传统造车的领头羊，新造车的变革者

投资评级 优于大市 维持

股票数据

03 月 04 日收盘价（港元）	24.65
52 周股价波动（港元）	10.08-26.90
总股本/流通 A 股（百万股）	9819/9819
总市值/流通市值（百万港元）	242038/242038

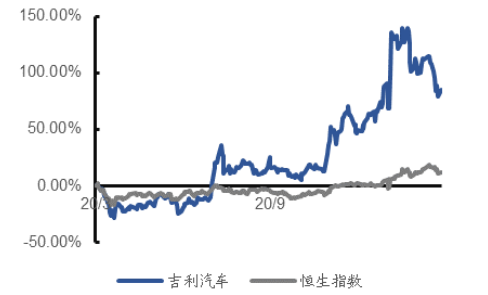
相关研究

《完成 20 年销量目标，21 年开启新周期》2021.01.08

《家轿颠覆者星瑞上市，开启架构降本新车周期》2020.11.05

《浩瀚发布，进入全面架构造车智能新阶段》2020.09.29

市场表现



恒生指数对	1M	2M	3M
绝对涨幅	-8.1	-1.7	20.3
相对涨幅	4.1	8.2	10.9

资料来源：海通证券研究所

投资要点：

- **吉利汽车：传统造车的领头羊，新造车的变革者。**我们判断，吉利汽车作为传统造车的领头羊，在多年研发沉淀的架构造车能力基础上，加速深化智能电动布局，基于 SEA 架构合纵连横打造吉利“大生态”，将成为“造车新势力”中的重要变革者。

- **变中求胜的历史，加速调整正当时。**复盘吉利发展历史，我们认为吉利曾多次在逆境中积极求变，展现出极强的变革能力和发展能力。我们认为，2020 底以来吉利控股集团层面的一系列调整和战略合作，体现了公司高层对汽车行业变革趋势和公司后续发展纵深的思考，而集团层面的布局和战略合作，有望在未来赋能吉利汽车上市公司，打开新成长空间。

- **智能：亿咖通布局全面深化，Zenseact 牵头高度自动驾驶软件。**亿咖通深耕智能座舱，深化汽车芯片、智能驾驶、高精度地图、大数据及车联网云平台布局；Zenseact 牵头，吉利和沃尔沃共同开发高度自动驾驶解决方案。

- **动力：深度拥抱沃尔沃，打造“两个蓝色吉利”。**在发动机和清洁能源方面，吉利和沃尔沃将以股权合并形式将动力总成业务合并成立新公司，重点开发新一代双电机混合动力系统和高效内燃发动机；在纯电动智能汽车方面，公司将组建全新的纯电动汽车公司，正面参与智能纯电动汽车市场的竞争，同时吉利和沃尔沃正在开发下一代纯电专属模块化架构。

- **品牌：领克开启二次进击，集团多品牌战略。**我们判断，2021 年领克品牌将开启全球化拓展和高端智能电动进击的新征程，迎来品牌向上二次进击。我们认为，汽车智能电动转型升级大趋势下，汽车研发、设计、生产、销售等都将面临重要变革，想要依靠单一品牌做到兼顾将变得越来越困难，多品牌战略为拓展全新的商业模式、生产制造模式和研发合作模式都预留了更广阔的空间。

- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 65.12/108.93/138.71 亿元人民币，EPS 分别为 0.66/1.11/1.41 元人民币。参考可比公司估值水平以及考虑到公司的成长性，给予其 2021 年 25-28 倍 PE，对应合理价值区间 27.75-31.08 元人民币/33.43-37.45 元港币（汇率港币比人民币按 1:0.83 计算），对应 3.8-4.2 倍 PB，维持“优于大市”评级。

- **风险提示。**公司新车型销量不及预期；整体市场竞争激烈程度超预期；全球芯片紧缺风险。

主要财务数据及预测

（单位：人民币）	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	106595	97401	89557	103592	114621
（+/-）YoY（%）	14.9%	-8.6%	-8.1%	15.7%	10.6%
净利润（百万元）	12553	8190	6512	10893	13871
（+/-）YoY（%）	18.1%	-34.8%	-20.5%	67.3%	27.3%
全面摊薄 EPS（元）	1.28	0.83	0.66	1.11	1.41
毛利率（%）	20.2%	17.4%	17.8%	19.6%	20.7%
净资产收益率（%）	27.7%	14.9%	10.6%	15.0%	16.0%

资料来源：公司年报（2018-2019），海通证券研究所
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

分析师:杜威
Tel:(0755)82900463
Email:dw11213@htsec.com
证书:S0850517070002
联系人:郑蕾
Tel:075523617756
Email:zl12742@htsec.com
联系人:房乔华
Tel:0755-23617756
Email:fqh12888@htsec.com

目　录

1. 吉利汽车：传统造车的领头羊，新造车的变革者 5
2. 变中求胜的历史，加速调整正当时 5
2.1 拥抱变化的历史基因：吉利成长复盘 5
2.2 加速调整正当时：组织变革盘活积极性，合纵连横打开新成长空间 6
3. 智能：亿咖通布局全面深化，Zenseact 牵头高度自动驾驶软件 8
4. 动力：深度拥抱沃尔沃，打造“两个蓝色吉利” 8
5. 品牌：领克开启二次进击，集团多品牌战略 9
5.1 领克的二次进击 9
5.2 吉利集团多品牌战略 11
6. 盈利预测 11
风险提示 12
财务报表分析和预测 13

图目录

图 1　2007 年吉利发布《宁波宣言》.....5
图 2　2020 年北京国际车展安聪慧发表《家轿颠覆者宣言》.....5
图 3　吉利汽车销量及增速.....6
图 4　吉利控股与富士康在线签署合作协议.....7
图 5　吉利和腾讯全方位深度战略合作.....7
图 6　亿咖通打造的 GKUI 智能车载系统.....8
图 7　亿咖通语音助手.....8
图 8　吉利和沃尔沃宣布达成合并方案.....9
图 9　领克品牌销量情况（辆）.....9
图 10　领克品牌分车型销量情况（辆）.....9
图 11　领克 Zero 外观图.....10
图 12　领克 Zero 15.4 英寸超宽悬幕中控屏.....10
图 13　领克 Zero 智能灯语.....10
图 14　领克 Zero PTM 电池主动温控技术.....10
图 15　领克 Zero 搭载 ADB 自适应远光灯.....10
图 16　吉利集团多品牌布局.....11

表目录

表 1　吉利历史重要事件复盘 6
表 2　吉利授予公司董事 0.625 亿份认股权 7
表 3　公司销量预测 11
表 4　公司营收成本预测 11
表 5　可比公司估值表 12

1. 吉利汽车：传统造车的领头羊，新造车的变革者

根据浙商杂志官方微信公众号，2 月 20 日一直被外界誉为缔造汽车行业传奇的吉利控股集团董事长李书福以“守正出奇，实事求是”为主题在集团内部进行了分享交流，在交流中，李书福指出“汽车行业变革开启了汽车产业链调整、生态圈扩大的时间窗口，新的赛道已经开始搭建，一场新的马拉松赛跑已经出发”。

“在转型变革的关键时期，我们必须明白承前启后的战略重要性。我们既要保持传统核心能力的优势，比如传统机电能力优势、传统品质控制优势、成本控制优势等等，又要开创新的革命性优势，比如，人机交互、无人驾驶、中央计算、换电充电基础设施、能源管理、智能出行、工业互联等等。我们既要自我革命，更要联合革命，我们一定要开放包容，合纵连横，团结一切可以团结的力量，打造产业链新优势，扩大生态圈新朋友，孤军奋战，单枪匹马很难赢得这场战争……”。

我们认为，当前汽车行业正经历“软件定义汽车”的智能化大变革。特斯拉作为汽车行业“破局者”，通过 FSD 智能驾驶软件升级、FOTA 收费等重新定义了汽车行业的商业模式；以蔚来、理想、小鹏为代表的“造车新势力”，凭借智能科技、粉丝社群、渠道变革、互联网思维等抢跑国内智能汽车赛道。

我们判断，吉利汽车作为传统造车的领头羊，在多年研发沉淀的架构造车能力基础上，加速深化智能电动布局，基于 SEA 架构合纵连横打造吉利“大生态”，将成为“造车新势力”中的重要变革者。

2. 变中求胜的历史，加速调整正当时

2.1 拥抱变化的历史基因：吉利成长复盘

复盘吉利发展历史，我们认为吉利曾多次在逆境中积极求变，展现出极强的变革能力和发展能力。

图1 2007 年吉利发布《宁波宣言》

资料来源：汽车预言家官方微信公众号，海通证券研究所

图2 2020 年北京国际车展安聪慧发表《家轿颠覆者宣言》

资料来源：吉利汽车官方微信公众号，海通证券研究所

我们认为，吉利历史上主要经历了四次重要的调整期:

第一次调整期：2003-2004 年。面对汽车行业井喷发展，吉利迅速调整，宣布要实现完全自主研发，并完成了第一个按照国际通行开发流程和模式的正向开发项目。

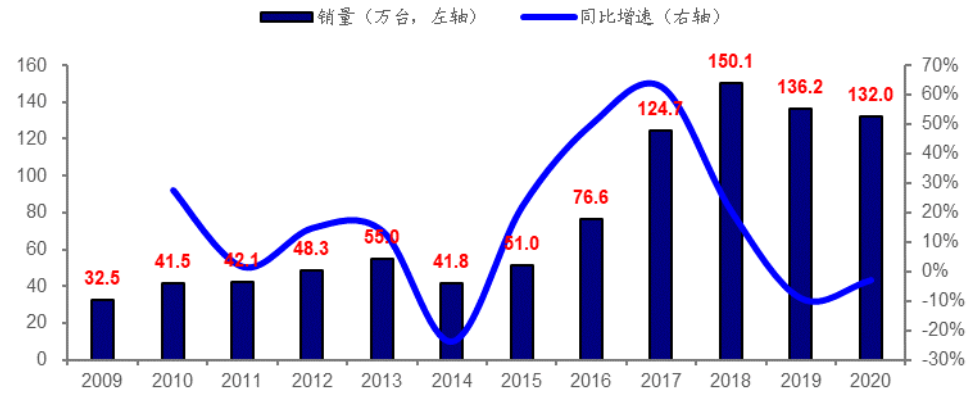
第二次调整期：2007-2008 年。发布《宁波宣言》，明确提出不打价格战，强调提高产品技术标准、质量标准，从产品开发、技术方向、技术路线上进行整体规划。

第三次调整期：2014-2015 年。收购沃尔沃后协同效应显现，面对行业发展大趋势，

发布“蓝色吉利行动”新能源战略。

第四次调整期：2019 年-至今。“精品车 3.0 时代”推出的车型进入产品生命周期末期，开启架构降本造车新周期，同时行业面临智能电动大变革，公司积极调整加速布局。

图3 吉利汽车销量及增速



资料来源：Wind，海通证券研究所

表 1 吉利历史重要事件复盘

年份	重要事件
1997 年	吉利进入汽车行业，吉利汽车在浙江台州正式成立
2001 年	正式获得生产资质，成为中国首家民营汽车企业
2005 年	在香港证券交易所上市
2007 年	发布《宁波宣言》，宣布战略转型
2010 年	收购沃尔沃汽车
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
2015 年	吉利博越、帝豪 GS、帝豪 GL 等吉利第三代精品车型发布和上市，宣告吉利汽车正式迈进“精品车 3.0 时代”
2016 年	发布领克品牌
2017 年	吉利集团收购马来西亚 DRB 旗下宝腾汽车及路特斯股份
2017 年	领克汽车合资公司、吉利-沃尔沃技术合资公司成立
2018 年	收购戴姆勒 9.69%具有表决权的股份，成为其第一股东
2019 年	吉利集团与戴姆勒集团组建合资公司，在全球共同运营发展 smart 品牌
2019 年	吉利新能源纯电品牌几何正式发布
2019 年	吉利控股与百度宣布展开全面战略合作
2020 年	吉利推出 SEA 浩瀚架构，领克 Zero Concept 发布

资料来源：浙江吉利控股集团官网，海通证券研究所

2.2 加速调整正当时：组织变革盘活积极性，合纵连横打开新成长空间

1、吉利控股高层调整

2020 年 11 月李东辉正式接任浙江吉利控股集团 CEO，安聪慧为浙江吉利控股集团总裁，吉利汽车集团 CEO、总裁。

李东辉个人履历：曾相继参与、主导完成了伦敦出租车、宝腾汽车、路特斯汽车、丹麦盛宝银行、沃尔沃集团等重大并购项目，并在并购后的战略整合中发挥重要作用，从 2017 年 9 月起担任路特斯集团董事长、宝腾控股董事、2018 年 9 月起担任盛宝银行董事长。

2、认股权激发管理活性

2021 年 1 月 15 日，吉利已授出 6.29 亿份认股权，每股行使价 32.7 港元，其中 0.625 亿份认股权授予公司董事。

表 2 吉利授予公司董事 0.625 亿份认股权

董事姓名	已授出购股权份数（万股）
安聪慧	2200
李东辉	1400
桂生悦	1350
魏梅	700
杨健	300
洪少伦	300

资料来源：公司授出认股权公告，海通证券研究所

3、合纵连横打开新成长空间

吉利、百度宣布组建智能电动汽车公司。1 月 11 日，浙江吉利控股集团宣布与百度组建智能电动汽车公司，成为百度电动汽车公司的战略合作伙伴。此次合作将基于吉利最新研发的全球领先纯电动架构——SEA 浩瀚智能进化体验架构展开。该架构基于全球智能电动汽车前沿科技，突破传统造车边界，通过硬件层、系统层、生态层的整合，致力于构建无限互动延展的未来出行服务体系，为用户提供持续优化的个性化服务与不断成长的移动出行生活。该架构将向战略合作伙伴开放。

吉利控股与富士康组建合资公司，为全球汽车及出行企业提供代工及定制顾问服务。1 月 13 日，浙江吉利控股集团有限公司与富士康科技集团共同签署战略合作协议，双方将成立合资公司，为全球汽车及出行企业提供代工生产及定制顾问服务，包括但不限于汽车整车或零部件、智能控制系统、汽车生态系统和电动车全产业链全流程等。合资公司双方各持股 50%。合资公司董事会由五名董事组成。其中，富士康委派三名董事，吉利控股委派两名董事，董事长由富士康委派。

吉利携手腾讯，推动汽车全产业链数字化变革和低碳发展。1 月 19 日，吉利汽车集团与腾讯在杭州签署战略合作协议，围绕智能座舱、自动驾驶、数字化营销、数字化底座、数字化新业务及低碳发展等领域展开全方位战略合作。

吉利控股集团与 Faraday Future 签署框架合作协议。浙江吉利控股集团有限公司与美国共享智能出行生态系统公司 Faraday Future 签署框架合作协议，双方计划在技术支持和工程服务领域展开合作，并探讨由吉利与富士康的合资公司提供代工服务的可能性。同时作为财务投资人，吉利控股集团还参与了 Faraday Future SPAC 上市的少量投资。

图4 吉利控股与富士康在线签署合作协议

资料来源：吉利控股官方微信公众号，海通证券研究所

图5 吉利和腾讯全方位深度战略合作

资料来源：吉利控股官方微信公众号，海通证券研究所

我们认为，2020 底以来吉利控股集团层面的一系列调整和战略合作，体现了公司高层对汽车行业变革趋势和公司后续发展纵深的思考，而集团层面的布局和战略合作，有望在未来赋能吉利汽车上市公司，打开新成长空间。

3. 智能：亿咖通布局全面深化，Zenseact 牵头高度自动驾驶软件

亿咖通深耕智能座舱，深化汽车芯片、智能驾驶、高精度地图、大数据及车联网云平台布局。亿咖通科技是一家成立于 2016 年的汽车智能化科技公司，由李书福携手沈子瑜共同创立。公司拥有超过 1700 名员工，目前亿咖通科技智能网联系统在全球范围内已拥有超过 240 万用户。

2020 年 12 月，亿咖通科技于瑞典哥德堡成立了欧洲总部与产品研发中心，迈出了国际化进程的重要一步。**2021 年 2 月，亿咖通科技又与两家世界顶级科技公司伟世通、高通展开合作，共同开发广泛适用于全球市场的智能座舱解决方案。**未来，亿咖通科技还将持续加速资本化进程，并深化在汽车芯片、智能座舱、智能驾驶、高精度地图、大数据及车联网云平台等方面的研发投入，通过产品与服务的快速迭代，持续强化在全球市场中的竞争力，向世界领先的汽车智能化科技公司快速迈进。

亿咖通科技公布芯片战略，携手 Arm 中国成立芯擎科技。2020 年 10 月 20 日，芯擎科技在武汉正式亮相。吉利控股集团战略投资的亿咖通科技与 Arm 中国共同出资成立芯擎科技，围绕智能座舱、自动驾驶、微控制器等汽车芯片领域制定了长远的研发及量产计划。

图6 亿咖通打造的 GKUI 智能车载系统

资料来源：亿咖通科技官网，海通证券研究所

图7 亿咖通语音助手

资料来源：亿咖通科技官网，海通证券研究所

Zenseact 牵头，吉利和沃尔沃共同开发高度自动驾驶解决方案。在自动驾驶前沿技术领域，吉利汽车和沃尔沃汽车将基于各自已有的丰富研发成果和经验，由沃尔沃汽车旗下自动驾驶软件技术开发公司 Zenseact 牵头，共同开发全球领先的高度自动驾驶解决方案。

4. 动力：深度拥抱沃尔沃，打造“两个蓝色吉利”

根据浙商杂志官方微信公众号报道，李书福以“守正出奇，实事求是”为主题的集团内部分享交流中指出，当前吉利已经形成两个蓝色吉利行动计划方案，分别是蓝色吉利行动计划一和蓝色吉利行动计划二。

- **蓝色吉利行动计划一：主攻节能与新能源汽车，包括混合动力汽车、插电混合动力汽车、增程式插电混合动力汽车，还有小排量节能汽车**

吉利和沃尔沃将合并双方动力总成业务。双方以股权合并形式将动力总成业务合并成立新公司，重点开发新一代双电机混合动力系统和高效内燃发动机。除了继续向双方供货外，还向第三方汽车公司提供产品和服务。该公司计划在 2021 年底之前投入运营。

- **蓝色吉利行动计划二：主攻纯电动智能汽车，组建全新的纯电动汽车公司，正面参与智能纯电动汽车市场的竞争。**

吉利和沃尔沃正在开发下一代纯电专属模块化架构。在智能电动汽车领域，在目前共享 SEA 浩瀚、SPA2 电动车架构基础上，双方已经启动下一代纯电专属模块化架构的联合开发，实现核心技术成果的共享和规模化优势。沃尔沃、吉利及快速增长的领克、极星品牌都将共享该架构。双方还将在三电和智能网联方面实现技术共享，共用电池包和电驱系统，并通过联合采购降低成本。这将进一步增强吉利汽车新能源研发实力，为吉利汽车成为一家新四化汽车公司提供有力支持和保障。

图8 吉利和沃尔沃宣布达成合并方案

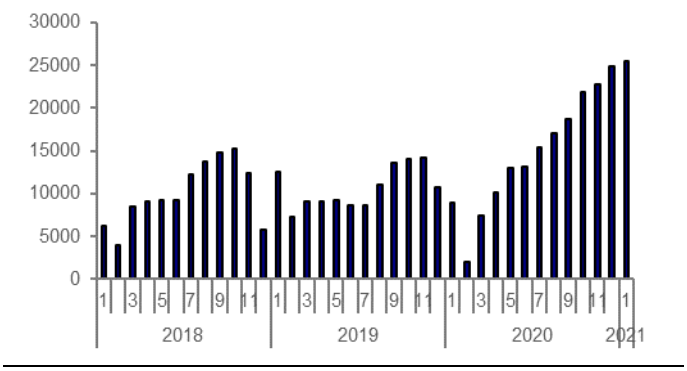
资料来源：浙江吉利控股集团官网，海通证券研究所

5. 品牌：领克开启二次进击，集团多品牌战略

5.1 领克的二次进击

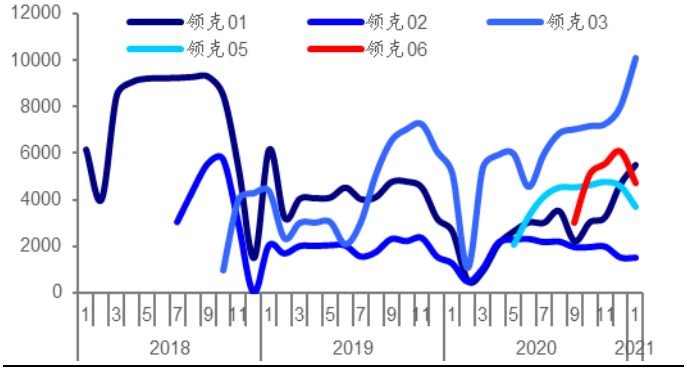
截至 2021 年 1 月，领克汽车连续 7 个月刷新领克品牌历史最高销量记录。1 月领克品牌实现销量 2.55 万辆，其中领克 01/02/03/05/06 分别实现销量 5513、1503、10085、3686、4714 辆。

图9 领克品牌销量情况（辆）



资料来源：乘联会，海通证券研究所

图10 领克品牌分车型销量情况（辆）



资料来源：乘联会，海通证券研究所

我们认为，领克品牌经历了 3 年时间的沉淀积累，品牌整体销量逐渐实现突破，并诞生出领克 01、03、05 等受到细分市场认可的品质车型。2021 年全新领克 01 正式开启全球化进攻，同时下半年基于 SEA 浩瀚架构的领克 Zero 也将量产交付，我们判断领克品牌将开启全球化拓展和高端智能电动进击的新征程，迎来品牌向上二次进击。

领克 Zero 开启预热，高端智能电动值得期待。领克 Zero 已在官方微信公众号开启预热，搭载运动光能座舱，高清机长仪表+15.4 英寸超宽悬幕中控屏，智能灯语打造极光氛围。

图11 领克 Zero 外观图

资料来源：领克汽车官方微信公众号，海通证券研究所

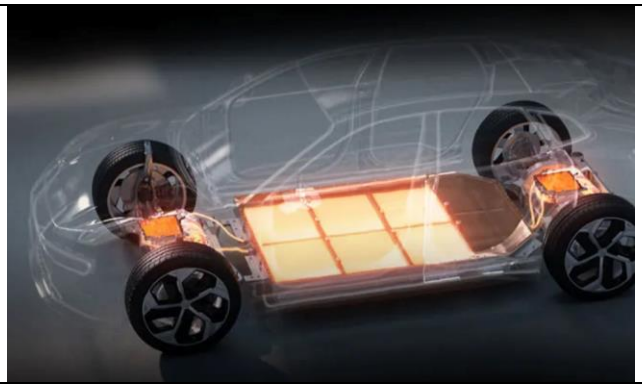
图12 领克 Zero 15.4 英寸超宽悬幕中控屏

资料来源：领克汽车官方微信公众号，海通证券研究所

图13 领克 Zero 智能灯语

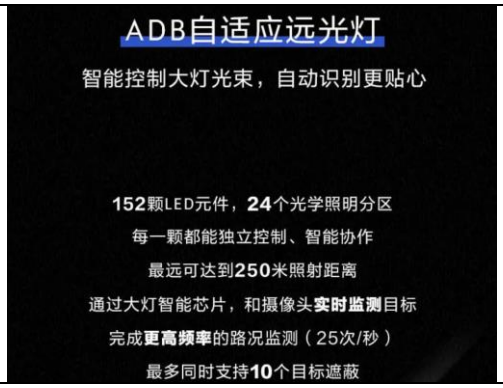
资料来源：领克汽车官方微信公众号，海通证券研究所

图14 领克 Zero PTM 电池主动温控技术



资料来源：领克汽车官方微信公众号，海通证券研究所

图15 领克 Zero 搭载 ADB 自适应远光灯



资料来源：领克汽车官方微信公众号，海通证券研究所

5.2 吉利集团多品牌战略

我们认为，汽车智能电动转型升级大趋势下，汽车研发、设计、生产、销售等都将面临重要变革，想要依靠单一品牌做到兼顾将变得越来越困难，多品牌战略为拓展全新的商业模式、生产制造模式和研发合作模式都预留了更广阔的空间。

图16 吉利集团多品牌布局

资料来源：浙江吉利控股集团官网，海通证券研究所

6. 盈利预测

表 3 公司销量预测

	2018	2019	2020	2021E	2022E
吉利品牌合计	1380424	1233494	1144761	1250738	1319725
yoy	11%	-11%	-7%	9%	6%
领克品牌合计	120414	128066	175456	283367	373930
yoy		6%	37%	62%	32%
合计	1500838	1361560	1320217	1534105	1693655
yoy		-9%	-3%	16%	10%

资料来源：乘联会，海通证券研究所预测

表 4 公司营收成本预测

	2019	2020E	2021E	2022E
收入（百万元）	97401	89557	103592	114621
yoy	-8.6%	-8.1%	15.7%	10.6%
成本（百万元）	80485	73632	83306	90924
yoy	-5.4%	-8.5%	13.1%	9.1%
毛利率	17.4%	17.8%	19.6%	20.7%

资料来源：Wind，海通证券研究所预测

盈利预测与投资建议。预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 65.12/108.93/138.71 亿元人民币，EPS 分别为 0.66/1.11/1.41 元人民币。参考可比公司估值水平以及考虑到公司的成长性，给予其 2021 年 25-28 倍 PE，对应合理价值区间 27.75-31.08 元人民币/33.43-37.45 元港币（汇率港币比人民币按 1:0.83 计算），对应 3.8-4.2 倍 PB，维持“优于大市”评级。

表 5 可比公司估值表

代码	简称	EPS（元）			PE（倍）			PB（倍）
		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2021E
01114.HK	华晨汽车	1.73	1.85	1.33	3	3	4	0.6
02238.HK	广汽集团	0.68	0.85	0.96	9	7	6	0.7
01211.HK	比亚迪股份	1.71	2.20	2.62	96	74	62	6.3
02333.HK	长城汽车	0.55	0.92	1.17	32	19	15	2.6
均值		1.17	1.46	1.52	35	26	22	2.5

资料来源：Wind，海通证券研究所
注：收盘价为 2021 年 03 月 04 日价格，EPS 为 wind 一致预期。汇率港币比人民币按 1 比 0.83 计算

风险提示

风险提示。公司新车型销量不及预期；整体市场竞争激烈程度超预期；全球芯片紧缺风险。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标（元）				
每股收益	0.83	0.66	1.11	1.41
每股净资产	5.59	6.26	7.38	8.81
每股经营现金流	1.28	1.64	1.39	1.43
每股股利	0.25	0.29	0.29	0.28
价值评估（倍）				
P/E	26.89	33.82	20.22	15.88
P/B	4.01	3.58	3.04	2.55
P/S	2.26	2.46	2.13	1.92
EV/EBITDA	17.83	18.15	12.18	9.67
股息率（%）	2.52%	2.50%	2.50%	2.50%
盈利能力指标（%）				
毛利率	17.37%	17.78%	19.58%	20.67%
净利润率	8.41%	7.27%	10.52%	12.10%
净资产收益率	14.91%	10.59%	15.02%	16.04%
资产回报率	7.59%	5.60%	8.25%	9.42%
投资回报率	16.75%	13.71%	24.47%	28.91%
盈利增长（%）				
营业收入增长率	-8.63%	-8.05%	15.67%	10.65%
EBIT 增长率	-42.24%	-33.61%	87.52%	29.29%
净利润增长率	-34.76%	-20.49%	67.28%	27.34%
偿债能力指标				
资产负债率	49.1%	47.1%	45.1%	41.2%
流动比率	1.03	1.18	1.34	1.55
速动比率	0.93	1.10	1.25	1.46
现金比率	0.40	0.65	0.77	0.95
经营效率指标（%）				
应收帐款周转天数	96.95	89.92	92.14	91.39
存货周转天数	21.86	20.22	20.74	20.56
总资产周转率	0.98	0.80	0.83	0.82
固定资产周转率	3.86	3.37	4.07	4.75

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	8190	6572	10993	13998
少数股东损益	72	60	100	127
非现金支出	3733	5392	5248	5168
非经营收益	-1362	-2133	-2728	-3285
营运资金变动	1977	6248	95	-1804
经营活动现金流	12538	16081	13609	14077
资产	-7566	-2206	-3512	-2955
投资	-1851	-96	-194	-174
其他	-1374	0	0	0
投资活动现金流	-10791	-2301	-3706	-3129
债权募资	4067	0	0	0
股权募资	639	11	0	0
其他	-2943	-321	-332	-332
融资活动现金流	1763	-155	-166	-166
现金净流量	3544	13624	9736	10782

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	97401	89557	103592	114621
营业成本	80485	73632	83306	90924
毛利率%	17.37%	17.78%	19.58%	20.67%
营业税金及附加	0	0	0	0
营业税金率%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
营业费用	4332	4747	4869	5158
营业费用率%	4.45%	5.30%	4.70%	4.50%
管理费用	5973	6269	6008	6304
管理费用率%	6.13%	7.00%	5.80%	5.50%
EBIT	7773	5161	9677	12512
财务费用	108	95	212	314
财务费用率%	0.11%	0.11%	0.20%	0.27%
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	664	1104	1806	2326
营业利润	8329	6170	11271	14524
营业外收支	1091	1194	1088	1125
利润总额	9636	7554	12783	16277
EBITDA	11506	10553	14926	17680
所得税	1375	982	1790	2279
有效所得税率%	14.27%	13.00%	14.00%	14.00%
少数股东损益	72	60	100	127
归属母公司所有者净利润	8190	6512	10893	13871

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	19281	32905	42642	53423
应收款项	25872	22062	26152	28699
存货	4821	4079	4733	5122
其它流动资产	40	55	48	46
流动资产合计	50014	59101	73575	87291
长期股权投资	8837	10037	12037	14537
固定资产	27070	26073	24891	23352
在建工程	0	0	0	0
无形资产	20828	19833	20367	20818
非流动资产合计	57914	57121	58473	59885
资产总计	107928	116222	132047	147176
短期借款	0	0	0	0
应付账款	33758	30772	34267	35824
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	14768	19466	20803	20376
流动负债合计	48526	50238	55070	56200
长期借款	4149	4149	4149	4149
其它长期负债	327	327	327	327
非流动负债合计	4477	4477	4477	4477
负债总计	53003	54715	59547	60677
实收资本	168	179	179	179
普通股股东权益	54436	60958	71851	85722
少数股东权益	489	549	650	777
负债和所有者权益合计	107928	116222	132047	147176

备注：（1）表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 04 日；（2）以上各表均为简表
资料来源：公司年报（2019），海通证券研究所

信息披露

分析师声明

杜威　　汽车行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：　长城汽车,拓普集团,福耀玻璃,星宇股份,德赛西威,科博达,宁波高发,上汽集团,广汽集团,精锻科技,爱柯迪,旭升股份,吉利汽车,广汇汽车

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类　别	评　级	说　明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。