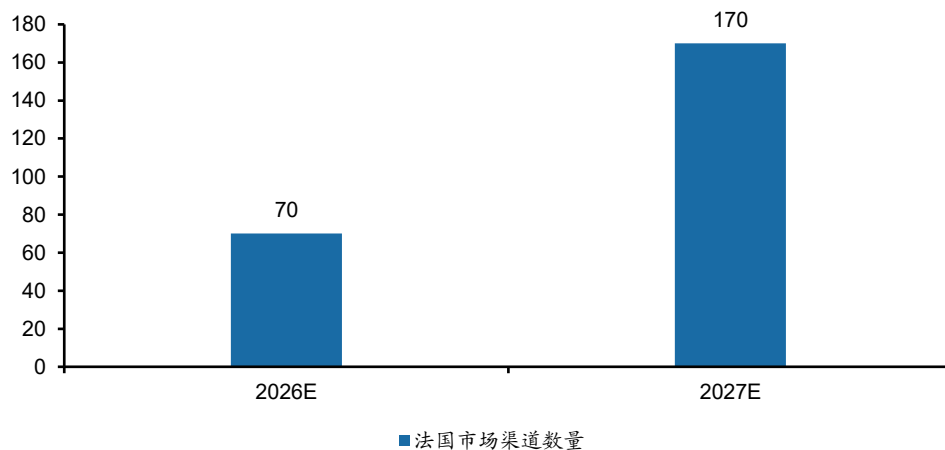
数据来源: 公司官方微信公众号, 广发证券发展研究中心

图 17: 吉利汽车英国市场渠道数量 (家)



数据来源: 公司官方微信公众号, 广发证券发展研究中心

图 18: 吉利汽车法国市场渠道数量 (家)



数据来源: 公司官方微信公众号, 广发证券发展研究中心

（三）体系能力同步升级：长期主义推进全球化战略，加速构建与销量匹配的海外渠道和售后体系

此外，吉利汽车注重海外体系能力的同步升级，以长期主义推进全球化战略。以欧洲市场为例，在英国市场吉利已建立独立的备件仓储体系实现了库存管理的全流程自控零部件满足率超90%，确保全面的维修与保养能力通过优化配送网络，平均72小时即可将备件送达二级经销商显著提升服务效率和用户满意度。

吉利已在荷兰阿姆斯特丹设立备件中心，打造“欧洲总库+各国前置库”的备件保障体系，服务范围覆盖荷兰、比利时、卢森堡、德国、法国等国家。在西班牙，吉利正加速推动服务网络建设，目标实现在全国范围内20分钟触达客户。与此同时，各国同步推出质保政策、道路救援等售后保障政策，为用户提供更高效、更可靠的全链路体验。

四、盈利预测和投资建议

长周期视角下，公司是立足全球市场且拥有相对稳健增长模式的中国汽车优秀品牌。综合考虑当前公司战略转变下资源聚焦带来的产品结构优化、公司高端化和出口提速逻辑的持续验证：

(1) 我们预计公司主营业务收入2026-2028年分别为4556.0亿元、5440.0亿元和6401.0亿元，同比分别+32.0%、+19.4%和+17.7%。其中2026年公司主营业务收入同比增速较高，主要系：极氪品牌具备强竞争力的高端车型极氪9X和8X贡献增量、公司出口销量中枢的快速上移。

(2) 公司高端化车型和出口销量占比提升将有力支撑公司ASP的上行，预计在极氪品牌的持续向上突破下，公司整车ASP在2026-2028年将提升至12.4/12.8/13.4万元。综合考虑公司出口销量中枢的提升、整体销量提升下的规模效应和高端品牌极氪的突破，预计毛利率在2026-2028年将分别提升至17.7%、18.4%和19.1%。

表1：公司盈利预测（百万元）

百万元	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	179,204	240,194	345,232	455,600	544,000	640,100
收入同比增速(%)	21.1%	34.0%	43.7%	32.0%	19.4%	17.7%
整车营收	149,623	203,060	311,000	429,600	514,000	606,100
极氪品牌	33,900	55,316	66,300	121,100	155,200	192,500
领克品牌			63,871	64,600	70,700	76,500
吉利品牌	106,883	114,861	109,650	100,000	96,500	94,600
银河品牌	8,840	32,884	107,316	144,000	191,700	242,500
销量(万辆)	168.7	217.7	278.5	345.4	400.6	454.0
极氪品牌	11.9	22.2	22.2	38.8	48.3	55.0
领克品牌	22.0	28.5	35.0	38.0	39.8	45.0
吉利品牌	126.4	135.5	121.4	111.1	106.0	104.0
银河品牌	8.3	31.4	106.3	157.6	206.5	250.0
ASP(万元)	10.2	10.7	10.3	12.4	12.8	13.4
极氪品牌	28.6	24.9	24.6	31.2	32.1	35.0
领克品牌			15.2	15.8	16.5	17.0
吉利品牌	8.8	9.8	8.9	9.0	9.1	9.1
银河品牌		10.3	8.9	9.4	9.3	9.7
毛利率	15.3%	15.9%	16.6%	17.7%	18.4%	19.1%

数据来源：公司财报，中汽协，广发证券发展研究中心

注：领克品牌25年开始并表

公司战略调整下盈利增长有望加速，预计公司26-28年EPS分别为2.08/2.86/3.71元/股，维持公司合理价值为32.19港元/股，维持“买入”评级。

表2: 可比公司估值表

代码	公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元, Wind 一致预期)				PE		
		2026/5/23	2024A	2025A	2026E	2024A	2025A	2026E	
01211.HK	比亚迪	8,038	402	323	425	18	24	19	
09927.HK	赛力斯	1,406	59	60	88	-	28	16	

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中

五、风险提示

销量不及预期。受宏观经济、消费环境、通胀预期等多重因素影响,国内外汽车市场面临诸多不确定性,整车企业的产销量波动可能加剧。

战略转型不及预期。随着全球汽车产业电动化、智能网联化等的不断发展,汽车行业正面临颠覆性变革,给企业未来发展带来更多的机遇和挑战,企业必须准确把握汽车产业未来变革趋势,加快产品结构调整和技术创新,找准适合自身的转型创新发展道路。

行业竞争加剧。汽车市场竞争日趋激烈,整车企业竞争带来的降价压力加大。

资产负债表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产合计	152,128	159,413	217,213	282,222	347,321
现金及现金等价物	43,058	65,319	73,669	118,521	164,347
应收账款及票据	60,529	46,222	87,323	101,244	115,574
存货	29,359	31,934	40,621	46,857	51,800
其他	19,182	15,938	15,600	15,600	15,600
非流动资产合计	118,946	130,997	122,686	116,896	109,916
固定资产净值	34,851	34,370	31,370	27,570	23,070
长期投资	28,875	40,084	42,070	45,080	48,100
商誉及无形资产	35,625	36,446	31,246	25,746	19,746
其他	19,595	20,097	18,000	18,500	19,000
资产总额	271,074	290,410	339,899	399,118	457,237
流动负债合计	162,919	179,460	213,388	250,090	279,254
短期借款	1,358	11,996	2,000	3,000	1,000
应付账款及票据	109,276	101,568	163,524	196,058	230,222
其他	52,284	65,895	47,865	51,032	48,032
非流动负债合计	14,164	17,335	17,300	18,300	19,300
长期借款	6,237	6,320	6,300	6,300	6,300
其他非流动负债	7,927	11,015	11,000	12,000	13,000
总负债	177,083	196,795	230,688	268,390	298,554
普通股股本	184	199	199	199	199
储备	87,161	92,213	108,008	129,726	157,880
其他	-807	-13	-13	-13	-13
归母权益总额	86,539	92,398	108,194	129,912	158,066
少数股东权益	7,453	1,217	1,017	817	617
股东权益合计	93,991	93,615	109,210	130,729	158,682
负债及股东权益合计	271,074	290,410	339,899	399,118	457,237

利润表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	275,910	345,232	455,600	544,000	640,100
营业成本	230,107	287,885	374,959	443,904	518,000
毛利	45,804	57,347	80,641	100,096	122,100
营销费用	16,441	20,424	24,147	28,560	33,285
行政管理费用	6,250	6,482	8,656	9,520	11,522
研发费用	13,688	17,624	24,602	29,376	34,565
其他营业费用合计	328	118	130	130	130
营业利润	9,097	12,699	23,106	32,510	42,598
利息收入	1,331	834	695	961	1,414
利息支出	1,019	698	894	627	230
权益性投资损益	1,783	2,399	2,800	3,000	3,300
其他非经营性损益	-667	6,138	0	0	0
除税前利润	18,127	20,230	25,706	35,844	47,082
所得税	1,782	3,601	3,342	5,018	7,062
合并净利润	16,345	16,628	22,364	30,826	40,020
少数股东损益	-467	-224	-200	-200	-200
归母净利润	16,812	16,852	22,564	31,026	40,220
NonGAAP 归母净利润	10,611	14,413	22,564	31,026	40,220

现金流量表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流净额	36,867	47,274	34,502	59,796	64,342
合并净利润	16,345	16,628	22,364	30,826	40,020
折旧与摊销	13,750	15,920	16,000	15,800	15,500
营运资本变动	15,331	18,278	-1,956	15,543	11,892
其他非经营性调整	-9,026	-3,776	-1,906	-2,374	-3,070
投资活动现金流净额	-14,532	-23,370	-8,473	-6,009	-4,220
处置固定资产收益	2,594	278	0	0	0
资本性支出	-16,910	-17,920	-7,800	-6,500	-5,000
投资资产支出	4,718	852	-5,556	-3,009	-3,020
其他	-4,934	-6,581	4,883	3,500	3,800
融资活动现金流净额	-21,643	-1,839	-17,679	-8,934	-14,296
长期债权融资	-11,783	8,366	-20	0	0
股权融资	1,558	125	0	0	0
支付股利	-2,120	-3,119	-6,769	-9,308	-12,066
其他	-9,298	-7,211	-10,890	374	-2,230
现金净增加额	738	22,262	8,349	44,852	45,826
期初现金余额	42,320	43,058	65,319	73,669	118,521
期末现金余额	43,058	65,319	73,669	118,521	164,347

主要财务比率

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
主营收入增长率	54.0%	25.1%	32.0%	19.4%	17.7%
营业利润增长率	167.4%	39.6%	81.9%	40.7%	31.0%
NonGAAP 业绩增速	-	35.8%	56.6%	37.5%	29.6%
获利能力					
毛利率	16.6%	16.6%	17.7%	18.4%	19.1%
NonGAAP ROE	12.3%	15.6%	20.9%	23.9%	25.4%
偿债能力					
资产负债率	65.3%	67.8%	67.9%	67.2%	65.3%
有息负债率	2.8%	6.3%	2.4%	2.3%	1.6%
流动比率	0.9	0.9	1.0	1.1	1.2
利息保障倍数	10.0	30.4	29.0	56.7	199.6
营运能力					
应收账款周转天数	62.9	55.7	69.0	67.0	65.0
存货周转天数	35.0	38.3	39.0	38.0	36.0
应付账款周转天数	131.7	131.8	157.0	159.0	160.0
每股指标					
NonGAAP EPS	1.05	1.33	2.08	2.86	3.71
每股净资产	8.59	8.53	9.99	11.99	14.59
每股经营现金流	3.66	4.36	3.19	5.52	5.94
估值比率					
NonGAAP PE	12.3	11.9	8.1	5.9	4.6
PB	1.5	1.9	1.7	1.4	1.2
EV/EBITDA	4.0	3.4	2.8	1.5	0.4

广发汽车行业研究小组

闫俊刚：联席首席分析师，吉林工业大学汽车专业学士，2013年加入广发证券发展研究中心。
 陈飞彤：资深分析师，硕士，毕业于复旦大学，2021年加入广发证券发展研究中心。
 周伟：资深分析师，上海交通大学工程硕士，重庆大学机械专业学士，2021年加入广发证券发展研究中心。
 张力月：资深分析师，硕士，毕业于香港中文大学，2021年加入广发证券发展研究中心。
 罗英：高级分析师，同济大学工程硕士，同济大学工学学士，2023年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 47楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81 号广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经

营业收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。