

吉利汽车(00175)

报告日期: 2024 年 12 月 30 日

燃油、插混、纯电多元化布局，出口创新高

——吉利汽车深度报告

投资要点

- **燃油车销量逆势提升，从燃油车切入插混市场转型阻力较小**
中国燃油车销量自 2017 年以来逐年下降，但吉利汽车 2023 年燃油车销量逆势提升，同比增速 8.6%。公司燃油车基本盘稳固，从燃油车切入插混市场转型阻力较小。
- **电动化布局打开销量空间，新能源车强产品周期开启**
公司在燃油车销量稳定的基础上积极布局新能源市场，今年下半年公司新能源品牌多款新车发布，银河 E5 和星愿 10 月销量均突破 1.5 万辆，市场热度可观。
- **积极布局出海，出口销量占比逐年提升**
早在 2010 年，吉利汽车就完成了对沃尔沃的收购。2019 年至 2024 年 H1，吉利汽车出口销量占比逐年提升。2023 年，吉利汽车全年累计出口销量 274,101 辆，同比增长超 38%；2024 年 H1，公司出口销量达 197,428 辆汽车，较去年同期增长了 67%，出口销量占公司总销量的 20.7%。截至 2024 年 6 月 30 日，公司三大品牌均在海外有所布局。
- **平台架构优化从概念设计、研发到生产制造的整个价值链**
吉利汽车不同动力类型搭配不同平台架构。多元化动力系统平台架构的布局使得吉利汽车在产品矩阵上实现全覆盖且效率更高。
- **盈利预测与估值**
吉利汽车是国内头部车企，我们预计公司 24-26 年实现营业总收入 2293、2795、3385 亿元，同比+27%、22%、21%；归母净利润 142、115、136 亿元，同比+167%、-19%、18%，对应当前 PE 9.73、12.04、10.19 倍。考虑到下半年开始公司进入新车释放周期，公司新能源车型市场热度可观，给予公司“买入”评级。
- **风险提示**
新车销量不及预期、汽车价格竞争加剧、汽车出口不及预期。

财务摘要

单位/百万	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	179846	229282	279458	338478
(+/-) (%)	21.06%	27.49%	21.88%	21.12%
归母净利润	5308	14197	11470	13554
(+/-) (%)	0.91%	167.43%	-19.21%	18.17%
每股收益(元)	0.51	1.41	1.14	1.35
P/E	15.44	9.73	12.04	10.19

资料来源: 浙商证券研究所

投资评级: 买入(首次)

分析师: 邱世梁
执业证书号: S1230520050001
qiushiliang@stocke.com.cn

分析师: 刘巍
执业证书号: S1230524040001
liuwei03@stocke.com.cn

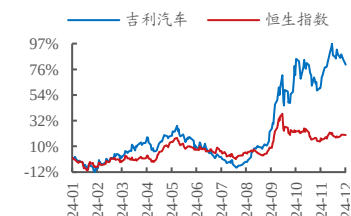
研究助理: 赵一凡
zhaoyifan@stocke.com.cn

研究助理: 白浪
bailang@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	HK\$14.64
总市值(百万港元)	147,497.68
总股本(百万股)	10,074.98

股票走势图



相关报告

- 《吉利汽车半年报点评: 业绩符合预期，自主龙头崛起》
2021.08.19
- 《吉利汽车年报点评: 短期业绩承压，新周期整装待发》
2021.03.26
- 《吉利汽车深度报告: 新时代，新吉利》
2021.03.16

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

吉利汽车是国内头部车企，我们预计公司 24-26 年实现营业总收入 2293、2795、3385 亿元，同比+27%、22%、21%；归母净利润 142、115、136 亿元，同比+167%、-19%、18%，对应当前 PE 9.73、12.04、10.19 倍。考虑到下半年开始公司进入新车释放周期，新能源车型市场热度可观，给予公司“买入”评级。

● 关键假设

- 1) 假设搭载新款雷神混动 EM-i 的产品销量和交付顺利，质量反馈良好。
- 2) 吉利银河新能源车型表现稳健，实现燃油车品牌销量平稳过渡。

● 我们与市场的观点的差异

市场认为：吉利入门级新能源车渗透率较低，竞争力不强。

我们认为：新款雷神混动 EM-i 节能降本，最高热效率达到 46.5%，有效降低油耗。吉利新能源品牌在 10-20 万价格区间发展潜力大。

● 股价上涨的催化因素

银河 E5 和星愿等新车型订单和销量增速快；混动 EM-i 市场反馈超预期；欧洲出口表现超预期；

● 风险提示

新车销量不及预期、汽车价格竞争加剧、汽车出口不及预期。

正文目录

1 首家获得轿车生产资格的民企，连续十三年进入世界五百强	6
1.1 民企造车龙头布局海外，发力新能源	6
1.2 管理团队经验丰富，股权相对集中	7
1.2.1 核心管理团队人员多为公司自主培养，管理经验丰富	7
1.2.2 公司第一大股东持股 89.3%，股权相对集中	8
1.3 2024 年 Q3 单季度收入创历史新高，净利增长显著	9
2 燃油车销量稳中有升，电动化布局打开销量空间	11
2.1 吉利汽车过往销量复盘：强产品周期+电动化布局	11
2.2 新能源车销量占比快速提升，带动整体销量向上发展	13
3 多品牌矩阵，全价格带覆盖，吉利汽车下半年进入新车周期	15
3.1 吉利品牌：燃油、插混、纯电多元化布局	15
3.2 极氪：豪华高端智能纯电	19
3.3 领克：出海欧洲，售价亲民	21
4 前瞻布局欧洲，不同动力类型平台架构高低端搭配	24
4.1 收购沃尔沃，积极出海欧洲，出口销量占比逐年提升	24
4.1.1 吉利汽车前瞻布局欧洲；燃油车出海打造基本盘；新能源车紧随其后	24
4.1.2 3 档 DHT 变速箱适应不同工况；单档 DHT 提供降本选择	25
4.2 自研智能座舱系统和硬件；浩瀚智驾 2.0 打造高端智能电动品牌	26
4.2.1 智能座舱域：收购魅族，车机系统优质体验	26
4.2.2 智能驾驶域：浩瀚智驾 2.0 带来端到端新升级	26
4.3 不同动力类型平台架构，纯电平台架构实现高低端搭配	27
5 盈利预测与估值	28
5.1 盈利预测	28
5.2 估值预测	29
6 风险提示	29

图表目录

图 1: 发展四阶段: 吉利前身、进军汽车、布局海外、发力新能源	7
图 2: 吉利汽车股权结构 (截至 2024 年 H1)	9
图 3: 2023 年公司实现营业总收入 1798.46 亿元, 同比增长 21.1%	9
图 4: 2024 年前三季度公司净利增长显著	10
图 5: 公司 2024 年前三季度毛利率和净利率得到修复	10
图 6: 公司管理费用情况	11
图 7: 公司销售费用情况	11
图 8: 公司财务费用情况	11
图 9: 公司研发费用情况	11
图 10: 公司期间费用情况	11
图 11: 2015-2024 年 H1 吉利汽车销量情况 (万辆)	12
图 12: 吉利主要燃油车销量情况 (万辆) (2015-2023 年)	13
图 13: 中国燃油车销量情况 (2019-2023 年)	13
图 14: 吉利汽车燃油车销量情况 (2015 年-2024 年 H1)	13
图 15: 吉利汽车品牌定位和销量	14
图 16: 吉利汽车新能源车占比和国内新能源车渗透率对比	14
图 17: 吉利汽车产品平均售价自 2021 年以来逐年提升, 2019-2023 年 CAGR 为 8.9%	15
图 18: 银河系列销量情况 (辆)	17
图 19: 吉利品牌产品矩阵 (截至 2024 年 H1)	17
图 20: 银河 E5	18
图 21: 星愿	18
图 22: 极氪分车型季度销量情况 (辆)	20
图 23: 极氪产品矩阵 (截至 2024 年 Q3)	21
图 24: 极氪 7X	21
图 25: 极氪 MIX	21
图 26: 领克分车型季度销量情况 (辆)	22
图 27: 领克品牌产品矩阵 (截至 2024 年 Q3)	23
图 28: 领克 Z10	24
图 29: 吉利汽车出口销量占比逐年增长	25
图 30: 吉利汽车燃油车出口销量占比情况 (辆) (2018-2023 年)	25
图 31: 城市 NZP 通勤模式	27
图 32: 吉利汽车品牌动力类型和平台架构分类——动力形式趋于电气化	28
表 1: 公司管理团队介绍	7
表 2: 吉利 2023 年底产能情况	15
表 3: 吉利品牌车型汇总	16
表 4: 银河 E5 参数情况	18
表 5: 星愿参数情况	18
表 6: 极氪车型汇总	19
表 7: 极氪 001 参数情况	20
表 8: 领克车型汇总	21
表 9: 领克 07 EMP 参数情况	22

表 10: 急加速模式下的 3 种使用场景	26
表 11: 盈利预测.....	29
表 12: 可比公司估值情况.....	29
表附录: 三大报表预测值.....	31

1 首家获得轿车生产资格的民企，连续十三年进入世界五百强

1.1 民企造车龙头布局海外，发力新能源

历经三十多年的稳健发展，吉利从一个普通的制造企业蜕变为一家拥有众多制造基地及汽车品牌的大型控股集团。吉利控股集团在中国上海、杭州、宁波，瑞典哥德堡、英国考文垂等地建有造型设计和工程研发中心，在中国、美国、英国、马来西亚等地建有世界一流的现代化整车和动力总成制造工厂，拥有各类销售网点超过 4000 家，产品销售及服务网络遍布世界各地。

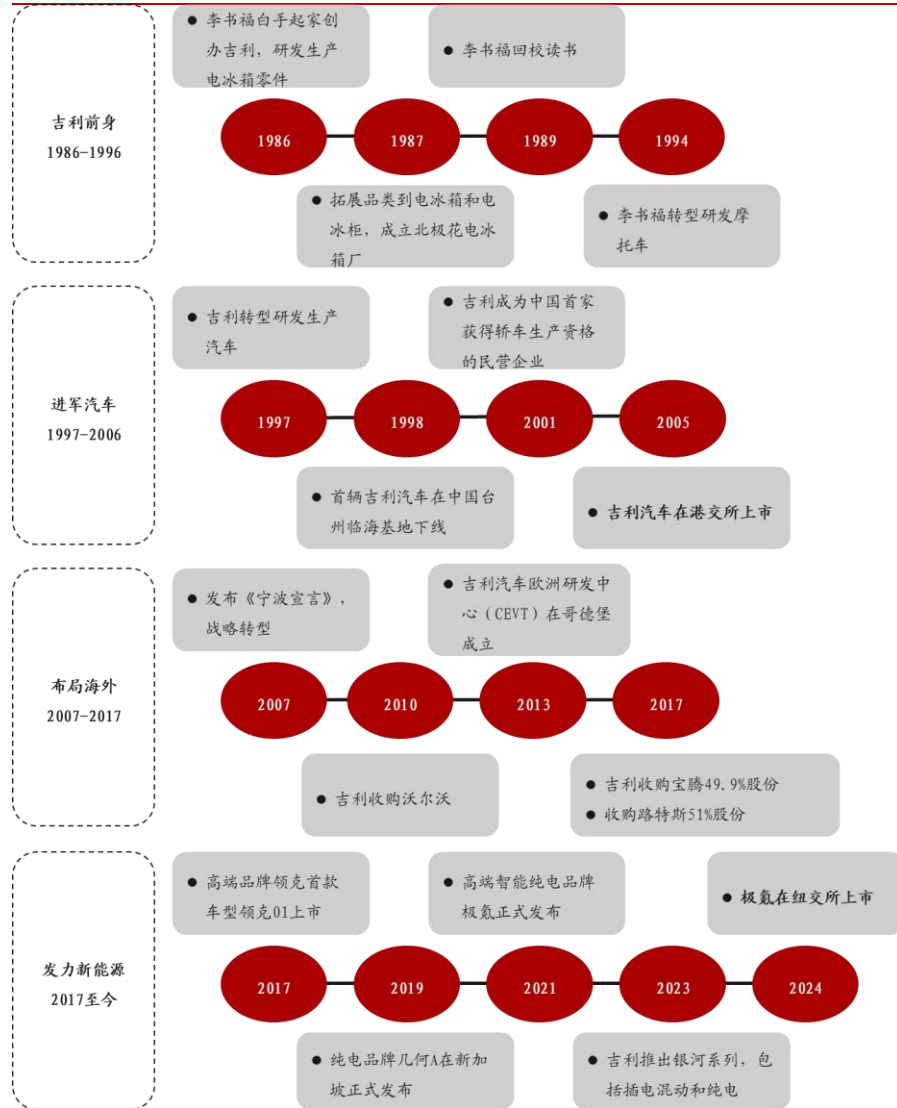
吉利前身（1986 至 1996 年）：创始人白手起家，连续创业，从冰箱零件到摩托车，深耕制造业。创始人李书福 1986 年白手起家创办吉利，生产电冰箱零件（蒸发器、冷凝器、过滤器），产品销往全国主要冰箱厂。一年后吉利拓展品类到电冰箱和电冰柜等制冷设备。1989 年，国家对电冰箱实行定点生产制度，吉利电冰箱厂不在其列，李书福南下深圳大学读书。1994 年，李书福转型研发摩托车。

吉利进军汽车行业（1997 年至 2006 年）：中国加入 WTO 后，吉利汽车成为中国首家获得轿车生产资格的民营企业。由于受到摩托车市场无序竞争的冲击，吉利于 1997 年转型研发生产汽车。1998 年，首辆吉利汽车在中国台州临海基地下线。2001 年，吉利“豪情”登上中国汽车生产企业产品名录，吉利集团成为中国首家获得轿车生产资格的民营企业。2005 年，吉利汽车成为第一家在港交所上市的中国汽车制造商。

跨国并购，布局海外市场（2007 年至 2017 年）：2007 年，吉利正式启动战略转型，淘汰低价车型“老三样”美日、豪情和优利欧，自主研发“新三样”金刚、远景和自由舰。2009 年，高端品牌帝豪面市。2010 年，吉利收购沃尔沃。2013 年，吉利汽车欧洲研发中心（CEVT）在哥德堡成立，以开发下一代中型车模块化的架构和关键部件。2017 年，吉利收购宝腾 49.9% 股份，收购路特斯 51% 股份。

发力新能源，丰富产品矩阵（2017 年至今）：2017 年，高端合资品牌领克首款车型领克 01（插电混动）上市；2019 年，吉利新能源纯电品牌几何及旗下全球首款车型几何 A 在新加坡正式发布；2021 年，高端智能纯电品牌极氪正式发布；2023 年，吉利推出银河系列，包括插电混动和纯电两种类型；2024 年，极氪在纽交所上市。

图1：发展四阶段：吉利前身、进军汽车、布局海外、发力新能源



资料来源：公司官网、极氪官网、证券时报网、浙商证券研究所

1.2 管理团队经验丰富，股权相对集中

1.2.1 核心管理团队人员多为公司自主培养，管理经验丰富

公司核心管理团队人数精简，团队人员多为公司自主培养，管理经验丰富。创始人李书福 1963 年出生于浙江省台州市，1986 年白手起家创办吉利，从生产电冰箱零件起步，1997 年进入汽车行业，深耕汽车产业 27 年。吉利汽车 CEO 淦家阅 2003 年加入吉利控股，历任吉利汽车集团经营管理委员会成员、经营管理高级总监、集团财务部部长等职务，2020 年开始担任吉利汽车副总裁，负责吉利汽车的采购工作，2021 年开始担任吉利汽车 CEO。公司管理团队人员多为公司自主培养，具有多年汽车行业和管理背景。

表1：公司管理团队介绍

姓名	职务	介绍
李书福	董事会主席，执行董事	60 岁，燕山大学工程硕士学位。李先生为吉利控股集团有限公司控股股东、创始人和董事会主席。李先生 2021 年开始担任沃尔沃汽车董事会主席和成员。

淦家阅	CEO	43 岁，郑州航空工业管理学院管理学学士学位。淦先生于 2003 年加入吉利控股，2021 年 3 月 20 日开始担任吉利汽车集团首席执行官，负责吉利汽车集团经营管理工作。
桂生悦	行政总裁	60 岁，西安交通大学动力机械工程专业学士学位和三藩市大学工商管理硕士学位。桂先生于 2005 年 6 月 9 日加入吉利控股集团担任执行董事，负责集团的整体行政管理、风险管理和合规审查。桂先生于 2006 年 6 月 23 日担任本公司行政总裁。
赵阳	副总裁	39 岁，中国科学技术大学少年班学士学位，后于佛罗里达大学化学系从事科研工作，并曾受聘担任基础化学等课程的助教。2010 年 8 月 18 日加入本集团管理培训生计划，2015 年 10 月担任副总裁，负责投资和资本市场业务。
潘志杰	内审总监，高级经理	44 岁，新加坡国立大学土木工程学士学位。于 2011 年 7 月 1 日加入吉利控股集团。于 2015 年 10 月 1 日担任吉利汽车内审总监，主管风险评估和监督、内审和内控体系建设。
张颂仁	财务总监，公司秘书	48 岁，香港科技大学工商管理会计学士学位。张先生于 2005 年 5 月 17 日加入本集团，担任财务总监和公司秘书。张先生曾是联众国际控股有限公司独立非执行董事。张先生是特许公认会计师公会之资深会员和香港董事学会会员。张先生在审核、会计和财务管理方面累积超过 26 年经验。

资料来源：Wind、公司年报、浙商证券研究所

1.2.2 公司第一大股东持股 89.3%，股权相对集中

截至 2024 年 H1，公司前五大股东分别为 Proper Glory Holding Inc.、浙江吉利汽车有限公司、浙江吉利控股集团有限公司、吉利集团有限公司和李书福。

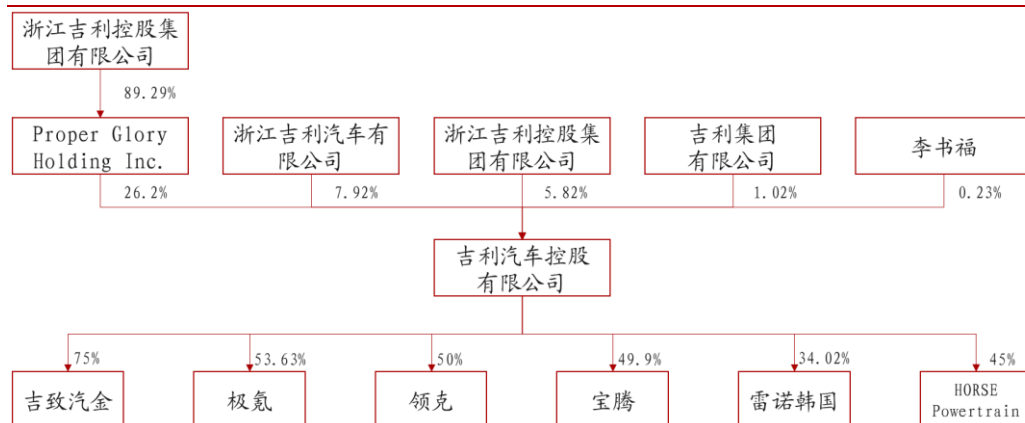
公司主要控股子公司共两家，分别为吉致汽车和极氪。其中，公司控股子公司极氪智能科技控股有限公司于 2024 年 5 月在纽交所上市，截至 2024 年 H1，公司持有极氪 53.63% 股份，上市后公司仍是极氪的控股股东。2024 年 11 月 14 日，公司发布公告，吉利汽车对极氪的持股比例将增至约 62.8%。

截至 2024 年 H1，公司持有领克合营公司 50% 股份，吉利控股和沃尔沃分别持股 20% 和 30%。2024 年 11 月 14 日，公司发布公告，极氪将以 36 亿元收购吉利控股持有的 20% 领克股权，以 54 亿元收购沃尔沃持有的 30% 领克股份。极氪还将认购领克新增注册资本，代价为 3.67 亿元。一系列交易完成后，极氪将拥有领克 51% 的股份，而沃尔沃退出领克股东行列。

2024 年 2 月，公司将持有的 45% 睿蓝汽车股权转让给吉利汽车集团旗下的另一家公司吉利启征，睿蓝汽车不再计入公司总销量。

公司持有动力总成技术公司 HORSE Powertrain 45% 股份，沙特阿美持有 10%，雷诺持有 45%。HORSE Powertrain Limited 预计年营收将达到约 150 亿欧元，年产能约 500 万套动力总成，公司提供整套先进的动力总成技术产品，包括混合动力系统、燃油动力系统、变速箱和电池解决方案等。

图2: 吉利汽车股权结构 (截至 2024 年 H1)

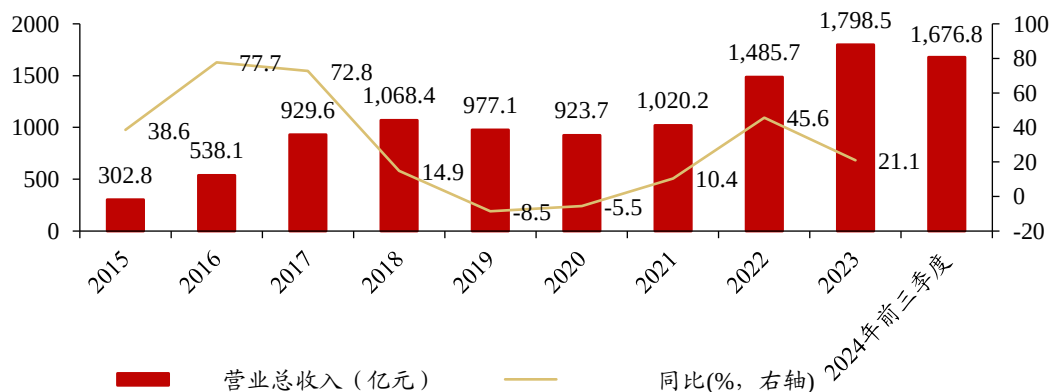


资料来源：公司公告、Wind、雷诺集团公众号、浙商证券研究所

1.3 2024 年 Q3 单季度收入创历史新高，净利增长显著

2024 年 Q3 单季度收入创历史新高。2024 年 Q3 收入 603.8 亿元，2024 年前三季度总收入 1676.8 亿元，同比增长 36%。2023 年公司实现营业总收入 1798.46 亿元，同比增长 21.1%。公司收入提升或系汽车销量提升及业务多元化贡献所致。

图3: 2023 年公司实现营业总收入 1798.46 亿元, 同比增长 21.1%



资料来源: Wind、公司公告、浙商证券研究所

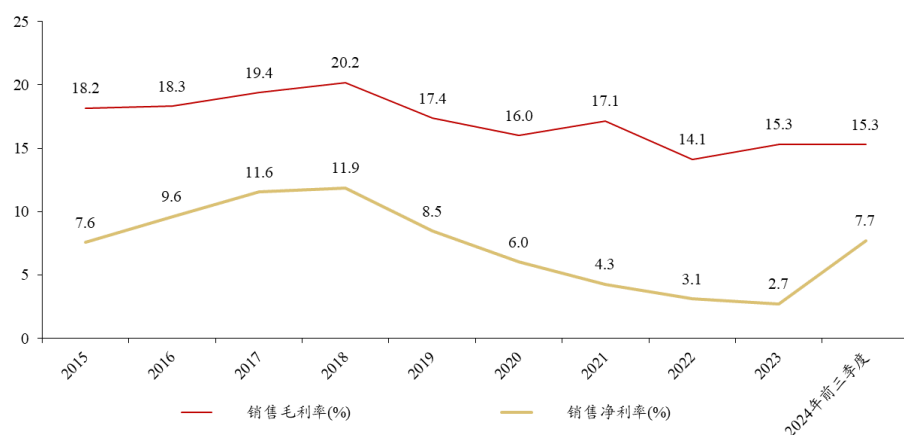
2024 年前三季度公司净利增长显著。2024 年前三季度公司净利润 130.5 亿元，同比增长 358%，扣除出售合营公司 Horse Power 等股份收益后，2024 年 Q3 扣非净利润为 27.6 亿元，同比增长 116%。**公司 2024 年前三季度毛利率和净利率得到修复。**2024 年前三季度毛利率和净利率分别为 15.3%和 7.7%，原因或系业绩期内规模效应和产品结构优化成效显著。

图4: 2024 年前三季度公司净利增长显著



资料来源: Wind、公司公告、浙商证券研究所

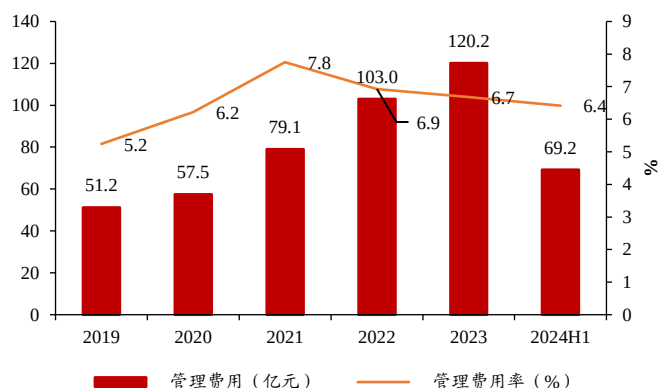
图5: 公司 2024 年前三季度毛利率和净利率得到修复



资料来源: Wind、公司公告、浙商证券研究所

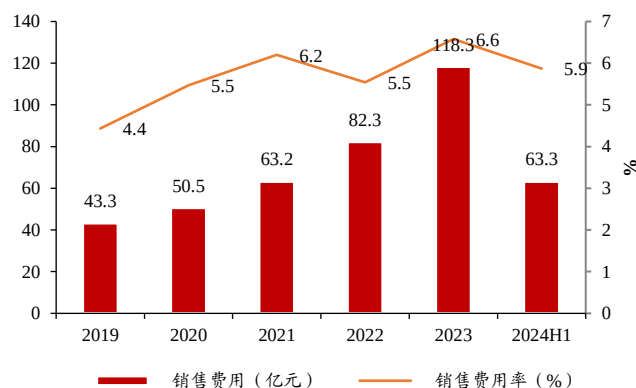
公司不断加大研发投入。公司研发费用逐年递增，2024 年 H1 公司研发费用为 45.5 亿元，同比增速 52.3%。**公司费率情况自 2021 年以来有所改善。**2021 年公司期间费用率为 19.1%，2024 年 H1 公司期间费用率降低至 16.1%，主要原因系销量增长带来的规模效应降低分摊到每辆车上的固定成本。

图6: 公司管理费用情况



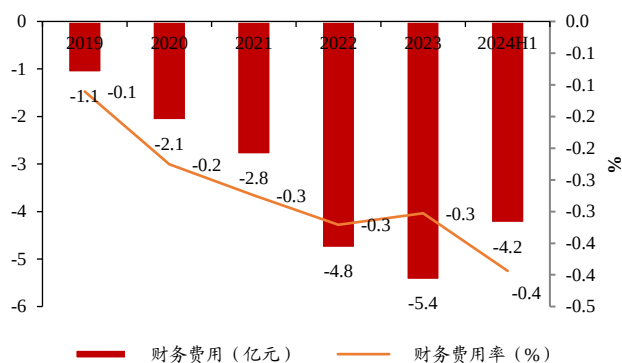
资料来源: Wind、公司公告、浙商证券研究所

图7: 公司销售费用情况



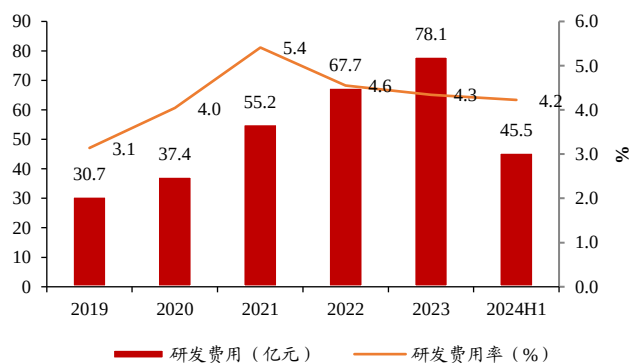
资料来源: Wind、公司公告、浙商证券研究所

图8: 公司财务费用情况



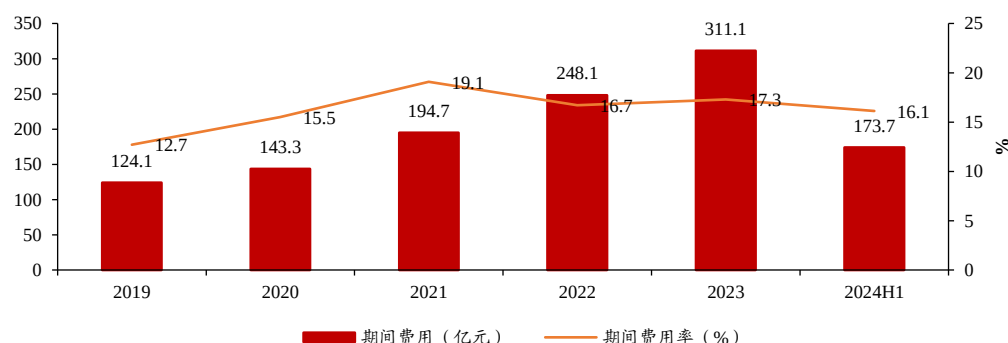
资料来源: Wind、公司公告、浙商证券研究所

图9: 公司研发费用情况



资料来源: Wind、公司公告、浙商证券研究所

图10: 公司期间费用情况



资料来源: Wind、公司公告、浙商证券研究所

2 燃油车销量稳中有升，电动化布局打开销量空间

2.1 吉利汽车过往销量复盘：强产品周期+电动化布局

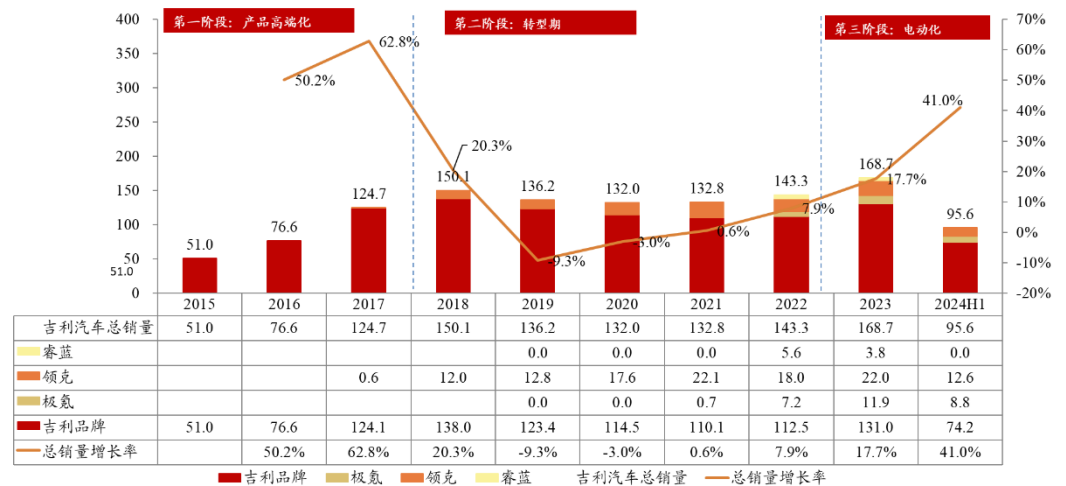
吉利汽车的销量变化取决于公司新车周期和电动化布局。2015-2024 年 H1 吉利汽车销量情况变化可分为三个阶段。

第一阶段（2015-2017年）：吉利汽车燃油车产品高端化，价格带覆盖更全面。吉利汽车 2014 年之前车型价格较低，在 2010 年收购沃尔沃之后，公司通过与沃尔沃联合开发平台架构等产品，在品控、生产成本等方面进步显著，2014 年开始陆续更新换代了帝豪和远景系列，推出了博瑞、博越为首的博系列，随着燃油车产品线的迭代，吉利品牌车型价格覆盖更广，吉利汽车年销量从 2015 年的 51.0 万辆增加到 2017 年的 124.7 万辆。

第二阶段（2018-2022 年）：吉利汽车销量有所滞涨，产品面临转型。原因或系 2018 年购置税优惠政策的退出导致国内乘用车销量出现下降，吉利汽车主品牌远景系列销量呈现下滑趋势。吉利开始从单车价格和净利低的远景系列转向单车价格更高的 CMA 架构的星系列。与此同时，领克、极氪、银河等电动品牌开始为吉利贡献新的增长点。

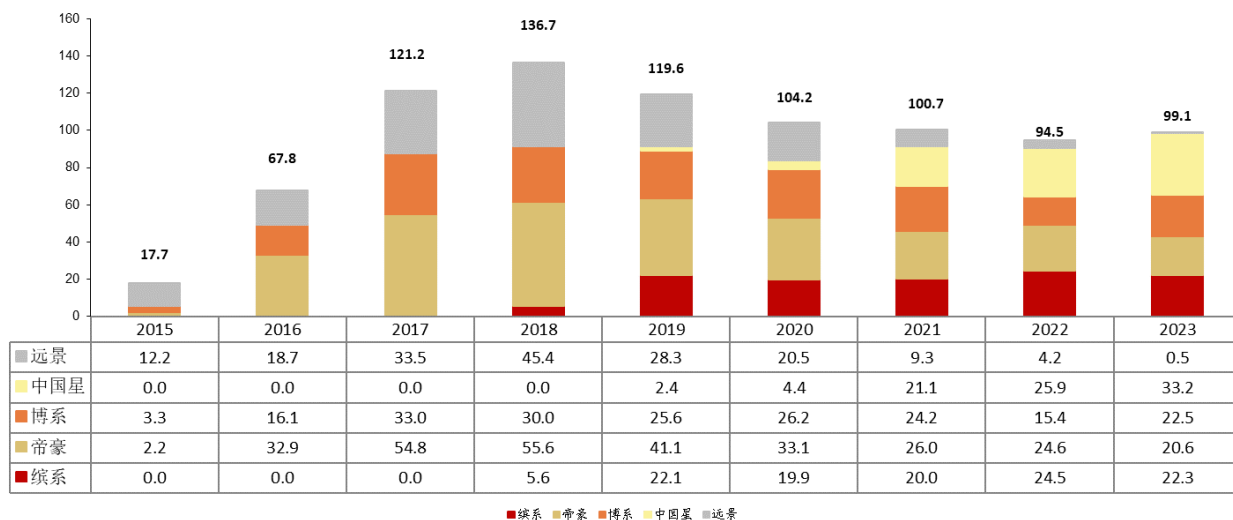
第三阶段（2023 至今）：吉利汽车电动化带来新增量，燃油车销量逆势提升。领克、极氪和银河等新能源子品牌凭借其新车周期的领先优势，为吉利带来进一步的增长。中国燃油车销量自 2017 年以来逐年下降，但吉利汽车 2023 年燃油车销量逆势提升，同比增速 8.6%。

图11： 2015-2024 年 H1 吉利汽车销量情况（万辆）



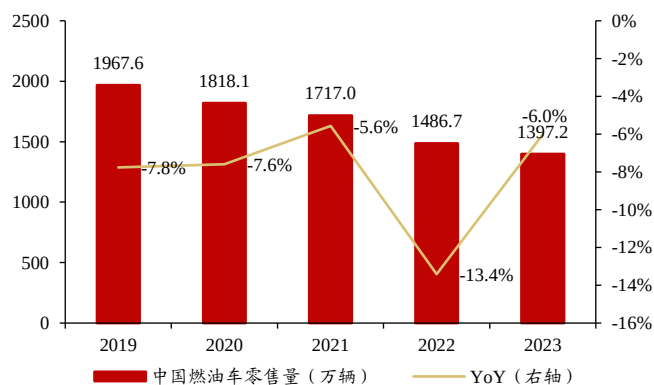
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图12: 吉利主要燃油车销量情况 (万辆) (2015-2023 年)



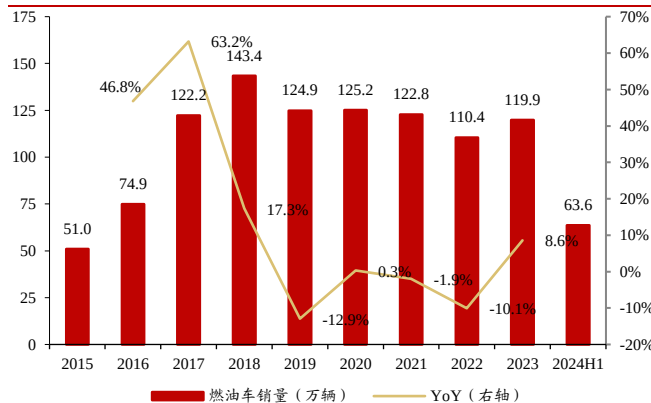
资料来源: Marklines、浙商证券研究所

图13: 中国燃油车销量情况 (2019-2023 年)



资料来源: Wind、乘联会、华经产业研究院、浙商证券研究所

图14: 吉利汽车燃油车销量情况 (2015 年-2024 年 H1)



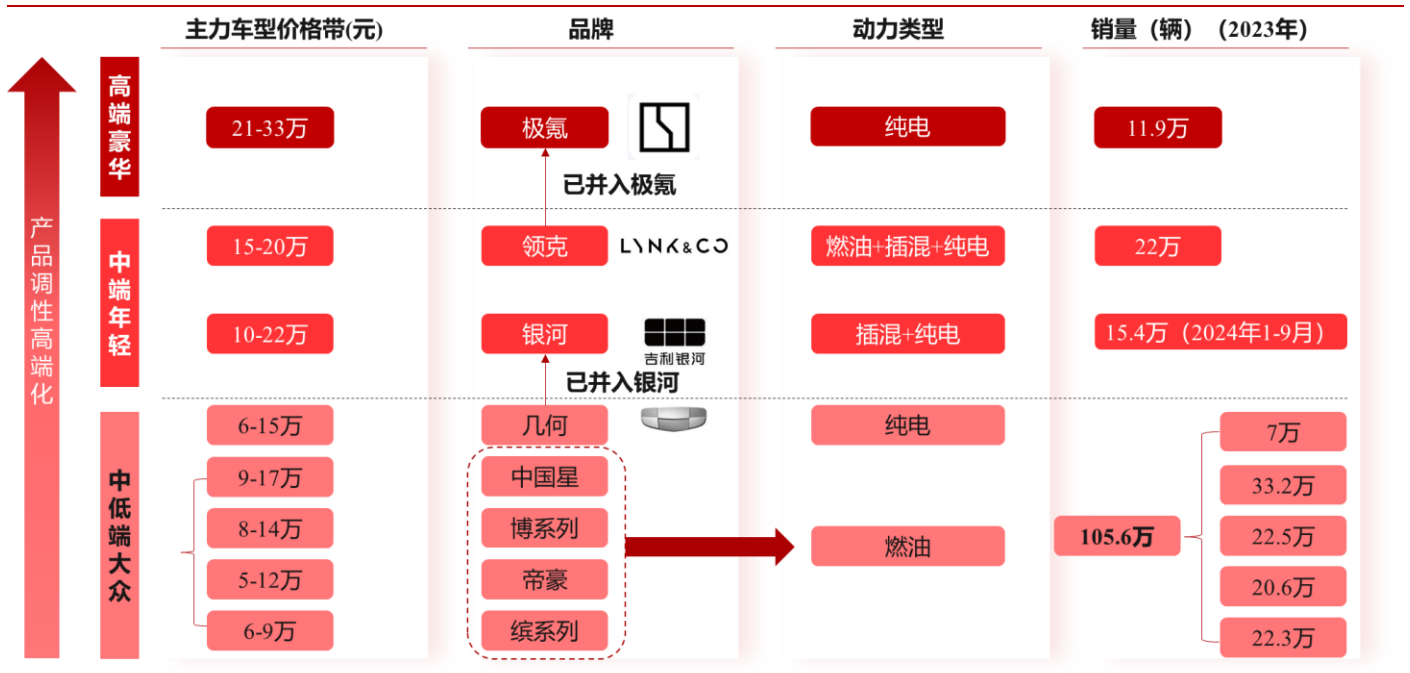
资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

2.2 新能源车销量占比快速提升，带动整体销量向上发展

吉利控股集团 2023 年总销量为 279 万辆，吉利汽车作为其最主要的上市公司，贡献了总销量的 60%，共计 168.7 万辆，涵盖了吉利、极氪、领克和睿蓝（于 2024 年 2 月股权转让）四个品牌，同比增长 17.7%。2024 年上半年吉利汽车总销量共计 95.6 万辆，同比大幅增长 41.0%。涵盖了吉利、极氪、领克三个品牌。2024 年全年销量目标定为 200 万辆。

截至 2024 年 H1，吉利品牌包括三大产品系列，分别为中国星系列、几何系列及银河系列，中国星系列针对燃油车市场；几何系列针对纯电车市场的大众市场，已于 2024 年 10 月 9 日并入银河系列；银河系列则定位中高端新能源车的大众市场。极氪品牌主攻豪华纯电车市场。领克目标消费群体为更年轻、更追求时尚与科技感的用户，已于 2024 年 11 月 14 日并入极氪品牌。

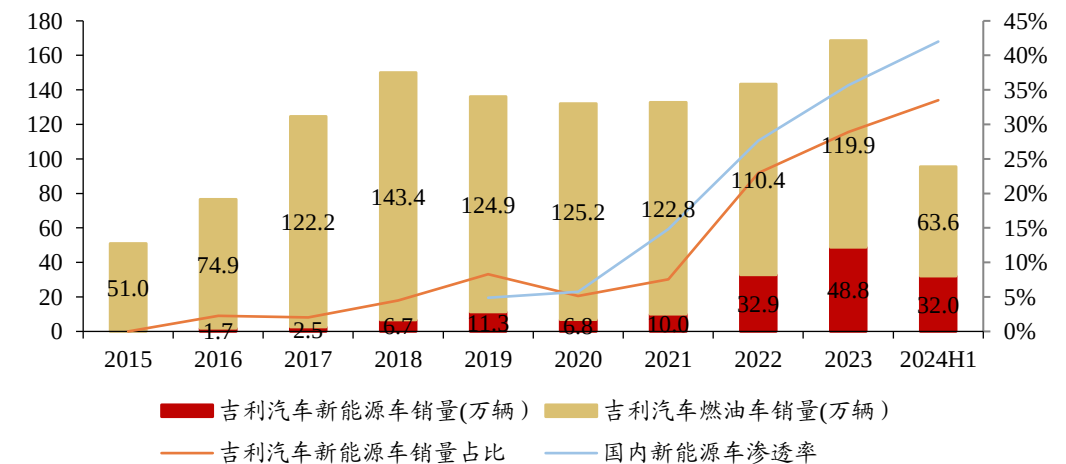
图15: 吉利汽车品牌定位和销量



资料来源: 懂车帝、Wind、公司公告、Marklines、浙商证券研究所

我们认为公司燃油车销量基本盘稳定, 品牌影响力高, 从燃油车切入插混市场转型阻力较小。公司在燃油车销量稳定的基础上积极布局新能源市场, 带动整体销量向上发展。自2020年以来新能源车销量占比逐年攀升, 整体仍然低于国内新能源车渗透率, 新能源车未来销量潜力巨大。

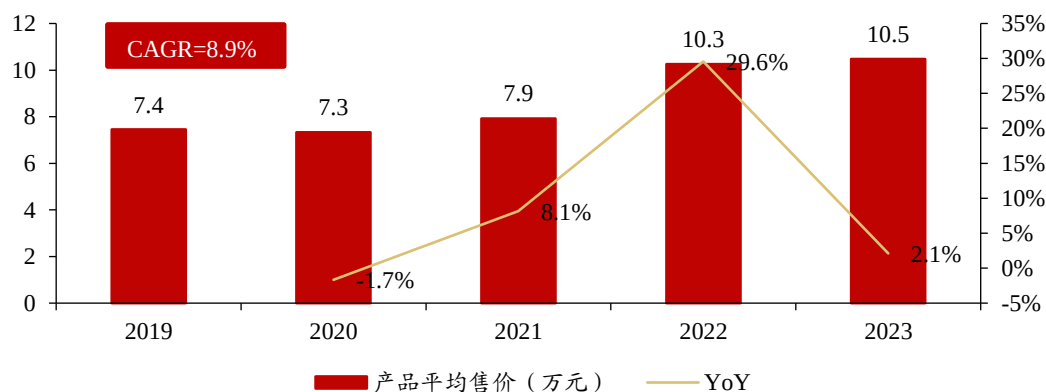
图16: 吉利汽车新能源车占比和国内新能源车渗透率对比



资料来源: Wind、公司公告、乘联会、浙商证券研究所

从价格带来看, 公司产品趋于高端化, 平均售价逐年增加。随着2021年极氪001的上市, 公司产品价格带向上拓展至33万元区间, 同时公司产品平均售价获得提升, 2019-2023年CAGR为8.9%。

图17: 吉利汽车产品平均售价自 2021 年以来逐年提升, 2019-2023 年 CAGR 为 8.9%



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

从产能来看, 公司可用年产能充足。截至 2023 年底, 公司可用产能约 200 万辆。按照公司 2024 年全年预计 200 万辆销量目标, 公司目前产能足以满足扩张需求。

表2: 吉利 2023 年底产能情况

名称	可用年产能能力 (辆)	型号
春映厂房	200,000	吉利博越, 吉利博越 L
湘潭厂房	240,000	缤越, 缤越 COOL
宝鸡厂房	200,000	银河 L7, 吉利博越, 吉利博越 L
临海厂房	300,000	银河 L6, 帝豪 L
晋中厂房	180,000	几何 A, 几何 C, 帝豪 EV
钱塘厂房	100,000	银河 E8, 几何 E, ICON
杭州湾 DMA 厂房	150,000	星越, 星瑞, 星瑞 L
贵阳厂房	150,000	豪越 L, 嘉际
长兴厂房	180,000	新帝豪, 缤瑞 COOL
西安厂房	300,000	星越 L, 精灵 1, 精灵 2
总计	2,000,000	

资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

3 多品牌矩阵, 全价格带覆盖, 吉利汽车下半年进入新车周期

3.1 吉利品牌: 燃油、插混、纯电多元化布局

吉利品牌包括三大产品系列, 分别为中国星系列、几何系列 (已并入银河系列) 及银河系列。其中, 中国星系列针对燃油车市场, 几何系列针对纯电车市场的大众市场, 银河系列则定位中高端新能源车的大众市场。售价范围涵盖 6-22 万元区间, 车型矩阵覆盖比较全面。公司不同价格带产品竞品差异较大, 拆分看:

中国星系列覆盖 10-17 万元价格带。主力车型主要为: 轿车车型星瑞和星瑞 L; SUV 车型星越 L。

几何系列覆盖 6-20 万元价格带。主力车型主要为：轿车车型几何 A、G6；SUV 车型几何 E 萤火虫、几何 C。几何已于 2024 年 10 月 9 日并入银河系列。

银河系列覆盖 7-22 万价格带。银河系列自 2023 年 5 月发布以来，分别推出了两款插电混动汽车产品银河 L6 和银河 L7，以及一款纯电动汽车产品银河 E8。2024 年下半年推出了银河 E5 和星愿。

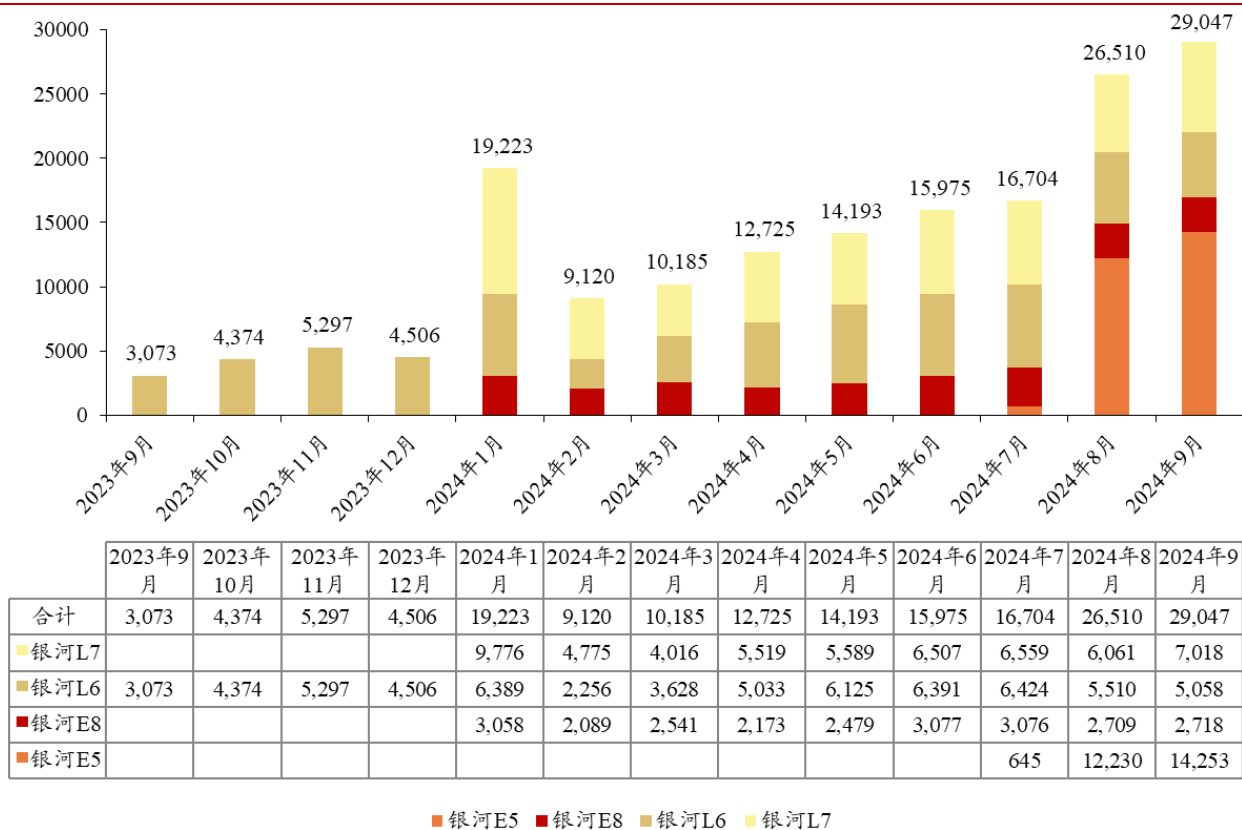
表3：吉利品牌车型汇总

平台架构	车型	分级	动力类型	轴距（mm）	价格带（万元）
CMA	星瑞	紧凑型轿车（A 级）	燃油	2800	9.87-13.57
	星瑞 L	紧凑型轿车（A 级）	燃油	2800	11.97-13.97
	星越 L	紧凑型 SUV	燃油	2845	12.22-17.02
GEA	几何 A	紧凑型轿车（A 级）	纯电	2700	17.58-18.38
	几何 G6	紧凑型轿车（A 级）	纯电	2700	10.78-17.78
	几何 E 萤火虫 小型 SUV		纯电	2485	5.98-8.68
	几何 C	紧凑型 SUV	纯电	2700	14.37-20.78
CMA Evo	银河 L6	紧凑型轿车（A 级）	插电混动	2752	9.38-12.98
	银河 L7	紧凑型 SUV	插电混动	2785	11.37-16.57
SEA	银河 E8	中大型轿车（C 级）	纯电	2925	15.78-22.08
GEA	银河 E5	紧凑型 SUV	纯电	2750	10.98-14.58
	星愿	小型车（A0 级）	纯电	2650	6.98-9.88

资料来源：懂车帝、浙商证券研究所

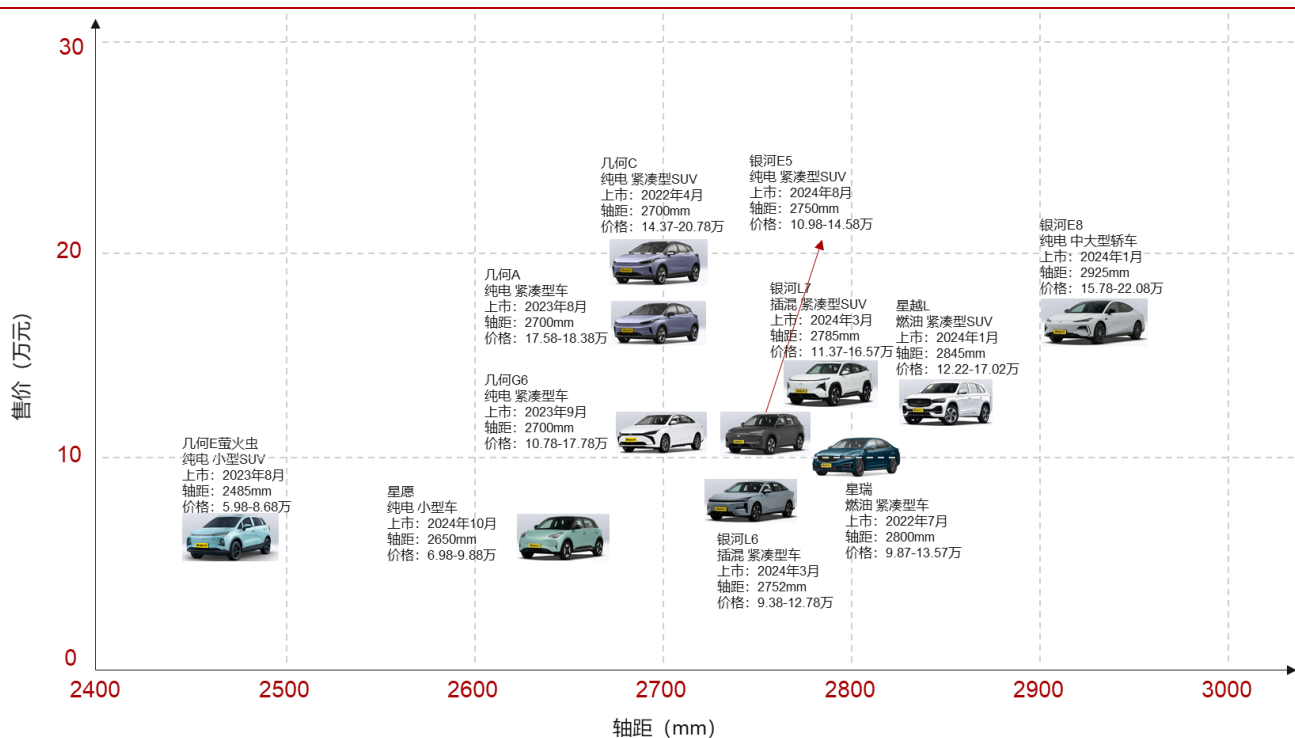
银河系列 2024 年上半年的销量达 8.14 万辆，其中 L6 和 L7 销量亮眼，分别为 2.98 万辆和 3.62 万辆。银河 E5 作为新款车型，首月销量就破万辆，未来前景可期。

图18: 银河系列销量情况 (辆)



资料来源: Marklines、浙商证券研究所

图19: 吉利品牌产品矩阵 (截至 2024 年 H1)



资料来源：懂车帝、浙商证券研究所

2024 年下半年吉利品牌交付的新产品包括：银河 E5、银河星愿、银河星舰 7。

图20：银河 E5



资料来源：懂车帝、浙商证券研究所

图21：星愿



资料来源：懂车帝、浙商证券研究所

其中，吉利银河 E5在 8 月份的销量达到了 12,230 辆，成为中国首款上市当月销量破万的 A 级纯电 SUV 车型。

表4：银河 E5 参数情况

品牌	银河
车型	E5 2024 款 440km 探索版
经销商报价(万元)	11.98
上市时间	2024 年 8 月
级别	A
结构	5 门 5 座 SUV
轴距(mm)	2750
长(mm)	4615
宽(mm)	1901
高(mm)	1670
动力形式	BEV
变速器	电动车单速变速箱
驱动	前置前驱
马力(Ps)	218
百公里加速(s)	6.9
百公里耗电量(kWh/100km)	11.9
电池容量(kWh)	49.52
电池类型	磷酸铁锂（耀宁新能源/蜂巢）

资料来源：懂车帝、浙商证券研究所

吉利星愿，作为吉利品牌旗下 SEA 纯电架构平台打造的纯电 A0 级轿车，于 10 月 9 日正式上市，售价在 6.98-9.88 万元，上市三天订单已经突破 5 万台。

表5：星愿参数情况

品牌	星愿
车型	星愿 2025 款 UP 410km 探索版
经销商报价(万元)	8.88

上市时间	2024 年 10 月
级别	A0
结构	小型车
轴距(mm)	2650
长 (mm)	4135
宽(mm)	1805
高(mm)	1570
动力形式	纯电
变速器	电动车单速变速箱
驱动	后置后驱
百公里耗电量(kWh/100km)	10.7
电池容量(kWh)	40.16
电池类型	磷酸铁锂 (宁德时代)

资料来源：懂车帝、浙商证券研究所

3.2 极氪：豪华高端智能纯电

极氪品牌定义为豪华高端智能纯电动车品牌，主攻豪华电动车市场。极氪通过直营模式建立销售渠道，建立了独立的研发和管理体系。生产制造方面，极氪委托给吉利控股体系下的宁波极氪工厂、成都工厂、梅山工厂等，向吉利控股支付原材料成本和加工费。轻资产运营模式让极氪甩掉包袱，轻装上阵，2024 年 5 月在纽交所上市，公司上市后，吉利汽车仍为极氪的控股公司，持有极氪 50%以上股份。2024 年上半年，极氪共交付 8.79 万辆，同比增长 106%。主要原因系产品矩阵增加。极氪售价范围涵盖从 18-79 万元区间，车型以高端车为主，拆分看：

极氪车型包括极氪 X、极氪 007、极氪 001、极氪 009 和极氪 7X。

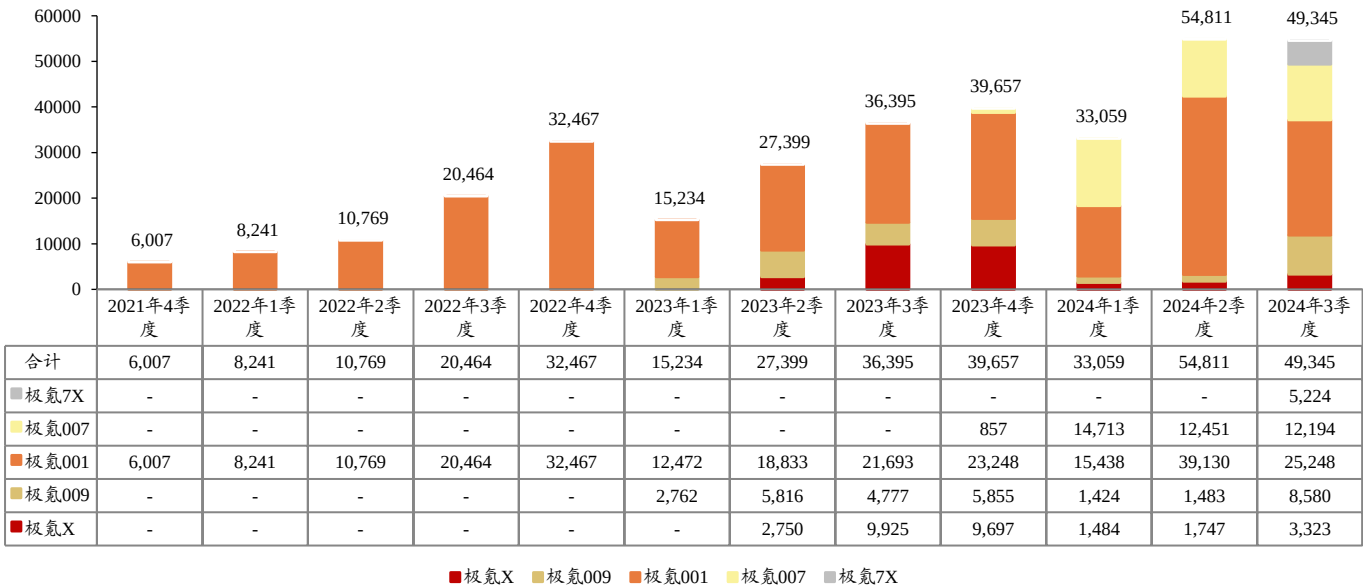
表6：极氪车型汇总

平台架构	产品	分级	动力类型	轴距 (mm)	价格带 (万元)
SEA	极氪 X	紧凑型 SUV	纯电	2750	17.90-22.00
	极氪 007	中型车 (B 级)	纯电	2928	20.99-29.99
	极氪 001	中大型车 (C 级)	纯电	3005	25.90-32.90
	极氪 009	中大型 MPV	纯电	3205	43.90-78.90
	极氪 7X	中型 SUV	纯电	2925	22.99-26.99
	极氪 MIX	中型 MPV	纯电	3008	27.99-29.99

资料来源：懂车帝、浙商证券研究所

极氪 2024 年 Q3 销量达到 4.9 万辆，同比增速 35.6%。其中，2024 年 9 月刚上市的极氪 7X 25 天内交付量突破了一万台，极氪 007 和极氪 001 作为主力车型 2024 年 Q3 分别卖出 1.2 万辆和 2.5 万辆。

图22：极氪分车型季度销量情况（辆）



资料来源：Marklines、浙商证券研究所

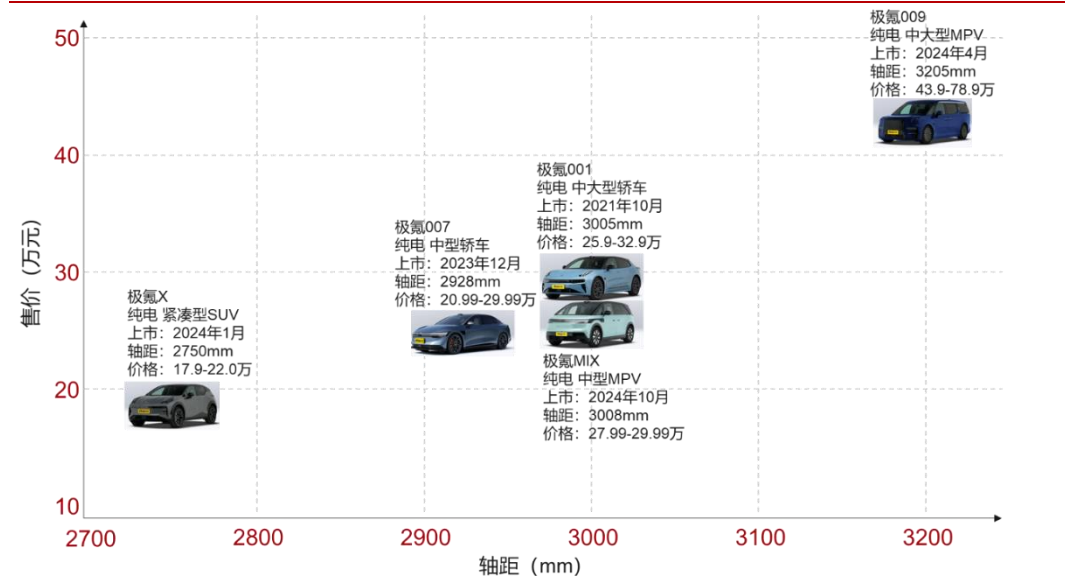
主力车型极氪 001 搭配 800V 高压快充平台，电动机马力达到 422Ps，动力性能强劲,加速响应迅速。

表7：极氪 001 参数情况

品牌	极氪
车型	ZEEKR 001 2025 款 WE 版 95kWh 后驱
经销商报价(万元)	25.9
上市时间	2024 年 8 月
级别	C
结构	5 门 5 座掀背车
轴距(mm)	3005
长(mm)	4977
宽(mm)	1999
高(mm)	1545
动力形式	纯电
快充平台	800V
驱动	后置后驱
电动机总马力(Ps)	422
百公里加速(s)	6.3
百公里耗电量(kWh/100km)	15.2kWh
电池容量(kWh)	95
电池类型	磷酸铁锂（神行）

资料来源：懂车帝、浙商证券研究所

图23: 极氪产品矩阵 (截至 2024 年 Q3)



资料来源: 懂车帝、浙商证券研究所

2024 年下半年, 公司已经上市的两款新车型分别为极氪 7X 和极氪 MIX。极氪 7X 于 2024 年 9 月 20 日正式上市, 发布 25 天交付已超 1 万台。极氪 MIX 于 2024 年 10 月 23 日上市, 极氪 MIX 彻底取消传统汽车的固定式 B 柱, 并通过电动对开方式, 让极氪 MIX 车门最大进出空间接近 1.5m。

图24: 极氪 7X



资料来源: 懂车帝、浙商证券研究所

图25: 极氪 MIX



资料来源: 懂车帝、浙商证券研究所

3.3 领克: 出海欧洲, 售价亲民

领克售价范围涵盖 11-34 万元区间, 目标消费群体为更年轻、更追求时尚与科技感的用户, 与极氪品牌豪华智能纯电车的定位差异化互补。2024 年上半年, 领克品牌的销量为 12.60 万辆, 同比增加 54%。原因系去年下半年推出的主力车型领克 08 EM-P 和 2024 年上半年推出的领克 07 EM-P 广受欢迎。

领克主力车型包括领克 01、领克 03、领克 06、领克 07、领克 08 和领克 09。其中, 领克 07 今年 5 月上市后, 销量亮眼, 领克 08 作为领克家族经典产品, 销量表现强势。

表8: 领克车型汇总

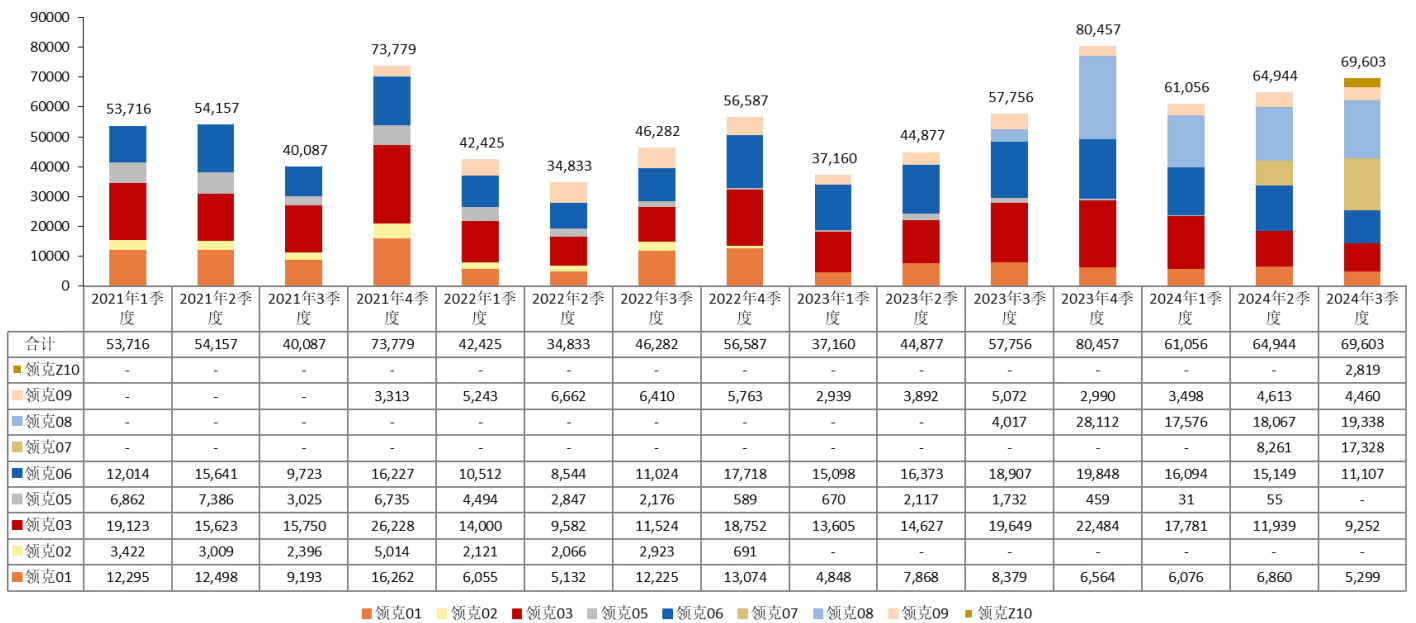
平台架构	产品	分级	动力类型	轴距 (mm)	价格带 (万元)
CMA	领克 01	紧凑型 SUV	燃油	2734	14.28-18.38

CMA	领克 03	紧凑型车（A 级）	燃油	2730	11.88-42.03
BMA Evo	领克 06 EMP	小型 SUV	插混	2640	10.26-12.26
CMA Evo	领克 07 EMP	中型车（B 级）	插混	2843	15.98-17.98
CMA Evo	领克 08 EMP	中型 SUV	插混	2848	17.88-27.10
SPA Evo	领克 09 EMP	中大型 SUV	插混	2984	25.79-34.29
SEA	领克 Z10	中大型车（C 级）	纯电	3005	18.68-31.88

资料来源：懂车帝、浙商证券研究所

领克新款车型 07 和 08 销量走势向上，领克 01、03、05、09 自 2024 年以来销量逐渐疲软，领克 02、05 逐渐淡出历史舞台。

图26：领克分车型季度销量情况（辆）



资料来源：Marklines、浙商证券研究所

领克 07 EM-P 采用 3 档 DHT 变速箱，动力性能更优秀，马力可达 163Ps，百公里加速 6.5 秒。

表9：领克 07 EMP 参数情况

品牌	领克
车型	领克 07 EM-P 2024 款 126 长续航 Halo
经销商报价(万元)	17.98
上市时间	2024 年 5 月
级别	B
结构	4 门 5 座轿车
轴距(mm)	2843
长(mm)	4827
宽(mm)	1900
高(mm)	1480
动力形式	插电混动

变速器	3 档 DHT
驱动	前置前驱
最大扭矩(N·m)	615
发动机最大扭矩(N·m)	255
电动机最大扭矩(N·m)	350
马力(Ps)	163
百公里加速(s)	6.5
百公里耗电量(kWh/100km)	14.8kWh
电池容量(kWh)	18.99
电池类型	磷酸铁锂（中创新航）

资料来源：懂车帝、浙商证券研究所

图27：领克品牌产品矩阵（截至 2024 年 Q3）



资料来源：懂车帝、浙商证券研究所

2024 年 9 月 5 日，领克品牌新产品 Z10（纯电轿车）正式上市，接下来领克计划上市 Z20，作为领克的纯电车型出海欧洲，与领克 01PHEV 互补。

图28: 领克 Z10



资料来源: 懂车帝、浙商证券研究所

4 前瞻布局欧洲，不同动力类型平台架构高低端搭配

4.1 收购沃尔沃，积极出海欧洲，出口销量占比逐年提升

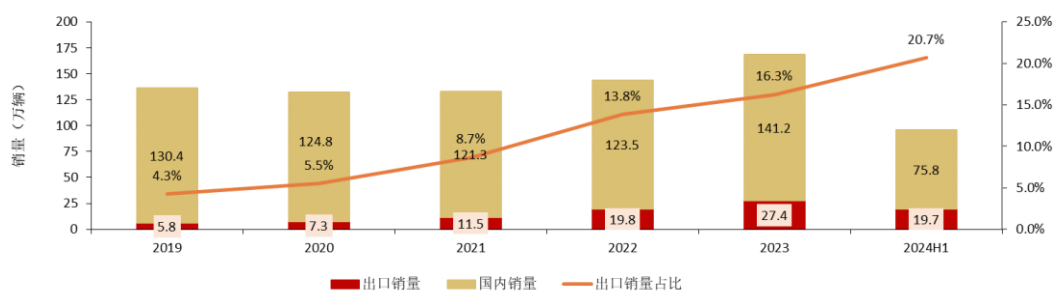
4.1.1 吉利汽车前瞻布局欧洲；燃油车出海打造基本盘；新能源车紧随其后

吉利汽车通过收购拓展海外市场。早在 2010 年，吉利汽车就完成了对瑞典豪华汽车品牌沃尔沃的收购；2013 年，吉利收购英国的黑色出租车制造商——伦敦电动车公司（LEVC）；2017 年，吉利收购了马来西亚汽车制造商宝腾控股（Proton）的 49.9% 股份以及豪华跑车品牌路特斯的 51% 股份。

燃油车贡献大部分出海销量，新能源车未来有望打开销量空间。2019 年至 2024 年 H1，吉利汽车出口销量占比逐年提升。2023 年，吉利汽车全年累计出口销量 274,101 辆，同比增长超 38%；2024 年 H1，公司出口销量达 197,428 辆汽车，较去年同期增长了 67%，出口销量占公司总销量的 20.7%。其中，2023 年燃油车占出口销量比例为 92.5%，贡献了吉利汽车绝大部分的出海销量。新能源车出口销量占比自 2018 年以来逐渐提升，2023 年占比为 7.5%，预计未来将为吉利汽车出海打开销量空间。

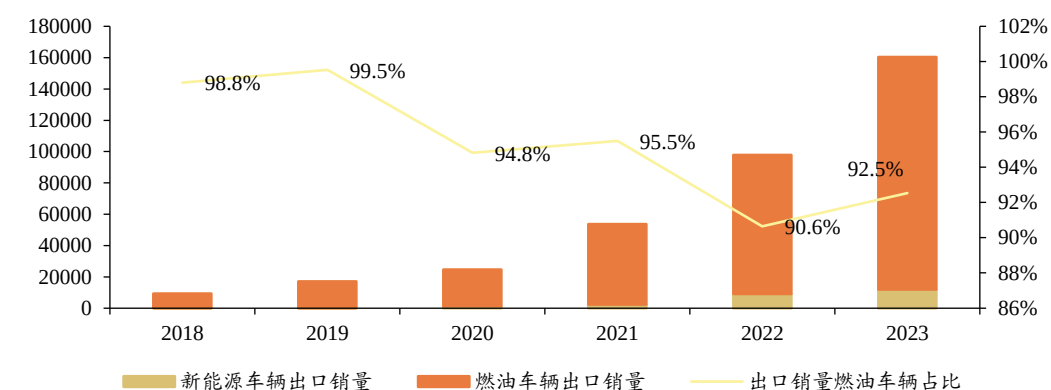
截至 2024 年 6 月 30 日，公司三大品牌均在海外布局。其中，吉利品牌已在全球 76 个国家布局 653 个销售及服务中心。吉利品牌全面布局东南亚、中东、东欧及中非洲，同时辐射墨西哥和中亚地区的潜力市场，并加快拓展越南、澳新及印尼等新兴市场，同时，为拓宽出口产品矩阵，吉利品牌专门针对海外市场打造银河 E5 和星愿，以快速对海外市场的新能源产品投放；极氪作为吉利汽车旗下的高端纯电品牌已进入瑞典、荷兰、阿联酋、墨西哥等 30 个国家；领克坚持欧洲和亚太中东战略，截至 2024 年 6 月 30 日，在欧洲 7 个国家开设了 12 家线下体验店，在 11 个亚太中东国家开设了 15 个销售网点，同时，领克合营公司计划于下半年出口其紧凑型纯电动 SUV，在全球市场实施新能源转型。

图29: 吉利汽车出口销量占比逐年增长



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图30: 吉利汽车燃油车出口销量占比情况 (辆) (2018-2023 年)



资料来源: Marklines、浙商证券研究所

吉利汽车未来或在海外物色合适的工厂选址，推进本地化计划。我们认为，受欧盟关税影响，吉利汽车旗下纯电品牌未来或在欧洲地区建厂。早在 2013 年，吉利控股集团的中欧汽车技术中心（CEVT）已投入运行，通过 CEVT 研发的 CMA 模块化架构提升了集团不同品牌车型的零部件通用率，有助于降低研发和生产成本。吉利首个海外专属试验基地——欧洲试验基地在法兰克福正式揭牌，持续完善吉利全球化产品验证版图。2024 年法兰克福车展期间，吉利汽车集团宣布，吉利正在积极物色欧洲工厂选址。

4.1.2 3 档 DHT 变速箱适应不同工况；单档 DHT 提供降本选择

我们认为 3 档 DHT 变速箱针对不同工况可合理提供高扭矩带来的加速度。3 档 DHT 采用“双电机+发动机”共同驱动。在全功率急加速模式下，基于低中高速 3 档动力输出，“双电机+发动机”并联驱动可以带来 3 种不同的使用场景。其中，在启动阶段，想要快速启动车辆并实现急加速，可以匹配 1 档来实现弹射起步；在城市道路中低速行驶并想超车时，则可匹配 2 档实现全油门超车；在高速场景中高速行驶并想超车时，则可匹配 3 档实现全油门超车。

表10: 急加速模式下的 3 种使用场景

工作模式		发动机	P1 电机	P2 电机	使用场景
全功率急加速	1 档	智能介入	智能介入	工作	弹射起步
	2 档	智能介入	智能介入	工作	中低速时全油门加速
	3 档	智能介入	智能介入	工作	高速时全油门加速

资料来源: 电驹公众号、浙商证券研究所

我们认为吉利汽车独有的 3 档 DHT 变速箱更符合欧美市场消费者需求。

欧美市场路况涉及大量爬坡场景, 用户平时存在使用车辆拖挂重物 (例如雪具、船只等) 的需求, 需要更大扭矩的产品提供低速阶段的加速度。领克 07EM-P 搭载的 3 档 DHT 变速箱支持低速下的油电混动, 发动机不只在高速驱动车辆, 起步阶段也会给予加速度。

此外, 欧美市场涉及大量高速场景, 3 档 DHT 相较单档 DHT 可以实现降档增扭, 而单档 DHT 则无法实现。在高速场景中, 快速降档让整套系统获得更多轮边扭矩。

除了使用三档 DHT 的高性能雷神混动 EMP 系统以外, 吉利汽车自主研发的节能高性价比雷神混动 EM-i 已经推出, 将率先应用于银河星舰 7, 为客户提供成本更低的变速箱版本同时, 最高热效率达到 46.5%, 有效降低油耗。

4.2 自研智能座舱系统和硬件; 浩瀚智驾 2.0 打造高端智能电动品牌

4.2.1 智能座舱域: 收购魅族, 车机系统优质体验

智能座舱系统方面, 2022 年 7 月 4 日, 吉利控股集团旗下公司收购魅族, 持股 79%。魅族于 2023 年 3 月底正式发布 FlymeAuto 车机系统, 搭配亿咖通的计算平台, 目前已在领克多款车、银河 E5、星愿等产品应用。

智能座舱芯片方面, 2024 年吉利自研并量产了国内首颗 7nm 车规级座舱芯片“龙鹰一号”, AI 算力是高通骁龙 8155 的 2 倍, 支持 2.5K 高清视频播放, 同时具备更高阶的 AI 应用持续拓展实力, 为新款“银河 Flyme Auto”智能座舱系统提供硬件支持。

4.2.2 智能驾驶域: 浩瀚智驾 2.0 带来端到端新升级

极氪新款 001 搭配 1 颗速腾聚创的激光雷达和双 Orin-X 芯片的浩瀚智驾 2.0 系统。浩瀚智驾 2.0 采用场景认知大模型 SCM 和交互式规控大模型 IPM。SCM 可以理解的交通场景新增超过 1000 种。IPM 将预测、决策和规划融合到一个大模型中, 以老司机的人驾经验数据进行训练, 还原人类的驾驶方式。两个大模型进行串联和深度耦合, 形成一个统一的神经网络, 从而减少跨模块的累积误差, 实现了泊车场景端到端和路口场景端到端。

浩瀚智驾 2.0 推出的城市 NZP 通勤模式, 用户可以自定义他们的驾驶路线。通过先进的自适应学习算法, 车辆能够在学习过程中迅速掌握并记忆这些路线。一旦学习完成, 车辆能够自动生成并执行这些路线。

图31: 城市 N2P 通勤模式



资料来源: 懂车帝、浙商证券研究所

4.3 不同动力类型平台架构，纯电平台架构实现高低端搭配

平台架构的实施能够优化概念设计、研发到生产制造的整个价值链，提高产出效率。吉利汽车平台架构按照动力形式可分为三大类：

- (1) 燃油：CMA（高配）、BMA（低配）。
- (2) 插混：BMA Evo、CMA Evo、SPA Evo
- (3) 纯电：SEA（高配）、GEA（低配）。

多元化动力系统平台架构的布局使得吉利汽车在产品矩阵上实现全覆盖且效率更高。

图32: 吉利汽车品牌动力类型和平台架构分类——动力形式趋于电气化

动力形式电气化

	平台架构	定位与车辆级别	品牌与车型
纯电	SEA Sustainable Experience Architecture	中高端 A级、B级、C级	- 极氪全系列：X、001、007、7X - 领克Z10、银河E8
	GEA Global New Generation E-Hybrid Architecture	中低端 A0级、A级	- 几何全系列 - 银河E5、星愿
插混	SPA Evo SPA Evolution	高端 C级	领克09 EMP
	CMA Evo CMA Evolution	中端 A级、B级	银河L6轿车（帝豪油改电）、L7SUV（博越L油改电）、领克07 EMP、领克08 EMP
	BMA Evo BMA Evolution	中低端 A0级	领克06 EMP
燃油	CMA Compact Modular Architecture	中端 A级	- 领克01、领克03 - 星瑞、星瑞L、星越L
	BMA Basic Modular Architecture	中低端 A0级、A级	- 领克06 - 缤越、缤瑞

资料来源: 懂车帝、汽车之家、搜狐汽车、浙商证券研究所

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

基于过往吉利汽车销量情况及未来两年汽车行业变化趋势,我们对公司各车型销量及业绩做了如下预测:

吉利品牌销量: 吉利品牌银河系列将加速推进新能源化转型,银河 L6/L7、银河 E5/E8,星愿、星舰系列陆续上市及换代,预计将成为 10-15 万元级别新能源(纯电+插混)市场上的重要玩家。我们预计 24-26 年,吉利品牌将实现销量 157.1、183.8、216.9 万辆。

极氪品牌销量: 极氪品牌产品线扩展迅速,今年下半年推出主流 SUV 极氪 7X 及创新车型极氪 MIX。极氪 7X 为主流外形 SUV,切入 20-30 主流电动 SUV 市场,此车有望帮助极氪打破此前销量过于依赖极氪 001 的局面,开启双主销格局;极氪 MIX 功能层面及内饰设计创意颇多,为智能汽车未来发展做出有意义探索。展望明年,极氪的大型旗舰 SUV 车型将于今年四季度发布,其搭载了纯电和超级电混两种动力形式,多样的动力形式有望进一步带动极氪品牌销量提振。我们预计 24-26 年,极氪品牌将实现销量 21.5、30.1、37.6 万辆。

领克品牌销量: 领克品牌在今年以前主要覆盖燃油及插混车型,其中去年下半年推出的领克 08 及今年上半年推出的领克 07 凭借优秀的性能,精致的内外饰设计均获得较好的销量反馈,下半年领克在国内及海外分别推出纯电车型 Z10 及 Z20,前者定位中大型轿车,后者定位海外市场紧凑型 SUV 市场。我们认为领克品牌在插混市场的稳扎稳打以及纯电市场的新车型新增量有望稳健推动领克销量持续上行。我们预计 24-26 年,领克品牌将实现销量 26.5、30.4、35.0 万辆。

表11: 盈利预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
汽车业务收入 (亿元)	1227.83	1496.23	1878.97	2310.27	2799.77
汽车业务收入占比	82.98%	83.49%	82.27%	82.94%	82.94%
吉利汽车销量 (万辆)	143.30	168.65	205.07	244.34	289.52
吉利汽车销量 (万辆) (不含领克及睿蓝)	119.67	146.63	178.61	213.91	254.52
平均单车售价 (万元) (不含领克及睿蓝)	10.26	10.20	10.52	10.80	11.00
零部件制造、汽车销售、研发、知识产权及电池等其他收入 (亿元)	251.81	295.81	404.85	475.30	576.01
零部件制造、汽车销售、研发、知识产权及电池等其他收入主营占比	17.02%	16.51%	17.73%	17.06%	17.06%
营业收入 (亿元)	1479.65	1792.04	2283.82	2785.58	3375.78
营业收入 YoY	45.62%	21.11%	27.44%	21.97%	21.19%
其他营业收入 (亿元)	6.01	6.43	9.00	9.00	9.00
营业总收入 (亿元)	1485.65	1798.46	2292.82	2794.58	3384.78
营业总收入 YoY	45.63%	21.06%	27.49%	21.88%	21.12%

资料来源: Wind、Marklines、浙商证券研究所

5.2 估值预测

我们选取同样为国产自主龙头上市公司的长安汽车、比亚迪汽车以及长城汽车作为可比公司, PE 均值预计为 16.92、12.25 倍。我们预计公司 24-26 年实现营业总收入 2293、2795、3385 亿元, 同比+27%、22%、21%; 归母净利润 142、115、136 亿元, 同比+167%、-19%、18%, 对应当前 PE 9.73、12.04、10.19 倍。考虑到公司纯电及插电混动产品扩张周期已至, 产品均价持续提升, 给予公司“买入”评级。

表12: 可比公司估值情况

代码	证券简称	总市值(亿元)	pe	
			24E	25E
	均值	744.60	16.92	12.25
1211.HK	比亚迪股份	7,830.49	19.10	15.18
2333.HK	长城汽车	1,934.03	8.62	7.49
2015.HK	理想汽车-W	1,846.19	23.03	14.09

资料来源: Wind (截至 2024 年 12 月 31 日, 采用 Wind 一致预期)、浙商证券研究所

6 风险提示

新车销量不及预期: 公司新车周期将至, 如新车销量提振不及预期, 将影响其最终业绩兑现。

汽车价格竞争加剧: 自 2023 年以来, 国内新能源汽车加速上市新车型, 车企之间价格竞争愈演愈烈。

汽车出口不及预期：国际贸易环境发生变化，进口关税政策受到影响，从而可能导致吉利汽车出口不及预期

表附录：三大报表预测值

资产负债表(百万港元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表(百万港元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	113,635	144,731	175,302	223,541	营业收入	179204	228382	278558	337578
现金	36,775	60,324	72,350	92,071	其他收入	643	900	900	900
应收账款及票据	35,898	50,615	57,438	70,682	营业成本	151789	191841	233571	282553
存货	15,422	16,137	21,091	25,996	销售费用	11832	12561	15042	18229
其他	25,539	17,654	24,423	34,791	管理费用	12020	14388	17271	20930
非流动资产	78,963	83,942	84,470	84,586	研发费用	3361	3407	4360	5550
固定资产	27,351	26,471	25,634	24,840	财务费用	(544)	(858)	(1565)	(1926)
无形资产	23,954	22,756	21,619	20,538	除税前溢利	4950	14369	10886	13221
其他	27,658	34,716	37,217	39,208	所得税	15	718	289	506
资产总计	192,598	228,673	259,772	308,126	净利润	4935	13651	10597	12715
流动负债	96,824	118,913	139,414	175,054	少数股东损益	(373)	(546)	(873)	(839)
短期借款	0	0	0	0	归属母公司净利润	5308	14197	11470	13554
应付账款及票据	59,071	72,202	87,515	107,390					
其他	37,753	46,711	51,899	67,664	EBIT	4406	13511	9321	11295
非流动负债	10,622	10,958	10,958	10,958	EBITDA	12608	16088	11795	13670
长期债务	5,440	5,440	5,440	5,440	EPS (元)	0.51	1.41	1.14	1.35
其他	5,182	5,518	5,518	5,518					
负债合计	107,446	129,871	150,372	186,012					
普通股股本	184	184	184	184	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
储备	80,410	94,607	106,077	119,631	成长能力				
归属母公司股东权益	80,509	94,705	106,175	119,730	营业收入	21.11%	27.44%	21.97%	21.19%
少数股东权益	4,643	4,097	3,224	2,385	归属母公司净利润	0.91%	167.43%	-19.21%	18.17%
股东权益合计	85,151	98,802	109,399	122,114	获利能力				
负债和股东权益	192,598	228,673	259,772	308,126	毛利率	15.30%	16.00%	16.15%	16.30%
					销售净利率	2.96%	6.22%	4.12%	4.02%
					ROE	6.59%	14.99%	10.80%	11.32%
					ROIC	4.85%	12.31%	7.90%	8.52%
现金流量表(百万港元)	2023A	2024E	2025E	2026E	偿债能力				
经营活动现金流	22,342	24,592	15,237	22,460	资产负债率	55.79%	56.79%	57.89%	60.37%
净利润	5,308	14,197	11,470	13,554	净负债比率	-36.80%	-55.55%	-61.16%	-70.94%
少数股东权益	(373)	(546)	(873)	(839)	流动比率	1.17	1.22	1.26	1.28
折旧摊销	8,203	2,578	2,474	2,375	速动比率	0.82	1.01	1.01	1.01
营运资金变动及其他	9,205	8,364	2,166	7,369	营运能力				
投资活动现金流	(16,145)	(798)	(2,966)	(2,494)	总资产周转率	1.02	1.08	1.14	1.19
资本支出	(15,322)	(500)	(500)	(500)	应收账款周转率	5.51	5.28	5.16	5.27
其他投资	(822)	(298)	(2,466)	(1,994)	应付账款周转率	2.90	2.92	2.92	2.90
筹资活动现金流	(2,764)	(245)	(245)	(245)	每股指标 (元)				
借款增加	(5,422)	0	0	0	每股收益	0.51	1.41	1.14	1.35
普通股增加	0	0	0	0	每股经营现金流	2.22	2.44	1.51	2.23
已付股利	(1,916)	(245)	(245)	(245)	每股净资产	8.00	9.40	10.54	11.88
其他	4,574	0	0	0	估值比率				
现金净增加额	3,434	23,549	12,026	19,721	P/E	15.44	9.73	12.04	10.19
					P/B	0.98	1.46	1.30	1.15
					EV/EBITDA	3.80	5.18	6.04	3.77

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>