

吉利增持极氪、极氪控股领克 推进战略聚焦整合

2024年11月16日



分析师：崔琰

执业证号：S0100523110002

邮箱：cuiyan@mszq.com

事件概述：

事件 1：11月14日，吉利控股宣布对极氪、领克股权结构进行优化，吉利控股将向公司转让其所持有的11.3%极氪智能科技股份。交易完成后，吉利汽车对极氪的持股比例将增至约62.8%。同时，对领克汽车进行了股权结构优化，以推动极氪和领克进行全面战略协同。极氪将持有领克51%股份，领克其余49%股份继续由吉利汽车旗下全资子公司持有。

事件 2：11月14日，公司发布2024年三季报：2024Q3营收603.8亿元，同比+20.5%，环比+9.8%；2024Q3归母净利24.5亿元，同比+92.1%，环比-72.9%。2024Q3毛利率15.6%，同比+0.1pct，环比-0.9pct。

➤ **吉利增持极氪、控股领克，组织变革助力集团内部资源整合集中。**本次交易完成后，极氪将持有领克51%股权，成为领克的控股股东；吉利汽车对极氪的持股比例将从51.5%增至约62.8%，持有领克的权益也将从50%上升到81%，预计该交易将在2025年上半年完成交割。过去，“大吉利”为了快速应对市场竞争、提高决策效率，进行了团队分拆，如领克、吉利和极氪各有智驾、座舱方案，造成了一定冗余和浪费。2024年9月25日，吉利控股集团正式发布台州宣言，宣布企业进入战略转型全新阶段，集团坚持“战略聚焦、战略整合、战略协同、战略稳健、战略人才”五大举措，标志公司进一步重视资源整合和领导层战略转型的决心。我们认为，本次股权调整，有助于推进战略聚焦、整合、协同，明确各品牌定位，理顺股权关系，减少利益冲突和重复投资，提高资源利用效率，促进内部资源深度整合和高效融合，提升集团整体运营效率。

➤ **受益销量同比大增及产品结构优化，营收表现亮眼。**收入端：2024Q3营收603.8亿元，同比+20.5%，环比+9.8%，主要受益销量同比大幅提升及产品结构升级、优化，2024Q3销量53.4万辆，同比+18.7%，环比+11.2%，其中新能源销量22.6万辆，同比+72.7%，环比+28.2%；占比42.3%，环比+5.6pct；ASP：我们测算2024Q3单车ASP13.0万元（采用收入/（吉利汽车除领克之外的销量）粗略计算），环比-0.3万元。

➤ **极氪港股盈利转正，汽车业务毛利亮眼。**毛利端：2024Q3毛利率15.6%，同比+0.2pct，环比-0.9pct，原因是公司应会计准则要求将质保相关的保证金从销售费用调整到成本中，影响毛利率约0.3-0.4pct。此外，极氪的综合毛利率在第三季度比第二季度下降了1.2pct，影响整体毛利率约0.3-0.4pct，扣除这些因素，第三季度的毛利率基本与第二季度持平。费用端：2024Q3销售、管理行政费用率4.5%、5.8%，环比-0.9pct、-1.2pct，整体费用率下降，销售费用下降受质保相关的保证金调整至成本影响；利润端：2024Q3归母净利24.6亿元，扣除领克Q3计提的5.98亿元的减值（影响0175业绩3.0亿）的应占溢利为27.6亿元，环比增长。此外，极氪2024Q3净利润0.1亿元，实现港股报表的盈利转正，汽车业务毛利率15.7%，环比+1.5pct，由于极氪Q3推出001、007改款，增配双Orin且007降价；推出009改款（降价5万元左右），极氪毛利率环比提升，表现亮眼。

推荐

维持评级

当前价格：

13.18 港元

相关研究

- 1.吉利汽车 (0175.HK) 系列点评十五：新能源销量亮眼 雷神 EM-i 超级电混发布-2024/11/03
- 2.吉利汽车 (0175.HK) 系列点评十四：新能源销量亮眼 极氪+银河新品周期强劲-2024/10/03
- 3.吉利汽车 (0175.HK) 系列点评十三：出口再创新高 极氪+银河新品周期强劲-2024/09/02
- 4.吉利汽车 (0175.HK) 系列点评十二：2024Q2 净利超预期 产品周期强势-2024/08/23
- 5.吉利汽车 (0175.HK) 系列点评十一：出口表现稳健 银河 E5 即将上市-2024/08/02

➤ **新能源龙二地位确立，盈利拐点到来。** GEA 架构采用十一合一的电驱+自制神盾短刀电池进一步降低成本，星愿、银河 E5 新车逐步上量演绎公司纯电市场份额提升逻辑，带动银河经销商整体渠道力提升，后续星舰 7 将于 12 月初上市，有望演绎插混份额提升逻辑，强化公司 10-20 万以下新能源龙二地位。伴随极氪、领克股权调整，几何渠道升级并入银河，GEA 架构车型逐步交付上量，我们认为整个吉利新能源品牌定位更加清晰，看好公司新能源品牌势能向上、效率提升，技术降本、规模化加速新能源业务步入盈利正循环。

➤ **投资建议：**公司在品牌力、产品定义及创新营销等方面加速弯道超车，剑指国际一线车企。调整盈利预测，预计 2024-2026 收入 2,247.8/2,776.9/3,088.3 亿元，归母净利 160.4/125.8/163.2 亿元，EPS1.59/1.25/1.62 元，对应 2024 年 11 月 14 日 13.90 港元收盘价的 PE 8/10/8 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**新车销量不及预期；新产品上市节奏不及预期；“价格战”加剧；欧盟关税影响出海销量利润；股权优化进展不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	179,204	224,783	277,688	308,828
增长率 (%)	21.1	25.4	23.5	11.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	5,308	16,035	12,584	16,318
增长率 (%)	0.9	202.1	-21.5	29.7
每股收益 (元)	0.53	1.59	1.25	1.62
PE	24	8	10	8
PB	1.6	1.4	1.3	1.2

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 11 月 14 日收盘价, 汇率 1HKD=0.92RMB)

表1: 吉利汽车财务数据

	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2022	2023
营业收入 (亿元)	501.1		523.2	549.9	603.8	1,479.6	1,792.0
同比 (%)			56.1%	38.6%	20.5%	45%	21.1%
环比 (%)				5.1%	9.8%		
毛利 (亿元)	77.4		71.5	90.7	94.1	209.0	274.2
毛利率 (%)	15.4%		13.7%	16.5%	15.6%	14.1%	15.3%
总销量 (万辆)	45.0	52.1	47.6	48.0	53.4	143.3	164.9
同比 (%)			49.5%	33.4%	18.7%	8%	18%
环比 (%)	25.1%	15.7%	-8.6%	0.9%	11.2%		
并表销量 (万辆, 不含领克)	39.2	44.0	41.5	41.3	46.4	125.3	142.8
同比 (%)			47.5%	31.0%	18.4%		
环比 (%)	24.6%	12.3%	-5.8%	-0.5%	12.6%		
新能源销量 (万辆)	13.1	17.7	14.4	17.6	22.6	32.9	45.5
同比			143.0%	99.4%	72.7%	272%	39%
环比	48.0%	35.5%	-18.6%	22.2%	28.2%		
新能源销量占比 (%)	29%	34%	30%	37%	42%	23%	28%
其他收益/亏损净额 (亿元)	2.3		5.3	3.5	-1.8	11.6	13.7
销售费用 (亿元)	-31.1		-33.9	-29.4	-27.0	-82.3	-118.3
销售费用率 (%)	-6.2%		-6.5%	-5.3%	-4.5%	-5.6%	-6.6%
管理费用 (行政费用) (亿元)	-31.8		-30.6	-38.5	-35.1	-102.9	-120.2
管理费用率 (%)	-6.4%		-5.9%	-7.0%	-5.8%	-7.0%	-6.7%
财务收入/(费用)净额 (亿元)	1.4		2.0	2.2	1.2	3.8	5.4
股份形式支出费用 (亿元)	-2.2		-1.8	-11.0	-2.1	-14.9	-6.5
应占联营公司损益	0.3		1.9	1.4	2.1	-1.8	3.7
应占共同控制实体损益 (含吉致金融、领克等)	0.2		2.3	1.9	-3.3	8.3	2.3
净利润 (亿元)	12.8		14.2	89.7	25.5	46.5	49.4
少数股东损益 (亿元)	0.0		-1.4	-0.7	1.0	-6.1	-3.7
归母净利 (亿元)	12.8		15.6	90.4	24.5	52.6	53.1
同比			118.6%	954.8%	92.1%	9%	0.9%
环比	49.0%			478.9%	-72.9%		
归母净利 (亿元) -考虑出售 HORSE 股权及极氪股份支付影响	12.8		15.6	24.8	25.1	52.6	53.1
同比			118.6%	189.0%	96.3%	9%	0.9%
环比				58.6%	1.2%		
单车 ASP (万元)			12.6	13.3	13.0	11.8	12.5
单车毛利 (元)			17,236	21,997	20,262	16,678	19,195
单车净利润 (元)			3,281	18,827	4,592	3,671	3,220
单车净利润 (元) -考虑出售 HORSE 股权及极氪股份支付影响			3,281	5,159	4,693	3,671	3,220

极氪	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3E	2022	2023
收入 (亿元)	140.5	163.6	147.4	200.4	183.6	317.9	516.4
汽车业务收入	101.4	105.9	81.7	134.4	144.0	196.7	335.6
销售电池和其他零部件	32.9	40.4	63.2	53.0	32.5	103.2	146.9
研究和开发服务	6.1	17.3	2.4	13.0	7.1	19.1	30.7
汽车业务占比 (%)	72%	65%	55%	67%	78%	62%	65%
销量 (万辆)	3.6	4.0	3.3	5.4	5.5	7.2	11.9
销售电池和其他零部件毛利率	7.3%	7.2%	6.9%	20.3%	13.5%	10.6%	6.0%
汽车业务毛利率	18.1%	15.3%	14.0%	14.2%	15.7%	4.7%	15.0%
研究和开发服务毛利率	35.3%	24.2%	64.2%	36.0%	35.2%	23.9%	28.9%
毛利率 (%) -美股报表	16.3%	14.2%	11.8%	17.2%	16.0%	7.8%	13.3%
净利润 (亿元) -港股口径	-0.9		-4.4	-5.6	0.1	-20.4	-11.4
净利率 (%)	-1%		-3%	-3%	0%	-6%	-2%
单车 ASP (万元)	27.9	26.7	24.7	24.7	26.2	27.3	28.3
单车净利润 (元)	-2,518		-13,400	-10,287	152	-28,340	-9,563
净利润 (亿元) -剔除因上市产生的股权支付影响	-0.9		-4.4	3.7	1.1	-20.4	-11.4
净利率 (%)	-1%		-3%	2%	1%	-6%	-2%
单车净利润 (元)	-4,622		-13,400	6,860	1,970	-28,340	-9,563
领克	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2022	2023
收入 (亿元)						291.1	347.9
销量 (万辆)	5.8	8.0	6.1	6.7	7.0	18.0	22.0
净利润 (亿元)			-1.0	-1.5		0.1	-11.0
净利率 (%)						0%	-3%
单车 ASP (万元)						16.2	15.8
单车净利润 (元)			-1,638	-2,169	-	40	-5,015

资料来源: Wind, 民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表(百万港元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	113,635	124,218	150,687	163,476
现金及现金等价物	36,775	56,963	64,846	76,658
应收账款及票据	35,898	42,973	54,461	53,899
存货	15,422	15,898	21,046	21,521
其他	25,539	8,385	10,333	11,398
非流动资产合计	78,963	83,167	86,598	87,865
固定资产	27,351	28,798	30,491	31,005
商誉及无形资产	23,954	25,911	26,649	26,352
其他	27,658	28,458	29,458	30,508
资产总计	192,598	207,385	237,285	251,341
流动负债合计	96,824	102,305	124,266	127,761
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	59,071	71,428	88,917	88,445
其他	37,753	30,876	35,348	39,317
非流动负债合计	10,622	10,622	10,622	10,622
长期借贷	5,440	5,440	5,440	5,440
其他	5,182	5,182	5,182	5,182
负债合计	107,446	112,927	134,888	138,383
普通股股本	184	184	184	184
储备	80,410	90,031	97,582	107,372
归属母公司股东权益	80,509	90,130	97,680	107,471
少数股东权益	4,643	4,328	4,717	5,486
股东权益合计	85,151	94,458	102,398	112,957
负债和股东权益合计	192,598	207,385	237,285	251,341

现金流量表(百万港元)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	22,342	22,353	25,101	28,247
净利润	5,308	16,035	12,584	16,318
少数股东权益	-373	-314	389	769
折旧摊销	8,203	8,596	9,069	9,284
营运资金变动及其他	9,205	-1,964	3,060	1,877
投资活动现金流	-16,145	4,721	-11,712	-9,437
资本支出	-15,322	-12,000	-11,500	-9,500
其他投资	-822	16,721	-212	63
筹资活动现金流	-2,764	-6,886	-5,506	-6,999
借款增加	-5,380	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	-1,916	0	0	0
其他	4,532	-6,886	-5,506	-6,999
现金净增加额	3,434	20,187	7,884	11,811

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

利润表(百万港元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	179,204	224,783	277,688	308,828
其他收入	643	0	0	0
营业成本	151,789	187,919	230,898	255,401
销售费用	11,832	11,689	13,884	14,515
管理费用	12,020	13,262	18,327	19,765
研发费用	3,361	2,473	2,499	3,088
财务费用	-544	-780	-1,082	-1,201
权益性投资损益	599	446	788	1,113
其他损益	-399	6,238	0	0
除税前利润	4,950	16,904	13,949	18,373
所得税	15	1,183	976	1,286
净利润	4,935	15,721	12,973	17,087
少数股东损益	-373	-314	389	769
归属母公司净利润	5,308	16,035	12,584	16,318
EBIT	4,406	16,124	12,867	17,172
EBITDA	12,608	24,720	21,936	26,456
EPS (元)	0.53	1.59	1.25	1.62

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力(%)				
营业收入	21.11	25.43	23.54	11.21
归属母公司净利润	0.91	202.07	-21.52	29.67
盈利能力(%)				
毛利率	15.30	16.40	16.85	17.30
销售净利率	2.96	7.13	4.53	5.28
ROE	6.59	17.79	12.88	15.18
ROIC	4.85	15.01	11.10	13.49
偿债能力				
资产负债率(%)	55.79	54.45	56.85	55.06
净负债比率(%)	-36.80	-54.55	-58.02	-63.05
流动比率	1.17	1.21	1.21	1.28
速动比率	0.82	1.05	1.04	1.11
营运能力				
总资产周转率	1.02	1.12	1.25	1.26
应收账款周转率	5.51	5.70	5.70	5.70
应付账款周转率	2.90	2.88	2.88	2.88
每股指标 (元)				
每股收益	0.53	1.59	1.25	1.62
每股经营现金流	2.22	2.22	2.49	2.81
每股净资产	8.00	8.95	9.70	10.67
估值比率				
P/E	24	8	10	8
P/B	1.6	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	7.34	3.75	4.22	3.50

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026