

吉利汽车 (00175.HK)

新车强势、拐点向上

新车密集发布，看好公司下半年量价双升：公司2021年下半年预计将先后上市星越L、四代帝豪、极氪001、领克09等重磅车型，车型强势周期有望有效提振公司销量，同时将显著提升ASP。其中：1)星越L对标长安UNI-K，预计稳态月销6000-8000辆；2)极氪001对标比亚迪汉与Model3，上市两月订单火爆，因2021年可交付订单售罄而停止接受意向金，预计稳态月销7000-9000辆，2021年受产能限值预计交付约1万辆；3)第4代帝豪基于BMA平台，采用新一代4.0家族化设计语言，车型尺寸、发动机均有所升级，预计与3代同售，接替停产的远景系列，巩固公司在6-10万元入门级家轿的市场优势；4)领克09对标理想ONE与汉兰达，为领克品牌首款大7座SUV，基于沃尔沃SPA平台，预计2021年Q4上市。

电动化+智能化赋能，公司正处在新一轮强车型周期的向上拐点，极氪品牌市值空间大。1)公司发展经历“1.0”到“4.0”共4个时代，每个时代核心技术能力、动力总成、研发体系、品牌架构都有显著升级，而历次主力车型的换代期均为公司盈利能力低点，期间毛利率下滑约3-5PCT，随着新车型销量占比的提升，规模效应下公司毛利率迅速企稳回升。根据测算，预计公司2021年平台化车型的销量占比预计将由2020年的29%提升至48%，我们认为公司的销量与盈利能力的拐点已经接近。2)公司依托母公司旗下沃尔沃、亿咖通，同时联合华为、百度、腾讯、富士康等龙头公司，电动化&智能化路径清晰，能力稳居自主第一梯队，极氪作为旗下首个高端纯电品牌，其浩瀚架构是目前全球带宽最大的纯电架构，支持L3-L4级自动驾驶，目前极氪001订单火爆、竞争力强劲，产能爬坡后，未来市值空间大。

盈利预测与估值。行业层面，整车板块的估值中枢随着自主车企技术实力的不断增强，未来仍有上移空间，而头部自主品牌在电动化、智能化领域强势，车型质量/密度均已远超同行，未来市占率提升确定性强。我们预计公司2021-2023年销量分别为147/159/167万辆，对应市占率分别为6.6%/6.9%/7.0%，其中：1)领克品牌销售28.0/29.4/30.6万辆；2)极氪品牌计划在2023年共推出7款产品，我们预计2022/2023年分别上市一款新车，品牌共销售1.0/13.2/20.0万辆；3)吉利品牌销售118/116.8/116.8万辆。预计公司2021-2023年归母净利润分别为92.1/110.7/121.5亿元人民币，对应EPS 0.94/1.13/1.24元。采用分部估值，按传统燃油车（吉利+领克品牌）20倍PE，极氪品牌4倍PS，2022年目标市值3071亿元人民币，对应目标价37.52元港币。

风险提示：行业销量受疫情、供应链短缺影响或不及预期，新车发布不及预期。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	97,712	92,374	103,476	126,590	136,208
增长率yoy(%)	-8.5	-5.5	12.0	22.3	7.6
归母净利润(百万元)	8,190	5,534	9,209	11,073	12,150
增长率yoy(%)	-34.8	-32.4	66.4	20.2	9.7
EPS最新摊薄(元/股)	0.83	0.56	0.94	1.13	1.24
净资产收益率(%)	27.9	15.4	12.9	13.9	13.6
P/E(倍)	26.0	38.5	23.1	19.2	17.5
P/B(倍)	3.9	3.3	3.0	2.7	2.4

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2021年6月25日收盘价

买入(维持)

股票信息

行业	汽车
前次评级	买入
6月29日收盘价(港元)	25.30
总市值(百万港元)	248,463.12
总股本(百万股)	9,820.68
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	87.90

股价走势



作者

分析师 夏天

执业证书编号：S0680518010001

邮箱：xiatian@gszq.com

相关研究

- 1、《吉利汽车(00175.HK)：业绩低谷，2021销量&业绩有望全面改善》2021-03-25
- 2、《吉利汽车(00175.HK)：智能化战略加速推进，2021强车型周期开启》2021-01-25
- 3、《吉利汽车(00175.HK)：星瑞上市，CMA平台降本潜力显现》2020-11-02

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	50014	50935	55070	57342	61894	营业收入	97712	92374	103476	126590	136208
现金	19281	18977	16512	19439	19729	营业成本	80485	77377	85124	103949	111574
应收票据及应收账款	19804	24817	25659	26010	27405	营业税金及附加	4	5	6	7	7
其他应收款	6068	2917	6938	5721	7900	营业费用	4332	5053	4656	5697	6129
预付账款	0	0	0	0	0	管理费用	5122	5745	2173	2658	2860
存货	4821	3691	5673	5761	6512	研发费用	850	588	4346	5317	5721
其他流动资产	40	534	287	410	349	财务费用	-108	-208	-154	-190	-217
非流动资产	57914	59881	66478	73877	80593	资产减值损失	4	5	0	0	0
长期投资	8837	9689	10165	10854	11436	其他收益	68	0	68	68	68
固定资产	27070	26574	30264	34883	38903	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	17598	18610	20772	21855	23740	投资净收益	664	875	1093	1432	1707
其他非流动资产	4408	5008	5277	6286	6513	资产处置收益	0	0	0	0	0
资产总计	107928	110816	121548	131219	142486	营业利润	7773	4190	8485	10652	11908
流动负债	48526	41887	45364	46884	49346	营业外收入	1859	2246	2246	2246	2246
短期借款	0	0	0	0	0	营业外支出	4	5	5	5	5
应付票据及应付账款	33758	30229	32825	34239	36602	利润总额	9636	6441	10726	12892	14148
其他流动负债	14768	11658	12539	12646	12744	所得税	1375	866	1443	1734	1903
非流动负债	4477	4716	4331	3877	3283	净利润	8261	5575	9283	11158	12245
长期借款	4149	3909	3525	3071	2477	少数股东损益	72	41	74	86	96
其他非流动负债	327	806	806	806	806	归属母公司净利润	8190	5534	9209	11073	12150
负债合计	53003	46602	49696	50761	52630	EBITDA	9332	6130	12397	14820	16346
少数股东权益	489	582	656	742	838	EPS (元)	0.83	0.56	0.94	1.13	1.24
股本	9167	9817	9817	9817	9817	主要财务比率					
资本公积	54436	63631	63631	63631	63631	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
留存收益	42625	45563	52273	60563	69741	成长能力					
归属母公司股东权益	54436	63631	71195	79716	89019	营业收入(%)	-8.5	-5.5	12.0	22.3	7.6
负债和股东权益	107928	110816	121548	131219	142486	营业利润(%)	-42.2	-46.1	102.5	25.5	11.8
						归属于母公司净利润(%)	-34.8	-32.4	66.4	20.2	9.7
						获利能力					
						毛利率(%)	17.6	16.2	17.7	17.9	18.1
						净利率(%)	8.4	6.0	8.9	8.7	8.9
						ROE(%)	27.9	15.4	12.9	13.9	13.6
						ROIC(%)	13.6	7.8	11.7	12.8	12.7
						偿债能力					
						资产负债率(%)	49.1	42.1	40.9	38.7	36.9
						净负债比率(%)	-27.1	-30.4	-15.7	-18.1	-17.1
						流动比率	1.0	1.2	1.2	1.2	1.3
						速动比率	0.9	1.1	1.1	1.1	1.1
						营运能力					
						总资产周转率	1.0	0.8	0.9	1.0	1.0
						应收账款周转率	5.2	4.1	4.1	4.9	5.1
						应付账款周转率	2.6	2.4	2.7	3.1	3.2
						每股指标 (元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.83	0.56	0.94	1.13	1.24
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.28	0.16	0.62	1.42	1.13
						每股净资产(最新摊薄)	5.54	6.48	7.25	8.12	9.06
						估值比率					
						P/E	26.0	38.5	23.1	19.2	17.5
						P/B	3.9	3.3	3.0	2.7	2.4
						EV/EBITDA	5.6	7.7	6.1	4.6	12.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 6 月 29 日收盘价

内容目录

1、新车密集发布，看好公司下半年量价双升	4
1.1 星越 L：对标长安 UNI-K，预计稳态月销 6000-8000 辆	5
1.2 极氪 001：对标汉&Model3，订单火爆，预计月销 7000-9000 辆	7
1.3 第 4 代帝豪：预计与 3 代同售，接替远景系列，巩固 6-10 万元市场	9
1.4 领克 09：对标理想 ONE&汉兰达，布局大 7 座 SUV	10
2、电动+智能赋能，公司处在新一轮强车型周期拐点	11
2.1 2021 年平台化销量占比预计接近 50%，销量&毛利率有望企稳回升	11
2.2 远景系列渠道库存已接近清理完成，新车上线潜力充足	13
2.3 电动化&智能化能力稳居自主第一梯队，“4.0”时代竞争力充足	14
3、盈利预测与估值	16
风险提示	17

图表目录

图表 1：公司下半年主要新车一览	4
图表 2：公司主要新车型与年销量	5
图表 3：星越 L 各版本配置对比	6
图表 4：星越 L 与长安 UNI-K 对比	6
图表 5：极氪 001 配置	7
图表 6：极氪订单结构	8
图表 7：极氪 001 与汉、Model3 对比	9
图表 8：第 4 代帝豪与主要竞品对比	10
图表 9：历代帝豪造型	10
图表 10：领克 09 与竞品对比	11
图表 11：吉利汽车 1.0 时代到 4.0 时代汇总	12
图表 12：主力车型换代对公司毛利率的影响	12
图表 13：公司平台化车型销量占比测算	13
图表 14：公司 2018 年至今各车型累计渠道库存	13
图表 15：吉利与其他车企纯电平台对比	14
图表 16：公司未来的自动驾驶规划	15
图表 17：车企智能驾驶规划对比	15
图表 18：公司销量预测（万辆）	16
图表 19：公司盈利预测简表	16
图表 20：可比公司 2021 年 PS（亿元）	16

1、新车密集发布，看好公司下半年量价双升

根据已公布信息，公司 2021 年下半年预计将先后上市星越 L、四代帝豪、极氪 001、领克 09 等重磅车型，车型强势周期有望有效提振公司销量。根据公司已公布信息，公司下半年将现有上市/发布星越 L、四代帝豪、极氪 001、领克 09 四款重磅新车，其中：1) 极氪 001 为公司浩瀚架构首款车型，5 月开启预购以来订单量持续超预期，预计将于 2021 年 10 月起开始交付；2) 星越 L 基于 CMA 平台打造，预计 7 月 20 日上市；3) 领克 09 已经于 6 月 19 日发布，基于沃尔沃 SPA 平台打造，预计将于今年四季度上市；4) 第 4 代帝豪为公司现有主力车型的大改款，基于 BMA 平台打造。

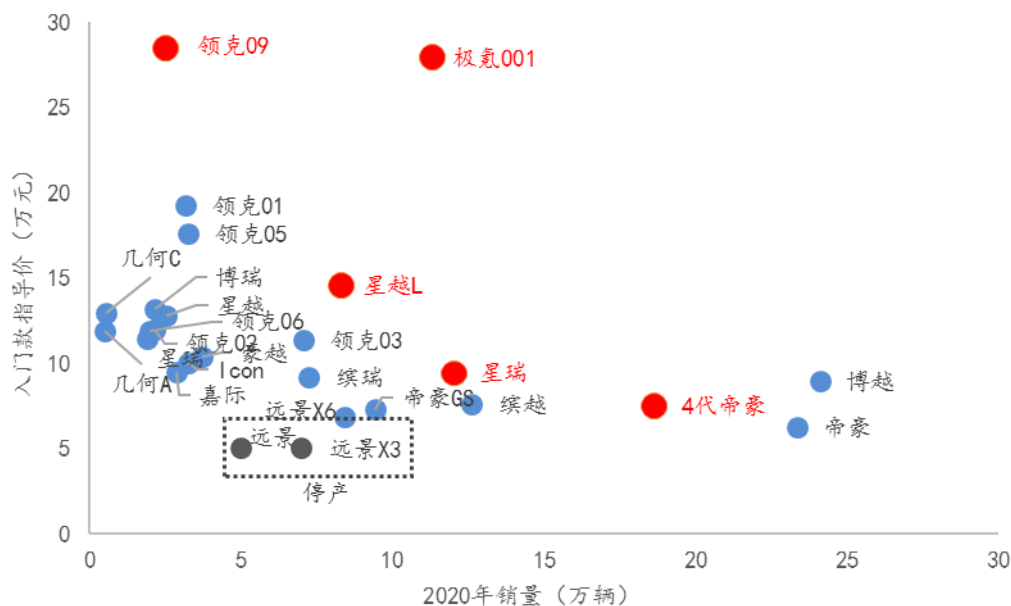
新车型贡献销量增量，同时将显著提升公司 ASP。根据公司目前已发布的车型规划，新车型星越 L、四代帝豪、极氪 001、领克 09 的整体定位均高于公司现有车型，叠加车型本身的强竞争力，未来将有效贡献销量增量，同时将显著提升公司 ASP。我们认为公司“4.0 时代”的强车型周期已经开启。

图表 1：公司下半年主要新车一览

图片	车型
	星越 L
	发布时间 4 月 19 日
	上市时间 7 月 20 日
	指导价 预售价 14.80-18.80 万元
	级别 A 级 SUV
	第 4 代帝豪
	发布时间 5 月 30 日
	上市时间 预计 2021 年 8 月
	指导价 未公布
	级别 A 级轿车
	极氪 001
	发布时间 4 月 15 日
	上市时间 预计 2021 年 10 月
	指导价 28.1-36.0 万元
	级别 B 级轿车
	领克 09
	发布时间 6 月 19 日
	上市时间 预计 2021Q4
	指导价 未公布
	级别 B 级 SUV
	搭载平台 SPA

资料来源：汽车之家，公司官网，国盛证券研究所

图表 2: 公司主要新车型与年销量



资料来源: 中汽协, 国盛证券研究所, 注: 星瑞于 2021 年 11 月上市, 红色标记为新车型的预测稳态年销量

1.1 星越 L: 对标长安 UNI-K, 预计稳态月销 6000-8000 辆

星越 L 是公司面向中高端市场的全新旗舰 SUV, 定位介于博越与领克之间, B 级轴距+豪华内饰/车机+FOTA 是其核心亮点: 星越 L 于 2021 年 5 月开启预售, 新车公布了 2 种动力 5 款配置车型, 预售区间为 14.8-18.8 万元, 具体而言:

- **动力总成:** 星越 L 全系搭载 Drive-E2.0TD 高性能动力总成, 其中低功率版 (与星瑞同款), 最大功率 218 马力, 匹配 7-DCT 变速箱; 高功率版最大功率 238 马力, 匹配 8AT 变速箱;
- **车身尺寸:** 星越 L 定位 A 级 SUV, 车身尺寸为 4770×1895×1689mm, 其中星越 L 轴距达到 2845mm, 接近 B 级 SUV 的长安 UNI-K, 沃尔沃 XC60, 宽阔的车内空间为车型奠定了良好的竞争力;
- **内外饰:** 外观方面, 吉利星越 L 采用了直瀑式的盾型进气格栅, 大灯则采用了方正的造型, 整体看上去很有力量感。外部配置方面, 新车将配备无骨自动雨刮、外后视镜电动折叠、LED 日间行车灯、全景天窗、感应式电动尾门等等。内饰方面, 新车将采用 10.25 英寸全液晶仪表与 12.3 英寸中控屏的双联屏设计, 此外还配有麂皮顶棚、无钥匙进入/启动、抬头显示、内后视镜自动防眩目、三区独立空调、主驾座椅记忆、主副驾座椅通风、前排座椅加热以及 BOSE 音响等。
- **智能化:** 新车支持全域 FOTA, 车机搭载高通骁龙 8155 芯片, 支持手机 App 远程控制、智能语音交互系统、4G 网络+Wi-Fi 等功能。辅助驾驶方面, 除了最低配车型外, 其余车型搭载了包括 ACC 全速自适应巡航、主动刹车、车道偏离预警、道路交通标志识别等在内的辅助驾驶功能。高配车型还增加了车道保持辅助、并线辅助、自动泊车等功能。

对标长安 UNI-K, 预计星越 L 稳态月销 6000-8000 辆: 1) **动力总成:** 星越 L 的低功率版搭载 DRIVE-E 4T 版发动机, 发动机功率低于长安 UNI-K 搭载的蓝鲸 2.0TGDI 发动机, 同时变速箱采用 7-DCT 版本; 而高功率版本下, 两者性能较为接近; 2) **智能化:** 星越 L 支持全域 FOTA, 且高功率版配备 HUD+自动泊车入位, 搭载骁龙 8155 芯片, 配备 24 个全车传感器; 3) **UNI-K** 近三个月销量分别为 **1,392、6,608、5,093 辆**, 考虑到星越 L 入门款的指导价更低 (预售价 **14.8 万元**), 预计稳态月销有望达 **6000-8000 辆**。

图表 3: 星越 L 各版本配置对比

	低功率版			高功率版	
车型	星越 L 2021 款 2.0TD DCT EVO 两驱豪华型	星越 L 2021 款 2.0TD DCT EVO 两驱尊贵型	星越 L 2021 款 2.0TD DCT EVO 两驱旗舰型	星越 L 2021 款 2.0TD 高功自动四驱尊贵型	星越 L 2021 款 2.0TD 高功自动四驱旗舰型
指导价	14.80 万 (预售价)	15.80 万 (预售价)	16.80 万 (预售价)	17.80 万 (预售价)	18.80 万 (预售价)
长 × 宽 × 高(mm)	4770 × 1895 × 1689	4770 × 1895 × 1689	4770 × 1895 × 1689	4770 × 1895 × 1689	4770 × 1895 × 1689
轴距(mm)	2845	2845	2845	2845	2845
发动机	2.0T L4	2.0T L4	2.0T L4	2.0T L4	2.0T L4
最大马力 (PS)	218	218	218	238	238
变速箱	7 挡双离合	7 挡双离合	7 挡双离合	8 挡手自一体	8 挡手自一体
全液晶仪表盘	-	●	●	●	●
液晶仪表盘尺寸	10.25 英寸	12.3 英寸	12.3 英寸	12.3 英寸	12.3 英寸
中控台大屏尺寸	12.3 英寸	双 12.3 英寸	双 12.3 英寸	双 12.3 英寸	双 12.3 英寸
HUD 抬头数字显示	-	-	●	-	●
远光灯光源	LED	矩阵式 LED	矩阵式 LED	矩阵式 LED	矩阵式 LED
并线辅助	-	-	●	-	●
巡航系统	定速巡航	全速自适应巡航	全速自适应巡航	全速自适应巡航	全速自适应巡航
自动泊车入位	-	-	●	-	●

资料来源: 太平洋汽车, 国盛证券研究所

图表 4: 星越 L 与长安 UNI-K 对比

	低功率版		高功率版	
	星越 L	长安 UNI-K	星越 L	长安 UNI-K
	2021 款 2.0TD DCT EVO 两驱尊贵型	2021 款 2.0T 卓越型	2021 款 2.0TD 高功自动四驱旗舰型	2021 款 2.0T 全轮驱动尊贵型
官方价	15.80 万	15.39 万	18.80 万	18.49 万
长 × 宽 × 高(mm)	4770 × 1895 × 1689	4865 × 1948 × 1690	4770 × 1895 × 1689	4865 × 1948 × 1700
轴距(mm)	2845	2890	2845	2890
最大马力(PS)	218	233	238	233
变速箱	7 挡双离合	8 挡手自一体	8 挡手自一体	8 挡手自一体
液晶仪表盘尺寸	12.3 英寸	3.5 英寸+10.25 英寸+9.2 英寸	12.3 英寸	3.5 英寸+10.25 英寸+9.2 英寸
中控台大屏尺寸	双 12.3 英寸	12.3 英寸	双 12.3 英寸	12.3 英寸
HUD 抬头数字显示	-	-	●	-
大灯特殊结构	● 矩阵式	-	● 矩阵式	-
巡航系统	● 全速自适应巡航	● 自适应巡航	● 全速自适应巡航	● 全速自适应巡航
自动泊车入位	-	-	●	-
并线辅助	-	-	●	●

资料来源: 太平洋汽车, 国盛证券研究所

1.2 极氪 001: 对标汉&Model3, 订单火爆, 预计月销 7000-9000 辆

极氪 001 是公司极氪品牌、浩瀚架构下的首款车型, 定位入门级轿跑, 高续航里程、L3 级自动驾驶、豪华内饰&电子配置、猎装轿跑造型为其核心亮点。4 月 15 日公司发布极氪 001, 共推出 3 款车型, 售价区间为 28.1-36 万元。新车基于 SEA 浩瀚架构打造, 轴距达到了 3005mm。极氪 001 根据配置不同, 有双电机、单电机两种动力、三种续航里程可选, 其中搭载的双电机最大功率 400kW, 0-100km/h 加速时间仅 3.8s。

- **动力总成:** 极氪 001 有双电机、单电机两种动力, 其中搭载的双电机最大功率 400kW, 0-100km/h 加速时间仅 3.8s。续航里程上则有两种电池包容量、三种续航里程可选, 搭载容量为 100kWh 的三元锂电池的单电机版本车型, NEDC 工况下的续航里程为 712km, 双电机版本的续航里程则为 606km, 搭载 86kWh 电池组的双电机版本车型, 续航里程为 526km。此外, 该车还支持最高 360kW 快充能力, 30%-80%充电时间为 25 分钟, 最快可以达到充电 5 分钟, 续航里程增加 120km;
- **造型&车身尺寸:** 极氪 001 采用了猎装旅行车的造型设计, 侧面线条非常平滑且优雅, 但前后凸出车身的翼子板设计、门板上隆起的筋线, 让整车的力量感得以展现。同时, 新车还配备了无边框的车门以及 22 英寸轮圈, 与整车搭配非常协调。在车身尺寸方面, 长宽高分别为 4970/1999/1560mm, 轴距为 3005mm;
- **自动驾驶能力:** 新车搭配 7nm 的芯片, 算力较上一代提升 20 倍, 全车还配备 12 个超声波雷达、15 个高清摄像头, 组合成为鹰眼视觉融合感知系统, 来为更高级别智能辅助驾驶系统提供硬件保障。此外该车的智能化还表现在可以进行骨骼识别, 通过定位人体特征点, 识别姿势, 预判行为, 对道路上其他交通人员、车辆进行识别, 提升行车安全, 此外, 官方表示, 2022 年极氪将率先推出城市自动驾驶方案。

图表 5: 极氪 001 配置

	极氪 001 2021 款 超长续航单电机 WE 版	极氪 001 2021 款 长续航双电机 WE 版	极氪 001 2021 款 超长续航双电机 YOU 版
官方价	28.10 万	28.10 万	36.00 万
长×宽×高(mm)	4970×1999×1560	4970×1999×1560	4970×1999×1548
轴距(mm)	3005	3005	3005
工信部纯电续航里程(km)	712	526	606
电池容量(kWh)	100	86	100
电池类型	三元锂电池	三元锂电池	三元锂电池
驱动电机数	单电机	双电机	双电机
电动机总功率(kW)	200	400	400
空气悬挂	○	○	●
并线辅助	●	●	●
巡航系统	全速自适应巡航	全速自适应巡航	全速自适应巡航
泊车影像系统	360 度全景影像	360 度全景影像	360 度全景影像
液晶仪表盘尺寸	8.8 英寸	8.8 英寸	8.8 英寸
中控台大屏尺寸	15.4 英寸	15.4 英寸	15.4 英寸
HUD 抬头数字显示	●	●	●
座椅材质	真皮	真皮	真皮
大灯特殊结构	矩阵式	矩阵式	矩阵式
自动泊车入位	○	○	○

资料来源: 太平洋汽车, 国盛证券研究所

新车预售火爆，上市 2 个月爆单，大定平均定单金额高达 **33.5 万元**。极氪汽车在 6 月 15 日表示，极氪 001 今年可交付订单已经全部售罄，并停止接收意向金。此外，官方数据表示，极氪 001 目前的大定平均定单金额高达 33.5 万元，其中有 40% 的用户选择了顶配 YOU 版，有 82% 的用户对自己的极氪 001 进行了选配，平均选配金额达到 1.9 万元，选装雅马哈高级音响比例超 80%、空悬 61%、自动门 44%、智能按摩 57%。

图表 6: 极氪订单结构



资料来源：公司官网，太平洋汽车，国盛证券研究所

极氪 001 主打豪华内饰轿跑，定位与比亚迪汉较为类似，考虑到极氪 001 的整体定价区间略高于比亚迪汉，预计稳态销量 **7000-9000 辆**。极氪 001 的整体定位与比亚迪汉较为接近，两款车都采用了悬浮式的中控屏幕，并且液晶屏幕的尺寸都超过 15 英寸，配备 nappa 真皮座椅，另一方面，由于极氪 001 发布较新，因此在 HUD、空气悬挂等新配置方面较比亚迪汉有所领先。目前接近价位的比亚迪汉、特斯拉 Model 3，近三个月销量分别为 10,323、8,177、8,214 辆与 25,327、20,438、20,735 辆，考虑到极氪 001 的整体定价区间略高于比亚迪汉，预计稳态销量 7000-9000 辆。

图表 7: 极氪 001 与汉、Model3 对比

	极氪 001	汉	Model 3
	2021 款 长续航双电机 WE 版	2020 款 EV 四驱高性能版旗舰型	2021 款 改款 标准续航升级版(中国制造)
官方价	28.10 万	27.95 万	26.67 万
长×宽×高(mm)	4970×1999×1560	4980×1910×1495	4694×1850×1443
轴距(mm)	3005	2920	2875
工信部纯电续航里程(km)	526	550	468
电池容量(kWh)	86	76.9	55
驱动电机数	双电机	双电机	单电机
电动机总功率(kW)	400	363	202
空气悬挂	○	-	-
巡航系统	●全速自适应巡航	●全速自适应巡航	●全速自适应巡航
泊车影像系统	●360 度全景影像	●360 度全景影像	●倒车影像
液晶仪表盘尺寸	8.8 英寸	12.3 英寸	-
中控台大屏尺寸	15.4 英寸	15.6 英寸	15 英寸
HUD 抬头数字显示	●	-	-
座椅材质	真皮	真皮	仿皮
大灯特殊结构	●矩阵式	●矩阵式	-
自动泊车入位	○	●	○
摄像头个数	15	6	8
毫米波雷达	1	3	1
超声波雷达	12	12	12

资料来源: 太平洋汽车, 国盛证券研究所

1.3 第 4 代帝豪: 预计与 3 代同售, 接替远景系列, 巩固 6-10 万元市场

公司 5 月发布第 4 代帝豪, 整车造型、车身尺寸与内饰升级, 对比竞品, 新一代帝豪在 6-10 万元级市场的设计理念、内饰美化程度优势明显:

- **造型方面:** 新车采用了吉利最新的 **4.0 家族化设计语言**, 采用“极线光影美学”设计理念, 光影回廊前格栅设计, 科技简约的直瀑式格栅元素营造出“悬浮式”的视觉观感, 中网面积相比现款帝豪增大了不少, 搭配全黑色的品牌 LOGO 以及两侧狭长灯组, 三段式脉冲前大灯勾勒出饱满锐利的下压式车头造型, 配上同级最大的 1.25 宽高比, 营造出极具俯冲感的视觉冲击力;
- **尺寸方面:** 新车略有升级, 长宽高 **4638/1820/1460mm**, 轴距为 **2650mm**, 在 6-10 万级自主品牌紧凑型轿车阵营中处于中上水平;
- **发动机:** 新车搭载 **JLC-4G15B** 发动机, 为 3 代帝豪搭载的 **1.5L** 发动机的升级款; 针对油门控制、NVH 等都进行全新的调整和标定, 最大功率 84KW, 最大扭矩达到 147N.m, 变速箱依然是 CVT;
- **内饰:** 升级 12.3 英寸的全液晶仪表、10.25 英寸中控屏, 并且搭载 360 度全景影像。

图表 8: 第 4 代帝豪与主要竞品对比

	第 4 代帝豪	新帝豪	逸动 PLUS	荣威 i5	艾瑞泽 5
	-	2021 款 UP 1.5L 手动舒适型	2021 款 1.6L GDI 手动精英型	2021 款 1.5L 手动铂金版	2020 款 1.5L 手动运动版
官方价	-	6.28 万	7.29 万	6.79 万	6.59 万
长 × 宽 × 高 (mm)	4638 × 1820 × 1460	4632 × 1789 × 1470	4730 × 1820 × 1505	4607 × 1818 × 1489	4572 × 1825 × 1482
轴距(mm)	2650	2650	2700	2680	2670
最大马力(PS)	114	109	128	120	116
发动机	1.5L L4	1.5L L4	1.6L L4	1.5L L4	1.5L L4
进气形式	自然吸气	自然吸气	自然吸气	自然吸气	自然吸气

资料来源: 汽车之家, 国盛证券研究所

图表 9: 历代帝豪造型



资料来源: 58 汽车, 国盛证券研究所

1.4 领克 09: 对标理想 ONE&汉兰达, 布局大 7 座 SUV

公司 6 月 19 日发布领克 09, 定位大尺寸三排 SUV, 预计 Q4 上市。6 月 19 日, 领克品牌首款中大型 SUV 车型领克 09 正式发布。该新车是领克品牌基于 SPA 架构打造的首款中大型 SUV, 同时也是目前领克品牌的旗舰车型。新车计划将在领克位于宁波的梅山工厂投产, 正式上市时间定于 2021 年四季度。

- **新车基于沃尔沃 SPA 平台, 尺寸大于同级沃尔沃 XC90。**领克 09 是首款基于沃尔沃 SPA 架构的 B 级 SUV。尺寸方面, 领克 09 车长达到 5.04 米, 大于同级别的沃尔沃 XC90 (4.95 米);
- **造型设计: 沿用领克家族化风格, 同时有所改进。**领克 09 的车尾依然是典型的领克家族化风格, LED 灯组官方称之为“能量晶体”式设计, 辨识度非常高。而对于

中网，领克 09 并没有使用横向贯穿式的设计，而是采用了竖向镀铬饰条的大嘴风格；

- **内饰全面升级，豪华感提升。**领克 09 的内饰在现有领克车型上全面升级，整体的豪华感有了明显提升，同时在细节设计上与此前的领克车型做出了一定区分，方向盘也采用了全新的样式，不对称式的中控台造型依然体现出了领克注重驾驶的风格。除了设计上的大变化外，领克 09 内饰的一大亮点就是由 6 块液晶屏组成的智能座舱。其中包括一块 12 英寸中控屏、一块 6 英寸空调液晶面板、一块 12.3 英寸全液晶仪表、一块 12.8 英寸 HUD 抬头显示屏以及两块 1.4 英寸的空调旋钮显示屏。
- **动力总成：领克 09 纯燃油版车型搭载了 Drive-E 系列 2.0T 发动机，匹配爱信 8AT 变速箱和 48V 轻混系统，并提供四驱系统。此外，领克 09 未来也会有 PHEV 插电混动、以及 HEV 混动版本。**

图表 10: 领克 09 与竞品对比

	领克 09	理想 ONE	昂科威 Plus
指导价	-	32.80-34.80 万	22.99-30.99 万
车身尺寸	5042 × 1977 × 1780	5030 × 1960 × 1760	4845 × 1883 × 1695
发动机	2.0T+48V	1.2T+增程式双电机	2.0T
变速箱	8AT	-	9AT
最大马力(PS)	252	131 发动机+333 电机	237
整车造型			
内饰设计			

资料来源：汽车之家，国盛证券研究所

2、电动+智能赋能，公司处在新一轮强车型周期拐点

2.1 2021 年平台化销量占比预计接近 50%，销量&毛利率有望企底回升

公司发展经历“1.0”到“4.0”共 4 个时代，每个阶段技术储备、产品力均实现质的飞跃：

- **1.0 时代：**公司成立-2008 年：1997 年开始进入汽车领域，公司逐步实现自主生产的过程，在汽车核心零部件发动机、变速器和底盘的研发和生产工艺日趋成熟。此阶段随着国内居民收入水平的提高，乘用车处于普及阶段，产品供不应求，公司通过推出低价产品占领中低端市场，代表车型为美日、豪情和优利欧；
- **2.0 时代：**2008-2014 年，乘用车行业销量保持双位数增长，社会消费升级加速，汽车电子功能配置增加，公司摒弃低质低价策略，加大自主研发，核心能力为以 JLB-4G 为代表的，公司自主研发的 G1.0 发动机，代表车型为金刚、远景、帝豪；
- **3.0 时代：**2014-2018 年，行业增速中枢下降至个位数，车企竞争加剧，消费者对产

品品质要求提高，吉利汽车造车理念转变为推出精品车，收购沃尔沃后，经过多年的开发，公司在产品、供应链、工厂、制造工艺全面比肩合资品牌，发布全新品牌标识，三大品牌回归到一个吉利，公司期间不断整合沃尔沃技术，核心竞争力为旗下 KC、NL、FE 三大平台+CMA 架构，代表车型为博瑞、博越、帝豪 GS；

- **4.0 时代：2018 年-至今**，公司把握电动化+智能化趋势，全面整合沃尔沃技术，发布全新 SEA 浩瀚架构，与原先的 BMA、CMA，开启全面架构造车的科技新时代，已发布领克系列、星越、星瑞、星越 L、4 代帝豪、极氪等重磅车型。

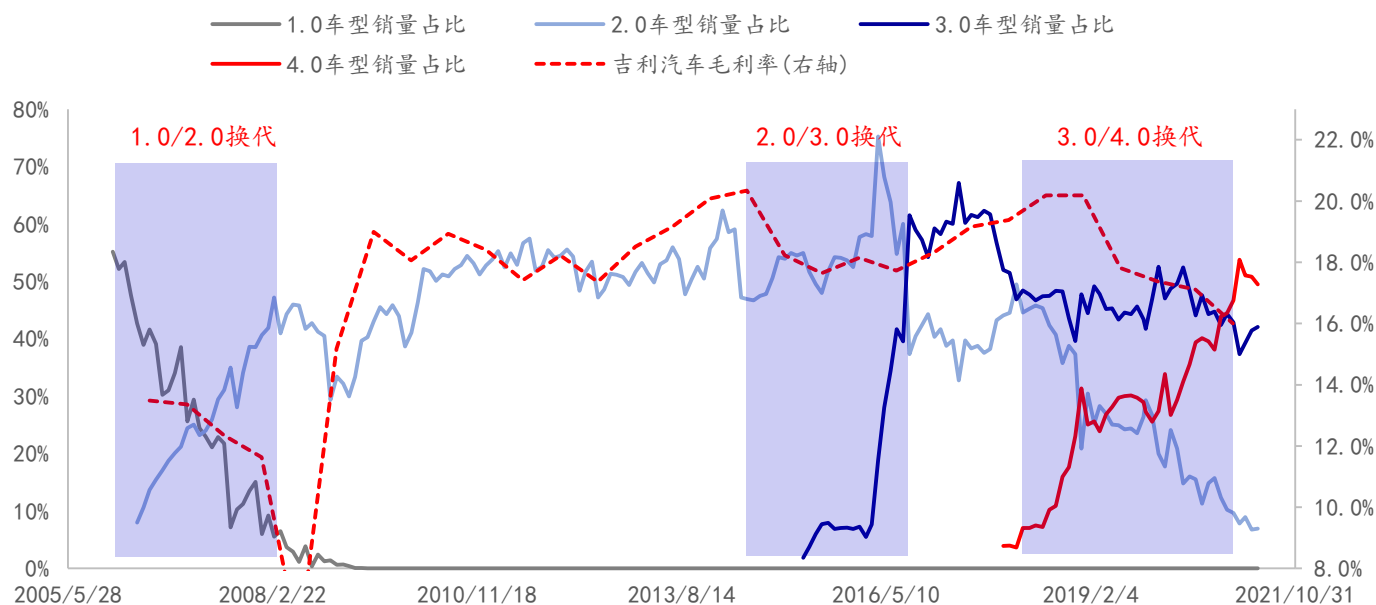
图表 11：吉利汽车 1.0 时代到 4.0 时代汇总

	1.0 时代	2.0 时代	3.0 时代	4.0 时代
标志事件	公司成立	《宁波宣言》	“一个吉利”品牌	CMA、浩瀚架构车型投产
时间	2007 年之前	2007 年-2014 年	2014 年-2018 年	2018 年-至今
代表车型	豪情、美日、优利欧	金刚、远景、帝豪	博瑞、博越、帝豪 GS	领克系列、缤瑞、缤越、星越、星瑞、星越 L、4 代帝豪、极氪等后续车型
核心能力	完善整车制造能力	自主研发发动机	KC、NL、FE 三大平台+CMA 架构	CMA、BMA 架构、浩瀚智能&电动架构
发动机技术	-	G1.0 自吸发动机 (1.5L/1.8L/2.0L/2.4L)	G2.0 涡轮增压发动机 (1.3T/1.4T/1.8T)	G3.0 模块化发动机 (1.0T/1.5T/2.0T)
研发体系	技术中心、研究院、工程院等分散在吉利各个基地	吉利汽车研究院为核心	杭州、宁波、哥德堡和考文垂四个研发中心	
品牌架构		三大品牌（吉利+帝豪+全球鹰）并行	“一个吉利”	吉利（中低端）+领克（中高端）+极氪（高端电动）+几何（中低端电动）

资料来源：汽车之家，公司官网，国盛证券研究所

对比公司历代主力车型的销量占比与毛利率，主力车型换代期间为公司毛利率低点，换代完成后毛利率起底回升。公司 2.0、3.0 车型换代期间，公司毛利率均较前期下滑 3-5PCT，随着新车型占比的提升，规模效应下公司毛利率迅速起底回升。

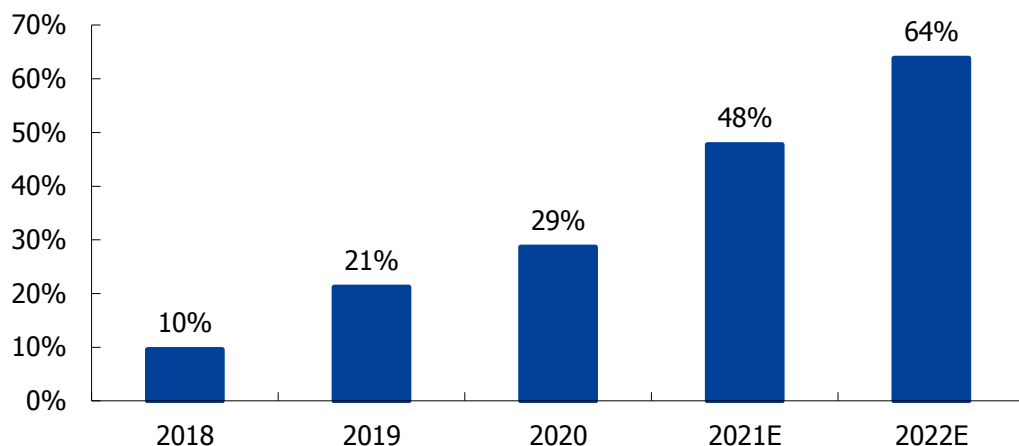
图表 12：主力车型换代对公司毛利率的影响



资料来源：中汽协，国盛证券研究所

考虑到 2021 年下半年上市的星越 L、四代帝豪、极氪 001、领克 09 增量贡献,以及 2020 底上市的星瑞,我们预计公司 2021 年平台化车型的销量占比预计将由 2020 年的 29% 提升至 48%,我们认为公司的销量/盈利能力拐点已经接近。其中 BMA 平台主要包括缤越、ICON、领克 06 与第四代帝豪; CMA 平台包括星越、领克 01、领克 02、领克 03、领克 05、星瑞与星越 L; 浩瀚架构包括极氪 001; SPA 平台包括领克 09。

图表 13: 公司平台化车型销量占比测算

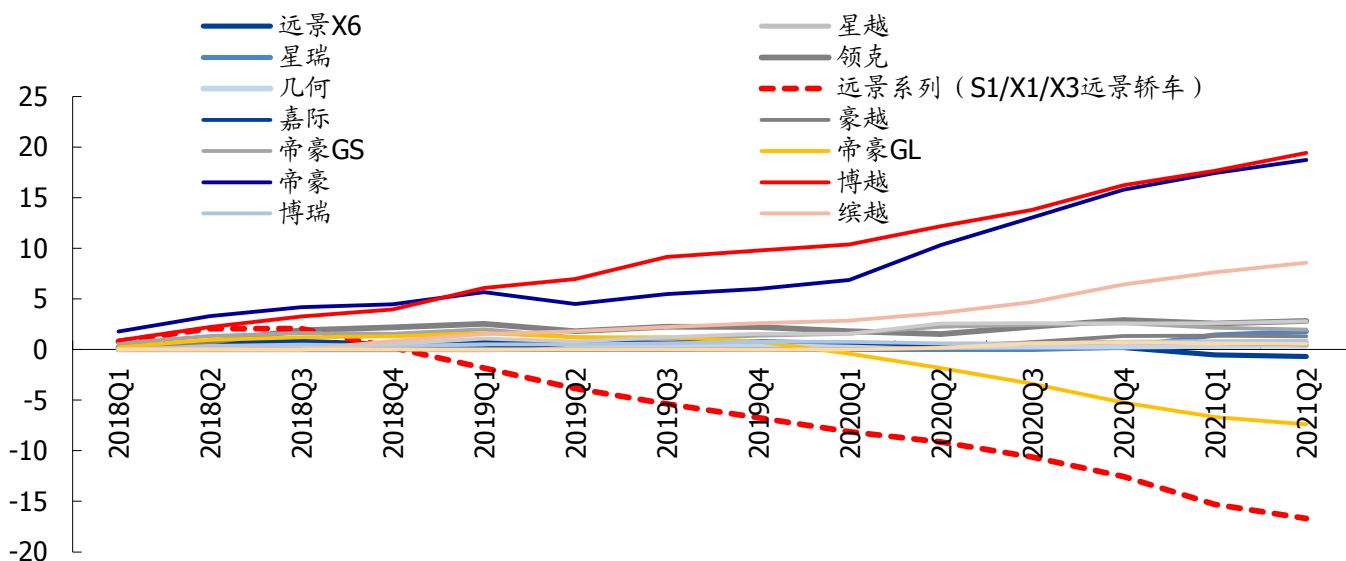


资料来源: 中汽协, 国盛证券研究所

2.2 远景系列渠道库存已接近清理完成, 新车上线潜力充足

根据测算, 公司 2018 年以来渠道库存持续优化, 目前远景系列库存已接近清理完成, 目前库存结构以博越、帝豪与缤越为主。以“批发销量-上险量”测算公司各车型的累计渠道库存, 2018 年至今公司渠道库存累计增加 35.6 万辆。其中远景系列 (S1/X1/X3/远景轿车) 累计清理 16.7 万辆, 底稿 GL 累计清理 7.4 万辆, 目前库存结构以博越、帝豪与缤越为主, 未来新车上线潜力充足。

图表 14: 公司 2018 年至今各车型累计渠道库存 (万辆)



资料来源: 中汽协, 交强险, 国盛证券研究所

2.3 电动化&智能化能力稳居自主第一梯队，“4.0”时代竞争力充足

公司 2020 年 10 月发布浩瀚架构，以硬件层的全域兼容、系统层的全域迭代和生态层的全域共创构成三位一体的立体化布局：

- **目前全球带宽最大的纯电架构：**拥有 1800-3300mm 的轴距范围，A 级车到 E 级车全尺寸覆盖，满足轿车、SUV、MPV、小型城市车、跑车和皮卡等全部车身造型需求；
- **支持整车 OTA，软件兼容性强：**软件开发周期缩短 50%，可实现深度、及时的 OTA 升级，让车辆的功能配置和软件系统始终保持最新的状态，全场景、全生命周期的 FOTA，让汽车一直处于进化的状态；
- **动力性能：**提供高性能电动四驱系统，目前基于 SEA 浩瀚架构打造的领克概念车型百公里加速时间小于 4 秒，麋鹿测试成绩大于 80KM/h，拥有超跑级的动力体验；
- **全新三电：**采用了电驱动、电管理、电生态的新三电理念，NEDC 工况下 20 万公里无衰减，长达 200 万公里长寿命动力电池；110kWh 无模组 CTP 电池包 NEDC 续航里程超过 700 公里。单电机实现最高 475kW 功率输出，搭载自主研发的高性能两档电驱动变速器，最大轮端载扭矩可达 8000Nm；
- **安全性能：**电池的安全测试达 202 项，其中针对电池保护至关重要的整体侧柱碰撞测试，超过国际标准的严苛要求确保结构的安全性能；
- **智能驾驶支持 L3-L4 级自动驾驶：**采用高级辅助驾驶、高度自动驾驶和完全自动驾驶的技术路线，已经具备满足完全自动驾驶的能力。以双冗余标准打造的全场景、全过程功能模块，可实现脱手、脱眼、自主泊车、自动变道、自动导航的自动驾驶功能，将于 2021 年在结构道路实现高度自动驾驶，2023 年之前在开放道路实现高度自动驾驶，在 2025 年之前可在开放道路实现完全自动驾驶。

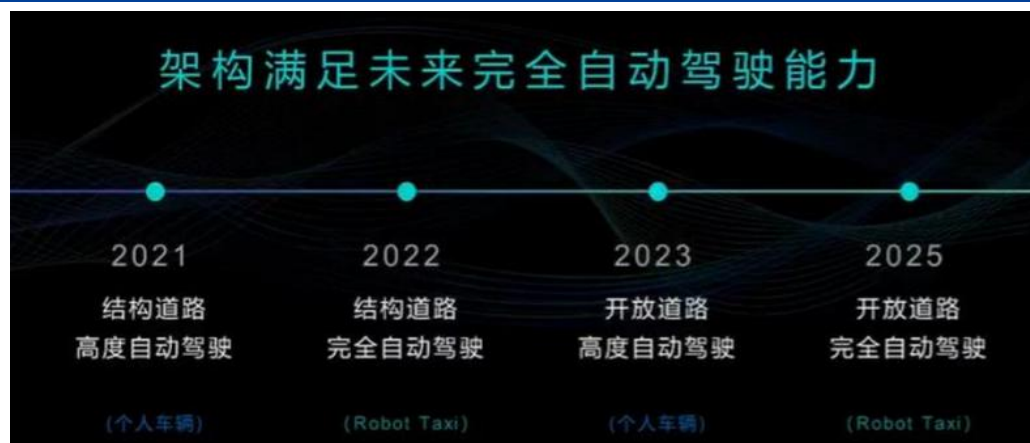
图表 15: 吉利与其他车企纯电平台对比

车企	纯电平台名称	平台类型	发布时间	车型覆盖范围
吉利汽车	SEA	专属纯电平台	2020 年 9 月	A-E 级
长城汽车	柠檬	混合平台	2020 年 7 月	A0-D 级
大众	MEB	专属纯电平台	2017 年	A-D 级
	PPE	专属纯电平台	2017 年	-
广汽新能源	GEP 2.0	专属纯电平台	2019 年 9 月	A0-C 级
比亚迪	E+	专属纯电平台	2019	-
	EV 2.0	专属纯电平台	2021	A0-D 级
长安汽车	方舟	混合平台	2020 年 11 月	A0-C 级
	CHN 平台	专属纯电平台	2020 年 11 月	-
荣威	未公布	专属纯电平台	预计 2022 年	-
BMW	iX platform	专属纯电平台	2021	-
GM	Ultium	专属纯电平台	2021 年 4 月	-
现代	e-GMP	专属纯电平台	2021 年 4 月	-
丰田	e-TNGA	专属纯电平台	2020 年 12 月	-

资料来源：各公司网站，marklines，国盛证券研究所

公司电动化&智能化战略清晰，未来有望加速发力：公司依托母公司旗下沃尔沃、亿咖通，同时联合百度、腾讯、富士康等龙头公司，已具备媲美合资的技术实力。目前亿咖通已经具备 L4 级自动驾驶的技术能力，规划 2021 年完成 OTA、影子模式的部署，实现结构性道路的轻量化 L4 级自动驾驶；2022 年流片 7nm 工艺的座舱 SOC (SE1000)；2023 年实现开放道路的高度自动驾驶，并且流片自动驾驶 SOC (AD1000)。此外，公司于 2020 年 10 月获得高精地图资质，是国内仅有的 28 家资质企业之一。

图表 16：公司未来的自动驾驶规划



资料来源：浩瀚平台发布会，国盛证券研究所

图表 17：车企智能驾驶规划对比

布局内容	已发布最新车型	上市时间	2020	2021	2022	2023	2024	2025
长城	“咖啡平台 331” 战略，2021 年实现国内首个全车冗余的 L3 级智能驾驶，搭载激光雷达、具有 NOH 能力	2021.3		L3		L4		
长安	“北斗天枢” 战略，2025 年量产 L4 级以上车型	UNI-K (L3) 2021.4	L3					L4
吉利	“浩瀚” 平台，2021 年完成 OTA、影子模式的部署，实现结构性道路的轻量化 L4 级自动驾驶，2023 年实现开放道路的高度自动驾驶	ZERO(L3) 2021H2		L3		L4		
广汽	“ADiGO 3.0”，可实现 L3 级别自动驾驶功能（在国内法规允许前提下）	AION Y (L3) 2021.4	L3			L4		
上汽	智己汽车，2021 年底将具备点到点零接管自动驾驶能力，年底一线城市特选商业中心将应用自动代客泊车和唤车	纯电轿车 2021 年底，&SUV(L3) SUV 2022 年		L3				
特斯拉	马斯克表示，特斯拉有信心在 2021 年实现 L5 级别的自动驾驶技术	MODEL Y(L3) 2021.2	L3	L4				
大众	2021 年规划 ID Roomzz，搭载 ID Pilot 模式的特殊 IQ Drive，实现 L4 级自动驾驶	ID.4 (L2) 2020.1	L2	L4				
沃尔沃	2022 年为旗下新车型配备自动驾驶激光雷达，达到 L4 级别自动驾驶。		L2		L4			

资料来源：汽车之家，各车企网站，国盛证券研究所

3、盈利预测与估值

核心假设:

- 总量层面, 2020H2 以来, 受益于自主车型的强势爆发, 行业终端销量维持高景气度, 叠加 2021 年芯片短期导致的部分减产, 行业目前处于需求大于供给的局面。下半年优势车型加速供给的背景下, 预计 2021 全年需求将维持高景气度, 全年批发销量 2220 万辆, 同比+10.2%, 2022-2023 年行业复合增速为 4%;
- 公司层面, 预计公司 2021-2023 年销量分别为 147/159/167 万辆, 对应市占率分别为 6.6%/6.9%/7.0%。其中: 1) 领克销量分别为 28.0/29.4/30.6 万辆, 2) 极氪品牌受产能限值, 预计 2021 年交付 1.0 万辆, 2022-2023 年年均上市一款新车, 2022-2023 年销量分别预计 13.2/20.0 万辆; 3) 吉利品牌销量分别为 118/116.8/116.8 万辆。

图表 18: 公司销量预测 (万辆)

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
领克品牌	12.8	17.4	28.0	29.4	30.6
YOY	5.95%	36.24%	60.96%	5.16%	3.94%
极氪品牌			1.0	13.2	20.0
YOY				1220.00%	51.52%
吉利品牌	123.0	114.1	118.1	116.8	116.8
YOY	-10.92%	-7.22%	3.48%	-1.10%	0.06%

资料来源: 中汽协, 国盛证券研究所

预计公司 2021-2023 年收入分别为 103/127/136 亿元, 同比+12%/+22%/+7.6%, 归母净利润分别为 92.1/110.7/121.5 亿元人民币, 同比+65%/+21%/10.6%; 对应 PE 分别为 23/19/17 倍。

估值层面, 采用分部估值: 1) 公司传统燃油车 (吉利+领克品牌) 按照 2022 年 20 倍 PE, 对并目标市值 1646 亿元人民币; 2) 极氪品牌按照 2022 年 4 倍 PS, 对应目标市值 1426 亿元人民币; 3) 合计公司 2022 年目标市值 3071 亿元人民币, 对并目标价 37.52 元港币。

图表 19: 公司盈利预测简表

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	97,712	92,374	103,476	126,590	136,208
增长率 YoY(%)	-8.5	-5.5	12.0	22.3	7.6
净利润(百万元)	8,190	5,534	9,209	11,073	12,150
增长率 YoY(%)	-34.8	-32.4	66.4	20.2	9.7
EPS(元)	0.83	0.56	0.94	1.13	1.24
净资产收益率(%)	27.9	15.4	12.9	13.9	13.6
P/E(倍)	8.6	13.2	23.1	19.2	17.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 注: 股价为 2021 年 6 月 25 日收盘价

图表 20: 可比公司 2021 年 PS (亿元)

公司名称	代码	2021 年预测收入	市值	PS
北汽蓝谷	600733.SH	163	668	4.11
比亚迪	002594.SZ	1,897	6,961	3.67
蔚来	NIO.N	353	4,357	12.34

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 注: 采用万德一致预测, 基于股价为 2021 年 6 月 25 日收盘价

风险提示

行业销量受疫情不及预期：公司销量受行业需求影响，如果实际终端需求受疫情影响而下滑，将对公司销量产生不利影像；

供应链短缺影响或不及预期：2021 年汽车芯片等供应链持续扰动行业供给，如果下半年芯片短期仍有所加剧，将对公司生产产生影响；

新车发布不及预期：公司在新能源与燃油车领域同步推进新车发售，如果公司极氪、吉利、领克等品牌的新车型发布进度或者市场反馈不及预期，将对公司销量与盈利能力产生不利影响。

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
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	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：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层 邮编：100032 传真：010-57671718 邮箱：gsresearch@gszq.com	上海 地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层 邮编：200120 电话：021-38124100 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	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