

吉利汽车（00175）动态跟踪报告 一文总览高端纯电品牌极氪的IPO

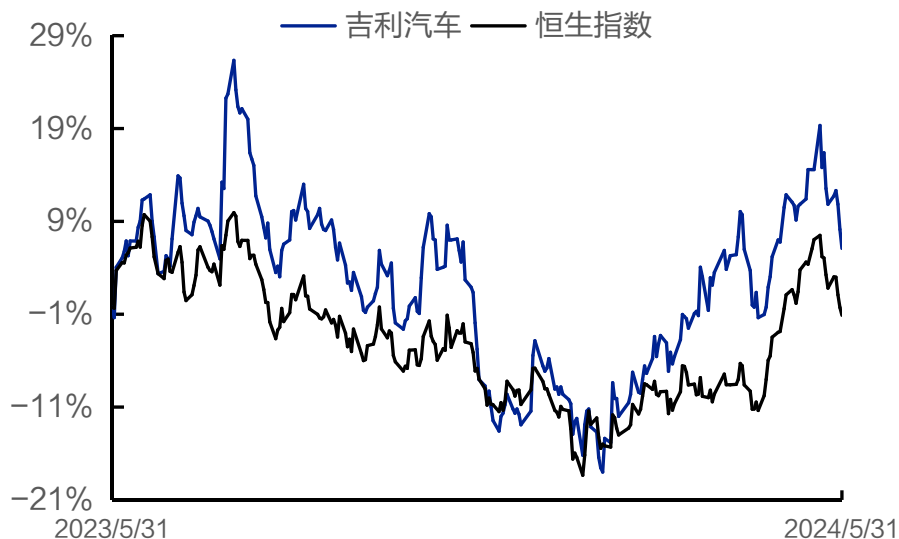
评级：增持(维持)

戴畅(证券分析师)

S0350523120004

daic@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对恒生指数表现

表现	1M	3M	12M
吉利汽车	-0.6%	10.6%	6.3%
恒生指数	1.8%	9.5%	-0.8%

市场数据

2024/05/31

当前价格 (港元)	9.47
52周价格区间 (港元)	7.24-11.64
总市值 (百万港元)	95,300.23
流通市值 (百万港元)	95,300.23
总股本 (万股)	1,006,338.24
流通股本 (万股)	1,006,338.24
日均成交额 (百万港元)	719.33
近一月换手 (%)	0.50

相关报告

《吉利汽车 (00175) 2023年年报点评：战略方向推进顺利，盈利能力稳步向好 (增持) *乘用车*戴畅》——2024-03-22

- ◆ **上市方案：**极氪2024年5月10日于纽交所上市，募集资金4.41亿美元，估值51.99亿美元。本次发行2.1亿普通股，发行后总股本为24.76亿股，本次公开发行占总股份8.48%。
- ◆ **基本情况：**高端纯电动汽车细分市场定位清晰，股权集中、团队研发人员比例高。公开发行后，极氪实控人董事长李书福持股比例78.8%，极氪高级管理人员合计持股82.8%。
- ◆ **主营业务：**汇集吉利集团下优质资产，以高端纯电汽车销售为主，主营业务涉及电池、电机等电动车核心零部件研发和制造以及相关研发服务。极氪持有瑞典研究中心（CEVT）与宁波威睿电动汽车技术公司等优质资产，与全球领先战略伙伴如Waymo/Moblieye/宁德时代进行多元化合作。截至2024年5月，极氪产品已推出6款车型，价格区间覆盖18.98-78.90万元，产品矩阵涵盖轿车、SUV、MPV多种车身形式，可满足舒适家用、商务接待等多种用车需求。极氪在智能电动核心技术领域坚持自主研发，包含整车SEA浩瀚架构、电子电气ZEEA 2.0 E/E架构、DCU控制架构、ZEEKR OS操作系统。针对纯电汽车里程焦虑，极氪提供以下三方面解决方案：家庭充电解决方案、道路充电解决方案和移动充电服务。极氪坚持构建DTC销售网络，由ZEEKR中心(26家)、ZEEKR空间(240家)、ZEEKR交付中心(31家)、ZEEKR之家(45家)组成。
- ◆ **空间和格局：**极氪在高端纯电汽车细分市场具有较强竞争力；持续进军欧洲及其他海外市场。极氪旗下产品定位高端纯电市场：定价近30万元的ZEEKR 001在4个月内实现1万辆总交付量，成为中国中高端EV市场有史以来交付速度最快车型之一，2023年交付量为7.59万辆，位列高端EV车型第一；定价近50万元的ZEEKR 009年销1.95万辆，位列中国EV高端车型前十名；ZEEKR X跻身2023年售价15-30万元的EV销量前十名。极氪加速进入欧洲及其他海外市场，2023年下半年，首批欧版极氪001、极氪X发往欧洲，最终完成全年超4000辆的海外销量。2024年，极氪出海欧洲的版图将增加至8个国家，计划2026年进入大部分西欧地区，并同步进入东南亚、中东、南美等新兴市场，预计在50个国家开展销售业务。
- ◆ **财务和预测：**预计极氪未来销量与营收持续增加。2023年极氪营收517亿元，毛利率13.3%，净亏损放大至83.5亿元；单车营收43.5万元，同业领先。预测极氪2024年-2026年销量分别为21、30.8、36.5万辆，考虑受行业价格战影响及日趋激烈的竞争环境，单车平均收入ASP相比于2023年有所下滑，假设为25万元，对应2024年-2026年极氪品牌车辆营收分别为525、770、912.5亿元。吉利汽车高端品牌极氪在电动化、智能化、国际化战略进展顺利，汽车销量及盈利能力稳步增长，我们看好公司未来发展。
- ◆ **极氪由吉利汽车集团有限公司主要控股。**吉利汽车在电动化、智能化、国际化战略进展顺利，汽车销量及盈利能力稳步增长。预计公司2024-2026年实现营业收入2024、2377、2604亿元；实现归母净利润76.8、114.0、151.1亿元；EPS为0.76、1.13、1.50元，对应当前股价的PE估值分别为12.4、8.4、6.3倍，维持“增持”评级。
- ◆ **风险提示：**市场竞争加剧风险、极氪销量不及预期、极氪研发进展不及预期、品牌高端化进展不及预期、国际贸易环境不稳定风险、吉利品牌内部竞争风险、不同公司及车型不可简单对比、欧洲地区针对中国电动车加征关税导致极氪品牌海外进展不及预期。

- **一、上市方案：极氪纽交所上市募集资金4.41亿美元，估值51.99亿美元**
- **二、基本情况：高端纯电动汽车细分市场定位清晰，股权集中、团队研发人员比例高**
- **三、主营业务：收入以汽车销售为主，主营业务涉及纯电动汽车、电池及相关研发服务**
- **四、空间和格局：新能源汽车中EV市场空间不断扩大，极氪具有较强竞争力**
- **五、财务和预测：营收持续增长，毛利率2023年回升明显**
- **六、风险提示**

1、上市方案：极氪纽交所上市募集资金4.41亿美元，估值51.99亿美元

- 极氪2024年5月10日于纽交所上市。本次上市共发行2.1亿股普通股，每份ADS代表十股普通股，即2100万份ADS，发行后总股本为24.76亿股，本次公开发行占总股份8.48%。
- 首次公开发行价为每ADS 21.0美元，募集资金共4.41亿美元，估值51.99亿美元（行使超额配股权之前）。若承销商行使超额配售权，发行规模将扩大至2415万份ADS，募资约5.07亿美元。
- 募集资金约45%将用于研发更先进的纯电动汽车技术与扩大产品组合；约45%将用于销售、营销及扩大服务与充电网络；约10%将用于一般企业用途，包括营运资金需求，以支持业务运营。
- 上市首日，极氪开盘价格26美元，报收价格28.26美元，涨幅34.57%，总市值69.97亿美元。
- 截至2024年5月10日，共20亿股普通股，126,470,585股pre-A系列优先股和139,375,669股A系列优先股已发行和流通。

图：极氪（ZK.N）发行信息

承销商	ADS (单位: 份)
高盛（亚洲）有限责任公司	7,954,591
摩根史丹利亚洲有限公司	5,108,565
美林证券（亚太）有限公司	4,764,396
中国国际金融香港证券有限公司	2,663,384
法国巴黎证券公司	63,633
中银国际亚洲有限公司	63,633
民生银行证券股份有限公司	63,633
招银国际金融有限公司	63,633
HSBC Securities (USA) Inc	63,633
工银国际证券有限公司	63,633
桑坦德银行美国资本市场有限责任公司	63,633
浦银国际金融有限公司	63,633
合计	21,000,000

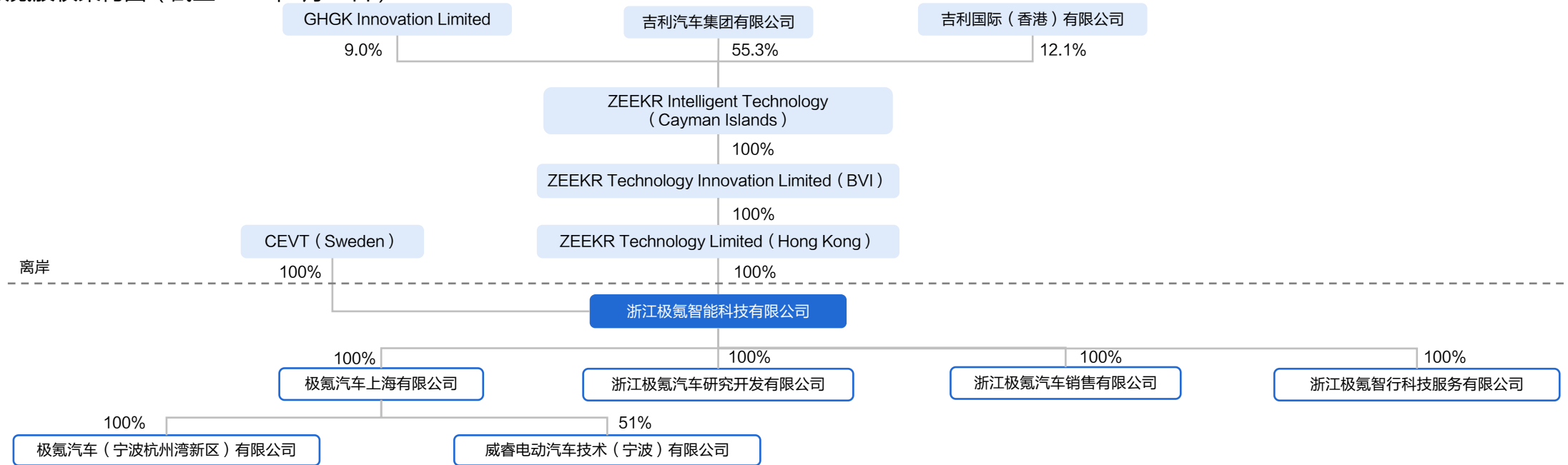
	每ADS	未额外购买ADS	额外购买ADS
首次公开发行价格	\$21.00	\$441,000,000	\$507,150,000
支付承销折扣和佣金	\$1.47	\$11,905,601	\$16,536,101
向公众提供的ADS的收益 (扣除费用)	\$19.53	\$429,094,399	\$490,613,899

- 一、上市方案：极氪纽交所上市募集资金4.41亿美元，估值51.99亿美元
- 二、基本情况：高端纯电动汽车细分市场定位清晰，股权集中、团队研发人员比例高
- 三、主营业务：收入以汽车销售为主，主营业务涉及纯电动汽车、电池及相关研发服务
- 四、空间和格局：新能源汽车中EV市场空间不断扩大，极氪具有较强竞争力
- 五、财务和预测：营收持续增长，毛利率2023年回升明显
- 六、风险提示

2、公司基本情况：股权架构

- 极氪架构按海内外分为不同主体。海外主体中：第一层主体为注册于开曼群岛的极氪智能科技控股公司；第二层主体为此公司100%控股的注册于维尔京群岛的极氪创新有限公司(BVI)；第三层主体为BVI 100%持股的极氪香港公司。境内主体中：极氪香港公司100%控股浙江极氪智能科技有限公司；此公司在国内有多家全资控股子公司，包括浙江极氪汽车研究开发有限公司、浙江极氪汽车销售有限公司、浙江极氪智行科技服务有限公司，以及极氪汽车(上海)有限公司；该上海公司收购宁波Viridi 51%股权。
- 现有股东和第三方投资者在此次发行中认购并获得承销商分配的ADS合计1428.57万份，其中：吉利汽车持有ADS为1290.1万份，Mobileye持有ADS为47.62万份，CATL持有ADS90.86万份。

图：极氪股权架构图（截至2024年5月10日）



2、极氪基本情况：管理团队及高管持股

- 公司高级管理人员均拥有深厚学术/技术背景，且相关领域经验丰富；研发型员工占比较高。
- 公开发行后，截至2024年5月10日，极氪实控人董事长李书福持股比例78.8%，极氪高级管理人员合计持股82.8%。

图：极氪管理团队（截至2024年5月10日）

姓名	职务	年龄	学历专业	任职情况	持股比例
李书福	董事长	60	哈尔滨科技大学管理工程学士学位 燕山大学工程硕士学位	吉利控股董事长 吉利汽车（HKEx: 0175）董事长和执行董事	78.8%
安聪慧	首席执行官	53	湖北大学经济管理学院当代会计文凭	2003年至2011年，担任吉利控股副总裁；2011年12月，任吉利控股总裁； 目前担任极氪智能科技控股有限公司的董事兼首席执行官。	2.7%
袁璟	首席财务官	39	厦门大学国际贸易与经济学学士学位 伦敦帝国学院管理学硕士学位	在投资银行业和汽车行业担任过多个职位，最后一职是瑞银投资银行的执行董事； 自2021年4月起担任Zeekr Intelligent Technology Holding Limited的首席财务官。	<1%
李东辉	董事	53	中国人民大学哲学学士学位 美国印第安纳大学凯利商学院工商管理硕士学位 北京机械工业学院管理工程硕士学位	自2016年6月起，担任吉利控股的执行副总裁兼首席财务官； 2020年11月被任命为吉利控股首席执行官。	<1%
桂生悦	董事	60	西安交通大学机械工程学士学位 旧金山大学工商管理硕士学位	2005年6月加入吉利汽车；自2006年2月起担任吉利汽车的首席执行官。	<1%
徐云	副总裁	42	东华大学工业设计学士学位	2012年8月加入吉利汽车； 2021年4月起担任Zeekr Intelligent Technology Holding Limited的副总裁。	<1%
赵昱辉	副总裁	52	哈尔滨商业大学食品科学与工程学士学位 清华大学执行管理工商管理硕士学位	2020年3月至2020年9月在长城汽车股份有限公司旗下子公司担任极氪客户中心总经理；2021年4月起担任Zeekr Intelligent Technology Holding Limited的副总裁。	<1%
朱凌	副总裁	43	南京理工大学土木工程学士学位 浙江大学工程力学硕士学位 内布拉斯加大学林肯分校机械工程硕士和博士学位	2017年至2021年宁波吉利汽车研究院林肯品牌研究所担任副总裁； 2021年4月起担任Zeekr Intelligent Technology Holding Limited的副总裁。	<1%
总计					82.8%

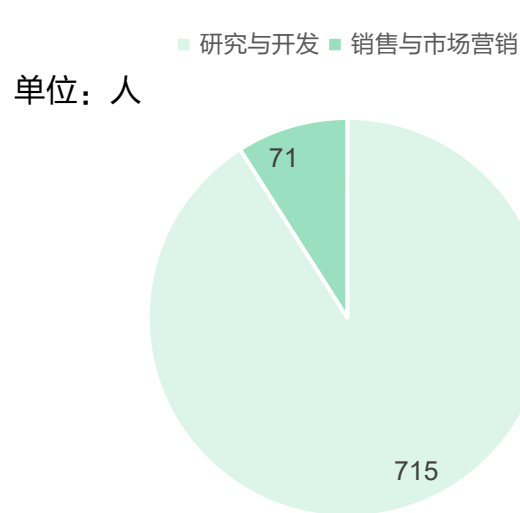
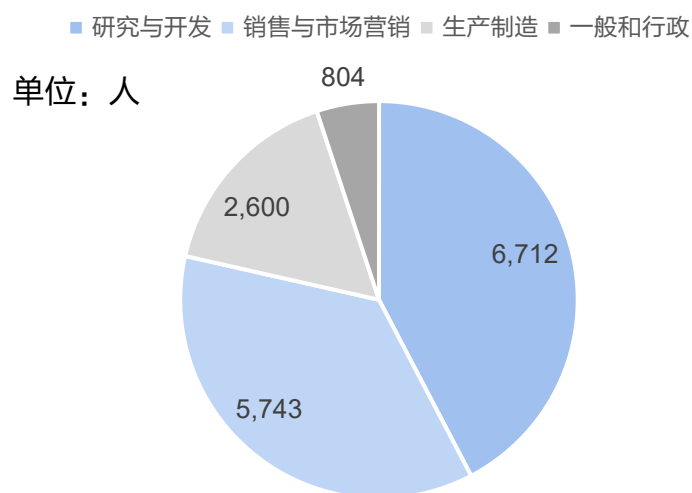
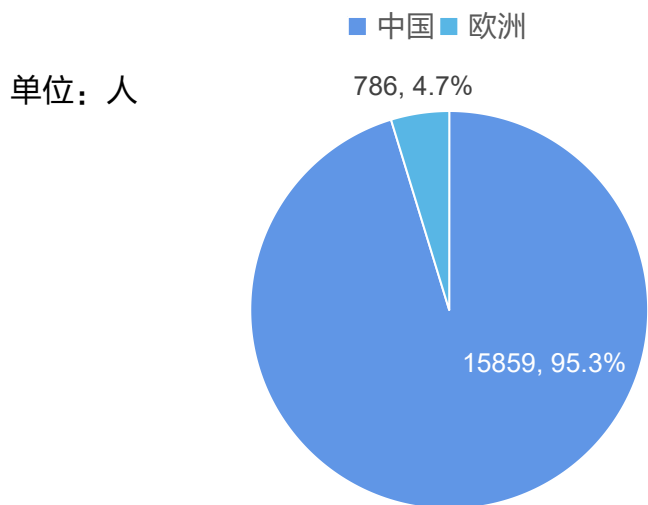
注：持股比例为公开发行后的股权结构

2、极氪基本情况：员工结构

■ 截至2024年5月10日，极氪员工主要集中于中国和欧洲，其中中国占据绝大部分，占比95.3%。

■ 极氪研发人员占比较高。截至2024年5月10日，中国研发人员占总人数40.3%，海外研发人员占总人数4.3%。

图：极氪员工结构（截至2024年5月10日）



地理位置	员工数量 (人)	占比
中国	15859	95.3%
欧洲	785	4.7%

中国	员工数量 (人)	占比
研究与开发	6,712	40.3%
销售与市场营销	5,743	34.5%
生产制造	2,600	15.6%
一般和行政	804	4.8%

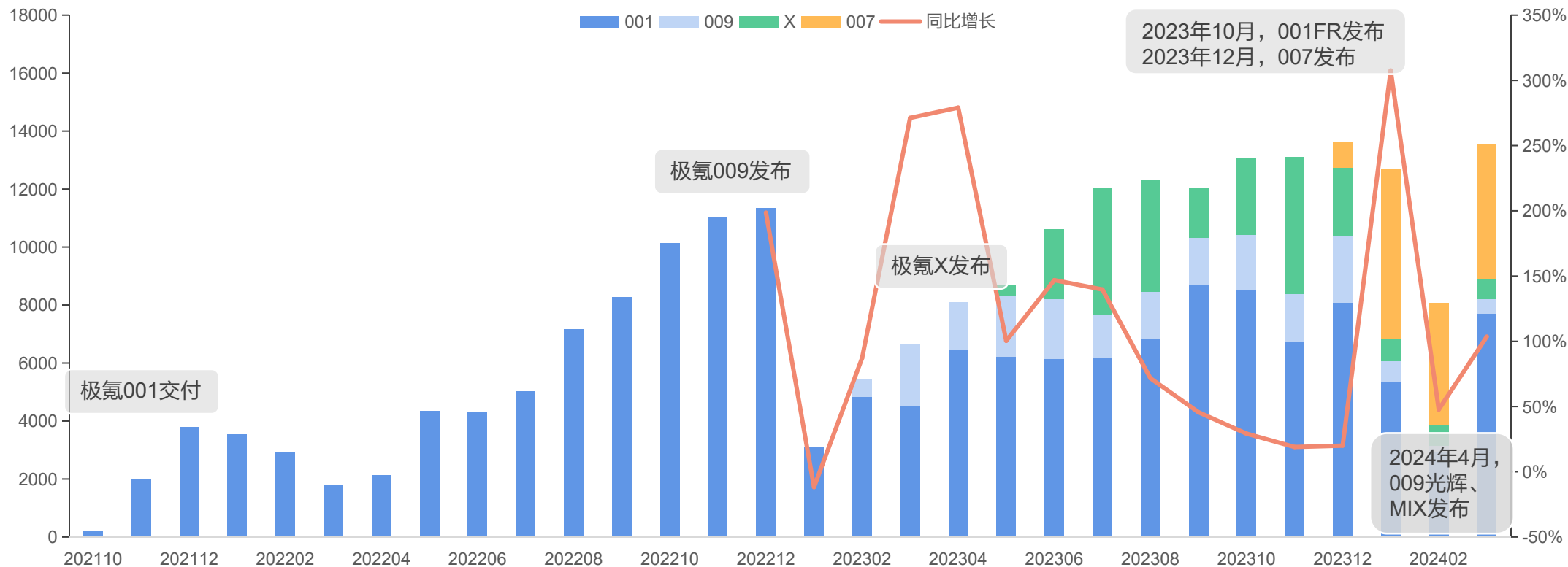
欧洲	员工数量 (人)	占比
研究与开发	715	4.3%
销售与市场营销	71	0.4%

- 一、上市方案：极氪纽交所上市募集资金4.41亿美元，估值51.99亿美元
- 二、基本情况：高端纯电动汽车细分市场定位清晰，股权集中、团队研发人员比例高
- 三、主营业务：收入以汽车销售为主，主营业务涉及纯电动汽车、电池及相关研发服务
- 四、空间和格局：新能源汽车中EV市场空间不断扩大，极氪具有较强竞争力
- 五、财务和预测：营收持续增长，毛利率2023年回升明显
- 六、风险提示

3、主营业务：高端电动汽车生产商

- 截至2024年5月，极氪公司产品已推出6款车型，包括极氪001、001FR、007、009、009光辉版、X以及已经发布的极氪MIX，价格区间从18.98-78.90万元，覆盖轿车、SUV、MPV多种应用场景，并为部分车型设计特别款，扩大了原有车型的目标市场，例如定位高性能的极氪001FR和定位更加豪华的极氪009光辉版，丰富的产品能够满足舒适家用、商务接待等多种用车需求。

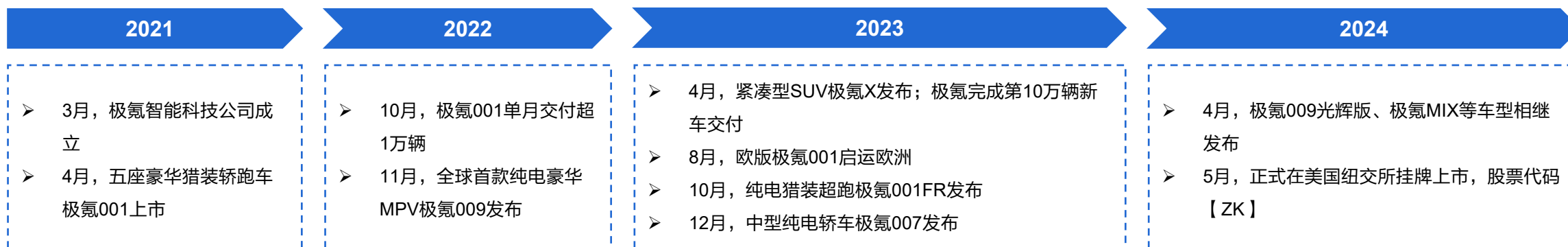
图：极氪001、009、X、007车型月销量与同比增速（辆）



3、主营业务：高端电动汽车生产商

■ 极氪是吉利控股集团旗下的高端电动汽车品牌。自2021年成立以来，专注于纯电动汽车领域，采用的SEA浩瀚架构可满足各种车型、各种级别的造车需求。目前极氪的产品矩阵不断丰富：ZEEKR 001以及性能版001 FR定义为五座掀背车，第一款CLTC续航里程超过1000公里的BEV车型；ZEEKR 009是基于纯电动平台的六座高端MPV；ZEEKR X为紧凑型SUV车型；ZEEKR 007为极氪首款纯电轿车；ZEEKR Mix在2024年北京车展发布，采用行业首个“贯通式电动对开门”设计与浩瀚-M架构。

图：极氪重要事件及车型发布时间



3、极氪重点技术布局

- 整车及电子电气架构：SEA和ZEEA 2.0 E/E架构。可实现自动驾驶、连接性、电气化和智能移动。DCU控制架构：用少至四个DCU来控制整车，分别是自动驾驶单元、驾驶舱单元、底盘单元和电驱动单元。降低了与软件开发和生产相关的成本，通过FOTA不断提升车辆性能。据极氪招股说明书，未来计划推出ZEEA 3.0。
- ZEEKR OS：运行在E/E架构上的专有分布式BEV操作系统。ZEEKR OS运行在许多主流内核上，例如Linux和QNX。利用网络诊断和管理、服务增强、安全管理和电源管理，ZEEKR OS实现了内核、服务和车规级应用，如座舱服务、自动驾驶和能源服务之间的无缝连接，从而保证了车辆运行的安全、可靠、准确。2023年12月，推出ZEEKR OS 5.1。

图：ZEEA 3.0架构



图：SEA关键参数及优势

<p>极佳的兼容性</p> <ul style="list-style-type: none"> • 轴距范围覆盖最宽：1800mm-3300mm • 覆盖A-E级车辆，兼容轿车、SUV、跑车、MPV、皮卡 • 不同品牌的多车型共用 	<p>高效的软件解决方案</p> <ul style="list-style-type: none"> • 软件开发周期显著减少50% • 全面和及时的OTA保证OS时时更新 • 全周期、全场景的FOTA升级使软件持续升级 	<p>电子四轮驾驶系统</p> <ul style="list-style-type: none"> • 提供超跑的驾驶体验 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 零百加速少于4秒 ➢ 麋鹿测试速度超过80km/h
<p>前沿技术</p> <ul style="list-style-type: none"> • CTP电池寿命达2MM km, CLTC续航800km+ • 单电机最大功率475kW • 轮端扭矩最大可达8000N·m 	<p>顶级的安全标准</p> <ul style="list-style-type: none"> • 多个安全系统保证驾驶员和乘员安全 • 大量严苛标准的电池安全性测试 • 使用符合国标的5G T-box加密芯片保证信息安全 	<p>自动驾驶</p> <ul style="list-style-type: none"> • 开源的SEA模型允许能够适配最新的自动驾驶技术 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 搭载7nm的Mobileye Eye Q5H芯片 ➢ 与Waymo合作 ➢ 未来计划使用英伟达的DRIVE THOR AV超级芯片

3、极氪重点技术布局

■ 极氪品牌充电解决方案由以下三方面构成：**家庭充电解决方案、道路充电解决方案和移动充电服务**。据极氪招股说明书，**1) 家庭充电解决方案**：即插即充的家庭充电解决方案采用7kW/11kW/20kW充电桩，安装在客户的停车位上；功能包括远程发动机启动、车辆自动充电、家庭成员共享车辆控制和自动故障检测等。截至2023年12月31日，已有7.5万名客户选择安装。**2) 道路充电解决方案**：包括由ZEEKR Power运营的充电站；截至2023年12月31日，ZEEKR动力运营的充电站共882座，其中超级充电站436座，超级充电站330座，轻型充电站116座，覆盖国内超130座城市；ZEEKR APP上第三方充电站超5.4万个，充电桩约61万个，覆盖国内超340个城市。**Ultra充电站**：提供高达600kW的充电器。极氪是中国最早使用专有液冷技术的公司之一，该技术允许充电时间较传统充电技术缩短约60%至75%。**超级充电站&轻型充电站**：使用安装了240kW充电器和20kW的轻型充电器的超级充电站和轻型充电站。**3) 充电车队**：全天候提供一对一的路上充电服务。覆盖中国40多个城市，包括自有和外包。

图：极氪充电解决方案



3、公司研发与合作布局

- 截至2023年12月底，极氪研发人员总计7427名，75.9%的研究人员从事软件开发，3个团队专注于车载技术的开发，并且有6个研发中心专注于自动驾驶、极氪OS、E/E架构、软件以及网络。
- 极氪在瑞典拥有一家创立于2013年的研究中心（CEVT），截至2023年底，共有715名研究人员；宁波威睿电动汽车技术公司截至2023年底有超过2000名技术人员。
- 极氪积极与全球领先战略伙伴进行多元化合作，为极氪提供了供应链安全、商业安排以及获得新技术方面的优势。

图：极氪研发布局及战略合作伙伴

研发布局

中欧汽车技术中心



开展计划在欧洲和美国等海外市场推出的产品相关的研发活动。包括1) 下一代移动解决方案，例如Robotaxi；2) 满足当地标准和要求的乘用车EV；3) 数字产品，例如数据分析工具、智能驾驶舱和车队运营。

- 实现多种EV相关技术和能力的开发，例如具有车载、云和移动功能的以用户为中心的系统、车载集中式架构，以及物联网设备、用户体验和数据分析的基于云的数据管理平台。
- 提供以项目为基础的特定研发服务。
- 开发SEA-M，具有自动驾驶和未来智能移动功能，以支持ZEEKR的下一代EV。

研发布局

宁波威睿



- 电池组：创新BEV、HEV、PHEV系列电池产品及解决方案。开发BMS，以保证电池包的性能、效率、耐用性。基于AutoSar架构和ISO26262，BMS达到ASIL C的安全标准。
- 电机和电控：研发高性能、重量低、NVH更优的电机电控产品。目前，200kW电机已在ZEEKR 009和ZEEKR X等整车品牌上进行了部署。
- 充电解决方案：提供车载充电机解决方案和充电桩解决方案，例如超级充电站中部署的600kW充电桩。充电方案兼容SUV、BEV、HEV、PHEV等乘用车，符合中国、美国、欧洲、日韩的产品标准。同时研发具有液冷功能的充电桩。

战略合作伙伴



与L4级自动驾驶技术的领导者Waymo合作，为Waymo One无人驾驶车队提供基于SEA-M的专用TaaS车辆。

2021年开始与Mobileye合作开发ADAS。在中国的BEV上率先部署了Mobileye EyeQ5H芯片组。计划在2024年共同推出面向消费者市场的L4 AD汽车。

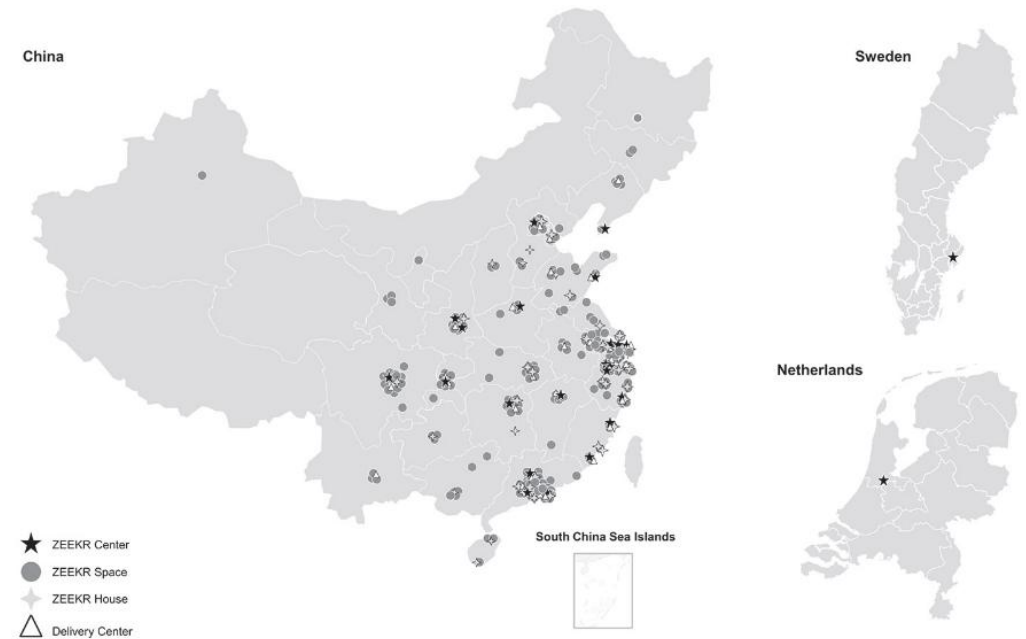


ZEEKR 009是首款搭载CATL麒麟电池的量产BEV车型。

3、极氪直销和服务模式

- 构建DTC销售网络，由ZEEKR中心、ZEEKR空间、ZEEKR交付中心、ZEEKR之家组成，据极氪招股说明书：
- **ZEEKR中心**：销售和服务网络中的关键接触点。每个ZEEKR中心通常占用300平方米至600平方米。截至2023年12月31日，中国有24个ZEEKR中心，在海外有2个ZEEKR中心。
- **ZEEKR空间**：试用产品和技术，及举办活动。通常在商业区占用100平方米至300平方米。截至2023年12月31日，中国有240个ZEEKR空间，包含42个快闪ZEEKR空间（比常规ZEEKR空间门店具有更灵活的租赁条款，有助于接触到扩大的客户群）。
- **ZEEKR交付中心**：进行产品交付。截至2023年12月31日，我们在中国有31个ZEEKR交付中心，其中大部分位于城市商业中心以外的大面积设施，以允许车辆存储和同步交付。
- **ZEEKR之家**：在中国不同城市的汽车经销商店铺所在区域。利用集群效应，提供一站式体验。截至2023年12月31日，中国有45个ZEEKR之家。

图：极氪销售服务网点

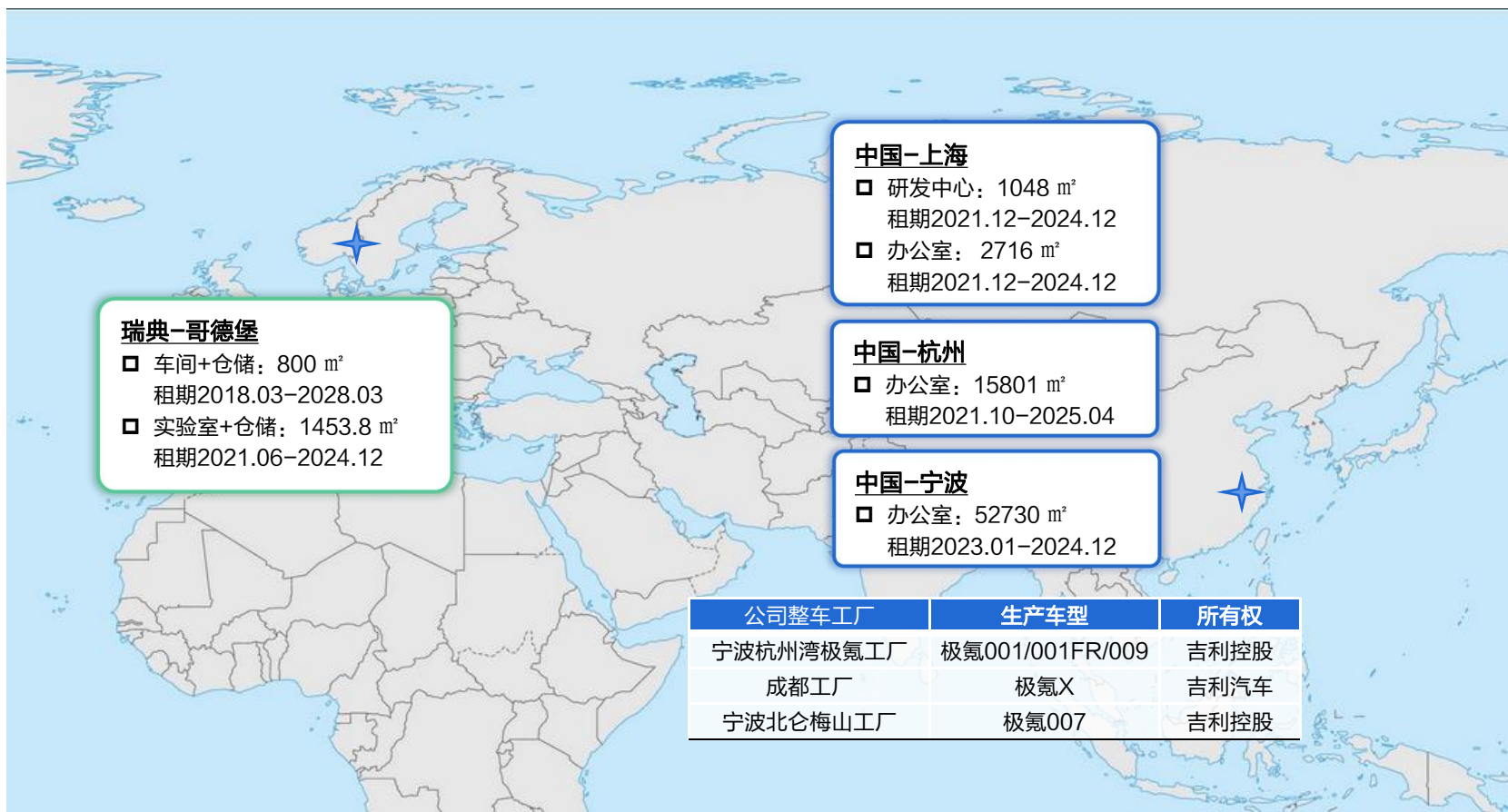


截至2023年12月31日，销售网络的地域分配情况

3、公司主要资产情况

■ 截至2023年12月31日，总资产约271.18亿元，总负债357.96亿元，固定资产29.14亿元，无形资产4.1亿元。公司总部位于宁波，占地面积约22.6万平方米，土地使用权截止于2067年11月。除此之外，公司还进行了一系列的租赁，包括办公室、研发中心等。

图：极氪主要资产及工厂



单位：亿元

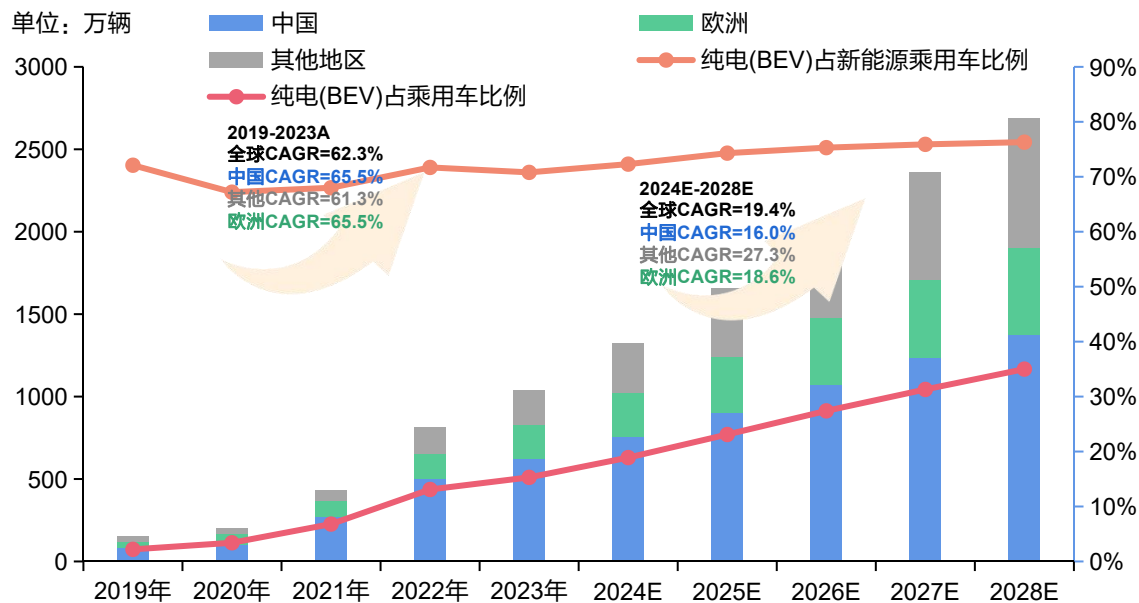
极氪固定资产	2021	2022	2023
建筑	1.98	1.89	2.34
生产设备	3.45	4.94	7.46
模具和工具	0.63	0.83	2.22
电子仪器, 家具, 办公设备	0.89	3.50	5.40
租赁装修	1.23	7.98	12.50
机动车	0.21	0.75	0.46
小计	8.38	19.90	30.38
累计减值	2.20	4.48	8.82
固定资产净值	6.18	15.41	21.56
正在建设项目	4.75	4.12	7.58
固定资产总额	10.93	19.54	29.14

- 一、上市方案：极氪纽交所上市募集资金4.41亿美元，估值51.99亿美元
- 二、基本情况：高端纯电动汽车细分市场定位清晰，股权集中、团队研发人员比例高
- 三、主营业务：收入以汽车销售为主，主营业务涉及纯电动汽车、电池及相关研发服务
- 四、空间和格局：新能源汽车中EV市场空间不断扩大，极氪具有较强竞争力
- 五、财务和预测：营收持续增长，毛利率2023年回升明显
- 六、风险提示

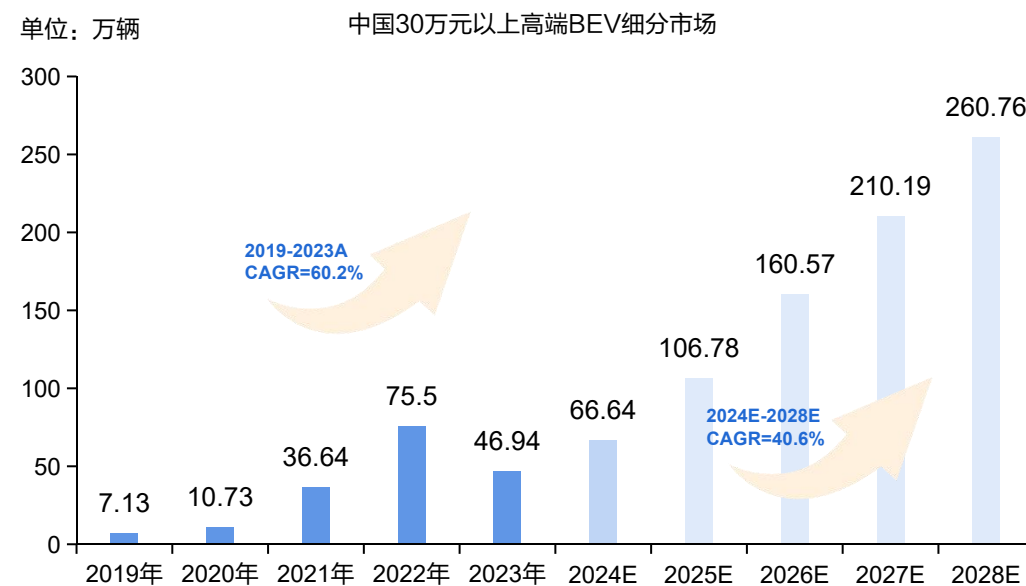
4、新能源汽车空间：全球与中国市场规模不断提升

- 中国已成为全球最大的纯电乘用车市场。2019年-2023年全球纯电乘用车销量从149万辆增长至1040万辆，CAGR=62.3%，其中，中国在2023年贡献了全球纯电乘用车市场60.4%销量。据Frost & Sullivan预测，2028年全球纯电乘用车市场将达到2691万辆，预计2024年-2028年CAGR=19.4%。
- 中国高端纯电乘用车预计是中国纯电乘用车市场增长最快的细分领域。中国纯电乘用车市场按价格区间可进一步划分为三个细分市场：售价15万元以下的入门级EV、售价15-30万元之间的中高端EV以及售价在30万元以上的高端EV。2019-2023年，中国高端EV销量从7.13万辆增长至46.94万辆，CAGR达60.2%。据Frost & Sullivan预测，2028年中国高端EV销量有望增长至261万辆，预计2024年-2028年CAGR=40.6%。

图：重点市场纯电乘用车渗透率及复合增长率



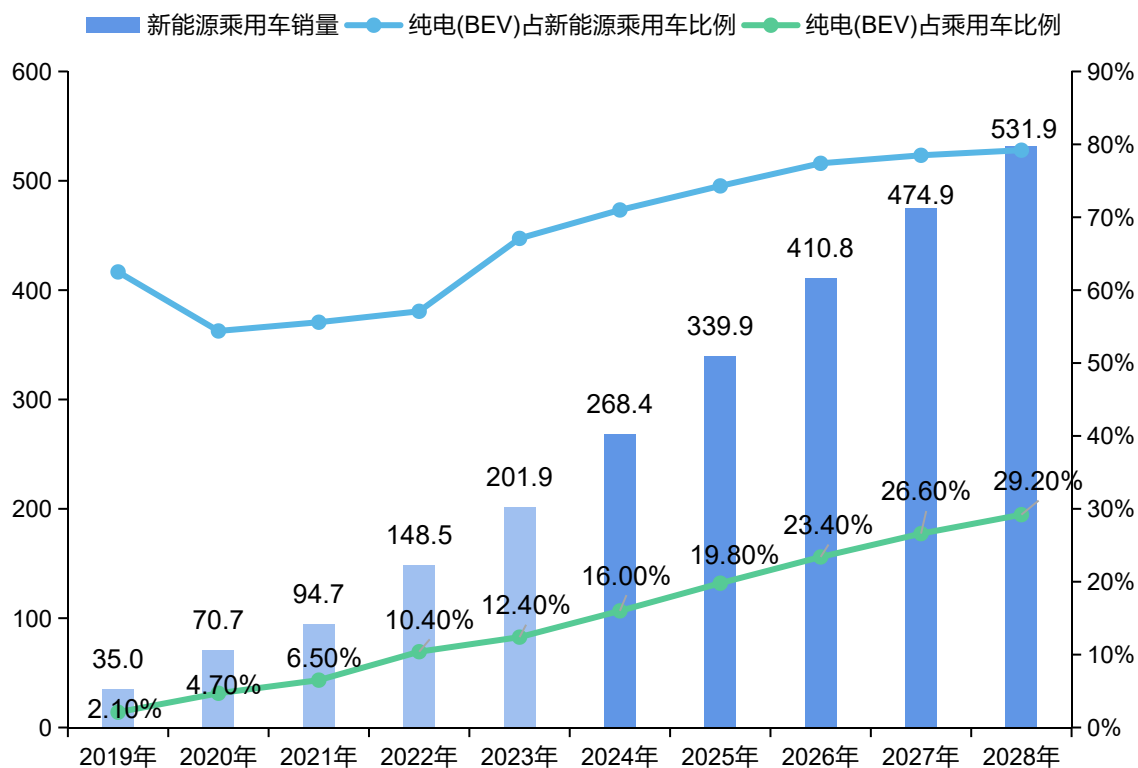
图：中国高端纯电乘用车销量及复合增长率



4、新能源汽车空间：欧洲市场规模不断提升

- 欧洲新能源汽车市场增长迅速，已成为全球第二大新能源汽车市场。2023年新能源乘用车销量为202万辆，据 Frost & Sullivan预测，2024年-2028年新能源汽车销量将从268万辆增长至532万辆，CAGR=18.6%。
- 中国新能源汽车凭借备受认可的产品质量和品牌形象，正在加速进入欧洲及其他海外市场。

图：欧洲新能源乘用车销量及纯电乘用车渗透率（万辆）



图：欧洲重点国家新能源乘用车销量及占比（万辆）

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
德国	6.35	19.45	32.84	47.14	52.42	60.29	78.38	100.33	125.41	153.00
新能源销量占比	58.4%	49.2%	54.6%	51.1%	74.9%	46.9%	49.6%	54.0%	58.4%	63.3%
CAGR			69.5%					26.2%		
瑞典	1.56	28	5.61	9.5	11.22	15.15	19.39	23.85	28.14	31.8
新能源销量占比	38.6%	29.7%	46.4%	57.1%	64.8%	66.8%	68.3%	70.2%	72.1%	72.8%
CAGR			63.8%					20.4%		
荷兰	6.17	7.3	6.01	7.34	11.4	15.27	19.7	24.43	29.56	34.59
新能源销量占比	92.6%	83.1%	57.9%	56.4%	70.8%	73.4%	76.9%	76.7%	77.5%	78.0%
CAGR			16.6%					22.7%		
丹麦	0.55	1.43	1.85	3.09	6.28	8.22	10.44	12.95	15.28	17.57
新能源销量占比	58.9%	43.9%	38.8%	49.4%	78.4%	80.5%	82.9%	85.6%	85.6%	84.4%
CAGR			83.5%					20.9%		

4、在自主高端品牌竞争中，极氪产品销量处于前列

- 中国高端EV市场的主要竞争者来自传统主机厂和纯EV新势力公司。高端EV的竞争集中在产品、品牌知名度和用户体验等关键因素上，其中产品因素包含造型、特性、价格、质量和可靠性等维度考量。
- 2023年，ZEEKR 001成为中国销量畅销的高端EV车型，2023年交付量为7.59万辆。定价近50万元的ZEEKR 009年销1.95万辆，位列中国EV高端车型前十名。
- ZEEKR X作为2023年4月上市的电动紧凑型SUV车型，在2023年7月至2023年12月期间，跻身售价在15-30万元的销量前十名。

图：2023年售价30万元以上中国高端纯电乘用车销量TOP10

排名	BEV车型	发行日期	起售价格（万元）	销量（辆）
1	ZEEKR 001	2021.04	30.0	75,928
2	蔚来ET5	2021.12	29.8	62,913
3	蔚来ES6	2018.12	33.8	55,777
4	宝马i3	2013.07	35.39	53,682
5	宝马iX3	2020.07	40.5	39,594
6	ZEEKR 009	2022.11	49.9	19,527
7	AVATR 11	2022.08	30.0	17,693
8	梅赛德斯-奔驰EQE	2022.08	48.6	14,041
9	蔚来ES8	2017.04	49.8	13,683
10	蔚来EC6	2020.07	35.8	11,072

图：2023年售价15-30万元中国高端纯电乘用车销量TOP10

排名	BEV车型	发行日期	起售价格（万元）	销量（辆）
1	特斯拉 Model Y	2017.07	25.8	252,694
2	小鹏G6	2023.06	20.9	42,205
3	零跑C11	2021.12	15.5	30,830
4	一汽-大众ID.4 CROZZ	2020.09	23.99	26,079
5	ZEEKR X	2023.04	20.0	19,622
6	IM LS6	2023.06	22.99	16,357
7	小鹏G9	2022.09	26.39	16,165
8	AION.V	2020.06	15.99	14,018
9	SVW-VOLKSWAGEN ID.4X	2020.11	19.58	13,749
10	奥迪Q4 e-tron	2021.04	28.99	12,433

4、在自主高端品牌竞争中，极氪产品销量处于前列

- 在国内主要高端EV车型中，ZEEKR 001不仅在空间、驾驶性能、车载配置等基本车辆属性表现良好，在语音识别、城市道路领航辅助驾驶等智能化领域功能齐全，使得ZEEKR 001在中国高端EV市场竞争力较强。自2021年10月首次交付以来，ZEEKR 001在4个月内实现了1万辆的总交付量，成为中国中高端及高端EV市场有史以来交付速度最快的EV车型之一。
- 此外，ZEEKR 009在纯电MPV领域同样取得不错的销量，2023年在中国纯电MPV销量排名第一。

图：2023年中国主要高端BEV车型关键特征对比

品牌	ZEEKR	宝马	蔚来汽车	AVATR	梅赛德斯-奔驰
车型	ZEEKR 001	iX3	ET5	AVATR 11	EQE
起始售价(万元)	29.9	40.5	29.8	30.0	48.6
定位	跨界掀背车	中型SUV	中型SUV	中型SUV	中大型车
空间					
长/宽/高 (mm)	4977*1999*1545	4746*1891*1683	4790*1960*1499	4880*1970*1601	4880*2032*1679
轴距 (mm)	3,005	2,864	2,888	2,975	3,030
驾驶性能					
最小加速时间0-100km/h (s)	3.3	6.8	4	6.6	6.8
电池容量范围 (kW·h)	100	80	75-100	90-116	93.2-96.1
CLTC射程 (公里)	705	530-540	560-710	580-730	717-752
车载配置					
空气悬架系统	√	×	×	×	×
自动无框门	√	×	√	√	√
中央触摸屏尺寸 (英寸)	15.05	12.3	12.8	15.6	12.8

图：0到1万台主要车辆交付时间对比

品牌	ZEEKR	蔚来汽车	蔚来汽车	宝马	蔚来汽车	蔚来汽车
模型	ZEEKR 001	ET5	ES6	iX3	ET7	EC6
交付1万辆车所用的时间	< 4个月	< 4个月	~7个月	~10个月	~6个月	~7个月

2023年中国销量前五电动MPV车型

排名	MPV车型	发行日期	开始销售价格 (万元)	销量 (辆)
1	ZEEKR 009	2022.11	49.9	19,527
2	BESTUNE NAT	2021.04	15.58	15,323
3	比亚迪E6	2011.1	30.98	8,391
4	腾势D9	2022.08	39.58	6,467
5	VOYAH梦想家	2022.05	33.99	4,048

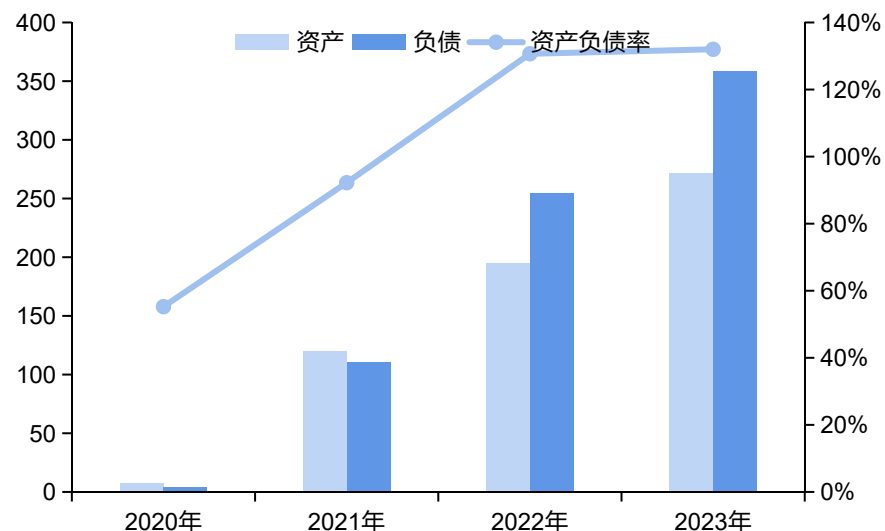
- 一、上市方案：极氪纽交所上市募集资金4.41亿美元，估值51.99亿美元
- 二、基本情况：高端纯电动汽车细分市场定位清晰，股权集中、团队研发人员比例高
- 三、主营业务：收入以汽车销售为主，主营业务涉及纯电动汽车、电池及相关研发服务
- 四、空间和格局：新能源汽车中EV市场空间不断扩大，公司具有较强竞争力
- 五、财务和预测：营收持续增长，毛利率2023年回升明显
- 六、风险提示

5、极氪资产负债数据：2023年极氪资产负债率达到132%

- 2021年-2023年总资产分别为119.40亿元、194.77亿元和271.18亿元，负债分别为110.11亿元、254.50亿元和357.96亿元。
- 资产负债率呈逐年增长态势：2021年-2023年资产负债率分别为92.22%、130.67%、132.00%。
- 固定资产、工厂以及设备：2021年-2023年分别为10.93亿元、19.54亿元和29.14亿元。

图：极氪资产负债情况

单位：亿元



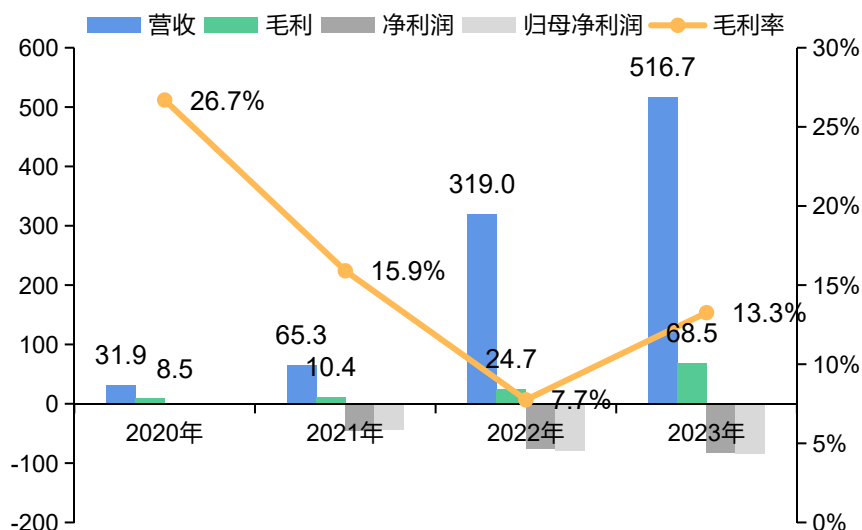
图：极氪资产负债情况

	2021	2022	2023	2023 (美元)
总资产/千元	11,939,932	19,477,316	27,117,500	3,819,420
流动资产总额	9,431,807	14,600,124	20,477,108	2,884,140
非流动资产合计	2,508,125	4,877,192	6,640,392	935,280
负债总额/千元	11,010,506	25,450,183	35,796,100	5,041,775
流动负债合计	10,150,503	17,625,914	32,317,603	4,551,839
非流动负债合计	860,003	7,824,269	3,478,497	489,936

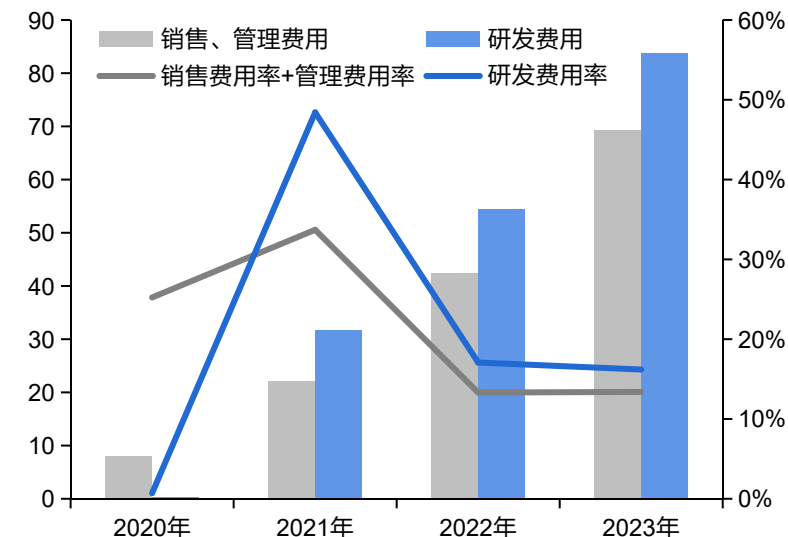
5、财务数据：极氪营收增长，净亏损放大，费用端上升

- 极氪营收增长迅速，尚未盈利：2020年-2023年极氪总营收分别为31.85亿元、65.28亿元、318.99亿元、516.73亿元，2021-2023年同比增长104.94%/388.69%/61.99%；2020年-2023年归母净利润分别为1.04亿元、-43.63亿元、-79.34亿元、-83.47亿元。
- 极氪毛利率有所回升：2020年、2021年、2022年和2023年毛利率分别为26.7%、15.9%、7.7%和13.3%。
- 极氪费用端持续上升，研发费用率趋于稳定：2023年费用总计150.29亿元，其中研发费用83.69亿元，研发费用率16.20%。

图：极氪财务情况（亿元）



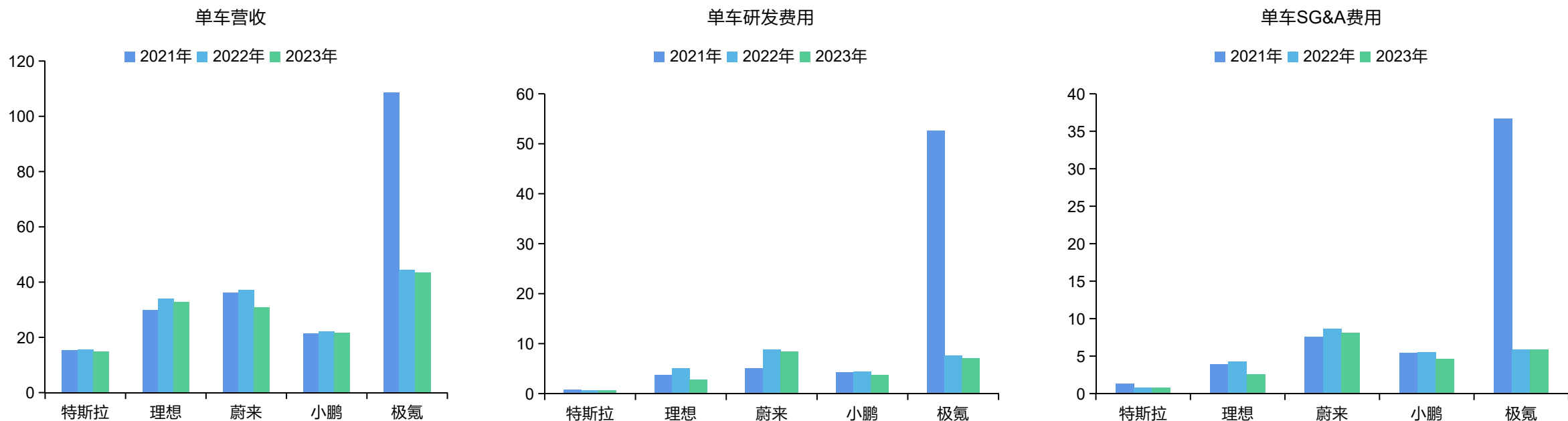
图：极氪费用（亿元）



5、单车营收领先，单车研发与SG&A费用处于中上游

- 对比同业，极氪单车营收领先，品牌高端效果明显，2023年极氪单车营收为43.54万元。
- 对比同业，极氪单车研发费用投入仅次于蔚来，2023年极氪单车研发费用为7.05万元。
- 对比同业，极氪单车销管费用处于中等水平，2023年极氪单车销管费用为5.83万元。
- 对比同业，2021年极氪汽车销量为6007辆，基数较小使得单车营收及单车研发、SG&A费用相对较高；2023年极氪汽车销量为118685辆，低于同业；同时品牌定位高端纯电细分市场，使得单车营收费用较高。

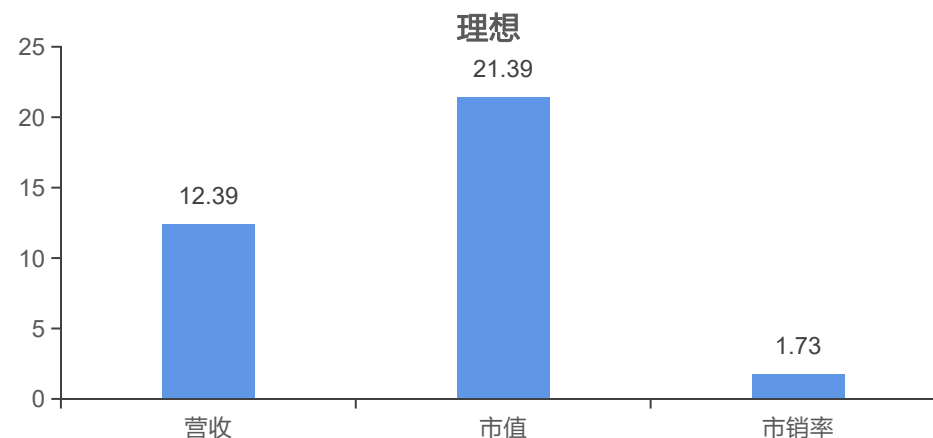
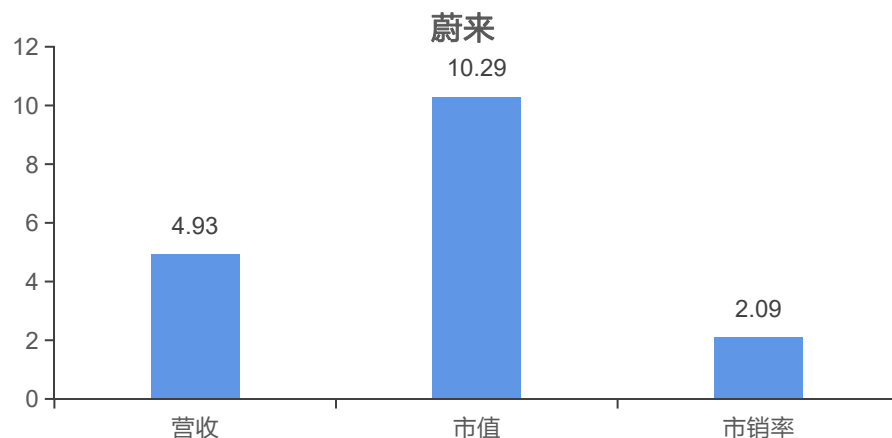
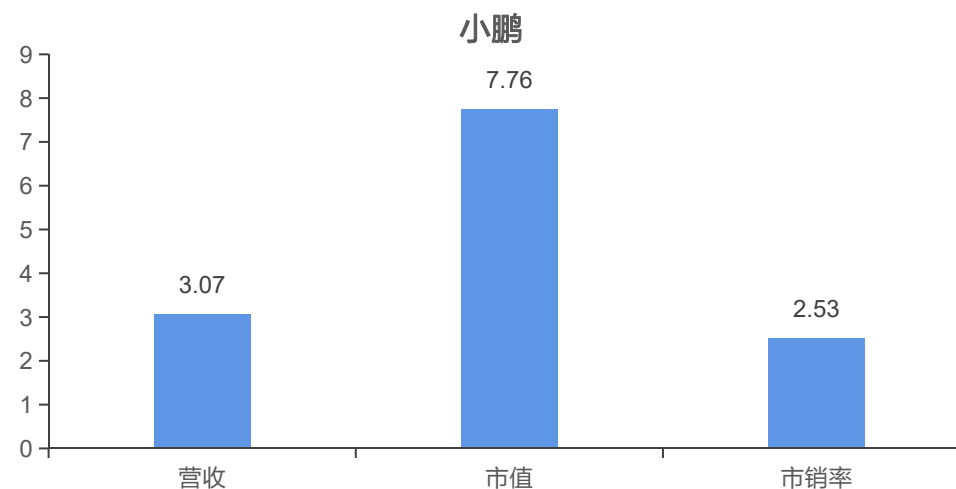
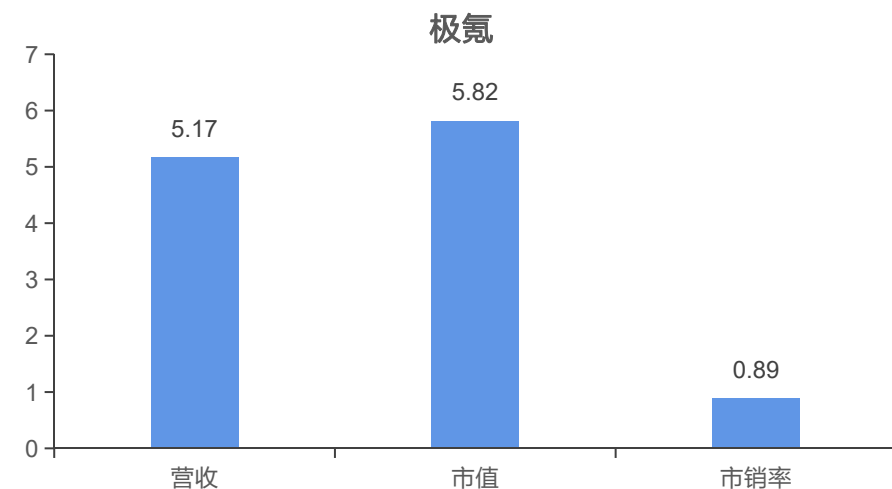
图：极氪单车营收及费用（万元/辆）



5、估值：极氪估值在行业内处于较低水平

■ 可比公司PS估值（单位：百亿元人民币，市值截止至2024年5月29日收盘，营业收入指2023年营业收入）

图：极氪与可比公司营收与估值情况



5、预测：2024年极氪预计销量21万辆，对应营收525亿元

- 我们基于2024年1-4月主要销售车型极氪001/009/X/007对应销量，假设未来5-12月，极氪001/009/X/007月均销售分别为1.1万辆、900辆、0.2万辆、0.5万辆，考虑尚未交付的新车型，综合预测极氪2024年整体销量为21万辆；基于2024年销量预测及未来新车型销量预期，我们预测极氪2025、2026年销量分别为30.8、36.5万辆，考虑受行业价格战影响及日趋激烈的竞争环境，单车平均收入ASP相比于2023年有所下滑，假设为25万元，对应2024年-2026年极氪品牌车辆营收分别为525、770、912.5亿元。随吉利汽车高端品牌极氪在电动化、智能化、国际化战略进展顺利，汽车销量及盈利能力稳步增长，我们看好公司未来发展。

图：极氪销量及营收预测

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
销量合计（万辆）	0.6	7.2	11.9	21	30.8	36.5
YoY		1097.6%	65.0%	78.0%	46.7%	18.5%
极氪001	0.6	7.2	7.6	9.6	10.0	9.0
极氪009			1.9	2.0	1.8	1.5
极氪X			2.4	2.4	2.0	2.0
极氪007			0.1	6.0	5.0	5.0
新车型				1.0	12	18
单车ASP（万元）	25.7	27.3	28.6	25	25	25
极氪车辆营收（亿元）	18.21	206.30	356.15	525	770	912.5

注：截至2024年1-4月，极氪品牌车型主销地区仍在国内，在欧洲销售车辆占比约1%。

5、吉利汽车盈利预测与投资评级

- 吉利汽车在电动化、智能化、国际化战略进展顺利，汽车销量及盈利能力稳步增长。预计公司2024-2026年实现营业收入2024、2377、2604亿元，同比增速为13%、17%、10%；实现归母净利润76.8、114.0、151.1亿元，同比增速为45%、48%、33%；EPS 为0.76、1.13、1.50元，对应当前股价的PE估值分别为12.4、8.4、6.3倍，维持“增持”评级。

图：吉利汽车盈利预测

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	179204	202378	237714	260362
增长率(%)	21.06	12.91	17.43	9.52
归母净利润（百万元）	5308	7683	11403	15114
增长率(%)	0.91	44.73	48.42	32.55
摊薄每股收益（元）	0.53	0.76	1.13	1.50
ROE(%)	6.59	8.71	11.45	13.18
P/E	16.84	12.40	8.36	6.31
P/B	1.07	1.08	0.96	0.83
P/S	0.48	0.47	0.40	0.36
EV/EBITDA	4.37	5.84	4.40	2.83

资料来源：Wind资讯、国海证券研究所（货币单位为人民币，汇率为2024.5.30实时汇率，1港元=0.93元人民币）

- 一、上市方案：极氪纽交所上市募集资金4.41亿美元，估值51.99亿美元
- 二、基本情况：高端纯电动汽车细分市场定位清晰，股权集中、团队研发人员比例高
- 三、主营业务：收入以汽车销售为主，主营业务涉及纯电动汽车、电池及相关研发服务
- 四、空间和格局：新能源汽车中EV市场空间不断扩大，极氪具有较强竞争力
- 五、财务和预测：营收持续增长，毛利率2023年回升明显
- 六、风险提示

- **市场竞争加剧风险：**2023年新能源乘用车市场降价总体相对均衡，2024年程度持续加强，包括官方降价、终端打折让利、各种优惠补贴等形式；企业盈利能力承压。
- **极氪销量不及预期：**2023年极氪终端交付目标为14万辆，实现交付量11.9万辆，仅完成交付目标的85%；2024年，极氪终端交付目标为23万辆，一季度完成全年目标的14.37%。
- **极氪研发进展不及预期：**2024年第一季度达到客户接受和付款阶段的研发项目数量少于2023年第四季度，预计将导致2024年第一季度研发服务和其他服务产生的收入以及与研发服务和其他服务相关的毛利环比大幅下降。
- **国际贸易环境不稳定风险：**外币汇率波动；地缘政治环境因素；贸易壁垒的不利影响。
- **吉利品牌内部竞争风险：**内部品牌谱系的定位交叉，内部竞争也会带来资源的损耗；吉利集团在汽车产业的上中下游都有布局，其旗下涵盖12个乘用车品牌，燃油、混动方面有吉利、领克、沃尔沃；纯电方面有极氪、极星、smart、路特斯。
- **极氪品牌高端化进展不及预期：**品牌打造耗时耗资超预期，存在车企管理、售后服务及公关问题。
- **不同公司及车型不可简单对比：**细分市场、品牌定位、目标客户群体以及市场变化无法定量定性对比。
- **欧洲地区针对中国电动车加征关税导致极氪品牌海外进展不及预期：**目前欧洲地区属于极氪品牌海外市场规划，若未来对中国电动车加征关税，会对极氪品牌在欧洲的业务进展产生不利影响。

吉利汽车盈利预测表

(股价单位港币, 其余单位人民币, 换算汇率为2024.5.30实时汇率, 1港元=0.93元人民币)



证券代码: 00175

股价: 9.47

投资评级: 增持(维持)

日期: 20240531

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	36775	37610	38127	50051	营业收入	179204	202378	237714	260362	每股指标				
应收款项	35898	39351	46222	50626	营业成本	151789	171072	199940	217492	EPS	0.51	0.76	1.13	1.50
存货净额	15422	17582	21105	24166	营业税金及附加					BVPS	8.00	8.76	9.90	11.40
其他流动资产	25539	26309	30903	33847	销售费用	11832	12750	14263	14841	估值				
流动资产合计	113635	120853	136357	158690	管理费用	12020	12952	14501	15622	P/E	16.8	12.4	8.4	6.3
固定资产	27351	25308	23740	22549	财务费用	-544	-733	-792	-832	P/B	1.1	1.1	1.0	0.8
在建工程					其他费用/(-收入)	160	101	119	130	P/S	0.5	0.5	0.4	0.4
无形资产及其他	23954	23880	23860	23891	营业利润	4046	6191	9628	13066	财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
长期股权投资	15703	17703	19703	21703	营业外净收支					盈利能力				
资产总计	192598	199769	215765	238918	利润总额	4950	7228	10774	14344	ROE	7%	9%	11%	13%
短期借款	0	0	0	0	所得税费用	15	14	16	17	毛利率	15%	15%	16%	16%
应付款项	59071	64152	66647	72497	净利润	4935	7214	10757	14326	期间费率	13%	13%	12%	12%
预收账款					少数股东损益	-373	-469	-645	-788	销售净利率	3%	4%	5%	6%
其他流动负债	37753	33830	37374	40950	归属于母公司净利润	5308	7683	11403	15114	成长能力				
流动负债合计	96824	97982	104021	113447	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	收入增长率	21%	13%	17%	10%
长期借款及应付债券	5440	4240	3440	2840	经营活动现金流	22342	5966	5372	16459	利润增长率	1%	45%	48%	33%
其他长期负债	5182	5182	5182	5182	净利润	5308	7683	11403	15114	营运能力				
长期负债合计	10622	9422	8622	8022	少数股东损益	-373	-469	-645	-788	总资产周转率	1.02	1.03	1.14	1.15
负债合计	107446	107404	112643	121469	折旧摊销	8203	4116	3788	3460	应收账款周转率	5.51	5.38	5.56	5.38
股本	184	184	184	184	公允价值变动	-2034	-118	-205	-325	存货周转率	11.57	10.37	10.34	9.61
股东权益	85151	92365	103123	117449	营运资金变动	11238	-5245	-8968	-1003	偿债能力				
负债和股东权益总计	192598	199769	215765	238918	投资活动现金流	-16145	-3746	-3907	-3814	资产负债率	56%	54%	52%	51%
					资本支出	-15322	-2000	-2200	-2300	流动比	1.17	1.23	1.31	1.40
					长期投资	-1377	-2050	-2060	-1960	速动比	0.82	0.87	0.90	0.98
					其他	555	304	353	446					
					筹资活动现金流	-2764	-1386	-948	-721					
					债务融资	-5422	-1200	-800	-600					
					权益融资	0	0	0	0					
					其它	2658	-186	-148	-121					
					现金净增加额	3434	835	517	11924					

汽车小组介绍

戴畅，首席分析师，上海交通大学本硕，9年汽车卖方工作经验，全行业覆盖，深耕一线，主攻汽车智能化和电动化，善于把握行业周期拐点，技术突破节奏，以及个股经营变化。
王璟，汽车行业分析师，中国人民大学管理学硕士、新加坡管理大学财务分析专业硕士、吉林大学汽车设计专业学士。3年主机厂汽车设计经验，2年汽车市场研究经验。曾任职于一汽汽研负责自主品牌造型设计工作，目前主要覆盖整车及重点主机厂产业链。
吴铭杰，汽车行业研究助理，上海财经大学金融专业硕士，1年汽车市场研究经验，擅长发现个股边际变化，从底部挖掘潜力个股，目前主要覆盖汽车热管理及机器人产业链。

分析师承诺

戴畅，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；
增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；
中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。

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。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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口头承诺均为无效。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。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 汽车研究团队

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168
号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597