

可选消费品

吉利汽车 (0175)

深度内化协同，开启 4.0 架构造车时代

——吉利汽车更新报告

	吴晓飞(分析师)	徐伟东(分析师)	陈麟瓚(分析师)
	0755-23976003	021-38674744	010-83939831
	wuxiaofei@gtjas.com	xuweidong@gtjas.com	chenlinzan@gtjas.com
证书编号	S0880517080003	S0880519060002	S0880520080004

本报告导读：

公司与沃尔沃的二次深度协同效果开始显现，通过 CMA 等架构的打造全方位的提升公司造车能力，借助 4.0 架构造车开启成长新时代。

摘要：

上调目标价至 22.65 港元，维持增持评级。公司与沃尔沃的二次深度协同效果开始显现，通过 CMA 等架构的打造全方位的提升公司造车能力，借助 4.0 架构造车开启成长新时代。预计公司 2020-2022 年 EPS 为 0.81/1.19/1.51 港元，参考可比公司给予公司 2022 年 15 倍 PE，上调目标价至 22.65 元港币。

因势利导，顺应行业需求，不断成长。2010-2017 年是中国乘用车高速增长、快速普及阶段，市场需要能满足基础功能、安全可靠的高性价比产品，公司通过成本管控、轿车/SUV 多点开花的市场战略，通过初步内化沃尔沃技术在与自主品牌的对比中更具备了技术优势，结合自身品牌战略的调整，公司逐步成长为了自主品牌的销量冠军。

新需求时代，公司凭借不逊于合资的造车水平、更加针对本土化的市场战略以及先进的智能化水平开启 4.0 架构造车时代。中国乘用车市场进入新的需求阶段：更新需求占比不断提升对产品品质升级的需要大幅增强，同时 90 后成为消费主力，对个性化/智能化的要求不断提升。公司对沃尔沃的深度内化成果陆续落地，以 CMA 架构、智擎发动机为代表的技术使公司具备了品牌向上的基础，叠加公司对中国市场的深入了解以及智能化网联化领域的优势，公司开启 4.0 架构造车时代。

CMA 架构下的新车型开始上市，公司销量有望加速增长，单车净利将进一步提升。2018-2019 年是公司 3 代精品车的生命周期末期，而随着以 CMA 架构为主体的 4.0 车型在 2020 年底步入释放期，公司销量有望开始新一轮快速增长，同时更高的单车售价叠加 CMA 架构更强的规模效应，公司的单车净利也将进一步提升。

风险提示：疫情影响下销量低于预期、不同品牌之间相互竞争的风险。

评级：增持

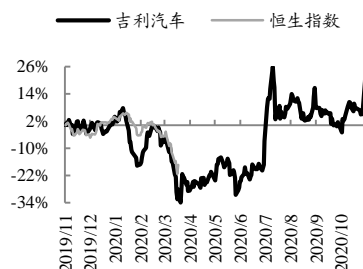
当前价格（港元）：19.08

2020.11.03

交易数据

52 周内股价区间（港元）	10.08-19.08
当前股本（百万股）	9,813
当前市值（十亿港元）	187

52 周内股价走势图



相关报告

市占率提升，龙头地位强化 2020.02.15

拟合并沃尔沃，开启下一个十年新篇章 2020.02.11

销量稳中有增，2020 品牌突破正当时 2020.01.07

财务摘要（十亿港元）	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	601.52	1,112.07	1,219.35	1,090.81	1,081.28	1,245.00	1,402.50
(+/-)%		85%	10%	-11%	-1%	15%	13%
毛利	110.02	215.11	245.53	188.85	177.6	206.7	251.6
净利润	57.15	127.21	143.27	91.42	79.20	117.00	148.50
(+/-)%		123%	13%	-36%	-13%	48%	27%
PE	31.04	13.95	12.38	19.40	22.40	15.16	11.95
PB	6.43	4.26	3.42	2.89	2.56	2.29	2.08

目 录

1. 不断深化协同，开启成长新时代.....	4
2. 3.0 精品车时代：收购后初步内化，成为自主龙头	5
2.1. 销量高速增长，轿车、SUV 不同级别爆款车层出	5
2.2. 优质资产的初步内化等多重原因驱动销量的高速增长	8
3. 深度内化显成效，开启 4.0 架构造车时代.....	10
3.1. 更新需求推动消费升级，个性化、智能化要求不断提升	10
3.2. 4.0 架构造车开启公司新增长时代.....	13
4. 盈利预测与估值.....	18
5. 风险提示	18

图表目录

图 1: 公司的发展经历了四个阶段.....	5
图 2: 2014 年-2019 年的 3.0 时代公司销量高速增长.....	6
图 3: 2017 年公司单车收入超过 7 万元.....	6
图 4: 2017 年公司单车净利超过 7 万元.....	6
图 5: 公司 SUV 和轿车均衡发展, 2018 年以后轿车占比仍超过 40% 7	
图 6: 2014 年起, 公司进入新产品周期, 价格在逐步上移.....	7
图 7: 公司的基本覆盖了不同类型产品市场的主要需求.....	8
图 8: 公司在 A 级轿车、小型/紧凑型 SUV 中诞生了多款爆款车型..	8
图 9: 2014-2018 年中国 SUV 销量爆发式增长, 远高于同期乘用车销量增速.....	9
图 10: 2012 年起公司从多品牌战略回归“一个吉利”的品牌策略.....	10
图 11: 单价 12 万元以上的乘用车占比不断提升.....	11
图 12: 中国乘用车的销售均价 2011 年以来维持在 14 万左右.....	11
图 13: 德国、英国、美国的乘用车平均售价在 3 万美元以上.....	11
图 14: 90 后在汽车消费中的占比不断提升.....	12
图 15: 90 后/95 后购车时考虑因素越来越看“颜值”.....	12
图 16: 2019 年以来的爆款车型在智能化网联化的优势比竞品合资车要更多突出.....	13
图 17: 公司 3.0 精品车进入生命周期末期, 影响了公司销量.....	13
图 18: SPA 平台贡献了沃尔沃超过 70% 以上的产量.....	14
图 19: 目前公司已经具备了成体系的整车平台架构.....	15
图 20: 公司发动机技术不断提升, 进入 3.0 智擎时代.....	16
图 21: 公司在信息娱乐系统、车载数字座舱、中央运算平台以及汽车超级大脑等领域都形成了技术优势.....	17
图 22: 2019 年公司和沃尔沃的销量之和已经超过 200 万辆, 接近全球销量第十的奔驰戴姆勒集团.....	17
表 1: 公司在 2009 年收购沃尔沃之后, 在技术上获得了直接或者间接上的支持.....	9
表 2: 对 2020-2029 年中国乘用车潜在需求测算的情景假设一.....	10
表 3: 沃尔沃的 SPA 架构, 沃尔沃和吉利共同开发的 CMA 架构相继落地.....	14
表 4: 以 CMA 为主的新造车平台的落地进一步提升了公司的造车能力, 节省开发成本和开发时间.....	15
表 5: CMA 架构平台拥有了和丰田 TNGA 比肩的能力.....	16
表 6: 随着自动驾驶、新能源等投入需求不断增大, 车企间的合作不断加深.....	17
表 7: 核心假设.....	18
表 8 可比公司估值表.....	18

1. 不断深化协同，开启成长新时代

从初步内化到深度协同，从 3.0 精品车到 4.0 平台架构造车，公司开启成长新时代。公司的发展经历了四个阶段。凭借收购沃尔沃后的初步内化，叠加公司市场需求的深刻理解和突出的成本管控，在行业需求快速增长、且以基本功能需求的高性价比产品为主的时期公司通过 3.0 精品车时代奠定了自主品牌龙头地位；站在当前看未来，需求端向上升级、个性化、科技化特征愈发明显，公司与沃尔沃的二次深度协同效果开始显现，通过 CMA 等平台架构的打造全方位的提升公司造车能力，借助 4.0 架构造车开启成长新时代。

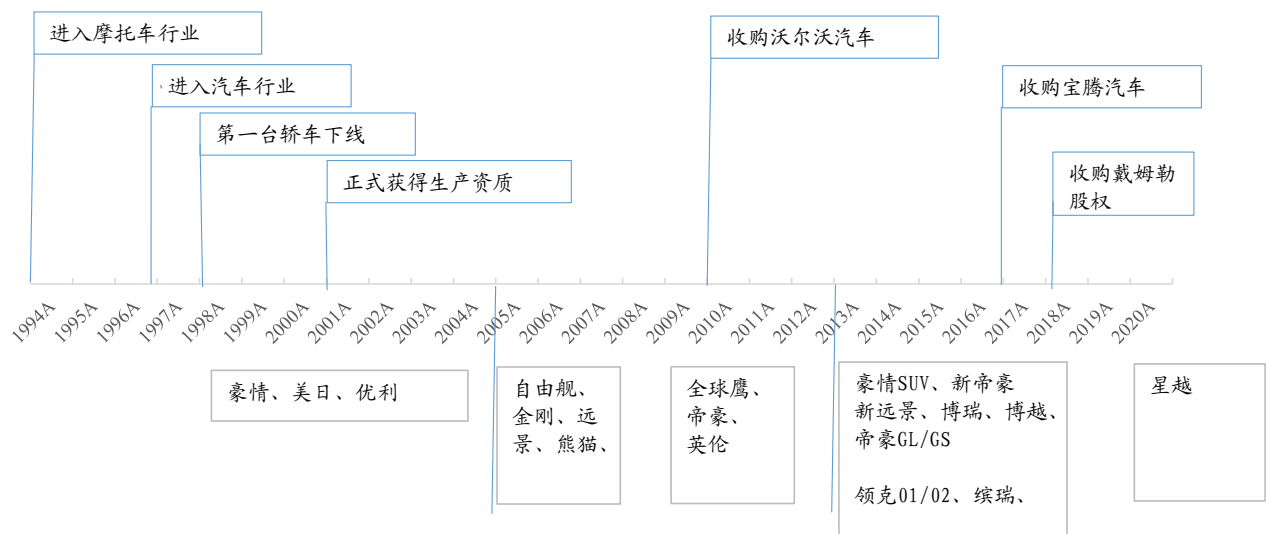
因势利导，顺应行业需求，不断成长。公司的发展史是一部典型的制造业企业成长史，从模仿学习到技术自主再到收购升级，顺应着市场需求的变化在不断完善自我：在 2009 年以前中国乘用车市场处于起步期，是典型的“皇帝女儿不愁嫁”的卖方市场，公司强化自主研发，快速实现从模仿学习到自主生产的转变，在乘用车市场占据一席之地；2010-2017 年是中国乘用车高速增长、快速普及阶段，市场需要能满足基础功能、安全可靠的高性价比产品，公司通过成本管控、轿车/SUV 多点开花的市场战略，通过初步内化沃尔沃的技术水平在与自主品牌的对比中更具备了技术优势，公司逐步成长为了自主品牌的销量冠军。

新需求时代，公司凭借不逊于合资的造车水平、更加针对本土化的市场战略以及先进的智能化水平开启 4.0 架构造车时代。中国乘用车市场进入新的需求阶段：更新需求占比不断提升对产品品质升级的需要大幅增强，同时 90 后成为消费主力，对个性化/智能化的要求不断提升。自主品牌在造车工艺的相对劣势以及合资品牌在新车型推出/智能化的劣势都将面临挑战。公司对沃尔沃的深度内化成果陆续落地，以 CMA 平台、智擎发动机为代表的技术使公司具备了品牌向上的基础，叠加公司对中国市场的深入了解以及智能化水平上的优势，公司 4.0 架构造车时代值得期待。

从 1994 年起步到 2018 年，公司的发展经历了从模仿学习到初具自主技术、自主水平不断提升成为市场有力竞争者、收购优质资产开启初步内化奠定自主品牌销量冠军三个阶段，而从 2019 年公司将开启优质资产深度整合后的品牌向上的新时代。

- 一、1994-2005 年，经过多年准备正式进军汽车行业，推出豪情、美日、优利等车型，从对日系车的模仿学习到具备自主生产能力；
- 二、2006-2010 年，自主研发不断突破，相继推出自由舰、金刚、远景、熊猫、帝豪、全球鹰、英伦等车型，成为自主市场的重要参与者；
- 三、2011-2018 年，收购沃尔沃、宝腾和戴勒姆等股权，开启优质资产的初步整合，相继推出新帝豪、帝豪 GL/GS 远景 SUV、博瑞等爆款车型，借助 3.0 精品车成为自主品牌销量冠军；
- 四、2019 年对收购资产的深度整合内化开始显现成效，推出 CMA 等新平台架构，在造车技术上更进一步，逐步推出星越等 4.0 代车型，开启品牌升级和品牌国际化之路。

图 1: 公司的发展经历了四个阶段



数据来源: 公司官网, 国泰君安证券研究

2. 3.0 精品车时代: 收购后初步内化, 成为自主龙头

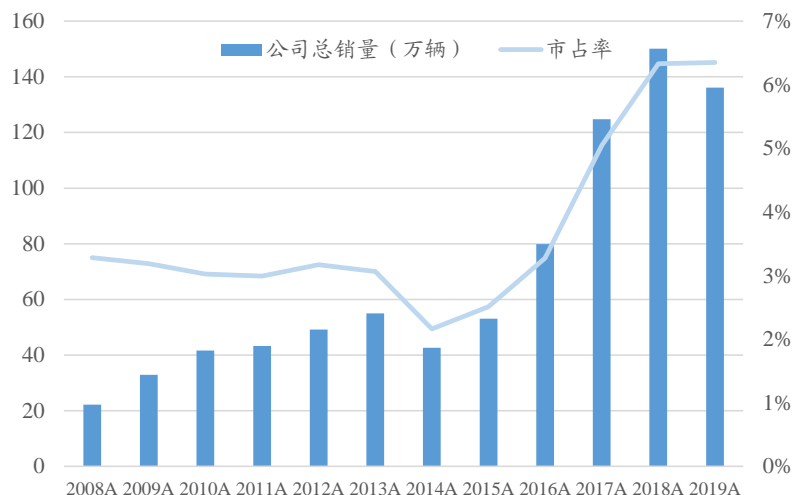
3.0 精品车时代, 奠定公司自主品牌销量冠军时代: 优质资产收购后的内化, 更加有效的品牌和市场战略, 成本管控带来的高性价比。2011 年以来是乘用车销量高速增长、全面普及阶段, 市场需求更多在满足基本功能的高性价比产品。公司在这一阶段通过收购沃尔沃后的初步内化, 技术水平在与自主品牌的对比中更具备了优势, 通过回归一个吉利品牌不断提升品牌认知度, 通过成本管控等方式使产品更具性价比, 在轿车/SUV 的多个细分市场推出了新帝豪、新远景、帝豪 GL/GS、远景 SUV、远景 X3 和博越等爆款车型, 奠定了公司自主品牌销量冠军的地位。

2.1. 销量高速增长, 轿车、SUV 不同级别爆款车层出

销量高速增长成为自主销量冠军, 盈利能力不断提升, 再多领域推出爆款车型。2014-2018 年公司销量从不足 43 万辆增长至超过 150 万辆, 乘用车市场市占率从 2.2% 增长至 6.3%, 成为自主品牌市占率第一。单车收入和单车净利均实现大幅提升, 其单车净利从 2014 年的不足 3500 元增长至 2018 年的超过 8000 元。产品相互交织形成了立体的产品结构, 在不同市场均打造了爆款产品, 其中轿车产品中的帝豪、远景和帝豪 GL, 以及 SUV 产品中的远景 SUV、帝豪 GS、远景 X3 以及博越均成为了月销在 1 万辆以上的爆款产品。

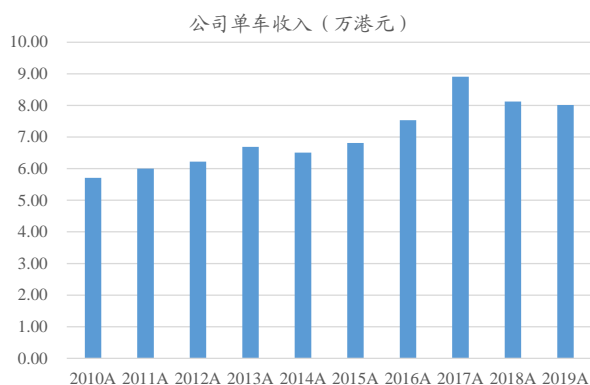
销量高速增长, 单车收入和单车净利不断提升。2014-2018 年公司销量从不足 43 万辆增长至超过 150 万辆, 乘用车市场市占率从 2.2% 增长至 6.3%, 成为自主品牌市占率第一。单车收入和单车净利均实现大幅提升, 其单车收入从 2014 年的 6.5 万港元增长至 2018 年的 8.12 万港元, 其单车净利从 2014 年的 0.43 万港元增长至 2018 年的 0.95 万港元。

图 2: 2014 年-2019 年的 3.0 时代公司销量高速增长



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 3: 2017 年公司单车收入超过 8 万港元



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

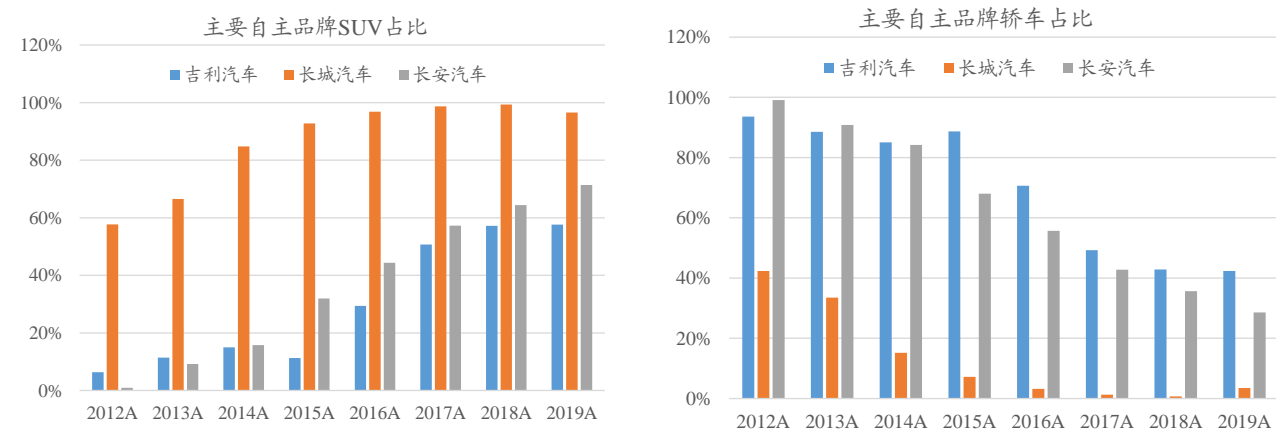
图 4: 2017 年公司单车净利超过 1 万港元



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

SUV 和轿车均衡发展, 在轿车领域仍保持较强竞争力。2014 年-2018 年中国乘用车市场 SUV 销量高速增长, 从 183 万辆增长至 589 万辆, 占比达 25%, 合资车在 SUV 领域定价较高, 自主品牌在这一领域有了较大的发展空间。2014 年-2018 年, 公司 SUV 占比从 15% 增长至 57%; 而在轿车这一竞争较为激烈、自主品牌相对薄弱的领域, 公司仍然保持了较强的竞争力, 2018 年的占比仍保持在了 40% 以上。

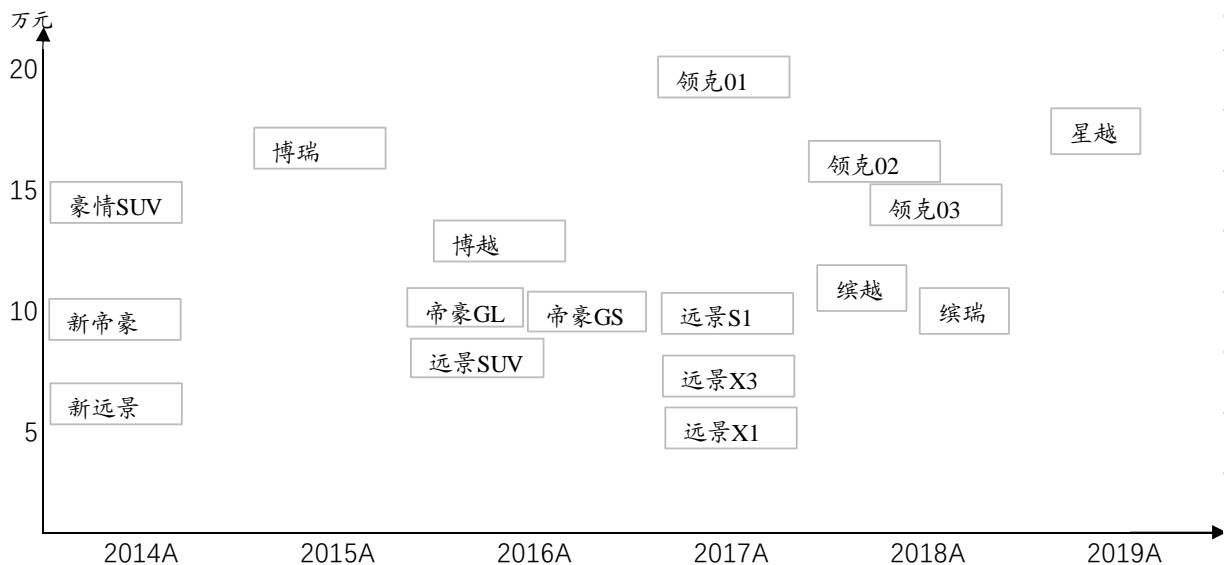
图 5: 公司 SUV 和轿车均衡发展, 2018 年以后轿车占比仍超过 40%



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

2014 年起, 公司进入新产品周期, 价格在逐步上移。2015 年推出博瑞, 2016 年推出博越、帝豪 GL/GS、远景 SUV, 2017 年推出远景 S1/X1/X3、以及领克 01, 2018 年推出领克 02/03, 缤越、缤瑞, 2019 年推出星越, SUV 和轿车的新产品均衡发展。整体价格带在逐步上移, 新车型中除了远景系列外, 其他车型的指导价格基本站在了 10 万元以上。

图 6: 2014 年起, 公司进入新产品周期, 价格在逐步上移



数据来源: 公司官网, 国泰君安证券研究

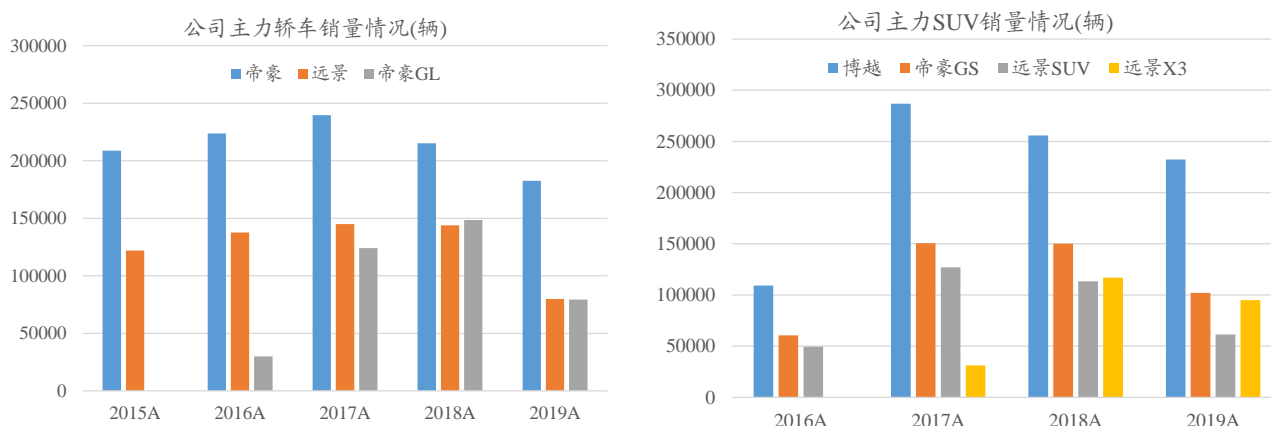
产品相互交织形成了立体的产品结构, 在不同市场均打造了爆款产品。公司的基本覆盖了不同类型产品市场的主要需求: 在 A 级轿车市场, 中低端新远景, 中端新帝豪&帝豪 GL&缤越, 中高端领克 03, B 级轿车市场的博瑞; 在紧凑型 SUV 市场, 中低端远景 SUV, 中端帝豪 GS&博越, 中高端领克 01/02&星越, 重型 SUV 市场豪情 SUV。其中轿车产品中的帝豪、远景和帝豪 GL, 以及 SUV 产品中的远景 SUV、帝豪 GS、远景 X3 以及博越均成为了月销在 1 万辆以上的爆款产品。

图 7: 公司的基本覆盖了不同类型产品市场的主要需求

类型	级别	车型及价格 (万元)					
轿车	A级	新远景	新帝豪	帝豪GL	缤瑞	领克03	
		5.39-6.69	6.98-10.08	7.88--11.38	7.98-11.08	11.68-15.18	
	B级	博瑞					
		11.98-22.98					
SUV	小型	远景X1	远景X3	缤越			
		3.99-5.79	5.09-6.59	7.88—11.88			
	紧凑型	远景SUV	帝豪GS	博越	领克02	领克01	星越
		7.49-10.19	7.78-10.88	9.88-15.78	12.28-19.28	15.88-22.08	13.58-21.68
	中型	豪情SUV					
		12.29-15.29					
MPV	紧凑型	嘉际					
		9.98-18.28					

数据来源: 公司官网, 国泰君安证券研究

图 8: 公司在 A 级轿车、小型/紧凑型 SUV 中诞生了多款爆款车型



数据来源: 中汽协, 国泰君安证券研究

2.2. 优质资产的初步内化等多重原因驱动销量的高速增长

3.0 时代公司销量的大爆发主要来自于三方面的原因: 沃尔沃收购完成后的初步内化带来的产品力提升、SUV 需求爆发式增长的背景下公司通过成本管控等推出高性价比产品、公司战略从多品牌经营回归单一品牌的事业部管理带来的品牌认知度提升以及。

收购沃尔沃后的初步内化显现成效, 新车型的产品力在快速提升。公司在 2009 年收购沃尔沃之后, 在技术上获得了直接或者间接上的支持。2013 年吉利控股和沃尔沃达成技术转让, 获得了包括 GMC 升级平台和车内空气质量控制系统以及 GX7 安全革新等三项技术, 2013 年吉利控股和沃尔沃在瑞典成立联合研发中心共同开发 CMA 基础架构模块等, 为吉利培养了大批量的技术人员。此外, 在车型设计、动力系统、原材料采购等方面, 沃尔沃也为吉利带来了较强的协同效应, 这在博瑞、博越等车型上得到了充分体现。

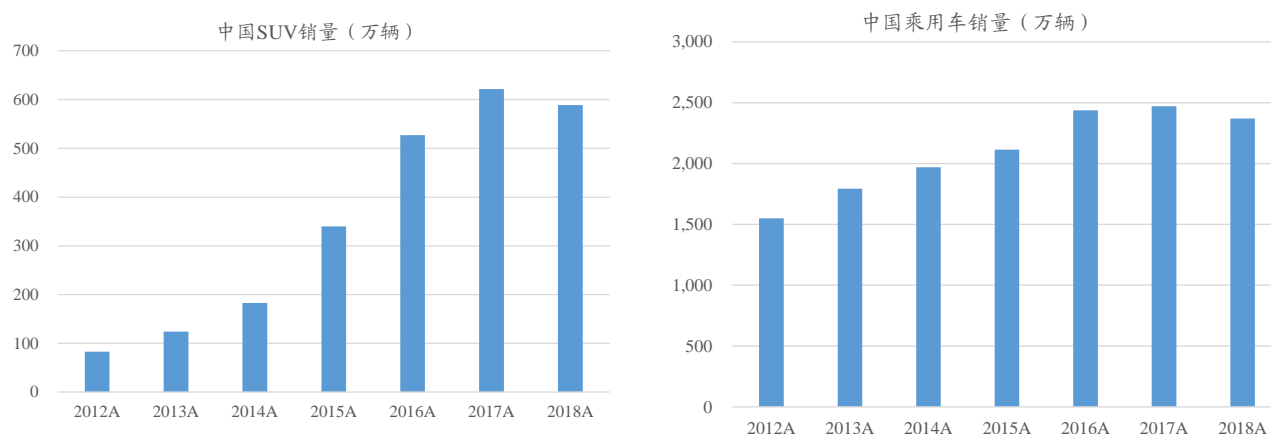
表 1: 公司在 2009 年收购沃尔沃之后, 在技术上获得了直接或者间接上的支持

技术相关支持	主要内容
直接技术转让	2013 年吉利控股和沃尔沃达成技术转让, 沃尔沃将向吉利转让三项技术, 包括 GMC 升级平台和车内空气质量控制系统以及 GX7 安全革新技术, 这些技术逐步在吉利的新车型中得到了应用, 例如博瑞基于 GMC 延伸的 KC 平台生产的
间接技术学习	2013 年 9 月, 吉利和沃尔沃在瑞典建立联合研发中心 (CEVT), 共同研发 CMA 基础架构模块。而 CMA 体系所有的知识产权, 都属于吉利控股集团; 2016 年, CEVT 总共 2000 多名员工中国内约占 1/4。通过批量性地派遣技术人员到 CEVT, 吉利不断提升员工的技术水平。
完善供应链体系和初步的协同效应	在沃尔沃的协助下, 吉利供应链体系中增加了部分国际零部件巨头, 例如博瑞身上搭载的 18TD 发动机, 在开发过程中得到沃尔沃的支持, 而这款发动机的有 61% 的零部件是由国际一流供应商提供, 同时, 这台发动机与沃尔沃的发动机共用供应商的占比达到 50%。 从 2013 年在华建厂以来, 沃尔沃不断加大供应链的本土化力度。沃尔沃汽车中国供应商的数量从 2013 年的不到 200 家增长到 2019 年的 1700 多家, 与公司形成了初步的协同效应
设计和新车开发理念	2011 年沃尔沃设计总监彼得·霍布里被任命为吉利汽车设计副总裁, 吉利 GC9、博瑞等车型的外观就由他操刀。

数据来源: 搜狐汽车、盖世汽车、NE 时代, 国泰君安证券研究

SUV 需求爆发式增长的背景下公司通过成本管控等推出高性价比产品。2014-2018 年中国市场 SUV 销量从 183 万辆增长至 589 万辆, 同期乘用车需求从 1970 万辆增长至 2371 万辆, SUV 需求的爆发式增长为车企提供了新一轮的发展机遇。同时 SUV 作为新崛起的一个市场, 合资品牌在车型推出和价格下沉上竞争优势明显弱于轿车市场, 这就为性价比更高的自主品牌带来了良机。公司通过出色的成本管控能力向市场投放了高性价比的中低端和中端产品。

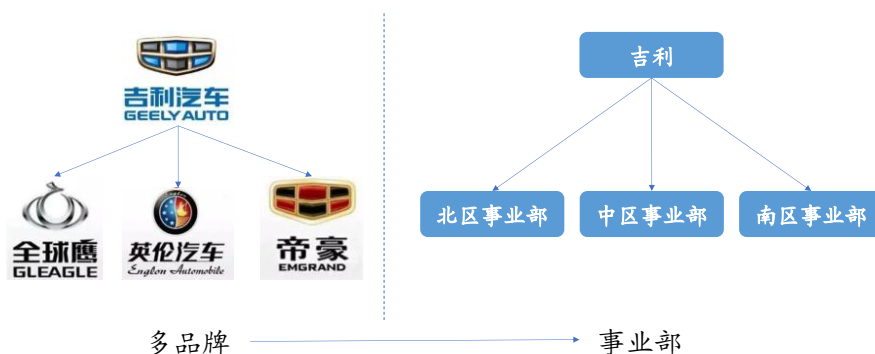
图 9: 2014-2018 年中国 SUV 销量爆发式增长, 远高于同期乘用车销量增速



数据来源: 中汽协, 国泰君安证券研究

从多品牌战略回归“一个吉利”的品牌策略, 合力提升公司品牌知名度。公司在 2008 年开始采取多品牌战略, 相继推出全球鹰、帝豪、英伦三大子品牌, 通过品牌事业部来管理三大子品牌的规划和销售。多品牌运作的初期为公司销量的增长带来了积极贡献, 但是对于品牌力的塑造以及资源协同方面也带来了不利影响, 公司从 2012 年起成立北区、中区、南区三大区域营销事业部来负责区域内三个子品牌的宣传推广和销售, 逐步回归到“一个吉利”的品牌策略, 使吉利整体的品牌知名度快速提升。

图 10: 2012 年起公司从多品牌战略回归 “一个吉利” 的品牌策略



数据来源: 公司官网, 国泰君安证券研究

3. 深度内化显成效, 开启 4.0 架构造车时代

新需求时代, 公司凭借不逊于合资的造车水平、更加针对本土化的市场战略以及先进的智能化水平开启 4.0 平台造车时代。中国乘用车市场进入新的需求阶段: 更新需求占比不断提升对产品品质升级的需要大幅增强, 同时 90 后成为消费主力, 对个性化/智能化的要求不断提升。自主品牌在造车工艺的相对劣势以及合资品牌在新车型推出/智能化的劣势都将面临挑战。公司对沃尔沃的深度内化成果陆续落地, 以 CMA 平台、智擎发动机为代表的技术使公司具备了品牌向上的基础, 叠加公司对中国市场的深入了解以及智能化水平上的优势, 公司 4.0 架构造车时代值得期待。

3.1. 更新需求推动消费升级, 个性化、智能化要求不断提升

消费升级、需求个性化+智能化, 自主品牌和合资品牌均面临挑战。乘用车的需求在快速发生变化: 一方面, 随着更新占比逐步提升, 消费升级在加速进行, 另一方面 90 后成为消费主力, 他们对汽车产品的个性化/智能化更加看重, 这对乘用车品牌提出了不同的挑战。对于自主品牌而言, 需要从过去的中低端市场向中高端市场迈步, 实现品牌向上的转变; 对于合资品牌而言, 需要加速车型引进推出、在智能化等领域加快步伐。

随着更新需求占比逐步提升, 消费升级趋势在汽车消费领域加速进行。根据我们的测算到 2025 年中国乘用车市场潜在的需求量达到 2681 万辆, 其中更新需求 1775 万辆, 占比超过 65%, 而预计当前这一比例不足 40%。从首购到替换需求的演变过程中, 消费者的关注点从满足基本交通属性的高性价比产品为主, 逐步对性能配置、品牌属性等提出了更高的要求, 需求的消费升级对汽车制造商提出了更高的要求。

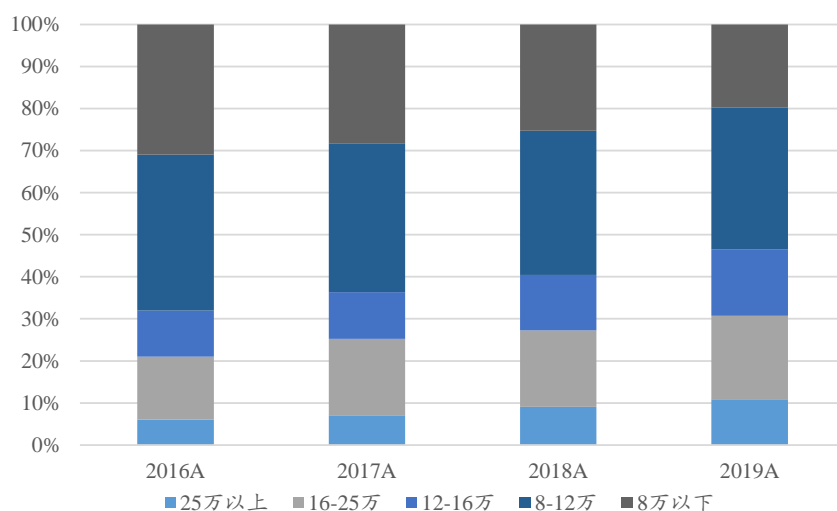
表 2: 对 2020-2029 年中国乘用车潜在需求测算的情景假设一

假设条件	<ul style="list-style-type: none"> 潜在换车需求: 由购车人群换车产生, 假设换车周期为 10-15 年, 从第 10 年开始每年更换 20% 潜在首购需求 (类型 1): 15-24 岁人群毕业、成家后产生的首次购车需求, 这里假设的是这部分人群 24 岁以后的千人保有量得到 500, 且在迈入 24 岁以后相应年龄段的需求当年立即实现
------	---

	<p>■ 潜在首购或者增购需求 (类型 2): 从 2018 年看 25-34 岁和 35-44 岁人群的千人保有量将在 10 年内分别从 410/310 提升至 480/400, 这部分增量需求以双倍余额递减的方式实现</p>									
需求分类(万辆)	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
潜在更新需求	845	1032	1216	1440	1627	1775	1970	2155	2270	2316
潜在首购 1	937	899	793	759	768	695	721	711	682	670
潜在首购或者增购需求 2	643	515	412	329	264	211	169	135	109	109
潜在需求合计	2426	2446	2421	2529	2659	2681	2860	3002	3062	3096
数据来源: 国泰君安证券研究										

中国乘用车均价不断提升, 随着更新需求占比的不断提升, 消费者对乘用车在性能配置方面的要求越来越高, 单价中枢将继续提升。从全球主要汽车市场来看, 欧美国家的单车均价在 3 万美元, 日本的单车均价接近 2.5 万美元, 从长期看中国单车售价仍有提升空间。2016 年以来中国乘用车市场单价 12 万元以上的占比在不断提升, 未来 10-20 万元的价格带将逐步成为竞争的主战场。

图 11: 单价 12 万元以上的乘用车占比不断提升



数据来源: 乘联会, 国泰君安证券研究

图 12: 中国乘用车的销售均价 2011 年以来维持在 14 万左右

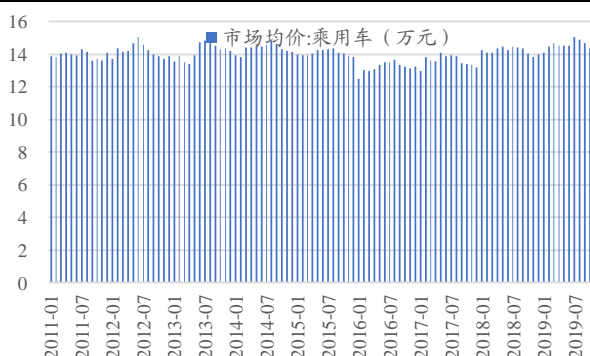
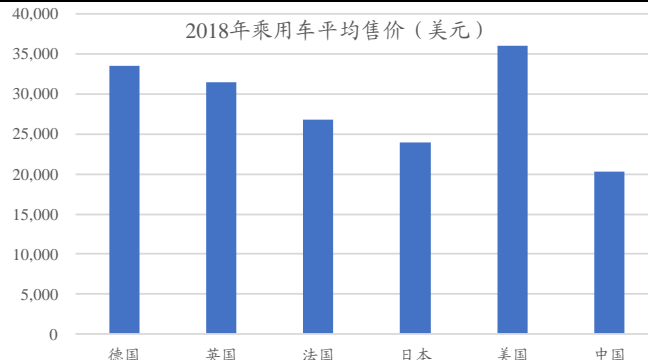


图 13: 德国、英国、美国的乘用车平均售价在 3 万美元以上

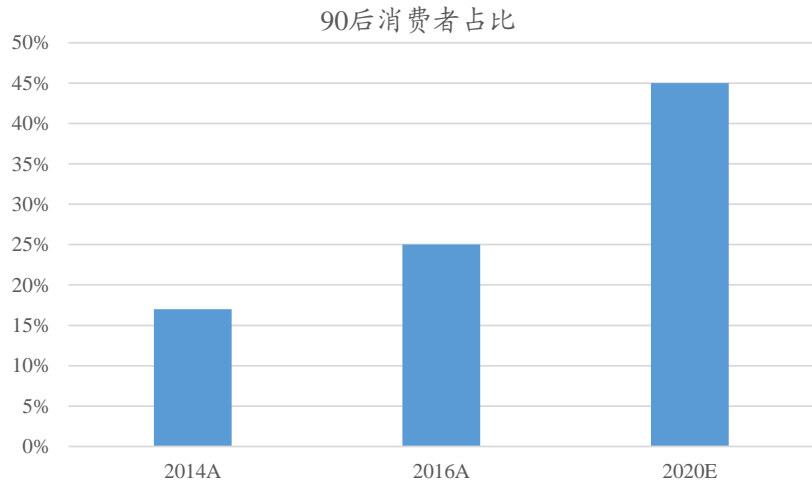


数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

数据来源: ICCT, 国泰君安证券研究

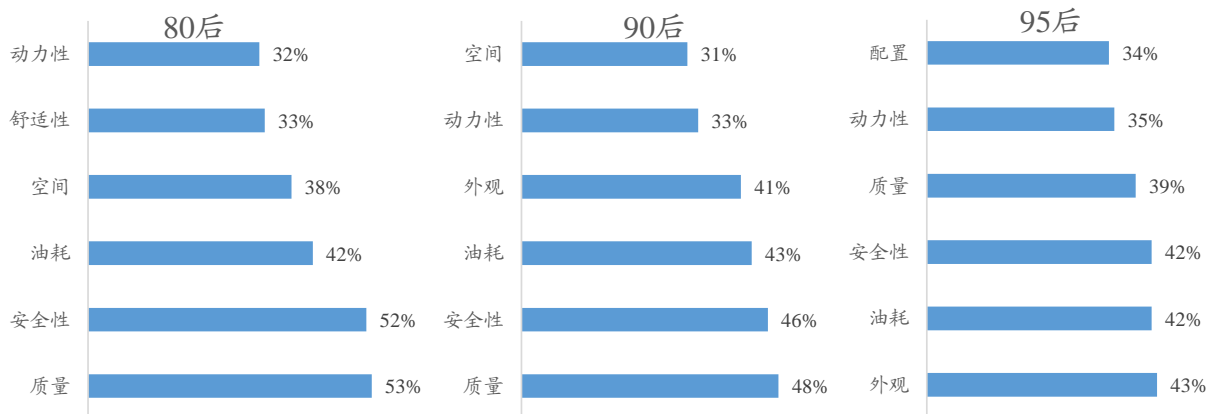
90 后成为购车主力, 对个性化和智能化等领域更加看重。90 后在汽车消费中的占比不断提升, 从2014年的约17%预计将提升至2020年的45%。90 后群体在购车时具有更强的个性化需求, 无论是在外观设计上还是在车辆功能上。同时 90 后对科技产品具有更强的接受程度, 对于智能化、网联化产品也更加看重。

图 14: 90 后在汽车消费中的占比不断提升



数据来源: 中汽协, 罗兰贝格, 国泰君安证券研究

图 15: 90 后/95 后购车时考虑因素越来越看“颜值”



数据来源: 汽车之家, 国泰君安证券研究

不断变化的消费需求对汽车制造企业提出了更高的要求: 推出消费者愿意买单的消费升级产品, 新车研发在速度和数量上不断改进, 在智能化、网联化方面加大投入, 自主品牌和合资品牌均存在不同程度的挑战。在消费升级领域, 自主品牌面临更大的挑战, 过去凭借高性价比自主品牌在乘用车市场占据了较大的市场份额, 但在品牌向上的过程中难言成功, 在 15 万以上的价格带推出具备性价比和品牌力的爆款产品将是自主品牌的重要挑战; 而在新车型和智能化等方面, 合资品牌面临的挑战更大, 新车型的推出更多依赖外资方, 同时智能化进程相对缓慢。

图 16: 2019 年以来的爆款车型在智能化网联化的优势比竞品合资车要更多突出

	长安cs75 plus	长安unit	长城大狗	红旗hs5	途岳	本田CR-V
类型	SUV	SUV	SUV	SUV	SUV	SUV
级别	紧凑型	紧凑型	紧凑型	中型	紧凑型	紧凑型
终端指导价 (万)	10.69-15.49	11.39-13.39	11.99-14.29	18.38-24.9	16.58-22.38	16.98-27.68
智能座舱	一般	一般	优秀	优秀	否	否
多功能方向盘液晶仪表盘	是	是	是	是	无	否
全液晶屏幕数量	2	2	2	2	1	1.5
HUD	无	无	可选	有	无	可选
自动/辅助驾驶	L2	L2	L2	L2	L2-	L2
提醒和紧急制动	有	有	有	有	有	有
自适应巡航	有	有	有	有	有	有
车道偏离修正	有	有	有	有	无	有
自动驾驶	无	无	无	无	无	无

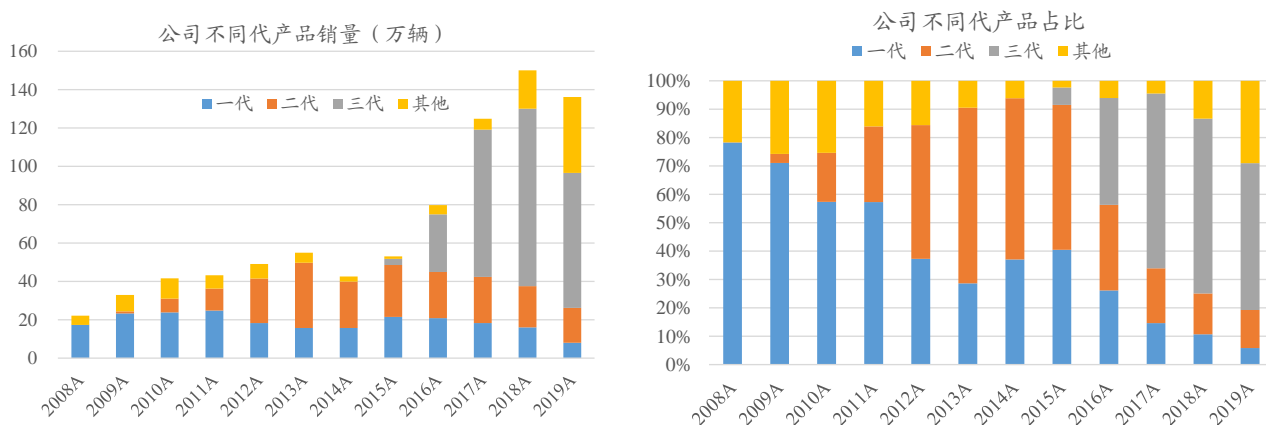
数据来源: 汽车之家, 国泰君安证券研究

3.2. 4.0 架构造车开启公司新增长时代

收购后的深度整合步入收获期, 公司进入 4.0 架构造车时代。在 3.0 精品车时代, 公司实现了对沃尔沃的初步吸收学习, 奠定自主龙头地位; 而在 4.0 架构造车时代则是沃尔沃在吉利控股的支持下重新崛起后, 公司与沃尔沃的深度整合内化, 公司在造车的平台架构、动力总成等方面得到进一步提升, 同时叠加公司在智能驾驶、智能网联等领域的研发优势, 公司将在 4.0 架构造车时期开启新增长时代。同时随着 CMA 架构的销量提升, 公司单车净利也有望进一步提升。

公司 3.0 精品车的主力车型进入生命周期的末端。公司 3.0 精品车时代从 2014 年开始不断推出爆款产品, 带动了公司销量的高速增长。通常新车型的生命周期为 5-7 年, 从 2019 年开始逐步进入生命期末端, 带动了公司销量下滑。2017/2018 年以帝豪 GS/GL、远景 SUV/X3、博越、博瑞等为代表的 3.0 精品车销量占比超过 61%, 到 2019 年已经下降到不足 52%。

图 17: 公司 3.0 精品车进入生命期末期, 影响了公司销量



数据来源: 中汽协, 国泰君安证券研究

2020 年起, 公司进入以 CMA 架构为造车主体、装载 3.0 智擎发动机架构造车时代, 随着新车型的逐步量产, 公司销量有望开启新一轮增长, 单车盈利能力也会进一步提升。

在吉利控股的投资支持下，沃尔沃在 2010-2014 年经过 4 年时间实现了架构和技术方面的再生，打造了 SPA 架构，开启了沃尔沃的销量再次增长阶段；在 SPA 平台的借鉴下，以吉利控股和沃尔沃联合成立的 CEVT 联合研发中心为基础，打造了 CMA 架构，开启了吉利和沃尔沃的深度融合时代。随着 CMA、BMA 等平台的相机落地，公司将进入 4.0 架构造车时代。

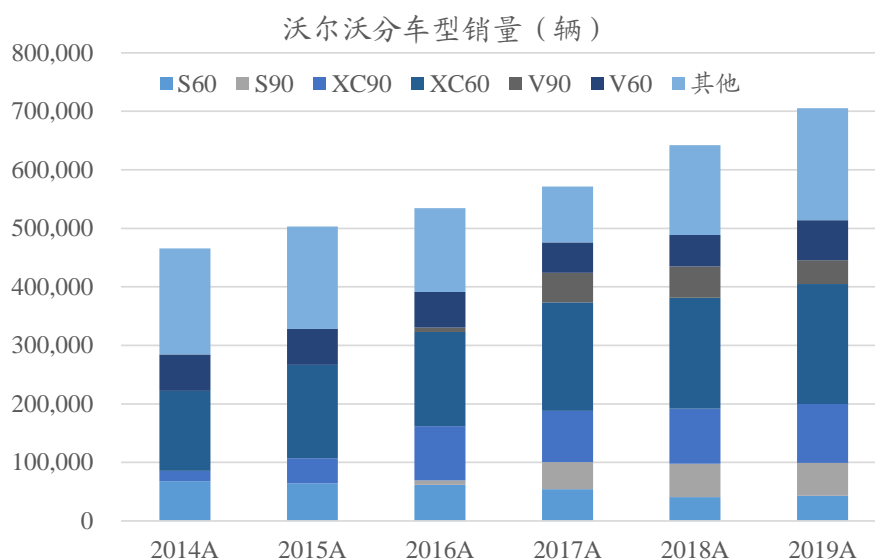
表 3: 沃尔沃的 SPA 架构，沃尔沃和吉利共同开发的 CMA 架构相继落地

公司核心造车架构	架构介绍
SPA	沃尔沃在被吉利控股收购前依靠福特的造车平台来进行生产制造，2010 年吉利控股收购沃尔沃完成后即开始投资 110 亿美元开发沃尔沃的 SPA 平台，在 2014 年上半年完成。SPA 的第一款车型为大型 SUV XC90，开启了沃尔沃的复兴之路。之后基于 SPA 平台，沃尔沃先后推出新的 SUV (XC60)、轿车 (S90/S60) 以及旅行车 (V90/V60)，这些车型目前贡献了沃尔沃超过 70% 以上的销量。
CMA	CMA 由沃尔沃和吉利联合开发，在 2017 年完成；架构的开发成本约为 120 亿人民币，其中沃尔沃承担约 30 亿；开发主体为双方联合实验室 CEVT，沃尔沃主要提供人员以及导入成体系的开发经验，吉利提供了主要资金。CMA 架构开发开启了沃尔沃和吉利的深度协同。

数据来源：搜狐汽车，国泰君安证券研究

在吉利控股资本投入下，沃尔沃通过重造成架构等方式实现再生，销量快速增长。在福特控股时，沃尔沃的生产平台和动力总成对福特依赖比较高。在吉利控股收购沃尔沃完成后，随即投入 110 亿美元打造沃尔沃自有的造车架构 SPA，在 2014 年完成后推出了全新的 SUV XC90、SUV (XC60)、轿车 (S90/S60) 以及旅行车 (V90/V60)，在吉利控股的重金投入下，沃尔沃实现了生产制造以及某些技术方面的再生，销量也从 2014 年的 46.6 万辆增长至 2019 年的 70.5 万辆。

图 18: SPA 平台贡献了沃尔沃超过 70% 以上的产量



数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

在沃尔沃自身快速发展的同时，吉利控股和沃尔沃展开了深度融合，相继完成 CMA 和 BMA 架构，助力公司迈入架构造车 4.0 时代。在沃尔沃 SPA 架构的技术借鉴下，以 CEVT 联合研发中心为基础，沃尔沃和吉利

联合开发了针对 A0 - B 级紧凑车型的整车平台 CMA，在 2017 年基本完成;同时吉利主导推进了针对 A0 - A+级车型的整车平台 BMA 开发，并于 2018 年完成。两个新整车平台是沃尔沃和吉利深度融合的产物，并应用了之前已经转让完成的技术，拉开了公司架构造车 4.0 时代的序幕。

目前公司已经具备了成体系的整车平台架构; CMA 是针对 A0 - B 级紧凑车型的整车平台, BMA 是针对 A0 - A+级车型的整车架构, DMA 是中级轿车和中级 SUV 的整车架构, 而 AMA 是专门为新能源车打造的整车架构, 而 SPA 架构则主要针对高端市场。

图 19: 目前公司已经具备了成体系的整车平台架构

平台	AMA	BMA	CMA	DMA	SPA
介绍	吉利专门为新能源车车型开发的制造平台	吉利自主研发的紧凑型平台, 适用于 A0-A+级车型, 涵盖轿车、SUV 和 MPV 等	由沃尔沃汽车主导, 吉利联合开发的专门针对紧凑车型的整车平台	由沃尔沃汽车主导, 吉利联合开发, 在 CMA 平台发展而来, 主要生产中级轿车和中级 SUV	由沃尔沃研发的中高端车型平台
车型	帝豪EV	缤瑞, ICON, 领克 06	领克01, 领克02, 领克03, 领克05, 星越	暂无	暂无

数据来源: 搜狐汽车, 国泰君安证券研究

以 CMA 为主的新造车架构的落地进一步提升了公司的造车能力, 节省开发成本和开发时间, 同时也能通过提升零部件的通用化率来降低成本。在新的平台架构下, 公司除了车内空气质量控制系统以及 GX7 安全革新技术等得到了更好的应用外, 在智能化等方面也得到了明显提升; 同时架构造车可以大幅节省开发成本和时间, 甚至插电式混合动力车型和纯电动等新能源车型也可以基于 CMA 平台进行开发。此外, 公司原本众多的造车平台进一步集中化, 通过提升零部件的通用化率来降低成本。

表 4: 以 CMA 为主的新造车平台的落地进一步提升了公司的造车能力, 节省开发成本和开发时间

平台架构优势	主要内容
更智能化	CMA 架构采用了 FlexRay 总线技术、TCP/IP 以太网技术、AUTOSAR 软件技术、整车模式管理系统 VMM 等, 支持 5G 网络, 满足未来 15 年对汽车进化的需求
节省开发成本和时间	CMA 平台能够更大程度上实现差异化造车, 满足消费者的个性化需求: 除了发动机位置固定之外, 前悬吊、后悬吊和轴距等重要部件都可以根据研发需求进行调整, 而且插电式混合动力车型和纯电动等新能源车型也可以基于 CMA 平台进行开发, 开发周期和开发成本将大幅降低
更具安全性	沃尔沃的核心安全理念和技术都在 CMA 上得到体现: 目前所有诞生自 CMA 架构的车型, 都在各项安全碰撞测试中取得十分优异的成绩, 包括目前中国最苛刻的中保研碰撞测试。
降低成本, 提升单车盈利	公司原来的主力车型出自多个造车平台, 零部件的通用化率较低; CMA 将成为公司未来核心的造车架构, 通过提升零部件的通用化率, 公司的成本有望进一步降低。

数据来源: 搜狐汽车, 国泰君安证券研究

表 5: CMA 架构拥有了和丰田 TNGA 比肩的能力

架构	TNGA	MQB	CMA
对比	架构属性更强。兼顾个性化和标准化: 它是一个涉及汽车研发、设计、生产、采购等全产业链价值在内的创新体系	平台属性更强, 更强调标准化: MQB 是大众集团最新的横置发动机模块化平台它的能力范畴从 A00 一直到 B 级, 衍生性强、生产率的提高、成本降低、轻量化、新技术的引入。MQB 将大量的汽车零部件实现标准化, 让它们可以在不同品牌 and 不同级别的车型中实现共享	架构属性更强。高度灵活性和可扩展性、安全性突出 CMA 模块包含了车身、底盘、动力及驱动系统、电子系统等车辆的组成部分, 它可以自由组合在一个中心支架的平台之上, 衍生出不同级别和类型的车型, 可以适应从 A0 级到 B 级的不同车型开发, 兼顾传统内燃机以及新能源的布局。

数据来源: 搜狐汽车, 车家号, 国泰君安证券研究

在新的造车架构上也将搭载得到了沃尔沃技术支持的新一代的动力总成, 公司在发动机层面进入 3.0 智擎时代。基于沃尔沃的发动机技术, 公司推出了 1.0TD (吉利自主研发)、1.5TD 和 2.0TD (吉利和沃尔沃共同研发), 在发动机领域也奠定了品牌向上的基础。

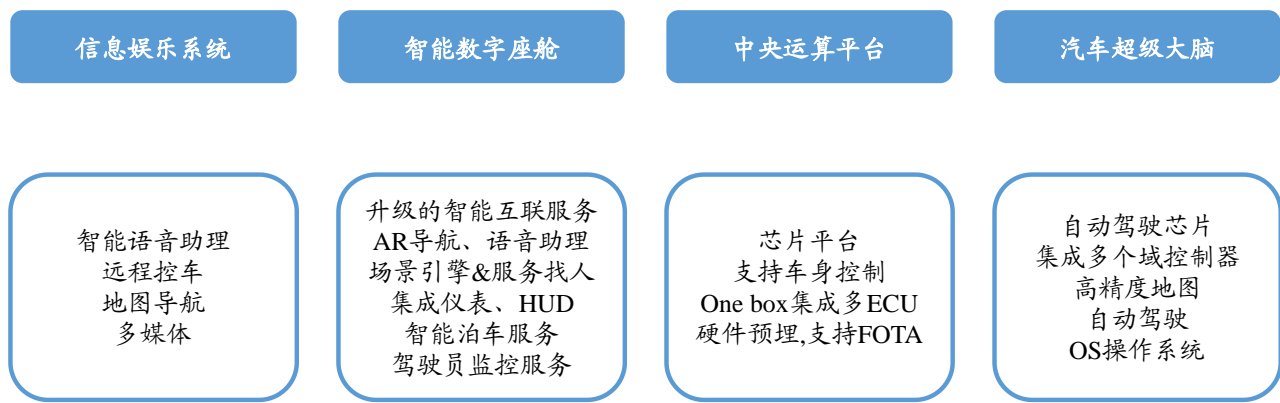
图 20: 公司发动机技术不断提升, 进入 3.0 智擎时代

发动机分类	具体介绍	具体车型
0.0 开启自主时代	从学习丰田 8A 发动机 2003 年推出 1.3L 的 MR479Q 到 2006 年自主研发推出我国首款 CVVT 发动机 JL4G18, 吉利具备了发动机的自主研发能力	MR479Q: 美日
1.0 自吸时代	通过调整活塞行程, 改变气门等, 衍生出 JL4G15 发动机, 进入自然吸气发动机时代, 排量在 1.4-2.4L	远景、帝豪、远景 SUV、帝豪 GL、帝豪 GS、博越等
2.0 涡轮增压时代	2014 年下半年吉利推出了 1.3T 涡轮增压发动机, 后续陆续推出了 1.0T/1.4T/1.8T	主力车型基本都有涡轮增压选择
3.0 智擎时代	基于沃尔沃的发动机技术, 推出了 1.0TD (吉利自主研发)、1.5TD 和 2.0TD (吉利和沃尔沃共同研发)	1.0TD: 缤瑞 1.5TD: 缤越, 嘉际, 博越 pro, 博瑞 GE, 领克 02/03 2.0TD: 星越, 领克 01/02/03

数据来源: 公司公告, 搜狐汽车, 国泰君安证券研究

智能化/网联化方面, 公司在信息娱乐系统、车载数字座舱、中央运算平台以及汽车超级大脑等领域都形成了技术优势, 有望在新架构中得到更为广泛的应用。

图 21: 公司在信息娱乐系统、车载数字座舱、中央运算平台等领域都形成了技术优势

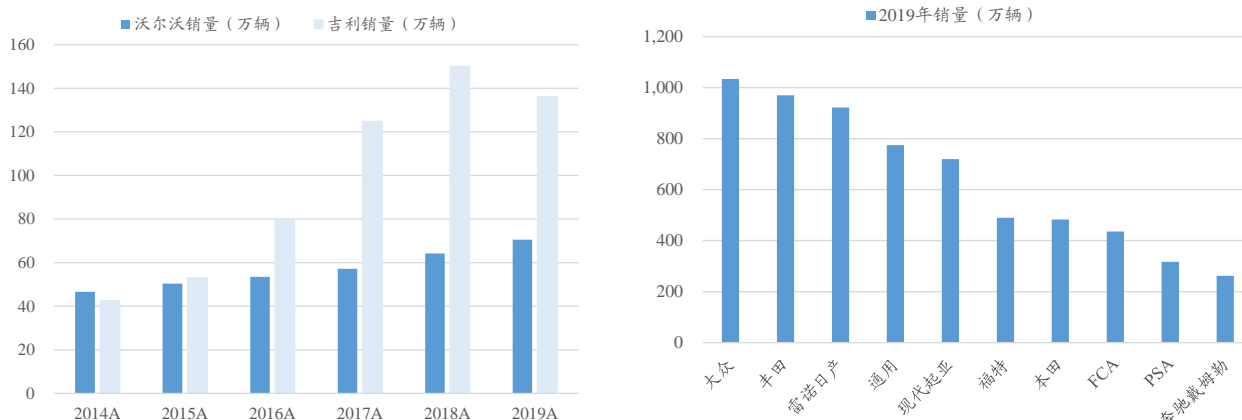


数据来源: 公司官网, 国泰君安证券研究

除此之外, 随着公司和沃尔沃的深度融合, 协同效应在成本端、研发端的效果会更加突出。

2019 年公司和沃尔沃的销量之和已经超过 200 万辆, 已经接近全球销量第十的奔驰戴姆勒集团, 协同效应会使公司在供应链方面的成本优势更加明显。

图 22: 2019 年公司和沃尔沃的销量之和已经超过 200 万辆, 接近全球销量第十的奔驰戴姆勒集团



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

公司和沃尔沃在新能源化、智能网联化的研发协同也将不断增强。2018 年开始, 传统车企之间为了在自动驾驶、电动化领域降低开发成本、加快进程, 相互之间的合作在不断加速, 例如本田和通用、大众和福特。公司和沃尔沃在研发领域的协同将会更加明显。

表 6: 随着自动驾驶、新能源等投入需求不断增大, 车企间的合作不断加深

合作双方	主要内容
本田-通用	于 2018 年 10 月 3 日正式宣布合作。本田将与通用汽车及 Cruise 合作, 专门开发一款针对全球市场的自动驾驶汽车。该专属车型可应对多样化的应用模式, 并可实现大规模生产。另外, Cruise、通用汽车与本田将在全球范围探索商业化应用 Cruise 旗下自动驾驶汽车的可能性。
大众-福特	将从 2022 年起推出共同为全球市场开发的商用车车型和中型皮卡车型。大众商用车将负责城市厢式商用车的开发和生产, 而福特将主要负责载重一吨的轻型厢式卡车的开发, 此外大众汽

	车还将推出一款基于福特 Ranger 平台开发的中型皮卡。福特汽车将基于大众汽车集团 MEB 平台，为欧洲客户打造一款纯电动车型，该车型计划将于 2023 年推出市场。
菲亚特克莱斯勒-标致雪铁龙	于 2019 年 10 月宣布合并，各持股 50%。双方将在豪华车、高档车、主流乘用车、SUV 和卡车及轻型商用车等领域均进行合作，并将在电气化动力系统、自动驾驶和数字联接等方面发力
宝马-奔驰	于 2019 年 7 月签署合作协议，宣布将针对自动驾驶技术的研发展开长期合作，双方将投入约 1,200 名专业人员共同研发，期望在 5 年后、也就是最快在 2024 年时，就能将 Level 4 等级的自动驾驶车投入市售。于 2020 年 6 月 19 日宣布暂停合作：两家公司在声明中表示，在经过广泛的审查之后，双方达成友好协议，将各自专注于现有的发展道路，这可能还包括与现有或新的合作伙伴合作。双方还明确表示，未来还可能恢复合作。

数据来源：搜狐汽车，国泰君安证券研究

4. 盈利预测与估值

核心假设：

- 1、随着星瑞、新帝豪、新博越的上市，公司销量将在 2021-2022 年恢复快速增长，公司 2020-2022 年的销量为 132、150、165 万辆；
- 2、随着中端车型的占比提升，公司单车收入将进一步提升，2020-2022 年公司的单车收入为 8.00、8.30、8.50 万元
- 3、随着公司 CMA 架构的销量贡献提升其规模效应加速体现，同时中高端车型的盈利能力更高，公司 2020-2022 年的单车净利为 0.60、0.78、0.90 万元

表 7：核心假设

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入（亿元）	1,112.07	1,219.35	1,090.81	1,081.28	1,245.00	1,402.50
销量(万辆)	124.8	150.1	136.2	132	150	165
单车收入（万元）	8.91	8.12	8.01	8.00	8.30	8.50
单车利润（万元）	1.02	0.95	0.67	0.60	0.78	0.90
净利润（亿元）	127.21	143.27	91.42	79.20	117.00	148.50

数据来源：国泰君安证券研究

我们预计公司 2020-2022 年的净利润为 79.20/117.00/148.50 亿元，对应 EPS 为 0.81/1.19/1.51 元港币，参考可比公司给予公司 2022 年 15 倍 PE，目标价 22.65 元港币。

表 8 可比公司估值表

证券代码	2020/11/02	收盘价	总 市 值		EPS			PE		PB
	证券简称		(亿元)		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	
000625.SZ	长安汽车	17.70	949	0.80	0.88	1.07	22.05	20.10	16.58	2.00
2333.HK	长城汽车	13.22	1213	0.52	0.77	0.91	22.15	14.78	12.63	1.95
可比公司平均							22.10	17.44	14.61	1.98

数据来源：wind、国泰君安证券研究，可选公司盈利预测来自 wind 一致预期，其中长安汽车单位为人民币，长城汽车为港币

5. 风险提示

疫情影响下乘用车销量低于预期

消费者的购车行为更多的考虑未来的经济环境以及个人收入预期，如果疫情二次爆发可能会推迟消费者的购买行为，同时也会冲击终端的销售环节

公司不同品牌之间相互竞争的风险

公司和沃尔沃之间存在资产整合预期，沃尔沃、领克和吉利之间当前定位和定价上存在明显区分，但随着沃尔沃的价格带下沉、吉利的品牌上移，不同品牌之间存在价格带上的重叠，从而带来相互竞争的风险。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的香港恒生指数涨跌幅为基准。	增持	相对香港恒生指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对香港恒生指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对香港恒生指数涨幅介于 -5%~5%之间
	减持	相对香港恒生指数下跌 5%以上
2. 投资建议的比较标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的香港恒生指数指数的涨跌幅。	增持	明显强于香港恒生指数
	中性	基本与香港恒生指数持平
	减持	明显弱于香港恒生指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		