

► **组织变革助力集团内部资源整合集中，重视上市公司利益。**公司历经 2015-2018 年的高速成长期（销量 CAGR 41.4%）和 2020-2023 年的转型探索期，已步入全新加速成长阶段。2024 年 9 月，吉利控股集团发布台州宣言，宣布坚持“战略聚焦、战略整合、战略协同、战略稳健、战略人才”五大举措，标志公司将聚焦资源整合：**1) 股权整合：**吉利控股集团将对极氪、领克股权进行优化，交易后极氪将持有领克 51% 股权；公司对极氪的持股比例将从 51.5% 增至 62.8%，持有领克的股比将从 50% 上升到 81%；**2) 集中采购：**中央采购部门统一管理所有品牌的采购和成本控制，实现价格最优，并提高整体效率；**3) 平台整合：**银河专注 GEA 架构，领克采用 CMA/SPA 架构，专注小型纯电、中型插混；极氪专注浩瀚架构+超级电混平台，打造高端品牌。

► **自主新能源汽车龙二地位确立，多品牌发力向上。伴随银河 E5 上市，几多渠道升级并入银河、极氪领克整合，我们认为整个吉利新能源品牌定位更加清晰：****1) 银河品牌：**精准定位主流消费群体，短期 GEA 架构旗下新车星愿、银河 E5 新车逐步上量，演绎纯电市场份额提升逻辑；搭载雷神 EM-i 的首款 A 级电混星舰 7 于 2024 年 12 月上市，CLTC 百公里亏电油耗为 3.75L，有望加速插混份额提升，强化公司 10-20 万元以下新能源龙二地位；**2) 极氪品牌：**定位科技、豪华，7X 成功证明其主流市场竞争能力，后续将专注中型纯电、中大型混动市场，增强智驾能力，落地城市 NXP，夯实高端市场竞争力；**3) 领克品牌：**领克后续将专注小型纯电、中型混动产品，同时利用沃尔沃资源，加速开拓欧洲市场。

► **主品牌新能源盈利拐点已现 燃油车出海增长贡献盈利。新能源：**1) 主品牌方面，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，伴随银河 E5、星愿、星舰 7 等车型交付上量，技术降本、规模化有望加速主品牌步入盈利正循环；2) 高端品牌方面，极氪 2024Q3 实现港股报表首次盈利，迎来拐点，后续极氪、领克在技术、团队、供应链上整合，有望充分摊薄成本费用，加速盈利。**燃油：**国内市场，公司通过供应商降本和产品数量缩减，聚焦于盈利性较好、需求较高的产品，燃油车市场份额提升，保障盈利；海外市场，公司将通过新区域拓展+新能源车型导入驱动销量增长，提振盈利。

► **投资建议：**公司新能源品牌势能向上、效率提升，技术降本、规模化加速新能源盈利，调整盈利预测，预计 2024-2026 收入 2,247.8/2,896.9/3,388.3 亿元，归母净利 90.2/141.0/174.5 亿元，EPS 0.93/1.40/1.73 元（2024 年为扣除出售 HORSE 股权非经的归母和 EPS），对应 2025 年 1 月 22 日 14.22 港元收盘价的 PE 14/9/8 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**“价格战”加剧；新能源市场竞争格局恶化；新能源产品上市节奏、销量不及预期；国际形势影响，出口销量、利润不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元人民币)	179,204	224,783	289,688	338,828
增长率 (%)	21.1	25.4	28.9	17.0
归属母公司股东净利润 (百万元人民币)	5,308	16,419	14,101	17,448
增长率 (%)	0.9	209.3	-14.1	23.7
每股收益 (元人民币)	0.53	1.63	1.40	1.73
PE	25	8	9	8
PB	1.6	1.5	1.3	1.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 1 月 22 日收盘价，汇率 1 HK\$ = 0.93 ¥）

推荐

维持评级

当前价格：

14.22 港元



分析师 崔琰

执业证书：S0100523110002

邮箱：cuiyan@mszq.com

相关研究

- 吉利汽车 (0175.HK) 系列点评十八：2024 销量表现亮眼 2025 冲刺 271 万辆-2025/01/02
- 吉利汽车 (0175.HK) 系列点评十七：新能源销量亮眼 星舰 7 上市在即-2024/12/02
- 吉利汽车 (0175.HK) 系列点评十六：吉利增持极氪、极氪控股领克 推进战略聚焦整合-2024/11/16
- 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
- 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

目录

1 引言	3
2 新能源品牌势能向上 龙二地位明确	5
2.1 新能源销量占比超 40% 极氪+领克+银河布局清晰	11
2.2 银河：GEA 架构+单档混动降本 加速发力主流市场	13
2.3 极氪+领克：股权优化整合 全新定位科技集团	21
2.4 小结	28
3 盈利：出海+规模+技术降本 驱动盈利向上	30
3.1 盈利：营收、利润重新进入上升通道	30
3.2 燃油：国内份额及价格相对稳定 出海贡献盈利	31
3.3 新能源：技术降本+规模化 盈利可期	34
3.4 小结	38
4 出海：借助集团资源 因地制宜发展出海	40
4.1 因地制宜 多品牌进行差异化发力	40
4.2 雷诺成立合资公司 HORSE 布局海外发动机产能	45
4.3 小结	45
5 智能化：自研+供应商合作 高阶智驾加速落地	47
5.1 智能驾驶：极氪自研智驾 吉利积极与供应商合作	47
5.2 智能座舱：极氪自研座舱 领克+吉利统一 FlymeAuto 车机	51
5.3 小结	53
6 盈利预测与投资建议	54
6.1 业务拆分	54
6.2 估值分析	55
6.3 投资建议	56
7 风险提示	59
插图目录	61
表格目录	62

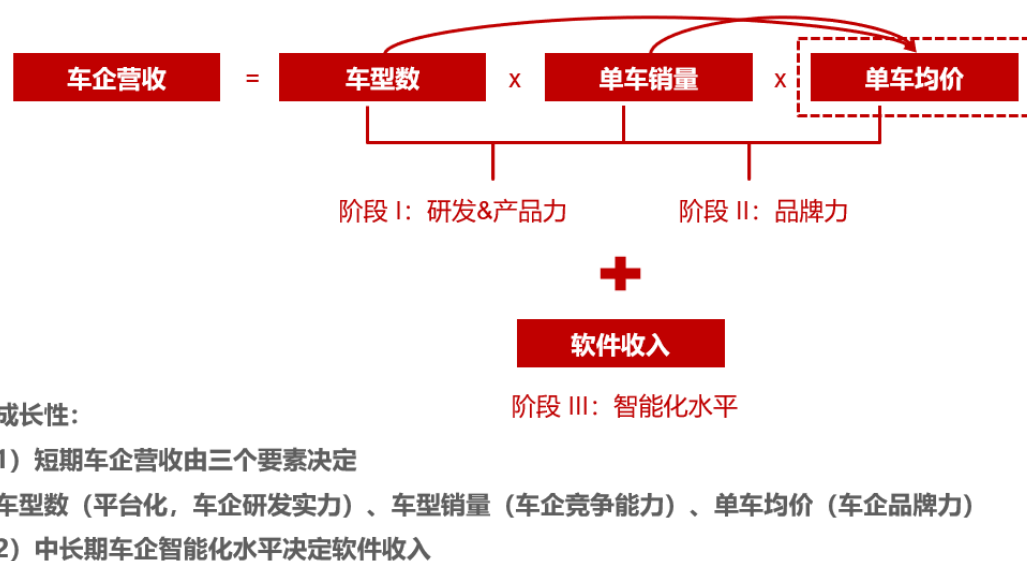
1 引言

基于【民生整车研究框架】，我们认为，汽车智能电动变革中，自主车企有望在中国和海外市场实现市占率提升和品牌向上，核心的观测指标就是车企营收、利润的扩张，车企营收=车型数量*单车销量*单车售价，由车企研发能力、产品力、品牌力综合决定；车企利润=车型数量*单车销量*单车利润，由车企品牌力、成本控制能力综合决定。

整车估值短期由车企营收、利润的成长性决定（进一步取决于产品周期、份额提升、利润向上），进一步取决于产品周期强弱；长期由车企智能化水平决定（软件收费改变商业模式）。

2024-2025 年，总量端，新能源+出海贡献增量，预计批发、上险销量小幅增长；结构端，自主崛起加速，出海+智能化为核心主线，也是提振估值的核心变化。

图1：民生汽车整车研究框架



资料来源：民生证券研究院

公司作为国内乘用车行业龙头，在造车技术、质量控制方面积累深厚，燃油车时代是多年自主品牌市场份额第一，新能源转型前期，市场对公司的新能源品牌势能、盈利性、智能化技术存在质疑，同时对燃油车盈利下滑存在担忧，但我们认为2024年起上述担心逐步削减，公司新能源迎来品牌向上、盈利拐点，本篇报告和市场不同之处在于：

1) 梳理公司过去的发展路径，解答为何当前是公司战略性拐点，台州宣言，极氪、领克股权整合的意义，明确近期组织变化有助于推进战略聚焦、整合、协同，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；

2) 详细梳理公司目前新能源品牌的布局, 各个品牌的竞争力和定位, 解答 GEA 架构新车热销的原因, 以及明确当前公司新能源品牌定位更加清晰, 确立龙二地位, 后续伴随新车型上市公司市场份额将加速提升;

3) 分析为何当前是公司盈利的拐点, 后续银河、极氪、领克等新能源业务盈利有望快速释放的原因, 以及燃油车盈利后续是否能维持稳定;

4) 分析公司目前出海思路与全球化竞争的优势, 后续吉利、极氪、领克等品牌出海的重点方向和打法;

5) 阐述公司智能驾驶与智能座舱后续整合思路, 分析公司智能驾驶的竞争力与后续落地的进展。

我们认为, 短期看, 国内迎来银河 E5、星愿、星舰 7+极氪 7X 强产品周期; 长期看, 公司新能源品牌势能向上、效率提升, 技术降本、规模化加速新能源盈利, 同时海外发力支撑燃油车利润, 海内外成长共振。

表1: 公司核心逻辑

核心关注问题	过去市场主要担心点	公司近期重点变化、拐点向上的表现
1) 新能源销量稳定性、增长性	极氪品牌销量结构比较集中, 001 并非主流车型	极氪 7X 迈入主流市场
	主流品牌银河受友商价格压制, 被迫陷入价格战陷阱	银河 E5 (2024 年 7 月 25 日上市) 的成功证明公司技术、产品力的优势和市场竞争能力; 后续星愿、银河 E5、星舰 7 上量, 有望驱动银河品牌销量提升
	领克品牌非并表, 持股 50%且仍未盈利, 市场关注度一般	2024 年 11 月 13 日, 公司发布股权调整公告, 极氪收购公司所持有的领克股份 (20%) 及沃尔沃所持有的领克股权 (30%) 并认购领克新增注册资本 (对价 3.67 亿元), 公司增持极氪, 交易后公司持有领克的权益从 50%上升到 81%, 实现控股
2) 盈利拐点向上	担心价格战下整体盈利	2024Q2、2024Q3 毛利改善, 经营性利润环比大幅提升
	燃油: 市场担心燃油车贡献主要盈利, 但燃油车市场在萎缩	1) 公司 2024 年 1-11 月国内燃油车基本持平, 份额同比提升 1pct; 2) 出口贡献盈利, 出口销量持续向上
	新能源: 极氪、领克、银河尚未盈利, 担心越卖越亏	1) 极氪盈利拐点已现, 2024Q3 港股报表转正; 2) 银河搭载全新 GEA 架构, 技术降本, 加速扭亏; 3) 领克过去亏损主要是欧洲二手车非经、渠道拓展导致, 后续销量向上有望驱动盈利改善; 4) 自制电池降本 (低端神盾短刀电池), 高端 (金砖电池)
3) 出海加速成长	海外产能较少	出口持续热销, 借力宝腾、HORSE、沃尔沃资源及海外产能, 开启轻资产出海模式
4) 智能化加速落地	市场对公司智能化能力预期一般	极氪品牌 (2024 年 8 月 13 日改款后) 全面切换自研智驾, 浩瀚智驾 2.0 无图城市 NZP 将于 2024 年底全量推送全国用户, 车位到车位领航 (D2D) 将于 2025Q2 实现全国全量推送

资料来源: 公司公告, 中汽协, 懂车帝, 吉利控股集团等, 民生证券研究院

2 新能源品牌势能向上 龙二地位明确

公司历经二十余年发展，作为民营企业在轿车、SUV 时代均成功突破合资垄断的市场格局，造车功底深厚，通过多年研发投入其电动、智能技术皆处于行业领先水平，全球化视野和资源丰厚，历经 2015-2018 年的高速成长期（销量 CAGR 41.4%）和 2020-2023 年的智能电动转型探索期，当前正处于资源整合、新能源品牌势能向上、效率提升、规模化加速盈利的全新成长阶段。

吉利 1.0 时代：1997-2008 年，从 0 到 1，低价国产替代。公司实现从无到有的突破，1997-2008 年销量 CAGR 5%，推出中国首款 CVVT 发动机，1.0 时代的代表车型包括美日、豪情等，这一时期，公司依靠价格优势、多样的产品和不错的产品力，在中国汽车市场站稳脚跟，并进入中国自主品牌第一梯队。

吉利 2.0 时代：2010-2015 年，民营轿车先锋，技术积累与品牌沉淀。公司通过收购沃尔沃汽车，获得高端品牌资源及技术支持，为后续的快速发展奠基，2010-2015 年销量 CAGR 5%。同时，公司成立欧洲研发中心 CEVT，持续夯实技术竞争力。2014 年，公司发布首款中高级轿车博瑞，成功打开中级家轿市场大门，赢得市场的广泛认可。

吉利 3.0 时代：2016-2019 年，全面推进模块化造车与品牌转型向上。在**产品线方面**，公司全面推进模块化造车战略，推出 CMA 平台，深化降本增效；抓住 SUV 市场红利期，推出紧凑型 SUV 博越等热销车型，向智能汽车领域进军，2016-2019 年销量 CAGR 21%；同时发布领克品牌，开拓年轻时尚的高端市场版图；创新纯电品牌几何，彰显电动转型决心。在**智能化方面**，全球智能驾驶技术公司的成立及与戴姆勒的合作进一步加强公司在智能化领域的研发实力。这一阶段公司不断丰富产品矩阵，在电动化、智能化、网联化的战略转型中展现出前瞻性布局与强大的执行力，助力品牌未来持续向上。

吉利 4.0 时代：2020 年至今，智能电动转型与全面架构造车。公司继续深化智能电动转型，发布 SEA 浩瀚架构，BMA+CMA+SEA 全面架构造车时代开启。2021 年，公司发布极氪高端智电品牌并创新推出雷神混动架构，至今仍在新能源领域不断深耕，助力品牌快速向上，2020-2023 年销量 CAGR 8%。2023 年发布银河品牌，2024 年公司推出 GEA 架构旗下多款新车，新能源业务将迎来快速增长。未来公司有望在充分发挥技术硬核的优势的基础上，实现品牌力、产品定义及创新营销的弯道超车，剑指国际一线车企。

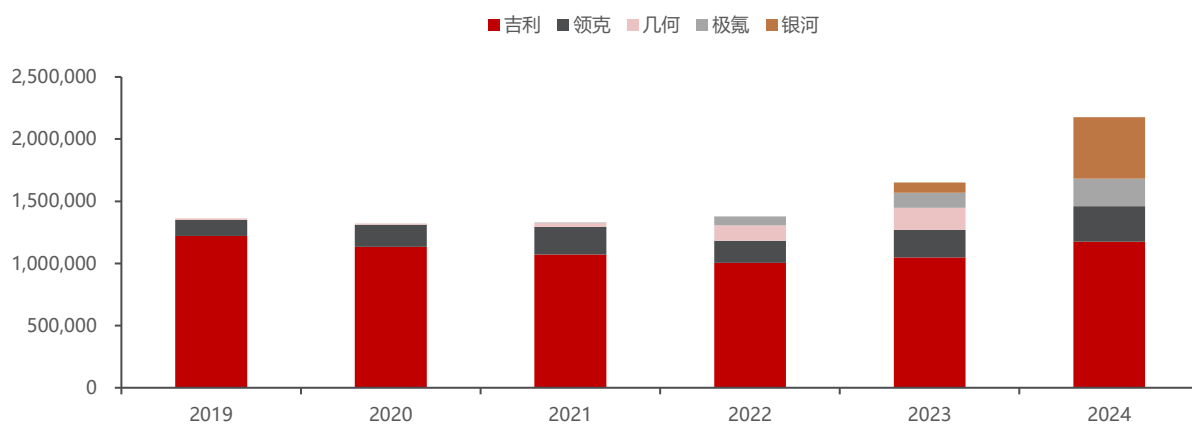
公司销量稳健增长，屡破百万再创佳绩。2010 年公司销量在市场波动下仍然保持在较高水平，2014 年略有下滑但随后迅速恢复增长。得益于公司在战略调整、产品创新、市场拓展以及品牌建设等方面的不断努力，2016 年以后公司销量实现跨越式增长，连续突破百万辆大关，2023 年公司销量已创 217.7 万辆新高，同比增长 31.7%。

图1：公司发展阶段



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图2：公司年度分品牌销量（辆）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

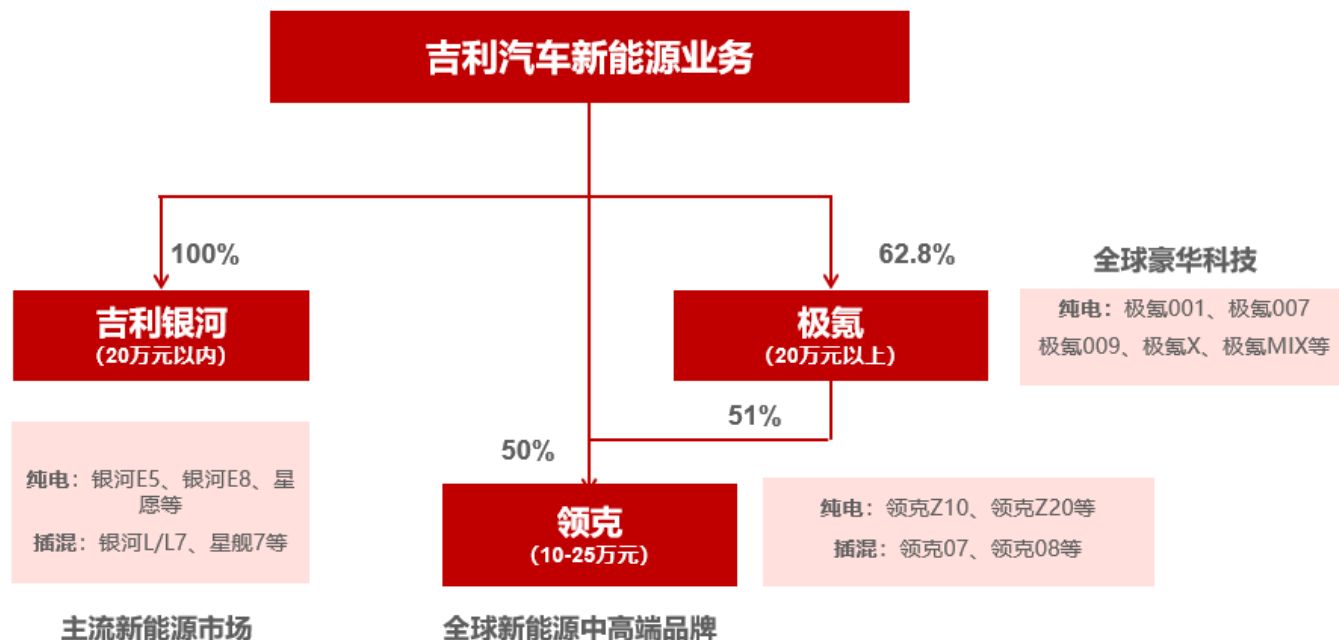
备注：2024年几何并入银河，销量合并计算

公司新能源分为银河-领克-极氪三大品牌。2024年10月9日，公司CEO 淦家阅在吉利星愿的上市发布会上正式宣布，几何汽车将被并入银河品牌；2024年12月2日，极氪汽车官方正式对外宣布，原“浙江极氪智能科技有限公司”已更名为“极氪科技集团”，旗下拥有极氪汽车、领克汽车双品牌，力争通过两年时间努力，打造一个年销百万级全球化的高端豪华新能源汽车集团。

自此，公司新能源形成三大品牌：**1) 银河：**定位20万元以内，大众化主流的高价值新能源智能精品车品牌；**2) 极氪：**定位20万元以上，为豪华电动化品牌。各个子品牌之间区分明显，布局清晰，品牌势能加速向上；**3) 领克：**定位10-

25 万元，时尚年轻化潮玩品牌，与极氪合并后积极整合。

图3：公司新能源品牌定位

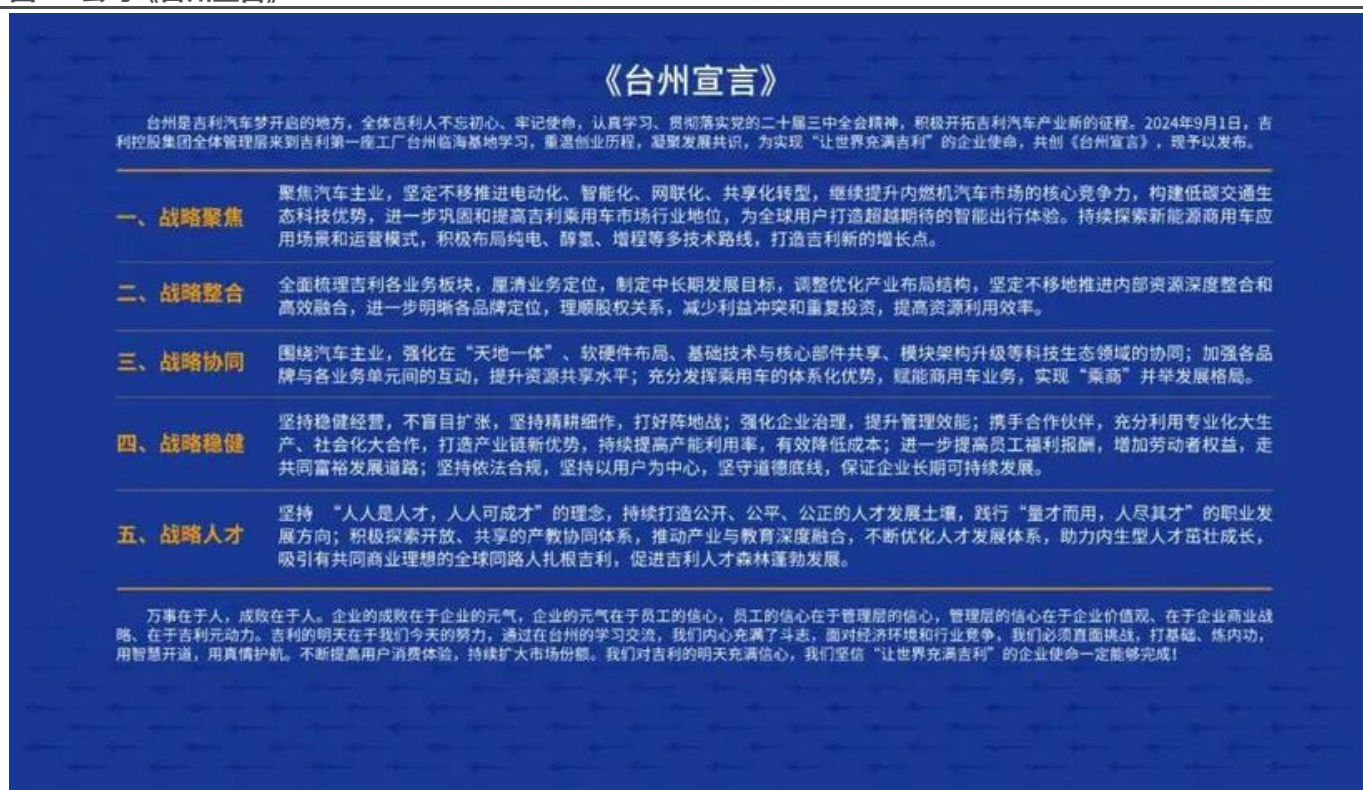


资料来源：公司公告，民生证券研究院绘制

备注：上述图片中股权结构为极氪、领克整合之后股比情况，预计整合交易预计将于 2025H1 完成

吉利控股集团重视公司利益，战略聚焦、战略整合。过去，吉利控股集团为了快速应对市场竞争，进行团队分拆，如领克、吉利和极氪各有团队。分拆使决策更为迅速，促进产品的快速发展，但也造成一定冗余和浪费。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，集团将通过“战略聚焦、战略整合、战略协同、战略稳健、战略人才”五大举措，聚焦汽车主业，布局科技生态，提升竞争力，稳中求进，标致公司进一步重视资源整合和领导层战略转型的决心。

图4: 公司《台州宣言》



资料来源：汽车头条，民生证券研究院

公司增持极氪、极氪控股领克 推进战略聚焦整合。2024年11月14日，吉利控股集团宣布对极氪、领克股权结构进行优化，吉利控股集团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，公司对极氪的持股比例将增至约62.8%。同时，对领克汽车进行股权结构优化，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%股份继续由公司旗下全资子公司持有。

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；公司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2025H1完成交割。极氪与领克战略整合后，新公司简称为“极氪科技集团”，旗下拥有极氪汽车、领克汽车双品牌，力争通过两年时间努力，打造一个年销百万级全球化的高端豪华新能源汽车集团。

图5：极氪科技集团



资料来源：极氪智能科技副总裁林金文微博，民生证券研究院

极氪、领克整合，降本增效、资源协同。过去，“大吉利”为了快速应对市场竞争、提高决策效率，进行团队分拆，如领克、吉利和极氪各有智驾、座舱方案，造成一定冗余和浪费。根据吉利控股集团总裁安聪慧在极氪 2024 Q3 业绩会的发言，极氪、领克将在技术、供应链、产品、内部组织等多方面作出整合，降本增效空间大：

1) 研发投入：研发协同，可以降低 10-20%研发投入，如果领克极氪研发投入 100 亿元，则对应降低 20-40 亿元；

2) 架构整合，供应链 BOM 成本降低 5-8%；

3) 产能利用率提升 3-5%；

4) 行政、服务部门整合：降低 10-20%费用。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。

表2：极氪、领克整合思路

整合思路	
车型大小	极氪聚焦中大型车，领克主打中小型车
能源方式	领克聚焦小型纯电，中型混动；极氪聚焦中型纯电、大型混动，产品规划不再冲突
技术协同	最大化协同机械架构、电子架构、座舱、智驾，通过 2-3 年时间聚焦，如机械架构方面减少架构数量，电子架构逐步走向统一；智驾实现全面自研，统一技术路线
座舱	硬件、底软、中间件一致，应用方面领克 flyme，极氪自研 OS
供应链	技术协同整合，供应链规模化效应发挥
制造	技术协同，现有工厂产能利用率提升
其他支持部门	组织优化，进一步降低成本
渠道	渠道建设高度互补，极氪主要聚焦一二线市场，三四线市场渠道通过领克迅速建立，渠道投入也大幅降低

资料来源：新浪财经，中国新闻网，民生证券研究院

吉利控股集团重视公司利益，强调协同聚焦，2024 年内部作出较多调整：

1) 重视上市公司利益：2024 年 10 月 21 日公司宣布为了减少关联交易，增强资源整合，公司将从吉利控股集团处收购宁波乘用车（2024M1-9 税后盈利 3 亿）100%股权，现金代价为人民币 1.2 亿元，公告显示，宁波乘用车 2022 年、2023 年税后盈利分别为-1.07 亿元、8,670 万元；2024M1-9 税后盈利为 3 亿元，表明吉利控股集团重视公司利益和发展的决心；

2) 四大委员会协同聚焦战略调整效果逐步体现：2022 年 10 月，吉利控股集团高级副总裁杨学良透露，架构调整上，吉利控股集团将设立变革创新委员会、产品技术协同委员会、供应链协同委员会、品牌建设委员会，原则是在保证品牌个性的前提下，强化后台统筹协同作用，实现效率最优。

图6：宁波乘用车 2024M1-9 税后盈利 3 亿元

	截至十二月三十一日止年度		截至九月三十日止九个月
	二零二二年	二零二三年	二零二四年
(未经审核)			
人民币百萬元			
稅前(虧損)/溢利	(150.0)	91.0	394.0
稅後(虧損)/溢利	(107.2)	86.7	298.9
(未经审核)			
人民币百萬元			
於二零二四年九月三十日之資產淨值			58.7

资料来源：吉利公告，民生证券研究院

图7：吉利控股集团四大委员会协同聚焦



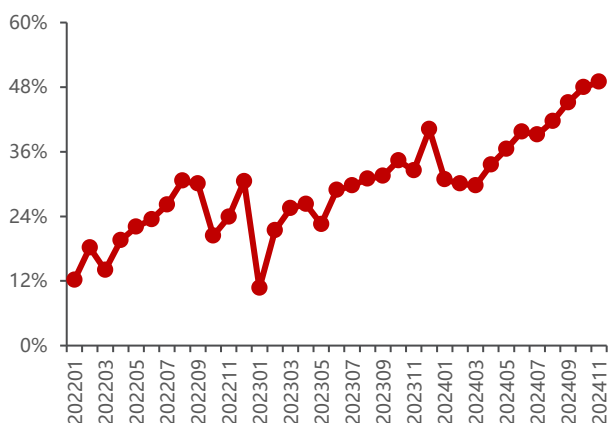
资料来源：中汽协，民生证券研究院

我们认为，上述组织架构调整 and 战略变化已经开始逐步反映在公司新能源新产品及销量中，伴随更多新车型上市，后续有望进一步集中体现。

2.1 新能源销量占比超 40% 极氪+领克+银河布局清晰

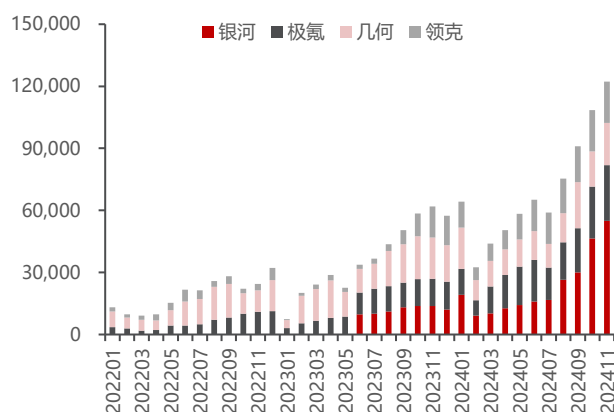
公司新能源品牌已经具备清晰的布局，旗下品牌包括：**极氪**（豪华科技，20+万元，并表，持股 62.8%）；**领克**（个性潮流，15-30 万元，81%）；**银河**（吉利品牌旗下，15 万元以内，主流）。截至 2024 年 7 月，公司新能源车型占比已经超过 40%，月度批发销量在 5-6 万辆水平；12 月，伴随银河 E5、星愿批量交付，月度新能源销量提升至 11.1 万辆（含几何），后续随着星舰 7 交付，销量有望不断提升。

图8：公司新能源车销量占总销量之比（%）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图9：公司新能源乘用车月度批发销量（辆）

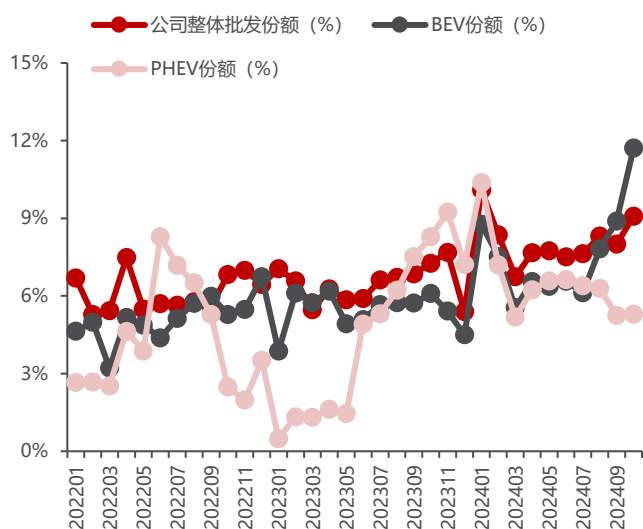


资料来源：中汽协，民生证券研究院

公司新能源市场份额在 7% 左右。2024 年，公司整体乘用车市场份额在 7-8% 左右；纯电乘用车市场份额在 6-7% 左右；混动乘用车市场份额在 6-7% 左右，总体较为稳定。2024 年 9 月伴随银河、极氪新车上市，公司整体乘用车市场份额为 8.0%；纯电乘用车市场份额在 8.9%；混动乘用车市场份额为 5.2%，纯电和整体市场份额均有所提升。

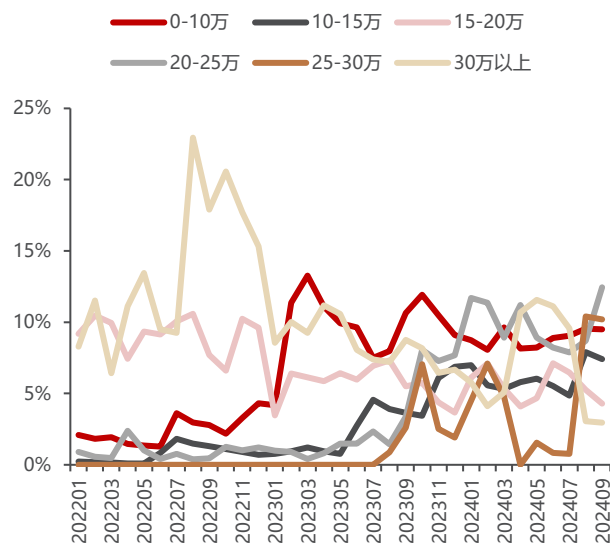
高端、主流市场均有代表车型。分价格带看，公司在 30 万元以上（极氪）、0-10 万元（熊猫 mini）、15-25 万元（领克 07/08、极氪 007）等价格带份额较高，整体价格分布均匀，高端、主流市场均有代表车型。

图10：公司新能源车型批发份额 (%)



资料来源：交强险，民生证券研究院

图11：公司新能源乘用车上险分价格带份额 (%)

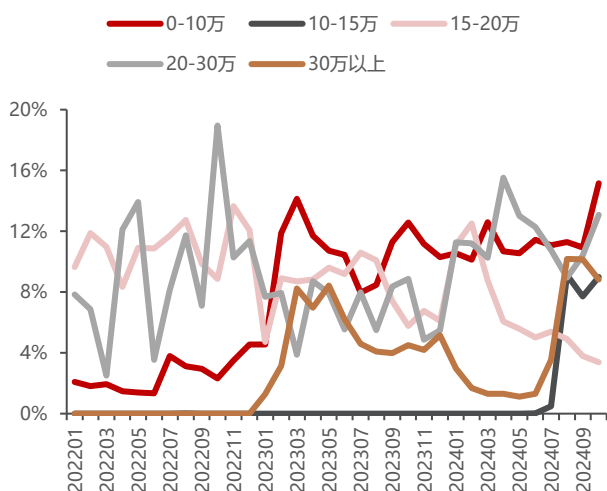


资料来源：交强险，民生证券研究院

公司纯电领域优势大于混动领域，高端赛道优势明显。纯电市场中，公司目前在高端领域具备明显优势，在经历 2024 年 2 月极氪 001 改款换新后，公司在 30 万元以上纯电动市场份额达 26-27%，凭借强产品力实现快速突破。

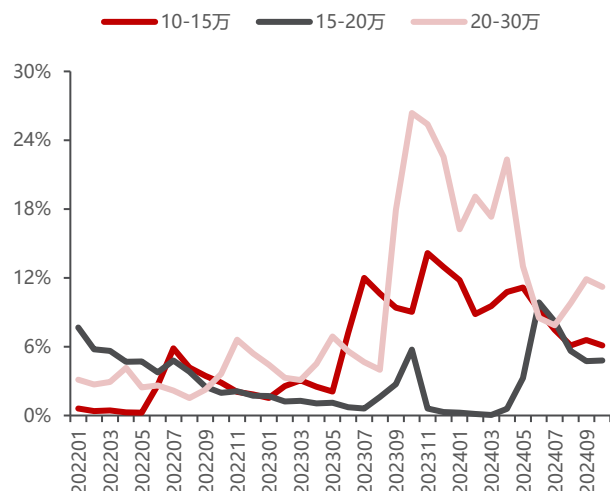
从混动领域来看，公司普遍采用三挡变速箱，经济省油性略显不足。公司混动领域相比纯电领域相对表现弱，在 10-15 万元、15-20 万元、20-30 万元混动市场中份额均为 10%，主要原因是目前银河、领克均采用三挡变速箱，在成本上、经济省油性上与竞品相比存在劣势。

图12：公司纯电市场上险份额 (%)



资料来源：交强险，民生证券研究院

图13：公司混动 (PHEV/EREV) 市场上险份额 (%)



资料来源：交强险，民生证券研究院

2.2 银河：GEA 架构+单档混动降本 加速发力主流市场

原先银河采用 e-CMA 和 SEA 架构造车，成本较高，销量有限。在银河 E5 上市之前，银河品牌旗下插混车型采用 e-CMA 架构打造（在 CMA 架构的基础上进行了优化，专注于智能化和电动化），采用三挡减速器；纯电车型银河 E8 采用极氪 001 同款 SEA 架构，整体造车成本较高，导致前期车型产品价格竞争力不足、盈利性较弱。

GEA 架构+自制神盾短刀电池，公司银河品牌新能源产品更加精准，面向主流消费群体。2024 年 8 月至年底，基于 GEA 架构打造的新能源车银河 E5、星愿、星舰 7 逐步上市，GEA 架构原生支持纯电、混动、增程、绿色甲醇等全能源形式，11 合 1 智能电驱行业效率更高（首次将 400V IGBT 电机综合效率突破 90%，达到 90.04%）、重量更轻、体积更小；GEA 架构并未采用多连杆前悬或空悬的布置，而是选择经济实惠的前麦弗逊+后多连杆的悬架组合；同时首款车型银河 E5 搭载神盾短刀电池，成本更低，精准定位主流消费群体。**伴随 GEA 架构车型逐步交付上量，技术降本有望加速主品牌步入盈利正循环。**

图14：公司 GEA 架构 11 合 1 智能电驱



资料来源：太平洋号，民生证券研究院

图15：公司自研神盾短刀电池



资料来源：腾讯新闻，民生证券研究院

表3：SEA 和 GEA 架构的区别

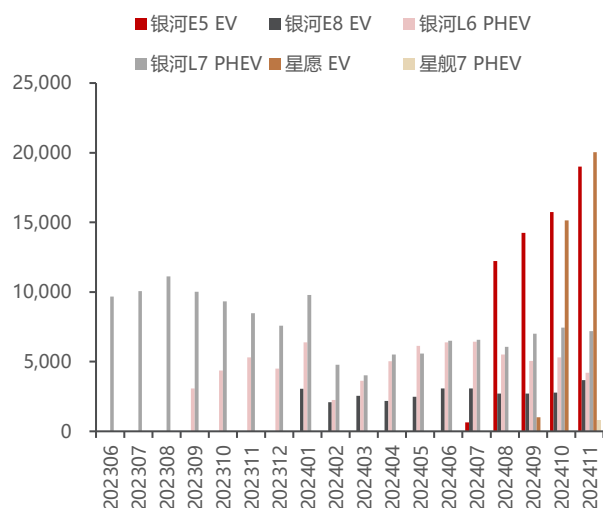
	GEA 架构	SEA 架构
开发费用	耗时 5 年，投入百亿	耗时 4 年，投入 180 亿
适用动力类型	可以适应不同的能源类型，比如纯电动、混合动力等	纯电架构
轴距范围	无公开数据	1,800mm-3,300mm，实现从 A 级车到 E 级车的全尺寸覆盖，可满足多种车型的需求
技术亮点	集 CTB 电池车身一体化、银河 11 合 1 智能电驱、神盾短刀电池、GEEA 3.0 电子电气架构、Flyme Auto 车机系统等先进科技于一体	SEA 架构预先埋设无人驾驶软件接口，能够轻松接入 L2-L4 级别以上的智能驾驶系统，并实现线控自动切换，适配不同的无人驾驶解决方案
成本优势	高度模块化设计，可以显著简化生产流程，缩短产品研发周期，同时提高生产效率	模块化设计、广泛的车型适配

资料来源：懂车帝，第一电动，民生证券研究院

银河 E5 上市，带动品牌整体月销突破 3 万辆。在银河 E5 上市前，银河品牌共 3 款车型，其中银河 L7 (12.57-16.97 万元)、银河 L6 (9.98-15.98 万元) 稳态销量各自约 6,000 辆/月左右，银河 E8 由于后排空间较小等原因，稳态销量约 3,000 辆/月；银河 E5 于 2024 年 8 月 3 日上市，为首款 GEA 架构车型，产品竞争力强，有望将带动银河品牌整体销量突破 3 万辆/月。

银河品牌 20 万元以下份额约 6-7%，后续份额有望向上。当前，公司在 20 万元以下市场新能源份额约 6-7%，主要原因是银河 L6/7 为 A+ 级车 (银河 L7 轴距 2,785mm, L6 轴距 2,752mm)，且配 3 挡变速箱，成本较高，纯电车型银河 E5 仍在爬坡。伴随后续银河 E5 上量、单挡低成本混动推出、多款新车上市，份额有望向上。

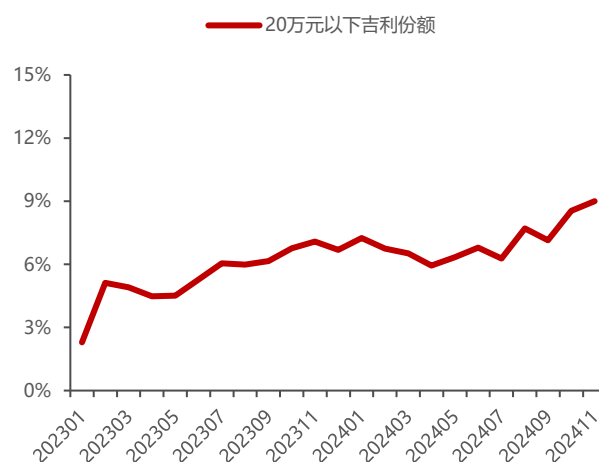
图16：银河品牌分车型销量（辆）



资料来源：中汽协，民生证券研究院

备注：银河品牌首款车银河 L7 于 2023 年 6 月开始销售

图17：公司在 20 万元以下新能源市场的份额（%）



资料来源：中汽协，民生证券研究院

银河 E5 产品竞争力较竞品优势明显，品价比更优。比亚迪元 PLUS 作为 10-15 万元价格带纯电龙头，是银河 E5 的核心竞品。从尺寸上来看，银河 E5 长、宽、高、轴距均大于元 PLUS；从电耗上来看，银河 E5 快充速度优于竞品，电耗表现优于竞品；从价格上来看，银河 E5 低配 (10.98 万元) 版本比竞品价格低 1 万元，中配 (探索版、远航版、探索+) 比竞品低 4-7,000 元，高配 (星舰 7) 比竞品低 2,000 元；从智能驾驶配置上看，同价格/相似配置版本，银河 E5 智能驾驶配置更强。

表4: 吉利银河 E5 主要竞品对比

型号	吉利银河 E5					比亚迪元 plus				
	2024 440KM 启航版	2024 440KM 探索版	2024 530KM 远航版	2024 530KM 探索+版	2024 530KM 星舰 7 版	2024 荣耀版 430KM 领先型	2024 荣耀版 430KM 超越型	2024 荣耀版 510KM 领先型	2024 荣耀版 510KM 超越型	2024 荣耀版 510KM 卓越型
售价 (万元)	10.98	11.98	12.58	13.58	14.58	11.98	12.68	12.98	13.98	14.78
动力来源	纯电	纯电	纯电	纯电	纯电	纯电	纯电	纯电	纯电	纯电
纯电续航里程 (KM)	440	440	530	530	530	430	430	510	510	510
电池容量 (kWh)	49.52	49.52	60.22	60.22	60.22	49.92	49.92	60.48	60.48	60.48
电池充电	快充 0.33 小时 慢充 7.5 小时	快充 0.33 小时 慢充 7.5 小时	快充 0.33 小时 慢充 9 小时	快充 0.33 小时 慢充 9 小时	快充 0.33 小时 慢充 9 小时	快充 0.5 小时 慢充 7.13 小时	快充 0.5 小时 慢充 7.13 小时	快充 0.5 小时 慢充 8.64 小时	快充 0.5 小时 慢充 8.64 小时	快充 0.5 小时 慢充 8.64 小时
长 (mm)	4,615	4,615	4,615	4,615	4,615	4,455	4,455	4,455	4,455	4,455
宽 (mm)	1,901	1,901	1,901	1,901	1,901	1,875	1,875	1,875	1,875	1,875
高 (mm)	1,670	1,670	1,670	1,670	1,670	1,615	1,615	1,615	1,615	1,615
轴距 (mm)	2,750	2,750	2,750	2,750	2,750	2,720	2,720	2,720	2,720	2,720
智驾配置										
智驾等级	-	L2 选配 (2500 元)	L2 选配 (2500 元)	L2 (标配)	L2 (标配)	-	L2 (标配)	-	L2 (标配)	L2 (标配)
驾驶辅助影像	倒车影像、360 度全景影像、透明影像	倒车影像、360 度全景影像、透明影像	倒车影像、360 度全景影像、透明影像	倒车影像、360 度全景影像、透明影像	倒车影像、360 度全景影像、透明影像	倒车影像、360 度全景影像、透明影像	倒车影像、360 度全景影像、透明影像	倒车影像、360 度全景影像、透明影像	倒车影像、360 度全景影像、透明影像	倒车影像、360 度全景影像、透明影像
舒适性配置										
中控屏幕尺寸	15.4	15.4	15.4	15.4	15.4	12.8	12.8	12.8	15.6	15.6
抬头显示系统 (HUD)	-	-	-	选配 (2500 元)	标配	-	-	-	-	-
手机无线充电	-	标配	-	标配	标配	标配	标配	标配	标配	标配
座椅材质	仿皮	仿皮	仿皮	仿皮	仿皮	仿皮	仿皮	仿皮	仿皮	仿皮
前排座椅功能	-	加热/通风标配 头枕/肩部扬声器(选配)	加热/通风标配 头枕/肩部扬声器(选配)	加热/通风标配 头枕/肩部扬声器(选配)	加热/通风/记忆/按摩标配 头枕/肩部扬声器(标配)	-	-	-	-	加热/通风标配
扬声器数量	6 标配	6 标配	6 标配	6 标配	6 标配	8	8	8	8	8
氛围灯颜色	-	-	-	256 色	256 色	多色	多色	多色	多色	多色

资料来源: 懂车帝, 民生证券研究院

吉利星愿上市 GEA 架构加速盈利向好。2024 年 10 月 9 日，公司全新纯电 A0 级轿车星愿正式上市，新车基于全新纯电平台 GEA 架构打造，采用全新设计语言，造型灵动、可爱，售价区间 7.88-10.78 万元，相比 2024 年 9 月 14 日预售价格低 9,000 元，价格竞争力强。智能座舱方面，新车采用双辐式双拼色多功能方向盘，同时拥有 14.6 英寸大尺寸液晶仪表+悬浮式中控屏，将搭载 Flyme Auto 车机系统，支持 Flyme Link 手车互联、Hicar、Carlink 等功能，并且允许用户自定义壁纸桌面和 Dock 栏快捷操作，车机智能化、流畅度、响应速度、功能性都位居行业第一梯队。吉利星愿作为 GEA 架构的第二款车，有望进一步促进 GEA 架构规模向上，加速盈利向好。

比亚迪海鸥、比亚迪海豚是吉利星愿的核心竞品。从尺寸上来看，吉利星愿长、宽、高、轴距均大于比亚迪海鸥；从电耗上来看，吉利星愿快充速度优于竞品，电耗表现略优于比亚迪海豚；从价格上来看，同 400KM 纯电续航吉利星愿和竞品相比具有近 1 万元的价格优势；从车机系统上看，吉利星愿采用 Flyme Auto 车机系统，具有强大的智能化功能，热销潜质充分。

表5: 吉利星愿与竞品对比

	比亚迪海鸥			吉利星愿				比亚迪海豚		
图片										
型号	305KM 自由版	405KM 飞翔版	310KM 青春版	310KM 梦想版	410KM 自由版	410KM 探索版	410KM 探索+版	420KM 活力版	420KM 自由版	420KM 时尚版
售价 (万元)	7.57	8.57	6.98	7.78	8.28	8.88	9.88	9.98	10.68	11.38
动力来源	BEV	BEV	BEV	BEV	BEV	BEV	BEV	BEV	BEV	BEV
纯电续航里程 (KM)	305	405	310	310	410	410	410	420	420	420
电池容量 (kWh)	30.08	38.88	30.12	30.12	40.16	40.16	40.16	44.9	44.9	44.9
电池充电	快充 0.5 小时	快充 0.5 小时	快充 0.38 小时	快充 0.38 小时	快充 0.4 小时	快充 0.4 小时	快充 0.4 小时	快充 0.5 小时	快充 0.5 小时	快充 0.5 小时
	慢充 4.3 小时	慢充 5.6 小时						慢充 6.41 小时	慢充 6.41 小时	慢充 6.41 小时
长 (mm)	3,780	3,780	4,135	4,135	4,135	4,135	4,135	4,125	4,125	4,125
宽 (mm)	1,715	1,715	1,805	1,805	1,805	1,805	1,805	1,770	1,770	1,770
高 (mm)	1,540	1,540	1,570	1,570	1,570	1,570	1,570	1,570	1,570	1,570
轴距 (mm)	2,500	2,500	2,650	2,650	2,650	2,650	2,650	2,700	2,700	2,700
百公里耗电 (kWh)	9.9	10.1	10.9	10.9	10.7	10.7	10.7	10.5	11.2	11.2
智驾配置										
车道偏离预警	-	-	标配	标配	标配	标配	标配	-	-	-
主动刹车	-	-	标配	标配	标配	标配	标配	-	-	-
车道保持辅助系统	-	-	-	-	-	-	选配	-	-	-
车道居中保持	-	-	-	-	-	-	选配	-	-	-
舒适性配置										
车机系统	DiLink	DiLink	Flyme Auto	Flyme Auto	Flyme Auto	Flyme Auto	Flyme Auto	DiLink	DiLink	DiLink
连续语音识别	-	-	标配	标配	标配	标配	标配	标配	标配	标配
中控屏幕尺寸	10.1	10.1	10.1	14.6	10.1	14.6	14.6	10.1	12.8	12.8
手机互联映射	-	-	HUAWEI HiCar	HUAWEI HiCar	HUAWEI HiCar	HUAWEI HiCar	HUAWEI HiCar	-	-	-
无钥匙进入/无钥匙启动	主驾	主驾	主驾	主驾	主驾	主驾	主驾	主驾	主驾	主驾
氛围灯颜色	-	-	-	-	-	-	256色	-	-	-

资料来源: 懂车帝, 民生证券研究院

银河后续整体打法为新技术+低成本，针对各方面逐个击破。单档减速器方面采取降本措施，价格进一步下探：银河 L6 采用的是 1.5T 发动机，加上 3 档 DHT 的变速箱，后续银河星舰 7 将推出单档减速器方案，采用 GEA 架构降本，实现空间设计、智能能源、全域安全、AI 智能、驾控性能“五大不设限”，成本进一步优化，价格进一步下探，抢夺 10-15 万元更多市场份额。

公司发布雷神 EM-i 超级电混，星舰为首款新车。近期，吉利汽车集团正式推出雷神 EM-i 超级电混，1) 燃油经济性方面，雷神 EM-i 发动机拥有 46.5%热效率，续航里程达到 2,390.5 公里，综合油耗仅为 2.62L；2) 电驱效率方面，公司通过新一代 E-DHT 11 合 1 混动电驱，减重 13.5%，成功让电驱系统更加紧凑高效；3) 电混系统智能化能效管理方面，雷神 EM-i 将 AI 技术引入混动系统，可以智能优化油电切换，还可根据导航信息、惯用路线等数据预测车辆的能耗需求，为驾驶者提供个性化的能量管理方案。后续搭载雷神 EM-i 的首款 A 级电混星舰 7 将在 2024 年 12 月 6 日上市，官方 CLTC 百公里亏电油耗为 3.75L，媒体实测的百公里平均亏电油耗为 3.20L，有望加速公司插混份额提升。

图18: 吉利 GEA 架构



资料来源: 易车网, 民生证券研究院

图19: 吉利银河星舰 7



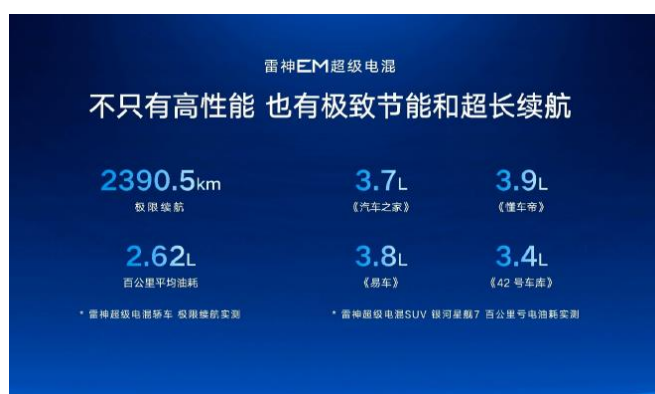
资料来源: 腾讯网, 民生证券研究院

图20: 吉利雷神 EM-i 十一合一混动电驱



资料来源: 新浪汽车, 民生证券研究院

图21: 吉利雷神 EM-i 实测续航及油耗



资料来源: 新浪汽车, 民生证券研究院

表6: 吉利雷神 EM-i 与比亚迪 DM-i 对比

	吉利 EM-i	比亚迪 DM-i (5.0)
热效率	46.50%	46.06%
动力结构	E-DHT 11 合 1 混动电驱系统, 1.5L 内燃机配上单档变速器	单档 DHT, 1.5L 专用发动机和两台电机 (p1 电机和 p3 电机) 组成的混合动力结构
电池	全新的神盾短刀电池	插混专用功率型刀片电池
续航	极限续航达 2,390KM (60L 油箱)	2,100KM
百公里平均油耗	2.62L	2.9L
功率	P3 电机功率升至 160kW	最大功率为 74kW, 峰值扭矩 126N·m
其他	首发混动冗余专利技术, 发动机、P1 电机、P3 电机, 互为备份。其中任意一个部件失效, 动力系统依然可以正常驱动	行业创新的 12V 磷酸铁锂启动电池, 相比传统的铅酸蓄电池体积更小且独立管理

资料来源: 新浪汽车, 民生证券研究院

星舰 7 延续银河 E5、星愿打法, 保持高品价比。2024 年 11 月 8 日, 吉利银河旗下全新紧凑型 SUV 车型——银河星舰 7 EM-i 正式开启预售, 官方预售先享提车价为 10.98 万元-14.28 万元, 相比预售价进一步下降。近期, GEA 架构首款插混 SUV 银河星舰 7 EM-i 上市, 先享提车价为 9.98-13.28 万元, 星舰 7 EM-i 长宽高为 4,740*1,905*1,685mm, 轴距为 2,755mm; 搭载 1.5L 插电式混合动力系统+单挡混动变速器; 配置上, 标配 16 扬声器 Flyme Sound 音响系统、Flyme Auto 智能座舱、W-HUD 抬头显示系统等, 提供越级体验。我们认为, 星舰 7 有望演绎插混份额提升逻辑, 强化公司 10-20 万元以下新能源龙二地位, 我们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。

表7: 吉利星舰 7 主要竞品对比

吉利星舰 7						比亚迪宋 PLUS Dmi		比亚迪宋 Pro DM			
型号	2025 款 55KM 启航版	2025 款 55KM 探索版	2025 款 120KM 启航+版	2025 款 120KM 探索+版	2025 款 120KM 领航版	2025 款 DM-i 75KM 豪华型	2025 款 DM-i 160KM 旗舰型 PLUS	2025 款 DM-i 75KM 领先型	2025 款 DM-i 75KM 超越型	2025 款 DM-i 115KM 超越型	2025 款 DM-i 115KM 卓越型
售价(万元)	9.98	10.98	11.28	12.28	13.28	13.58	17.58	11.28	12.28	13.28	14.28
动力来源	插混	插混	插混	插混	插混	插混	插混	插混	插混	插混	插混
纯电续航里程 (KM)	55	55	120	120	120	60	128	75	75	115	115
电池容量 (kWh)	8.5	8.5	19.09	19.09	19.09	12.9	26.6	12.9	12.9	18.3	18.3
长 (mm)	4,740	4,740	4,740	4,740	4,740	4,775	4,775	4,735	4,735	4,735	4,735
宽 (mm)	1,905	1,905	1,905	1,905	1,905	1,890	1,890	1,860	1,860	1,860	1,860
高 (mm)	1,685	1,685	1,685	1,685	1,685	1,670	1,670	1,710	1,710	1,710	1,710
轴距 (mm)	2,755	2,755	2,755	2,755	2,755	2,765	2,765	2,712	2,712	2,712	2,712
智驾配置											
智驾等级	-	L2 选配 (2,500 元)	-	L2 (标 配)	L2 (标 配)	L2 (标 配)	L2 (标 配)	-	L2 (标 配)	L2 (标 配)	L2 (标 配)
驾驶辅助影像	倒车影像、360 度全景影像、透明 影像	倒车影像、360 度全景影像、透明 影像	倒车影像、360 度全景影像、透明 影像	倒车影像、360 度全景影像、透明 影像	倒车影像、360 度全景影像、透明 影像	倒车影像、360 度全景影像、透明 影像	倒车影像、360 度全景影像、透明 影像	倒车影像、360 度全景影像、透明 影像	倒车影像、360 度全景影像、透明 影像	倒车影像、360 度全景影像、透明 影像	倒车影像、360 度全景影像、透明 影像
摄像头数量	4	4	4	6	6	5	6	5	5	6	6
超声波雷达数量	3	5	3	5	5	6	12	6	6	6	8
毫米波雷达数量	-	-	-	-	-	-	5	-	-	-	2
舒适性配置											
车机系统	Flyme Auto	Flyme Auto	Flyme Auto	Flyme Auto	Flyme Auto	DiLink	DiLink	DiLink	DiLink	DiLink	DiLink
手机互联映射	HUAWEI HiCar	HUAWEI HiCar	HUAWEI HiCar	HUAWEI HiCar	HUAWEI HiCar	-	-	-	-	-	-
抬头显示系统 (HUD)	-	-	-	选配	标配	-	标配	-	-	-	-
手机无线充电	-	标配	-	标配	标配	-	标配	-	-	-	标配
座椅材质	仿皮	仿皮	仿皮	仿皮	仿皮	仿皮	仿皮	仿皮	仿皮	仿皮	仿皮
前排座椅功能	-	加热/通 风	-	加热/通 风	加热/通 风/记忆/ 按摩	-	加热/通 风	-	-	-	加热/通 风标配
女王座椅	标配	标配	标配	标配	标配	-	-	-	-	-	-

资料来源: 懂车帝, 民生证券研究院

银河品牌总结：GEA 架构加持技术降本，新车型有望持续热销。

1) GEA 架构支持，降低成本。银河品牌通过采用 GEA 架构，实现对纯电、混动、增程、绿色甲醇等全能源形式的原生支持，不仅提高智能电驱的效率，减轻重量，缩小体积，还通过选用经济实惠的悬架组合和神盾短刀电池，进一步降低造车成本，使银河产品能够精准定位主流消费群体，加速主品牌步入盈利正循环；

2) 定价策略优势。银河品牌在定价上采取了锚着核心竞品去定价的策略，使得其产品相比竞品具有几千到一万的价格优势。例如，银河 E5 在与比亚迪元 PLUS 的竞争中，无论是低配、中配还是高配版本，都展现出了更优的品价比。同样，吉利星愿在与比亚迪海鸥、海豚的对比中，也展现出了近万元的价格优势；

3) 产品力强，差异化卖点。银河品牌的产品不仅价格优势明显，而且在产品力上也表现出色。银河 E5 在尺寸、电耗、智能驾驶配置等方面均优于竞品。吉利星愿则通过采用 Flyme Auto 车机系统，提供了强大的智能化功能，进一步提升了产品的竞争力。此外，公司还通过推出雷神 EM-i 超级电混等技术，实现了燃油经济性和电驱效率的双重提升，使得星舰 7 等产品性价比更优。

2.3 极氪+领克：股权优化整合 全新定位科技集团

极氪、领克整合，降本增效、资源协同。过去，“大吉利”为了快速应对市场竞争、提高决策效率，进行团队分拆，如领克、吉利和极氪各有智驾、座舱方案，造成一定冗余和浪费。2024 年 12 月，极氪智能科技副总裁林金文发文称，极氪与领克战略整合后，新公司简称为“极氪科技集团”，**旗下拥有极氪汽车、领克汽车双品牌，力争通过两年时间努力，打造一个年销百万级的全球化高端豪华新能源汽车集团。**

未来领克将聚焦小型纯电，中型混动市场。极氪、领克在技术、供应链、产品、内部组织等多方面的整合将有助于推进战略聚焦、整合、协同，明确各品牌定位，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。

2.3.1 极氪：与领克股权优化整合 定位科技豪华

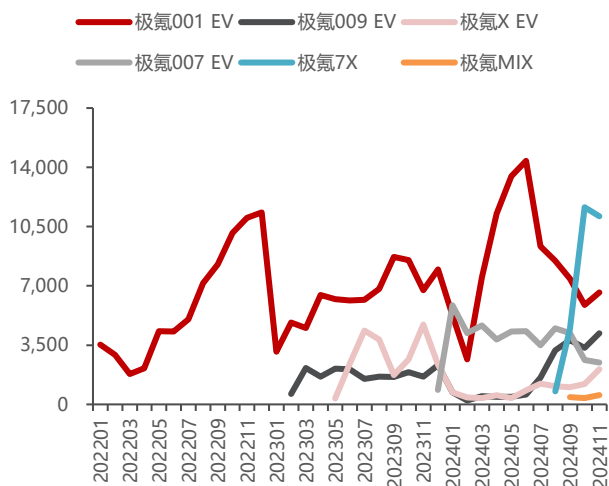
极氪：定位科技豪华，逐步从小众到主流。极氪是公司旗下的全新电动汽车品牌，由公司和吉利控股集团共同投资。它代表着公司在“新四化”（电动化、智能化、网联化、共享化）趋势下的战略布局，以开拓智能化纯电动汽车的新局面。极氪定位于高端智能纯电汽车市场，旨在为用户提供豪华、科技、性能和环保的出行解决方案。在纯电领域中，极氪以其先进的 SEA 架构、自研智能驾驶系统、“三个 800”超快充布局等等独具竞争力。从猎装轿跑极氪 001 到个性化 SUV 极氪 X，再到高端 MPV 极氪 009，每一款车型都彰显着极氪对差异化路径塑造品牌特色的追求，而极氪 7X 则以“家用”标签真正打入主流市场，标志着极氪推动品牌从小

众到主流转变的决策布局。

在极氪销量结构中，001 与 007 双车占比最高，为主导车型。目前，极氪品牌月度销量约在 2+万辆，其中极氪 001 占比超过 60%，部分月度销量破万；极氪 007 月销基本稳定在 4,000 辆左右。

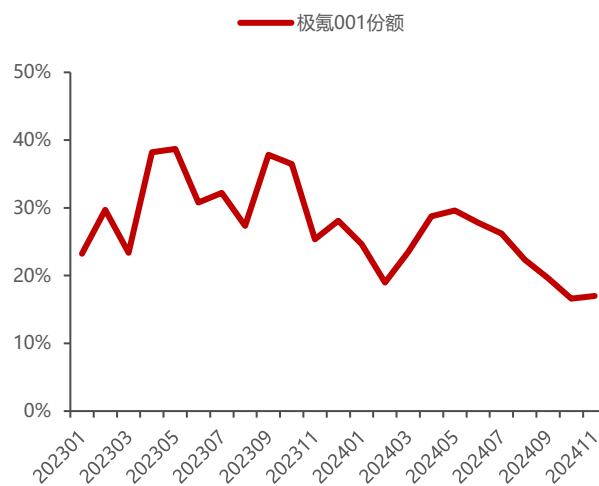
极氪 001 为极氪核心产品，定位为 25 万元以上纯电轿车，市场表现优异。极氪 001 综合产品力强，卖点是外观、机械素质、底盘、操控性能、内饰豪华度及质感、空间，在 25+万元纯电轿车市场份额接近 30%，在该市场中处于领先水平；2024 年 8 月 13 日，极氪 001 改款升级双 Orin 芯片及极氪自研浩瀚智驾系统，智能化能力大幅提升，后续有望进一步提振销量。

图22：极氪分车型销量（辆）



资料来源：中汽协，民生证券研究院

图23：极氪 001 在 25+万以上纯电轿车市场份额（%）



资料来源：交强险，民生证券研究院

极氪 7X 于 2024 年 9 月 20 日上市，需求强劲，极氪迈入主流市场。极氪 7X 作为极氪第一款面向主流市场的纯电 SUV 产品，于 2024 年 9 月 20 日上市，其竞品主要为特斯拉 Model Y。自 8 月 30 日开启预售以来，极氪 7X 表现强劲，发布第一周大定已突破 2 万台，预计上市首月交付量将超过 1 万台。2023 年，20-30 万元 SUV 市场规模 219 万辆，新能源渗透率超 50%，其中 Model Y、理想 L6 占据 50%份额，市场集中度高。因此，极氪 7X 销量向上空间广阔，有望切入该细分市场，抢占市场份额，为极氪迈入主流市场奠定基调。

表8: SUV 市场分价格新能源汽车销量及新能源渗透率 (万辆; %)

	20-30 万元		20-25 万元		25-30 万元	
	2023	2024M1-11	2023	2024M1-11	2023	2024M1-11
BEV	68.9	72.4	51.8	60.0	17.1	12.3
EREV	6.4	33.5	0.0	3.7	6.4	29.8
PHEV	11.8	14.2	9.1	9.4	2.7	4.8
总计	219.0	218.7	163.9	154.0	55.1	64.7
新能源渗透率	39.8%	55.0%	37.3%	47.7%	47.7%	72.8%

资料来源: 交强险, 民生证券研究院

表9: 20-30 万新能源 SUV 主要车型及市场份额 (%)

	2023	2024M1-11	202411
Model Y EV	52.8%	35.4%	24.6%
理想 L6 EREV	0.0%	12.9%	16.3%
问界 M7 EREV	4.0%	8.5%	10.4%
极氪 7X EV	0.0%	1.2%	6.7%
领克 08 PHEV	3.3%	5.6%	5.7%
智己 LS6 EV	1.9%	2.2%	3.7%
小鹏 G6 EV	4.9%	3.3%	3.3%
乐道 L60 EV	0.0%	0.5%	2.7%
坦克 400 PHEV	1.1%	3.4%	3.0%
阿维塔 07 EREV	0.0%	0.4%	2.5%
智界 R7 EV	0.0%	0.5%	2.4%
其他	32.0%	27.1%	18.7%

资料来源: 交强险, 民生证券研究院

极氪 7X 亮点突出, 定位为极氪首款家用大五座 SUV, 面向主流家庭市场, 采用极氪 007 同平台打造。车身尺寸为 4,825mm×1,930mm×高 1,666mm, 轴距为 2,925mm, 配备 616L 的超大后备厢, 内部空间宽敞, 为家庭出行量身定制。后排设计采用 MPV 级别, 座椅可放倒, 选装零重力座椅及腿托, **两侧车窗和天窗均配备实体遮阳帘, 扶手处配备小冰箱**。前排座椅, 通风、加热、记忆、按摩, 电动调节多达 14 向, 兼顾每一位家庭成员的舒适体验。

表10: 极氪 7X 与主要竞品对比

车企	极氪 7X			蔚来乐道 L60		特斯拉 Model Y
型号	75kwh 后驱智驾	100kwh 长续航后驱智驾	100kwh 长续航四驱智驾	60 kwh	85 kwh	后轮驱动板
售价 (万元)	22.99	24.99	26.99	20.69-22.69	23.59-25.59	24.99 起
座位数	5 座	5 座	5 座	5 座	5 座	5 座
动力来源	纯电	纯电	纯电	纯电	纯电	纯电

驱动	后驱	后驱	四驱	后驱/四驱	后驱/四驱	后驱
纯电续航里程 (KM)	605	780	705	555/525	730/700	554
长 (mm)	4,825	4,825	4,825	4,828	4,828	4,750
宽 (mm)	1,930	1,930	1,930	1,930	1,930	1,921
高 (mm)	1,666	1,666	1,666	1,616	1,616	1,624
轴距 (mm)	2,925	2,925	2,925	2,950	2,950	2,890
百公里加速(s)	5.8	5.7	3.8	5.9/4.6	5.9/4.6	5.9
前悬	双叉臂	双叉臂	双叉臂	麦弗逊	麦弗逊	双叉臂
后悬	多连杆	多连杆	多连杆	多连杆	多连杆	多连杆
智能化配置						
智驾等级	L2	L2	L2	L2	L2	L2
智驾芯片	NVIDIA DRIVE Orin-X *2	NVIDIA DRIVE Orin-X *2	NVIDIA DRIVE Orin-X *2	英伟达 Orin-X	英伟达 Orin-X	FSD
算力	508TOPS	508TOPS	508TOPS	254 TOPS	254 TOPS	/
摄像头数量	13	13	13	11	11	7
超声波雷达数量	12	12	12	12	12	/
毫米波雷达数量	5	5	5	1	1	/
激光雷达数量	1	1	1	/	/	/
智能座舱芯片	高通骁龙 8295	高通骁龙 8295	高通骁龙 8295	高通骁龙 8295P	高通骁龙 8295P	FSD
座舱语音识别	四区域	四区域	四区域	四区域	四区域	/
舒适性配置						
天窗	不可开启全景天窗, 配物理遮阳帘	不可开启全景天窗, 配物理遮阳帘	不可开启全景天窗, 配物理遮阳帘	不可开启全景天窗	不可开启全景天窗	不可开启全景天窗
中控屏幕(英寸)	16	16	16	17.2	17.2	15
后排屏幕(英寸)	-	-	-	8	8	/
座椅材质	仿皮, 可选 nappa	仿皮, 可选 nappa	仿皮, 可选 nappa	仿皮	仿皮	仿皮
前排座椅功能	加热/通风/记忆/按摩	加热/通风/记忆/按摩	加热/通风/记忆/按摩	加热/通风/按摩	加热/通风/按摩	加热
二排座椅功能	加热, 可选通风/记忆/按摩	加热, 可选通风/记忆/按摩	加热, 可选通风/记忆/按摩	/	/	加热
扬声器数量	21	21	21	18	18	14
氛围灯颜色	多色	多色	多色	1600 万色	1600 万色	多色
后排独立空调	标配	标配	标配	-	-	/

资料来源: 汽车之家, 民生证券研究院

极氪 001/007/009 近期改款焕新, 新车型推出节奏稳定, 需求向上。目前, 极氪在近期推出 001/007/009 等重点改款, 降价并增加智能化相关配置, 有望促进销量向上; 此外, 公司计划在 2025 年推出 2 款 SUV+1 款 007 同尺寸猎装轿车等新车; 从渠道上来看, 截至 2024 年 5 月底, 极氪在全球开设的门店达到了 392 家, 其中在中国有 380 家。为提升销量, 极氪将渠道下沉至三四线市场, 结合直营、代理和经销商的优势, 预计 2024 年底国内门店将增至 520 家以上。

表11：极氪 001/007/009 改款

车型	能源类型	级别	轴距	类型	价格 (万元)	上市时间	改款内容	售价 (万元)	主要竞品
增配智驾，不加价									
极氪 001	纯电	C	3,005	轿车	25.90-32.90	2024/8/13	全面介入 Kr AI 大模型； 搭载极氪最新的浩瀚智驾 2.0 版本 ，超长距离激光雷达，除最低配版外 辅助驾驶芯片升级为两颗英伟达 Orin-X 芯片 ，增加四个毫米波雷达； 顶配版新增前车驶离提醒、指尖遥控泊车	老款：26.90-32.90 新款：25.90-32.90	特斯拉 Model 3、阿维塔 12、蔚来 ET5T
主要车款增配智驾，降价 2 万									
极氪 007	纯电	B	2,928	轿车	20.99-29.99	2024/8/13	搭载第二代金砖电池， 全系标配激光雷达和两颗英伟达 Orin-X 智驾芯片 ， 全系升级极氪 AI OS 和浩瀚智驾 2.0 ；后驱版零百加速提升至 5.0 秒，四驱版零百加速提升至 3.4 秒	老款：22.99-29.99 新款：20.99-29.99	小米 SU7 Pro、特斯拉 Model 3
增配，降价 5 万									
极氪 009	纯电	D	3,205	MPV	43.90-46.90	2024/7/19	增加七座版本车型； 全系标配 CCD 与双腔空气悬挂系统，增加激光雷达，增加 35.95 英寸 HUD，芯片升级为骁龙 8295 ，新增冷暖冰箱， 三排新增安全座椅 ISOFIX 接口 ；7 座版本过道处 新增可折叠杯托架设计 ， 中控大屏和吸顶电视升级为 OLED 屏幕 ， 后排吸顶电视的尺寸升级至 17 英寸 ；6 座版本后排座椅内侧的 按键升级至 6 个	老款：48.90-78.90 新款：43.90-46.90	问界 M9、理想 L9、小鹏 X9、沃尔沃 EM90、腾势 D9

资料来源：懂车帝，民生证券研究院

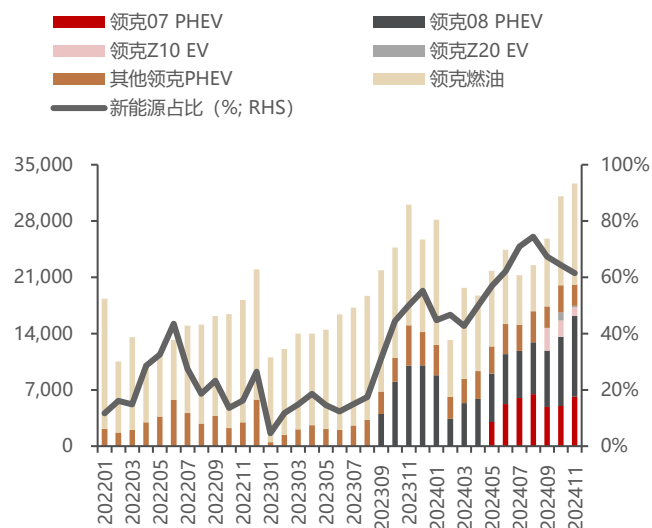
2.3.2 领克：插混+纯电齐驱 积极开拓欧洲市场

领克品牌从小众性能车向新能源、出海加速转型。领克起初以小众燃油车为切入点，凭借独特的设计理念和卓越的性能表现，迅速在市场中崭露头角。随着全球汽车行业向新能源转型的大潮，领克品牌从插电式混合动力车型开始，逐步深化其在新能源领域插混与纯电齐驱的布局。伴随极氪收购领克及双方推进整合，后续领克将专注小型纯电、中型混动，同时加速开拓欧洲市场。

销售总量主要由 08/07 PHEV 驱动，重回正轨。领克品牌目前月销 2-2.5 万辆区间，随着 08/07 上市，已渡过车型断档时期，销量向上，重回正轨；领克 08 定位为 19.58-28.80 万元插混 SUV，目前月销量已达 6,000 辆左右，领克 07 定位为 16.98-18.98 万元插混轿车，目前月销量也已达 6,000 辆左右，两者在领克品牌车型销量结构中具有重要地位，占比超过 50%。

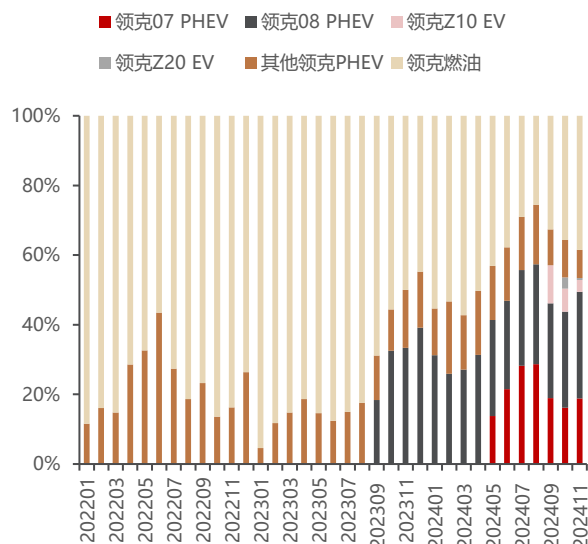
新能源在销量结构上的占比超 70%。领克品牌目前主销车型以领克 07 PHEV、领克 08 PHEV 为主。自 2024 年 8 月起新能源车型在领克总销量中的占比已超 70%，后续几个月也保持在 70%以上。

图24: 领克品牌分车型销量 (辆) 及新能源占比 (%)



资料来源: 中汽协, 民生证券研究院

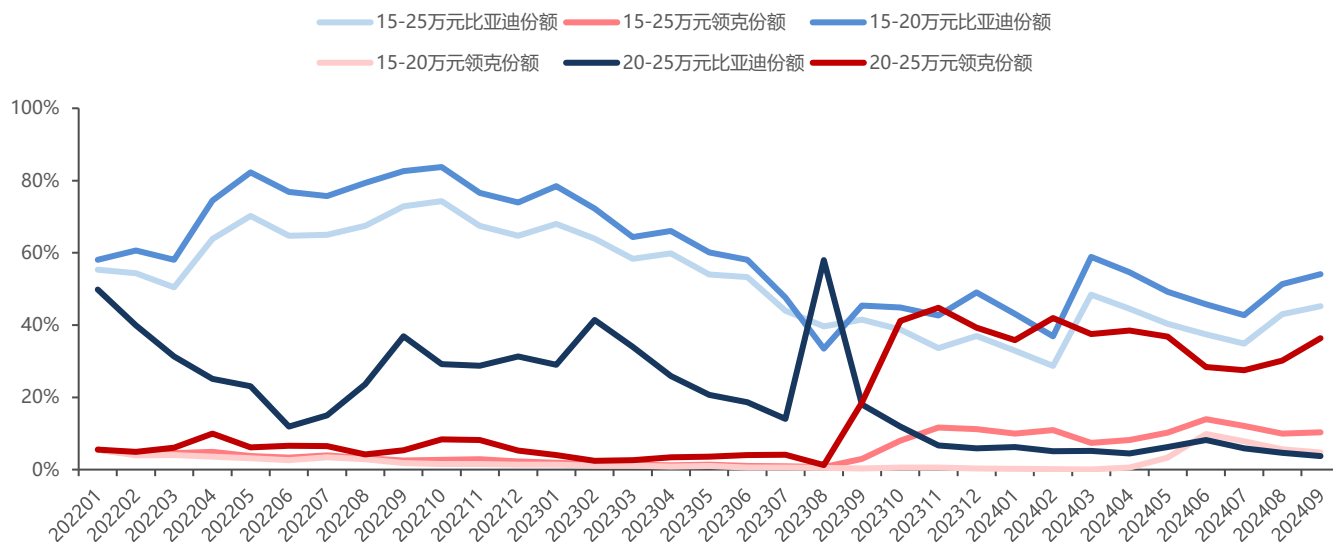
图25: 领克品牌分车型销量占比 (%)



资料来源: 中汽协, 民生证券研究院

领克在 15-25 万元市场差异化竞争, 具备份额领先优势。从 15-25 万元市场产品分布来看, 混动产品较为稀缺。领克外观造型年轻化, 配备 flyme 车机, 与友商差异化竞争, 在 20-25 万元混动市场具备份额领先优势, 约占 30-40%份额, 在 15-25 万元混动市场份额约 12-14%。目前, 20-25 万元混动渗透率较低, 具备较大提升空间, 未来通过提升该细分市场的混动产品接受度和优质混动产品的进一步推出, 领克有望继续提升市场份额, 打开销量向上空间。

图26: 15-25 万混动车型市场份额 (%)



资料来源: 交强险, 民生证券研究院

表12: 15-20 万元、20-25 万元行业市场规模 (万辆)

混动车型 (万辆)	2022	2023	2024M1-11
15-20 万元	26	52	71
CAR	11	18	22
MPV	1	1	0
SUV	14	33	48
20-25 万元	7	13	19
CAR	3	3	2
MPV	0	0	3
SUV	4	9	13
总计	33	64	90
15-25 万元市场混动渗透率	5%	10%	14%

全部车型 (万辆)	2022	2023	2024M1-11
15-20 万元	337	363	360
CAR	189	187	157
MPV	7	4	4
SUV	141	172	198
20-25 万元	276	292	269
CAR	122	119	105
MPV	8	9	9
SUV	146	164	153
总计	613	655	628

资料来源: 交强险, 民生证券研究院

领克探索纯电领域，与极氪深度整合：此前领克新能源车型以混动为主，2024年9月5日，领克首款纯电轿车 Z10 上市，售价区间 20.28-29.98 万元；广州车展上，领克 Z20 开启预售，2024 年 12 月 24 日，领克首款纯电 SUV 领克 Z20 在上海正式上市，提供 3 款版型选择，官方指导价为 13.89 万-15.39 万元，限时尊享价 13.59 万元起，领克纯电产品线逐步建立。

2024 年 11 月 15 日，极氪宣布购买领克 51% 的股份，成为其最大股东，交易后双方进行深度整合，领克则定位为全球新能源高端品牌，覆盖中高端市场。这样的定位有助于两个品牌在市场上实现覆盖的最大化，在能源形式上，领克的小型车将主要采用纯电技术，中型车则偏向混动系统。

图27：领克 Z10 外观


资料来源：懂车帝，民生证券研究院

图28：领克 Z20 外观


资料来源：懂车帝，民生证券研究院

2.4 小结

新能源龙二地位确立，盈利拐点到来。伴随银河 E5 上市及几何渠道升级并入银河，极氪、领克合并成极氪科技集团，公司新能源品牌定位更加清晰：

1) 银河品牌：GEA 架构精准定位主流消费群体，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，星舰 7（首款 GEA 架构旗下混动车型）已于 2024 年 12 月上市，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。

2) 极氪品牌：极氪品牌定位科技、豪华，原本产品 001、009 等定位相对小众，随着 7X 发力主流 SUV 市场，极氪证明其主流市场竞争能力。极氪收购领克股权并整合后，极氪将专注中型纯电、中大型混动市场，且后续逐步增强智驾能力，落地城市 NZP，夯实高端市场竞争力。

3) 领克品牌: 领克品牌原本定位小众性能车, 领克 08/07 上市带动品牌向插混成功转型; 伴随领克 Z10、Z20 上市, 领克入局纯电市场, 新能源产品线进一步丰富, 提升品牌竞争力。极氪收购领克及双方推进整合后, 后续领克将专注小型纯电、中型混动产品, 同时利用沃尔沃资源, 加速开拓欧洲市场。

表13: 公司销量预测 (万辆)

	2022 年	2023 年	2024 年	2025E	2024 同比	2025 同比
公司总计	143.3	168.6	217.7	282.0	29%	30%
燃油	107.9	119.7	128.9	115.0	8%	-11%
新能源	35.4	48.9	88.8	167.0	82%	88%
国内	123.5	141.2	177.3	198.0	26%	12%
海外	19.8	27.4	40.4	46.0	47%	14%
分品牌						
1) 吉利燃油	94.9	113.4	117.6	110.0	4%	-6%
国内	76.9	86.0	79.2	60.0	-8%	-24%
海外	17.9	27.4	38.4	46.0	40%	20%
2) 吉利银河	23.2	21.7	49.4	106.0	128%	115%
银河	0.0	8.3	32.4	94.0	290%	190%
其他 (原几何)	23.2	13.4	17.0	12.0	27%	-29%
3) 极氪领克合并公司	25.2	33.9	50.7	70.0	50%	38%
极氪	7.2	11.9	22.2	35.0	87%	58%
国内	7.2	11.9	22.2	33.0	87%	49%
海外	0.0	0.0	0.0	2.0		
领克	18.0	22.0	28.5	35.0	30%	23%
国内	16.5	20.5	26.5	32.0	29%	21%
海外	1.5	1.5	2.0	3.0	33%	50%
新能源	4.0	6.4	17.4	26.0	172%	49%
燃油	14.0	15.6	11.1	9.0	-29%	-19%

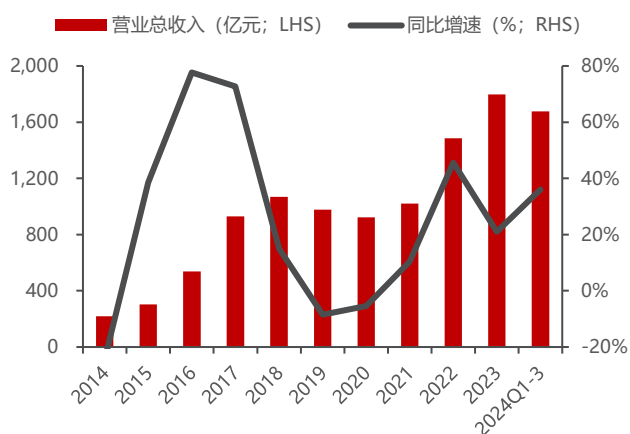
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院预测

3 盈利：出海+规模+技术降本 驱动盈利向上

3.1 盈利：营收、利润重新进入上升通道

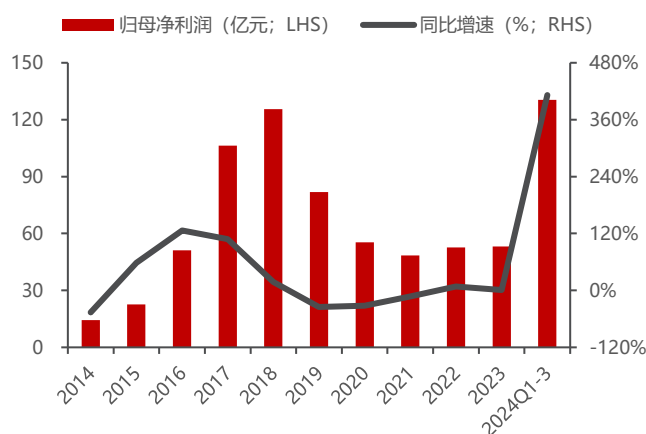
经历调整期，公司营收、利润重新进入上升通道。2015-2018年，公司伴随销量快速增长及规模效应强化，公司营收、利润实现快速增长，2017、2018两年归母净利润连续超过百亿元。2019-2022年，公司推进新能源转型，各方面投入增加，整体销量增速放缓，归母净利波动较大。2023H2起，公司实现15.9%毛利率，盈利能力企稳回升；2024Q1-3，受益出口贡献，极氪减亏、主品牌毛利率提升等因素，公司实现归母净利润130.5亿元，同比+358.0%；其中剔除出售HORSE股权带来的【视为出售附属公司之收益】74.7亿，归母净利为55.8亿元，改善明显。伴随后续新能源盈利转正，规模效应加强，公司整体盈利有望得到进一步改善。

图29：公司营业收入及同比增速（亿元；%）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图30：公司归母净利润及同比增速（亿元；%）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

表14：公司财务数据

	2021	2022	2023	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	
营业收入 (亿元)	1,020.2	1,479.6	1,792.0	501.1		523.2	549.9	603.8	
同比 (%)		10%	45%	21.1%		56.1%	38.6%	20.5%	
环比 (%)							5.1%	9.8%	
毛利 (亿元)	174.1	209.0	274.2	77.4		71.5	90.7	94.1	
毛利率 (%)	17.1%	14.1%	15.3%	15.4%		13.7%	16.5%	15.6%	
总销量 (万辆)	132.8	143.3	164.9	45.0	52.1	47.6	48.0	53.4	
同比 (%)		1%	8%	18%		49.5%	33.4%	18.7%	
环比 (%)					25.1%	15.7%	-8.6%	0.9%	11.2%

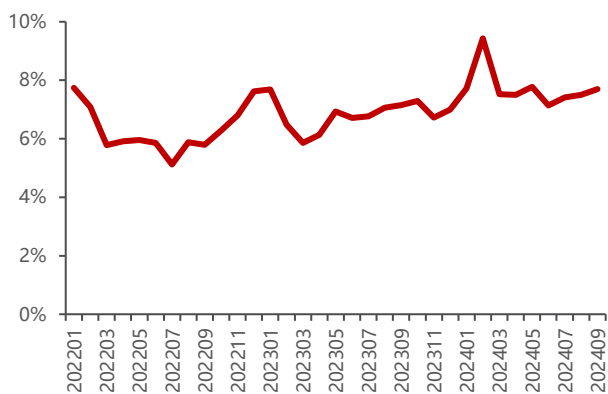
新能源销量 (万辆)	8.8	32.9	45.5	13.1	17.7	14.4	17.6	22.6
新能源销量占比 (%)	7%	23%	28%	29%	34%	30%	37%	42%
归母净利润 (亿元)	48.5	52.6	53.1	12.8		15.6	90.4	24.5
同比	-12%	9%	0.9%			118.6%	954.8%	92.1%
环比				49.0%			478.9%	-72.9%
归母净利润 (亿元) 考虑出售 HORSE 股权及极氪股份支付	48.5	52.6	53.1	12.8		15.6	24.8	25.1

资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.2 燃油：国内份额及价格相对稳定 出海贡献盈利

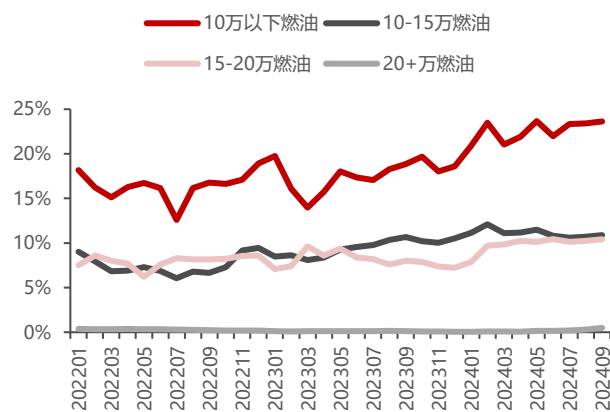
燃油车聚焦高价值产品，份额稳中有升。2024M1-11 燃油车市场份额提升 1.1pct，达 7.8%；分价格带看，公司在 10 万元以下、10-15 万元燃油车市场份额均有所提升，抢占合资车企份额。此外，2024M1-11 公司国内主销车型销量仍然保持增长，主要原因是 2024 年通过供应商降本和产品数量缩减，并进行渠道管理，聚焦于盈利性较好、需求较高的产品，其中星越 L、星瑞、博越销量均有所提升。我们认为，公司燃油车型（星系列、博系列）等依托 CMA 架构，整体产品力、底盘素质、安全性在同级竞品中具备优势，后续燃油市场下滑公司仍有望实现份额提升。

图31：公司燃油车市场份额 (%)



资料来源：交强险，民生证券研究院

图32：公司燃油车市场分价格带份额 (%)



资料来源：交强险，民生证券研究院

表15: 车企燃油车市场份额 (%)

	2023年销量 (万辆)	2023M1-11销量 (万辆)	2024M1-11销量 (万辆)	2024M1-11销量增长 (万辆)	2023M1-11份额 (%)	2024M1-11份额 (%)	份额同比 (pct)
一汽大众	172.3	153.0	140.5	-12.5	12.8%	13.2%	0.4%
上汽大众	105.4	93.6	93.8	0.2	7.8%	8.6%	0.8%
吉利汽车	78.1	68.8	73.8	5.0	5.6%	6.7%	1.1%
奇瑞汽车	56.4	47.9	71.6	23.7	3.5%	6.5%	3.0%
广汽丰田	89.4	80.2	68.3	-11.9	6.6%	6.4%	-0.2%
长安汽车	73.4	64.6	64.4	-0.1	7.3%	6.0%	-1.3%
一汽丰田	97.0	86.8	61.9	-24.9	5.5%	5.8%	0.3%
东风日产	69.6	59.1	56.6	-2.4	4.8%	5.3%	0.5%
北京奔驰	54.9	50.9	48.5	-2.4	4.4%	4.8%	0.3%
华晨宝马	60.5	54.6	45.8	-8.7	4.5%	4.5%	0.0%
上汽通用	80.5	73.6	40.0	-33.5	6.1%	3.8%	-2.3%
广汽本田	58.9	50.8	38.5	-12.3	4.1%	3.8%	-0.3%
长城汽车	53.4	47.5	34.7	-12.7	4.0%	3.4%	-0.7%
东风本田	58.8	49.9	34.3	-15.5	3.9%	3.3%	-0.6%
一汽轿车	33.7	28.6	30.9	2.3	2.3%	2.8%	0.6%
上汽通用五菱	32.6	29.2	23.0	-6.3	2.1%	1.6%	-0.5%
广汽乘用车	26.3	23.8	15.9	-7.9	2.5%	1.6%	-0.9%
北京现代	23.7	20.7	13.9	-6.8	1.8%	1.5%	-0.3%
上汽集团	19.7	17.4	13.3	-4.2	1.5%	1.2%	-0.3%
领克汽车	15.2	13.6	11.1	-2.5	1.1%	1.1%	-0.1%
其他	107.0	95.8	78.1	-17.7	8.0%	8.1%	0.1%

资料来源: 交强险, 民生证券研究院

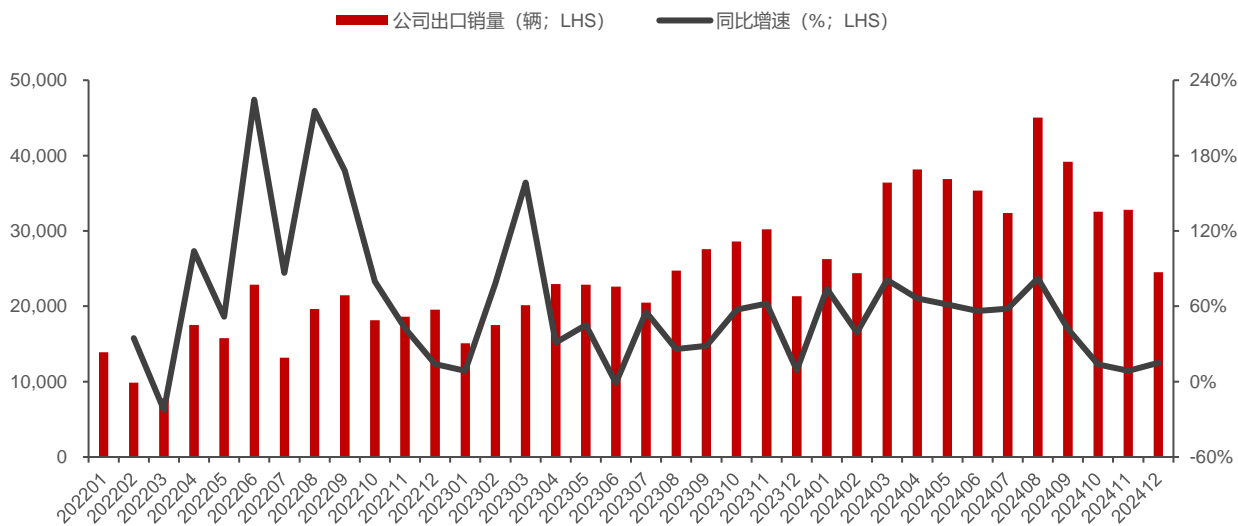
表16: 公司燃油车分车型销量 (万辆)

	2023年销量 (万辆)	2023M1-11销量 (万辆)	2024M1-11销量 (万辆)	2024M1-11销量增长 (万辆)	2024M1-11销量增速 (%)
星越L	14.3	12.5	19.1	6.7	53.3%
星瑞	12.1	10.2	13.0	2.8	27.8%
帝豪 NB	13.9	12.5	11.1	-1.3	-10.5%
博越L	11.9	10.4	8.9	-1.5	-14.4%
缤越	9.0	8.2	7.7	-0.5	-5.5%
领克03	6.7	5.9	5.4	-0.5	-8.2%
博越	4.4	3.7	5.4	1.7	44.5%
领克06	6.2	5.6	4.1	-1.5	-26.8%
缤瑞	3.6	3.2	2.9	-0.3	-10.6%
豪越L	2.4	2.1	2.0	-0.1	-3.1%
Icon	2.2	2.1	1.2	-0.9	-44.0%
领克01	1.5	1.4	0.9	-0.5	-36.0%
豪越Pro	0.0	0.0	0.9	0.9	
星瑞L	0.1	0.0	0.7	0.7	1702.2%
远景X6	2.1	1.9	0.5	-1.4	-75.6%
领克09	0.3	0.3	0.6	0.3	29.4%
其他	2.6	2.5	0.4	-2.1	-80.0%
合计	93.3	82.4	84.9	2.5	0.0%

资料来源: 交强险, 民生证券研究院

出口方面, 公司出口销量保持较高增速, 贡献盈利。2024M1-11 公司出口累计 37.9 万辆, 同比+50.1%, 超过市场平均增速。出口车型以缤越、博越、星越L、帝豪为主, 占据约 70-80%份额; 出海区域以俄罗斯、中东、东南亚为主。由于海外毛利、净利水平平均高于国内, 因此出海销量成为重要利润来源, 为公司贡献增量利润。

图33: 公司出口销量 (辆)

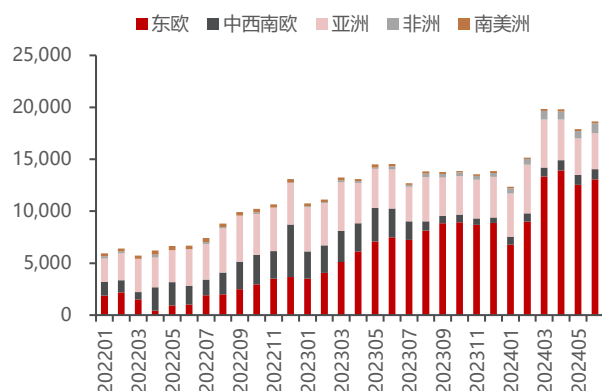


资料来源: 中汽协, 民生证券研究院

表17: 公司分车型出口销量 (辆)

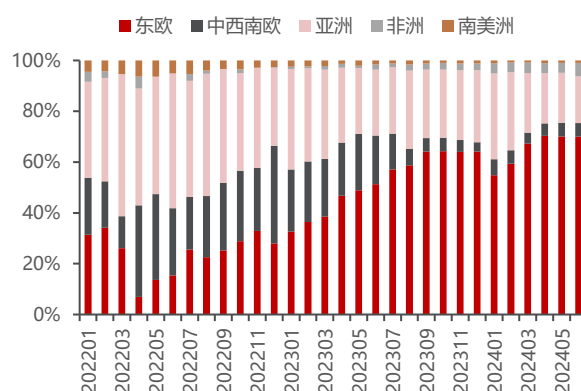
2022	销量 (万辆)	占比 (%)	2023	销量 (万辆)	占比 (%)	2024M1-11	销量 (万辆)	占比 (%)
缤越	85,362	43%	缤越	100,324	37%	缤越	104,481	28%
博越	42,526	21%	博越	39,884	15%	博越	91,397	24%
星越	17,073	9%	帝豪	36,735	13%	帝豪	57,243	15%
领克 01	14,434	7%	星越	23,123	8%	星越 L	47,506	13%
帝豪	13,385	7%	豪越	21,027	8%	豪越	16,614	4%
几何 C	10,228	5%	星越 L	20,055	7%	领克 01	14,875	4%
豪越	7,361	4%	领克 01	11,554	4%	远景	14,612	4%
睿蓝 X3 Pro	3,506	2%	几何 C	6,582	2%	星瑞	10,456	3%
远景	3,450	2%	睿蓝 X3 Pro	6,188	2%	星越	10,055	3%
领克 05	636	0%	睿蓝 S6 Pro	1,987	1%	几何 C	4,452	1%
枫叶 60S EV	266	0%	领克 03	1,112	0%	领克 06	2,870	1%
几何 E EV	6	0%	领克 05	1,108	0%	几何 E	2,214	1%
领克 03	5	0%	几何 E	1,005	0%	领克 Z20	1,193	0%
其他	2	0%	其他	933	0%	其他	821	0%

资料来源: 中汽协, 民生证券研究院

图34：公司海外分区域销量及增速（万辆）


资料来源：marklines，民生证券研究院

注：数据来源于 marklines 海外终端上险数据，由于数据源问题可能统计不全。备注：Marklines 上 7 月之后部分地区销量数据公布不全，故暂不纳入统计。

图35：公司海外分区域销量占比（%）


资料来源：marklines，民生证券研究院

注：数据来源于 marklines 海外终端上险数据，由于数据源问题可能统计不全。备注：Marklines 上 7 月之后部分地区销量数据公布不全，故暂不纳入统计。

公司背靠控股集团，国际化优势鲜明，后续将通过新区域拓展+新能源车型导入驱动销量增长，提振盈利。公司在国际化方面具有独特优势，重点市场包括中东、东盟和东欧，后续公司将继续加强这些市场的产品市场份额和盈利能力，同时加大在拉美、非洲和中亚市场的布局，并快速拓展越南、土耳其、巴西和乌兹别克斯坦等新兴市场。随着新能源汽车的快速发展，这些市场对新能源产品的需求非常迫切。我们将开发全球车型，如银河 E5、星越 7、领克 Z20，按照全球标准进行全面开发，以满足不同市场的需求。欧洲市场方面，未来将通过领克、极氪等全球产品进一步拓展市场，提振盈利。我们预计 2025 年公司海外销量 46 万辆，同比+14%，跑赢行业。

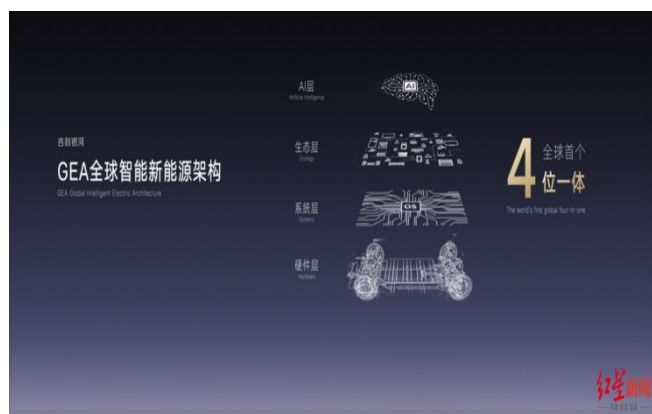
3.3 新能源：技术降本+规模化 盈利可期

3.3.1 银河：新架构上车 加速盈利改善

银河新车（E5/星愿/星舰 7）搭载全新 GEA 架构，机械、电子、三电、智能化方面具有成本优势，规模化驱动降本。GEA 平台是全新开发的全球化智能新能源架构，主要优势是集成化程度非常高，主要特点是安全、能够满足纯电、混动、模块化架构，带宽大，从 2.5m-3m 轴距都能覆盖，匹配公司自研的全新一代**电子电气架构 GEEA 3.0 电子电气架构、Flyme Auto 车机系统**，向集成度更高，更灵活、更智能的中央大脑+区域服务化架构进阶，实现算力集中、软件逻辑分层解耦，提高了产品的先进程度，**成本的角度也会达到更大的一个优化。未来将满足 400V 和 800V 的需求**，并引入大电机和大电驱区产品。

公司通过 GEA 架构在成本控制上具有强大能力，这种成本控制不仅体现在商业层面，更体现在技术层面。GEA 架构支持多种能源形式，具有更大的带宽和兼容性，并且采用先进的 GEA3.0 电子电气架构，减少成本并提升智能化水平。整体而言，公司通过技术领先和架构优化来增强产品竞争力，架构优势在于通用化和平台化，如热管理和电池技术可以在一定程度上复用于混动车型，二级和三级零部件的通用性很高。

图36：公司 GEA 全球智能新能源架构



资料来源：红星新闻，民生证券研究院

图37：公司 GEA 全球智能新能源架构



资料来源：红星新闻，民生证券研究院

通过电池自制，公司降本加速。电池布局上，公司采用市场化与自研自制相结合的策略，三分之一为自制生产，三分之一与外部合作，三分之一在自由市场竞争中获取。公司的自制产能已实现满负荷生产，使得成本控制上具有显著优势。

神盾和金砖电池都属于短刀电池，在整个制造、供应链方面高度协同，神盾电池也已开始大量供应吉利产品，银河 E5 供不应求，电池厂快速提升产能。公司在 2015 年时，开始研发磷酸铁锂电池。公司研发的短刀电池在安全性、循环寿命、快充能力和低温放电方面表现优异，能量密度达到 192 瓦时/千克，高于市场平均水平，循环寿命达到 3,500 次，容量保持率在 1,500 次循环后仍能达到 92%以上。此外，短刀电池在快充方面表现出色，从 10%充到 80%仅需 17 分钟。公司还在低温性能上进行了优化，电池在零下 30 度时仍能保持 90%左右的容量。随着后续电池自制比例的提升，有望驱动成本继续下降。

3.3.2 极氪：盈利拐点已现 与领克资源整合有望助力降本

极氪港股实现单季度盈亏平衡，后续与领克资源整合有望助力降本。2021、2022、2023 年极氪港股口径公司分别亏损 10.1、20.4、11.4 亿元，2024H1 极氪港股口径亏损 10 亿元，其中因为上市导致的一次性股份支付影响 9.3 亿元，扣掉股份支付接近实现盈亏平衡。2024Q3，极氪港股汽车业务毛利率 15.7%，环比 +1.5pct，由于极氪 2024Q3 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。2024Q3 极氪首次实现港股报表实现盈利, 是极氪的一个重要财务里程碑, 表明公司在控制成本和提高效率方面取得显著进展。后续极氪领克整合有助于进一步降本增效, 摊薄费用, 提振盈利。

表18: 极氪财务报表

极氪	2021	2022	2023	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
收入 (亿元)	65.3	317.9	516.4	140.5	163.6	147.4	200.4	183.6
汽车业务收入	15.4	196.7	335.6	101.4	105.9	81.7	134.4	144.0
销售电池和其他零部件	21.3	103.2	146.9	32.9	40.4	63.2	53.0	32.5
研究和开发服务	28.6	19.1	30.7	6.1	17.3	2.4	13.0	7.1
汽车业务占比 (%)	24%	62%	65%	72%	65%	55%	67%	78%
销量 (万辆)	0.6	7.2	11.9	3.6	4.0	3.3	5.4	5.5
销售电池和其他零部件毛利率	0.0%	10.6%	6.0%	7.3%	7.2%	6.9%	20.3%	13.5%
汽车业务收入	1.9%	4.7%	15.0%	18.1%	15.3%	14.0%	14.2%	15.7%
研究和开发服务	35.6%	23.9%	28.9%	35.3%	24.2%	64.2%	36.0%	35.2%
毛利率 (%) -美股报表	15.9%	7.8%	13.3%	16.3%	14.2%	11.8%	17.2%	16.0%
净利润 (亿元) -港股口径	-10.1	-20.4	-11.4			-4.4	-5.6	0.1
净利率 (%)	-15%	-6%	-2%			-3%	-3%	0%
单车 ASP (万元)	25.7	27.3	28.3	27.9	26.7	24.7	24.7	26.2
单车净利润 (元)	-168,154	-28,340	-9,563			-13,400	-10,287	152
净利润 (亿元) -剔除因上市产生的 股权支付影响	-10.1	-20.4	-11.4			-4.4	3.7	1.1
净利率 (%)	-15%	-6%	-2%			-3%	2%	1%
单车净利润 (元)	-168,154	-28,340	-9,563			-13,400	6,860	1,970

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

表19: 极氪财务报表 (美股)

	2023 年	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
营业总收入	516.7	140.5	163.6	147.4	200.4	183.6
销售电池和其他零部件	146.9	32.9	40.38	63.19	42.23	32.5
汽车销售	339.1	101.4	105.93	81.74	115.33	144.0
销量(万辆)	11.9	3.63	3.97	3.31	5.44	5.50
单价(万元)	28.6	27.95	26.71	24.73	24.71	26.18
研究和开发服务	30.7	6.1	17.27	2.44	13.03	7.11
营业成本	448.2	117.6	140.30	129.97	165.90	154.16
毛利率	13.3%	16.3%	14.2%	11.8%	17.2%	16.0%
单车毛利润 (万元)	4.28	3.11	4.08	3.47	3.01	4.10
营业开支						
研究及开发费用	83.7	20.18	31.63	19.25	26.05	19.66
研究及开发费用率 (%)	16%	14%	19%	13%	13%	11%

销售、一般和管理费用	69.2	18.14	22.08	19.52	26.03	22.75
销售、一般和管理费用率 (%)	13%	13%	13%	13%	13%	12%
其他营业收入净额	-2.6	0.35	0.92	0.51	-0.60	0.83
其他营业收入净额 (%)	-1%	0%	1%	0%	0%	0%
营业利润	-81.8	-15.1	-29.50	-20.87	-17.21	-12.16
加: 利息收入	1.0	0.4	0.26	0.20	0.43	0.43
减: 利息支出	2.6	0.3	0.36	0.11	0.23	0.08
加: 权益性投资损益	0.9	0.3	1.09	0.91	0.86	0.82
其他非经营性损益	0.5	0.1	0.06	-0.30	-0.08	0.55
非经常项目前利润	-82.0	-14.6	-29.54	-20.16	-16.24	-11.39
除税前利润	-82.0	-14.6	-29.54	-21.07	-16.24	-11.39
减: 所得税	0.6	0.1	-0.93	0.06	1.85	0.94
少数股东损益	0.8	0.2	0.49	-0.08	3.81	0.87
归属普通股股东净利润	-83.5	-14.8	-29.87	-20.14	-21.90	-14.76
单车净利润 (万元)	-7.0	-4.1	-7.53	-6.09	-4.03	-2.68

资料来源: 极氪财报, 民生证券研究院

表20: 港股与美股报表差异

极氪	2021	2022	2023	2024Q1	2024Q2	2024Q3
净利润 (亿元) - 港股口径	-10.1	-20.4	-11.4	-4.4	-5.6	0.1
单车净利润 (元)	-168,154	-28,340	-9,563	-13,400	-10,287	152
净利润 (亿元) - 港股-剔除因上市产生的股权支付影响	-10.1	-20.4	-11.4	-4.4	3.7	1.1
单车净利润 (元)	-168,154	-28,340	-9,563	-13,400	6,860	1,970
净利润 (亿元) - 美股口径	-43.6	-79.3	-83.5	-20.1	-21.9	-14.8
净利润差异 (港-美)	33.5	58.9	72.1	15.7	16.3	15.8
研发费用	31.6	54.5	83.7	19.3	26.1	19.7

资料来源: 极氪财报, 公司公告, 民生证券研究院

注: 美股和港股利润差异是由于港股研发费用资本化率 80%左右, 而美国会计准则研发费用资本化率 0。

领克减值已充分计提, 规模化有望促进盈利。领克 2023 年亏损 11.5 亿 (子公司口径), 持股 50%, 主要由于欧洲订阅模式的折旧计提。经营初期, 领克过高估计欧洲二手车市场价值, 导致后期订阅模式后的车在卖给二手车商时折价较高, 因此计提减值。2024Q3, 领克计提了 5.98 亿元的减值, 主要由于欧洲订阅业务的战略转型和二手车价格波动。基于保守估计, 对持有的约 2.25 万辆车辆进行一次性减值, 减值已充分计提。后续, 伴随极氪、领克深度整合, 销量向上有望驱动成本分摊, 且规模化采购降本, 有望促进整体盈利提升。

表21：领克财务数据

领克	2021	2022	2023	2023H1	2023H2	2024H1
收入 (亿元)	301.1	291.1	347.9	124.6	223.2	213.0
销量 (万辆)	22.1	18.0	22.0	8.2	13.8	12.9
净利润 (亿元)	7.0	0.1	-11.0	-6.6	-4.4	-2.5
净利率 (%)	2%	0%	-3%	-5%	-2%	-1%
单车 ASP (万元)	13.7	16.2	15.8	15.2	16.2	16.6
单车净利润 (元)	3,177	40	-5,015	-8,054	-3,212	-1,917

资料来源：公司公告，民生证券研究院

极氪、领克整合有望充分摊薄成本费用，加速中高端新能源品牌盈利。2024年11月14日，吉利控股集团宣布对极氪、领克股权结构进行优化，推动极氪和领克进行全面战略协同。根据公司表示，双方会在团队上进行整合，其次在渠道上进行统一化。极氪会通过技术下沉，将很多技术应用到领克上。

1) **研发投入上**，公司预计可以实现10-20%的成本降低。比如，领克极氪现在各自研发投入超过100亿，未来每年则可节约20亿-40亿；

2) **供应链上**，通过技术协同可以实现5%-8%的成本降低；

3) **在制造上**，工厂的利用率可以实现3%-5%提升；对于支持部门，可以实现10%-20%的费用降低；

4) **渠道建设上**，也可以实现高度互补。安聪慧说，目前极氪的渠道因为建设时间短，还主要集中在一二线城市，未来对三四线城市的覆盖可以通过领克的协同来迅速完成。由此，在渠道上的投入也可以大幅度地降低。

极氪在2024H1的销售、行政和一般费用的支出为45.56亿，如果简单以全年90亿费用来计算，按照10%-20%的比例计算，极氪每年大概可以节约10-20亿元，资源整合有望加速极氪、领克实现盈利。

3.4 小结

从新能源领域的先行者几何，高端化品牌极氪的布局，再到银河品牌的快速崛起，公司通过品牌整合、技术赋能和市场定位调整，不断完善产品矩阵和渠道网络，同时深度布局三电技术、自研芯片、卫星互联等领域，提升产品竞争力和智能化水平，新能源业务将迎来快速增长。经历了过去2-3年调整期，公司伴随规模效应增强，盈利逐步走向正轨：

1) **新能源盈利：主品牌新能源规模化+降本，盈利拐点已现。**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，银河E5交付亮眼，后续固

定费用摊薄+供应商降本，还有成本下降、毛利提升的空间，伴随 GEA 架构车型银河 E5、星愿、星舰 7 逐步交付上量，技术降本有望加速主品牌步入盈利正循环；

2) 新能源盈利：极氪盈亏平衡拐点已现，极氪、领克资源整合促进盈利。2021、2022、2023 年极氪港股报表口径公司分别亏损 10.1、20.4、11.4 亿元，2024Q3 极氪首次实现港股报表盈利，迎来盈亏平衡拐点。后续极氪、领克在技术、团队、供应链上整合，有望充分摊薄成本费用，加速极氪、领克实现盈利。

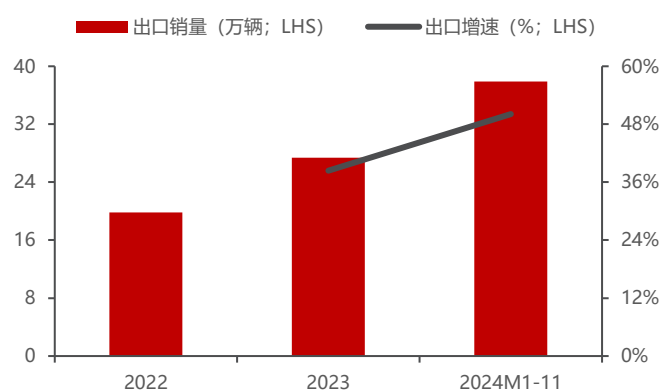
3) 燃油盈利：国内燃油车销量稳定 出口增长贡献盈利。2024M1-11，尽管全行业燃油车下滑，公司通过供应商降本和产品数量缩减，聚焦于盈利性较好、需求较高的产品，2024M1-11 燃油车市场份额提升 1.1pct，达 7.8%，后续将通过新区域拓展+新能源车型导入驱动销量增长，提振盈利。

4 出海：借助集团资源 因地制宜发展出海

4.1 因地制宜 多品牌进行差异化发力

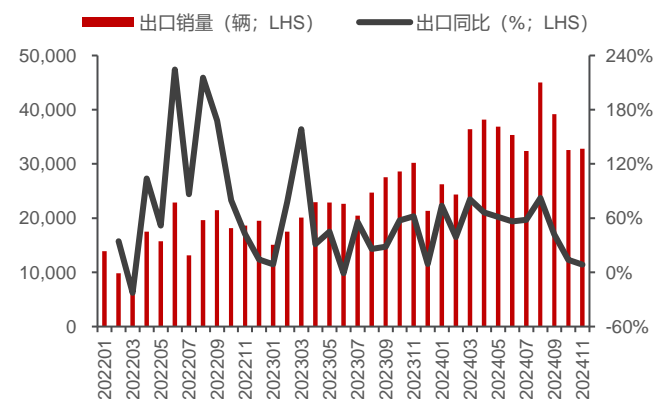
公司出海：出口高增，具备全球化视野与产能布局优势。2024M1-11 公司出口累计 37.9 万辆，同比+50.1%，超过市场平均增速。出口车型以缤越、博越、星越 L、帝豪为主，占据约 70-80% 份额。出口地区主要以俄罗斯、哈萨克斯坦、欧洲等为主。**优势方面，1) 沃尔沃：**沃尔沃的加入，为公司在欧洲市场提供强有力的品牌背书和技术支持。**2) 宝腾：**入股宝腾后，公司在马来西亚和东南亚地区拥有较强的市场影响力和品牌认知度。**3) 雷诺：**与雷诺成立合资公司，在混合动力及燃油动力总成技术、部件和系统领域达成合作，实现技术和资源的共享。沃尔沃的技术和管理经验、宝腾的市场渠道以及与雷诺的战略合作，共同构成了公司出海的多重优势，使其能够在全球化竞争中占据有利地位。

图38：公司年度出口销量及增速（万辆；%）



资料来源：交强险，民生证券研究院

图39：公司月度出口销量及增速（%）



资料来源：交强险，民生证券研究院

表22：公司海外上险分区域+分车型（辆）

车型	车型	主要销售地区	2022	2023	2024H1	2024H1 占比
Belgee X50	缤越	俄罗斯	-	1,289	15,165	15%
Monjaro	星越 L	俄罗斯	1,139	12,080	13,424	13%
Coolray	缤越	俄罗斯	23,850	50,341	16,978	16%
Geely Atlas Pro	博越 L	俄罗斯	6,811	17,713	9,576	9%
Tugella	星越	俄罗斯	9,611	19,229	9,122	9%
Geely Atlas	博越	俄罗斯	699	308	5,952	6%
Okavango	豪越	俄罗斯、哈萨克斯坦	5,081	2,754	4,469	4%
LYNK & CO 01	领克 01	欧洲（比利时荷兰西班牙意大利）	26,325	22,459	4,269	4%
ZEEKR X	极氪 X	以色列、荷兰、哈萨克斯坦	-	23	1,561	2%
Geometry C	几何 C	以色列	6,843	7,185	2,604	3%

Geely GX3 PRO	远景 X3	埃及	-	967	638	1%
Emgrand	帝豪	哈萨克斯坦	-	569	1,205	1%
ZEEKR 001	极氪 001	哈萨克斯坦、瑞典、荷兰	-	107	1,093	1%
StarRay	星瑞	埃及	-	-	389	0%
GX3 Pro	远景 X3 PRO	菲律宾	-	306	264	0%
Emgrand /Emgrand EC7	帝豪	菲律宾	1,442	2,166	1,333	1%
Azkarra	博越 PRO	沙特、菲律宾	2,267	3,128	1,719	2%
Binray	缤瑞	沙特	11	0	0	0%
其他/名字未列			13,711	18,216	13,923	13%
总计			97,790	158,840	103,684	100%

资料来源: marklines, 民生证券研究院

注: 数据来源于 marklines 海外终端上险数据, 由于数据源问题可能统计不全。备注: Marklines 上 7 月之后部分地区销量数据公布不全, 故暂不纳入统计。

表23: 自主车企出海销量预期及规划

车企	海外工厂布局	主要出海区域	海外车型	2025 出海增量
吉利	马来西亚、巴基斯坦: 宝腾工厂 , 多年投产 瑞典、比利时: 沃尔沃工厂 , 多年投产 白俄罗斯: 产能 12 万 埃及、尼日利亚、加纳: 新增投产	俄罗斯主要, 东南亚、南美少量	欧洲: 领克、极氪等 东南亚、南美: 缤越等	埃及、尼日利亚、加纳等 KD 厂新增投产, 极氪、领克欧洲增量
上汽集团	泰国基地: 设计年产能为 4 万辆 印尼基地: 年产 15 万辆整车 印度基地: 规划年产 5.6 万辆	欧洲 (主要)、东南亚、中东、北美少量	MG4 EV、MG Cyberster、MG7、大通 MAXUS	MG 欧洲销量恢复, 其他区域增长
奇瑞	巴西新工厂: 预计 2025 投产	俄罗斯 (主要), 东南亚、南美	瑞虎、艾瑞泽	全球市场拓展
比亚迪	泰国工厂: 2024 年投产 (15 万辆) 巴西工厂: 2024 年投产 (15 万辆) 匈牙利: 将投 2 亿建设工厂 乌兹别克斯坦: (30 万产能) 印尼工厂 (2026 年投产) 土耳其工厂 (2026 年投产)	泰国、巴西、以色列、澳新等, 后续发力欧洲	欧洲: 纯电 (元、海豚)、汉、海豹等 东南亚、智利: 元 PLUS 等	欧洲: 上市海鸥、宋 Plus 及 2 款左右插混车型 南美: 巴西工厂投产生产混动 东南亚: 泰国工厂投产
长城	俄罗斯: 2019 年投产 泰国: 2021 年投产 巴西: 2024 年投产	俄罗斯主要, 其他亚洲区域、澳新	哈弗为主, 少量欧拉	加速拓展除俄罗斯之外区域

长安	泰国：首期 10 万（2025Q1 投产），二期增至 20 万 马来西亚：工厂规划中	俄罗斯、中东主要	欧洲：阿维塔等 东南亚：深蓝 S7、SL03 等	全球市场拓展，深蓝品牌新车导入
零跑	斯特兰蒂斯意大利工厂（产能 15 万辆） 波兰工厂，欧洲其他工厂	欧洲、以色列、土耳其	零跑 C10、零跑 T03	新车型欧洲销售

资料来源：各公司公告，marklines，懂车帝，腾讯新闻等，民生证券研究院

出海规划方面，公司因地制宜，借助旗下多品牌进行差异化发力。

渠道上，公司计划在新兴市场如哈萨克斯坦和墨西哥等地加强渠道布局，并在东南亚和中东市场如越南、印尼、澳大利亚和新西兰进行布局；

商业模式上，公司以多种方式推进，与当地经销商、合作伙伴建立 KD 工厂，如埃及、尼日利亚和加纳的工厂。通过技术和供应链输出等方式扩大海外市场影响力，与宝腾、雷诺合作，并计划将合资产品投放市场；

品牌侧重上，未来，燃油车主要出口市场以东南亚、韩国、欧洲、中东为主。

极氪面向欧洲高端市场，截至目前极氪首批线下直营门店已落地瑞典、荷兰、中国澳门，后续将于 2026 年将进入大部分西欧地区。目前，已在全球 30 多个国家和地区建立经销商网络，截至 2024 年 8 月 21 日，已有 34 家开启营业，并计划在年底前扩展到 50 多个国家和地区。

1) 极氪、领克重点发力欧洲市场：极氪根据不同国家的市场情况采用直营或经销商模式，在欧洲市场以瑞典、荷兰为代表的市场采用直营模式，在其他的新兴国家市场选用了经销商和总代理模式，在美国和 Waymo 的自动驾驶车辆，采用 to B 模式；**领克聚焦欧洲市场**，计划增加零售渠道，并与拉美六国经销商签约，在欧洲市场稳步发展的同时加速进军拉美市场，全球市场加速布局；

2) 吉利品牌继续在中东、东欧和非洲市场扩展，同时加快在墨西哥和中亚等潜力市场的布局。

吉利：与合作伙伴共同建设海外工厂，多地区布局。目前，公司已经在东南亚、东欧、南美等地区通过与经销商、当地政府的合作设立了多个 KD 工厂，其中，位于白俄罗斯全新的 CKD 工厂预计将于近期投产，最终规划产能可达 12 万辆；东南亚地区，吉利控股集团在 2017 年收购宝腾汽车 49.9% 的股份，公司于 2023 年从吉利控股集团处收购宝腾 49.9% 的股份，有望借助宝腾在东南亚市场的资源及经验，加速进军东南亚市场。

表24：公司海外建厂布局

时间	具体布局
东南亚-越南	公司与越南企业 Tasco 签署合作协议，计划在越南太平省投资 1.68 亿美元建设汽车装配厂。该合资企业首期年产能预计为 7.5 万辆，主要生产领克和吉利品牌车型，未来有望扩展至其他品牌。 工厂预计于 2025 年上半年动工，首批车型预计在 2026 年初交付。 双方还将共同建立汽车研发中心，Tasco 旗下子公司 TascoAuto 将成为吉利汽车品牌的官方经销商
东南亚-马来西亚	公司旗下的宝腾汽车在马来西亚有 2 个主要生产基地，其中莎阿南工厂年产能达 21.5 万台，丹戎马林工厂占地 1200 公顷，可建成年产 100 万台的基地
东南亚-斯里兰卡	公司斯里兰卡工厂采用 SDK (Semi-Knocked Down, 即半散件组装) 方式进行生产，是该地区重要的汽车生产基地之一
东欧-白俄罗斯	白俄罗斯工厂在 2017 年 11 月开始投产，首期产能为 6 万辆/年。2018 年，工厂计划实现 50% 的平均本地化水平。2023 年，白俄罗斯副总经理彼得·帕霍姆奇克宣布，白俄吉利工厂进一步扩大生产，将产能增加到每年 12 万辆汽车，采用两班制运营模式
非洲-阿尔及利亚	公司计划投资 2 亿美元在阿尔及利亚建设一家汽车装配厂。该工厂的生产能力将达到每年 5 万辆汽车。2026 年推出的首款车型将是 GX3
非洲-埃及	公司在埃及的生产基地位于开罗，以 CKD (Completely Knocked Down, 即全散件组装) 形式组装吉利产品。埃及开罗工厂是公司在非洲的“核心工厂”，初期设计年产能约为 3 万辆
南美-乌拉圭	公司乌拉圭生产基地位于乌拉圭首都蒙得维的亚，2013 年 3 月，公司乌拉圭工厂生产线建成，年产能约为 2 万辆。该工厂的主要目的是通过南美洲南方共同市场之间的协议辐射巴西和阿根廷这两大市场
非洲-埃塞俄比亚	公司埃塞俄比亚工厂位于埃塞俄比亚北部提格雷州首府麦克雷市 (Mekele)，埃塞俄比亚 MIE 公司与公司合作，共同建设并运营该工厂

资料来源：汽车测试网等，民生证券研究院

极氪、领克加速全球化，极氪全球主流市场全面发力，领克重点发力欧洲。

极氪品牌：全球主流市场全面发力，打造电动化高端品牌。2023-2024 年，极氪加速海外布局。目前极氪已进入瑞典、荷兰、泰国、墨西哥等在内的近 30 个国际主流市场。2024 年底将进入全球 50 个国家和地区，涵盖欧洲、亚洲、大洋洲和拉丁美洲。此外，右舵版的极氪 X 已经在泰国、新加坡等右舵市场开启交付。

表25：极氪品牌海外布局举措

时间	具体布局
2023 年 6 月	极氪正式宣布进军欧洲市场，极氪 001&极氪 X 在瑞典和荷兰开启预售
2023 年 7 月	极氪与以色列 Union Group 签署总代销售协议，于 2024Q4 交付并销售极氪 001&极氪 X
2023 年 8 月	极氪与哈萨克斯坦 Orbis Auto 签署总代销售协议，于 2024Q4 交付并销售极氪 001&极氪 X
2023 年 9 月	极氪 001 亮相德国慕尼黑车展，在德国开启预售
2023 年 12 月	首台欧版极氪 001 在荷兰成功交付，标志着极氪在全球市场的布局取得实质性进展
2024 年 3 月 5 日	极氪与 Autohub 集团在杭州举行了一场正式的签约仪式，宣布双方将合作进入菲律宾市场，计划 2024Q2 推出极氪 001 和极氪 X，并开启预售及交付工作
2024 年 3 月	极氪智能科技 CEO 安聪慧在北京举行的中国电动汽车百人会论坛 (2024) 上宣布，极氪计划在 2024 年底前进入瑞典、荷兰、德国等六个西欧市场，以及 38 个中东、东南亚等地市场
2024 年 8 月	极氪计划 2025 年进入日本市场

资料来源：车家号，盖世汽车，电车出海等，民生证券研究院

图40：2024 极氪海外经销商网络



资料来源：电车出海，民生证券研究院

领克品牌：重点发力欧洲市场。领克已经进入的欧洲国家包括荷兰、德国、瑞典、比利时、法国、意大利和西班牙，共 7 个国家，并在这些国家的主要城市开设体验店。此前，领克在欧洲通过订阅模式开拓市场，后因二手车贬值导致商业模式不可持续；2024 年，领克欧洲区原 CEO 魏思澜离开公司，沃尔沃高管 Nicolas Lopez Appelgren 在 2024 年 1 月 8 日接任其职务，成为领克欧洲区的新 CEO。Nicolas Lopez Appelgren 从 1995 年开始为沃尔沃工作，并曾担任过沃尔沃全球营销主管和零售业务主管，有望助力领克开拓欧洲市场。

表26：领克品牌欧洲布局举措

时间	具体布局
2016 年 10 月 20 日	领克品牌在德国柏林正式发布
2018 年 3 月 26 日	领克 02 在荷兰阿姆斯特丹进行全球首发
2020 年 9 月 30 日	领克正式发布“欧洲计划”，标志着领克汽车正式布局欧洲市场
2020 年 10 月	领克在荷兰阿姆斯特丹开设第一家欧洲线下体验店
2021 年	领克在瑞典哥德堡、比利时安特卫普、德国柏林、西班牙巴塞罗那、法国巴黎以及意大利米兰开设线下体验店
2023 年 6 月 12 日	领克旗下旗舰纯电轿车领克 Z10 在瑞典哥德堡正式首发
2024 年 1 月	领克表示魏思澜离开公司，而沃尔沃高管 Nicolas Lopez Appelgren 在 1 月 8 日接任其职务，成为领克欧洲区的新 CEO
2024 年 10 月 11 日	领克汽车在意大利米兰发布了其第二款纯电力作——领克 Z20（欧洲命名为领克 02），这款纯电 SUV 的起售价为 35,495 欧元（约合人民币 27 万元）

资料来源：懂车帝，汽车之家，盖世汽车等，民生证券研究院

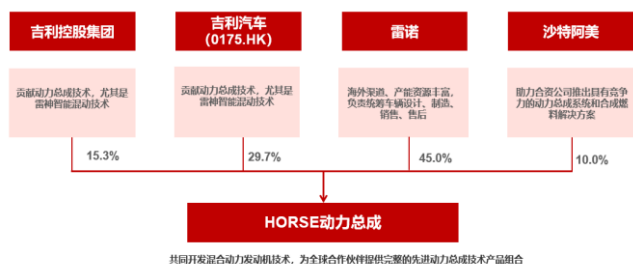
4.2 雷诺成立合资公司 HORSE 布局海外发动机产能

公司与雷诺的合资公司 HORSE 成立，并引入沙特阿美作为战略投资者。吉利控股集团、公司和雷诺集团三方将各自的发动机和插电混动技术投入到合资公司中。持股比例上，吉利控股集团占 15.3%，公司占 29.7%，雷诺占 45%，沙特阿美占 10%。合资公司将负责未来吉利的发动机供应，同时向第三方供货，以实现规模效应和降本。

HORSE 合资公司 2024H1 净利润 0.85 亿元，按股比确认投资收益 0.29 亿元。 HORSE 具备年产百万套动力总成的能力，基于公司在技术、在供应链成本控制各个方面的领先能力，为公司、雷诺、沃尔沃、宝腾、日产、三菱等众多的客户，遍布 130 个国家的消费者提供产品和服务。

另外，公司持有雷诺与三星合资公司的 30+% 股权，子公司销售车辆（大多数是出口到欧美发达国家），后续公司或将通过输入重点车给合资公司的形式，进入出口难度较大的发达国家市场。

图41：HORSE 股权架构



资料来源：公司官网，民生证券研究院

图42：HORSE Powertrain Limited 的布局

时间	具体布局
工厂	全球 17 家工厂
客户资源	9 个主要客户（包括汽车制造商）遍布全球 130 个国家和地区市场
研发中心	5 个研发中心
员工数量	约 19,000 名员工
重点布局区域	战略布局重点在中国、欧洲和拉丁美洲
产能	年产能约 500 万套动力总成
动力总成解决方案	覆盖所有类型的动力总成解决方案——全混合动力和长续航插电式混合动力，以及使用乙醇、甲醇、液化石油气、压缩天然气、氢等替代燃料的内燃机

资料来源：公司官网，民生证券研究院

4.3 小结

公司目前出海思路清晰，采取了因地制宜、多品牌差异化发力的策略。从不同品牌布局来看：1) 吉利品牌：与当地经销商、合作伙伴建立 KD 工厂，与宝腾、雷诺合作助力燃油出海；2) 极氪：2024 年底将进入全球 50 个国家和地区，合作经销商布局出海，多品牌同步发力出海；3) 领克：借助沃尔沃欧洲渠道实现产品销售、品牌建设。

在渠道布局上，公司加强了在新兴市场如哈萨克斯坦、墨西哥等地的布局，并

在东南亚、中东、澳大利亚、新西兰等地进行市场渗透。**在商业模式上**，公司通过与合作伙伴共同建设海外工厂，如东南亚的越南、马来西亚、斯里兰卡，同时公司与宝腾、雷诺等合作伙伴共同推进市场布局，与雷诺成立了 HORSE 合资公司，并引入沙特阿美作为战略投资者，共同投入发动机和插电混动技术，助力公司实现规模效应和降本，提供广阔的市场机遇。我们预计 2025 年公司海外销量 46 万辆，同比+14%。

5 智能化：自研+供应商合作 高阶智驾加速落地

5.1 智能驾驶：极氪自研智驾 吉利积极与供应商合作

公司在智能化方面已整合为两条技术路线：一是用于极氪品牌的高阶智能驾驶系统；极氪、领克合并后定名，极氪科技集团两年瞄准年产销百万级，预计后续极氪智能驾驶方案有望向领克导入；二是用于银河品牌的高性价比技术解决方案，以供应商方案为主，内部团队配合做车型落地。

表27：公司旗下品牌的智能驾驶方案

品牌	模式	智驾方案	上车车型	智驾功能	智驾系统	芯片
极氪	全栈自研	浩瀚智驾 2.0 端到端 Plus	极氪 007、极氪 001 FR、极氪 X、极氪 009、2025 款极氪 001	城市无图 NZP、通勤模式、智能泊车	ZEEKR AD	Orin X*2
	开放合作	Mobileye+规则算法	极氪 001、极氪 X、极氪 009	NZP		EyeQ5H*2
领克	目前开放合作，后续有望采用极氪智驾系统	亿咖通、路特斯	领克 08、领克 Z10	高速 NOA、智能泊车	Lynk Co-Pilot	Orin-X
几何	全栈自研	7V5R、11V5R	几何 C、几何 M6、几何 G6	城市 NOA、智能泊车	G-PAL3.0 行泊一体	-
银河	开放合作	5R10V1L	银河 E8 智驾版	高速 NOA、智能泊车	-	-
吉利	开放合作	5R1V、5R2V	星越 L、博越 L 智驾版	高速 NOA、智能泊车	G-Pilot	-

资料来源：盖世汽车，搜狐汽车，懂车帝，芝能汽车，民生证券研究院

5.1.1 极氪自研智驾 城市 NZP 加速开通

极氪在自动驾驶技术方面，正在开发端到端的解决方案，并根据车型定位决定采用纯视觉或激光雷达方案，以提升性能和安全性。当前，浩瀚智驾 2.0 表现优异，亮点功能深受用户好评，LCC 和高速 NOA 在刚上线就达到行业领先水平，泊车功能打开率超过 90%，人均每日泊车次数 1.97 次，行车领域渗透率也超过 90%，日均自驾里程 33 公里。

极氪是主机厂里除了蔚小理等少数新势力车企外，唯一具备全栈自研并且量产的车企。在不到两年的时间中，交付了第一代产品，当前已转入城市 NOA 竞争道路，在多个场景中推出了相关功能，包括高速、城区和通勤等。极氪表示，希望通过分阶段推出产品，确保用户体验的连续性。

表28: 极氪车型配置

品牌	车型	上市时间	摄像头	毫米波雷达	超声波雷达	激光雷达	智能辅助驾驶系统	智驾芯片	芯片	算力 (TOPS)
极氪	001	2024年8月	11	5	12	1	ZEEKR AD	英伟达	Orin X*2	508
	001FR	2024年8月	14	2	12	1	ZEEKR AD	英伟达	Orin X*2	508
	009	2024年7月	11	1	12	1	ZEEKR AD	Mobileye	EyeQ5H*2	48
	009 光辉	2024年4月	12	1	12	1	ZEEKR AD	Mobileye	EyeQ5H*2	48
	007	2024年8月	12	5	12	1	ZEEKR AD	英伟达	Orin X*2	508
	X	2024年11月	5	5	12	-	ZEEKR AD	Mobileye	EyeQ4	2.5
	7X	2024年9月	11	5	12	1	ZEEKR AD	英伟达	Orin X*2	508
	MIX	2024年10月	12	5	12	1	ZEEKR AD	英伟达	Orin X*2	508

资料来源: 懂车帝, 民生证券研究院

表29: 极氪智能团队架构

部门	部门定位	负责人	负责人职务/履历
智能驾驶中心			
智能驾驶研发部	负责智能驾驶技术的核心算法研发、系统架构设计以及软件集成等工作	陈奇	现任极氪智能驾驶副总裁, 华为自动驾驶团队的创始人
智能座舱研发部	负责设计和开发汽车交互体验系统	姜军	现任极氪副总裁, 曾在华为历任研发主管、项目群总监、自动驾驶产品线核心团队成员

资料来源: 有驾报道, 民生证券研究院

极氪城市 NXP 加速落地, 智驾表现惊艳。2024 年 8 月, 2025 款极氪 001 和极氪 007 改款, 标配双 Orin 芯片及激光雷达, 极氪城市 NXP 已逐步上车, 部分媒体内测表示, 极氪这套 NXP 城市通勤模式在遵守法定限速、斑马线礼让行人和遇到横穿马路行人人都能做好应有的减速甚至停车操作, 在频繁拥堵跟车、近距离加塞变道、电动车/行人路口穿行等极限场景均能有不错的表现。2024 年 10 月 31 日, 极氪浩瀚智驾 2.0 无图城市 NXP 正式开启全国公测, 加速上车。2024 年底, 浩瀚智驾 2.0 无图城市 NXP 全量推送全国用户, 车位到车位领航 (D2D) 将于 2025Q2 实现全国全量推送, 智驾逐步向第一梯队迈进。

表30: 极氪智能驾驶进展

智能驾驶思考/进展	
2023 年 7 月	极氪 进化日发布高速 NXP, 宣布极氪 001 和极氪 009 车主预计会在 2024 年第三季度收到推送, 但首批主要是在上海和杭州这两个城市的高速和高架道路上可以使用到 NXP 功能
2023 年 9 月	极氪 NXP 已在上海、杭州开通服务, 2024 年还将在 17 个城市开通服务, 同时极氪快递 NXP 将在 20 个城市启动内测
2023 年 8 月	极氪宣布极氪汽车城市 NXP-通勤模式会从 2024 年 9 月开启分批推送, 目标在 2024 年底实现全国全量推送
2024 年 10 月 29 日	极氪宣布浩瀚智驾 2.0 无图城市 NXP 将于 10 月 31 日正式开启全国公测

资料来源: IT 之家, 民生证券研究院

表31: 极氪城市 N郑 于 2024 年 10 月 31 日正式开启全国公测



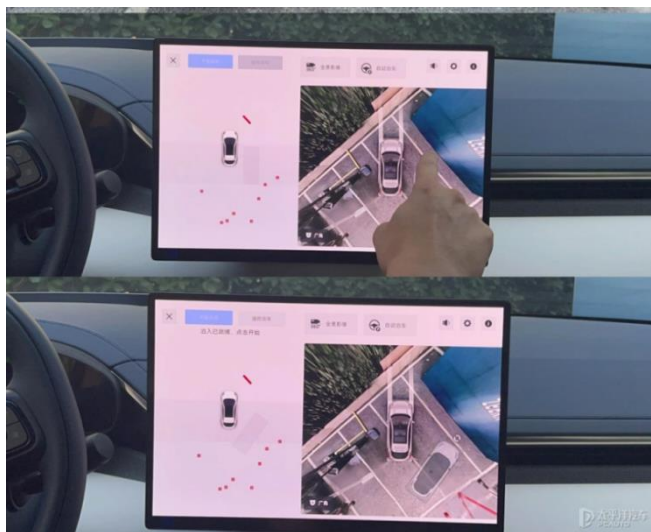
资料来源: 电车出海, 民生证券研究院

图43: 极氪城市 NPA 从辅路汇入主路



资料来源: 太平洋汽车, 民生证券研究院

图45: 极氪城市 NPA 不规则车位停车



资料来源: 太平洋汽车, 民生证券研究院

图44: 极氪城市 NPA 应对右侧车道机动车违停



资料来源: 太平洋汽车, 民生证券研究院

图46: 极氪城市 NPA 宅车位泊车



资料来源: 太平洋汽车, 民生证券研究院

极氪、领克资源整合，领克品牌后续有望搭载极氪智驾系统。领克品牌由于定位中高端，用户对智驾需求更高，领克 07、08 支持高速 NOA，未来会推出支持城市通勤 NOA 的选装包。领克 Z10 作为高端智能驾驶产品，将支持城市环境下的导航辅助驾驶，采用路特斯机器人智驾方案。

表32：领克旗下品牌的目前智驾系统搭载情况

品牌	车型	上市时间	摄像头	毫米波雷达	超声波雷达	激光雷达	智能辅助驾驶系统	智驾芯片	芯片
领克	Z10	2024年9月	11	5	12	1	-	英伟达	Orin-X
	Z20	2024年12月	5	5	12	-	-	-	-
	领克 09	2024年9月	5	5	12	-	Lynk Co-Pilot	德州仪器、地平线	TDA4+J3
	领克 08	2024年8月	5	3	8	-	-	黑芝麻	A1000*2

资料来源：懂车帝，民生证券研究院

5.1.2 主品牌供应商智驾方案为主 逐步整合提升效率

吉利根据车型定位采用不同智能驾驶技术路线 逐步整合提升效率。公司根据不同市场定位部署相应的智驾功能，正在推进包括极氪、路特斯在内的多条智能驾驶技术路线，从高端到经济型车型都有覆盖，以满足不同消费者群体的需求，同时公司并进行技术路线的重组和整合，以提高研发效率。

表33：公司旗下品牌的车型（不含极氪）

品牌	车型	上市时间	摄像头	毫米波雷达	超声波雷达	激光雷达	智能辅助驾驶系统	智驾芯片	芯片
几何	几何 E 萤火虫	2024年3月	1	-	3	-	-	-	-
	几何 G6	2024年1月	1	-	3	-	-	Mobileye	EyeQ4
	几何 M6	2022年11月	5	-	12	-	-	-	-
	几何 C	2022年4月	5	3	12	-	-	-	-
银河	星舰 7 EM-i	2024年12月	5	2	5	-	-	-	-
	银河 E5	2024年8月	5	-	12	-	-	-	-
	银河 E8	2024年4月	10	5	12	1	-	黑芝麻、地平线	A1000+J2
	银河 L7	2024年3月	5	-	6	-	-	-	-
	银河 L6	2024年3月	5	-	3	-	-	-	-
吉利	吉利牛仔	2024年11月	5	-	4	-	-	-	-
	星越 L	2024年10月	5	2	8	-	-	德州仪器、地平线	TDA4+J3
	星愿	2024年10月	1	-	3	-	-	-	-
	星瑞	2024年10月	5	-	8	-	-	Mobileye、地平线	EyeQ4+J2

博越 L	2024 年 5 月	6	5	12	-	G-Pilot	-	-
------	------------	---	---	----	---	---------	---	---

资料来源：懂车帝，民生证券研究院

5.2 智能座舱:极氪自研座舱 领克+吉利统一 FlymeAuto 车机

5.2.1 极氪自研智能座舱 全面进入主动智能时代

极氪自研智能座舱 全面进入主动智能时代。极氪 001 和极氪 007 均搭载高通骁龙 8295 智能座舱芯片，2024 年 8 月，极氪 AI OS 在行业率先实现了智能座舱的端到端，在感知、决策、执行各个环节实现了底层能力的进化与融合，拥有更强的自然语义识别能力，可实现全场景语音闭环。目前，极氪已经打造了行业最多的 30 多项主动服务功能，全面覆盖用户的用车场景，座舱能力明显提升。

图47: ZEEKR OS



资料来源：易车网，民生证券研究院

5.2.2 领克+吉利统一 FlymeAuto 车机

吉利控股集团收购魅族，增强公司车机智能化水平。2022 年 7 月 4 日，吉利控股集团正式收购魅族。魅族在手机领域的深厚积累帮助公司在智能汽车上实现更高效的硬件资源调度和软件应用优化，加速 FlymeAuto 车机系统的研发和优化，显著提升公司汽车的智能化水平，优化整体的用户体验。

FlymeAuto 车机获消费者高评价，吉利+领克新车统一采用。2023 年 8 月，首个搭载 Flyme Auto 车机的吉利系车型领克 08 上市，消费者对于车机评价较高，随后，吉利内部统一吉利+领克品牌车机系统，其后新车型，包括领克 07、银

河 E5、吉利星愿统一采用 FlymeAuto 车机。

Flyme Auto 车机系统由魅族手机打造，拥有强大的多终端互联能力，支持 Flyme Link 手车互联、Hicar、Carlink 等功能，并且允许用户自定义壁纸桌面和 Dock 栏快捷操作，在语音交互方面，也是有着完整版赋予的能力，提供了主副驾双区语音识别、全场景可见即可说、多指令等功能，车机智能化、流畅度、响应速度、功能性都位居行业第一梯队。

图48：领克 08 Flyme Auto 车机界面



资料来源：极驾玩家，民生证券研究院

图49：领克 07 Flyme Auto 车机界面



资料来源：红星新闻，民生证券研究院

图50：银河 E5 Flyme Auto 车机界面



资料来源：懂车帝，民生证券研究院

图51：星愿 Flyme Auto 车机界面



资料来源：懂车帝，民生证券研究院

后续，在座舱方面，极氪、领克会整体切换 FlymeAuto 车机，在底座和中间件上保持一致，应用层保持目前的不同，极氪和领克两者会保持目前车机系统不变，既提升整体效率，又保持品牌独立性和各自品牌调性。

5.3 小结

公司在智能化领域的布局展现出其前瞻性和全面性。通过整合自研与社会化采购两条技术路线，公司不仅满足了不同品牌、不同车型的市场定位需求，还实现了技术资源的优化配置。

1) 在智能驾驶方面，极氪作为公司旗下的高端品牌，具备全栈自研能力，浩瀚智驾 2.0 无图城市 NXP 将于 2024 年底全量推送全国用户，车位到车位领航 (D2D) 将于 2025Q2 实现全国全量推送，智驾逐步向第一梯队迈进。领克前期以供应商方案为主，后续在智驾上会逐步与极氪采用统一的技术路线，进一步强化整合。

2) 在智能座舱方面，极氪自研的智能座舱系统通过底层能力的进化与融合，实现了更智能、更便捷的用户体验；吉利和领克品牌则统一采用了 FlymeAuto 车机系统，实现了更高效的硬件资源调度和软件应用优化。后续，在座舱方面，极氪、领克会在底座和中间件上保持一致，应用层保持目前的车机系统不变，既提升整体效率，又保持品牌独立性和各自品牌调性。

6 盈利预测与投资建议

6.1 业务拆分

汽车销售业务：主要为乘用车销售，2023 年收入 1,496 亿元。受益银河、极氪、领克多品牌销量向上，我们预计汽车业务 2024-2026 年收入为 1,903/2,492/2,950 亿元，同比增速为 27.2%/31.0%/18.4%。

汽车零部件业务：主要为汽车零部件销售，2023 年收入 102 亿元，2025 年后，我们预计汽车业务 2024-2026 年收入为 130/155/170 亿元，同比增速为 27.1%/19.2%/9.7%。

电池包及相关零部件业务：主要为电池等三电零部件的销售，2023 年收入 108 亿元。受后续电动化渗透率提升及其他子品牌新能源车销量向上，我们预计汽车业务 2024-2026 年收入为 130/160/172 亿元，同比增速为 20.8%/23.1%/7.5%。

研发及相关技术支援服务业务：主要为对内部子品牌的技术支援、对外部企业的技术授权及研发服务，2023 年收入 66 亿元，我们预计汽车业务 2024-2026 年收入为 67/67/70 亿元，同比增速为 1.7%/0.0%/4.5%。

知识产权之许可业务：主要为吉利将自身拥有的技术专利、软件著作权、商标等知识产权授权给其他企业或机构使用的收入，2023 年收入 15 亿元，我们预计汽车业务 2024-2026 年收入为 10/13/15 亿元，同比增速为 -32.0%/30.0%/11.5%。

合作制造收入业务：主要为吉利与其他企业通过合作的方式进行汽车或相关产品的制造的收入，2023 年收入 5 亿元，我们预计汽车业务 2024-2026 年收入为 8/10/12 亿元，同比增速为 50.9%/25.0%/20.0%。

毛利率方面，2023 年整体毛利率为 15.3%，预计后续随着 GEA 架构新能源产品销量提升，以及极氪、领克新车型上量，加速盈利向好，整体毛利率有望提升，我们预计 2024-2026 年整体毛利率为 16.6%/17.0%/17.2%。

表34：公司分业务收入预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总收入 (亿元)	1480	1792	2248	2897	3388
收入增速 (%)	45.6%	21.1%	25.4%	28.9%	17.0%
毛利率(%)		15.3%	16.6%	17.0%	17.2%
汽车销售营收					
收入 (亿元)	1228	1496	1903	2492	2950
收入增速 (%)	40.0%	21.9%	27.2%	31.0%	18.4%
销售汽车零部件					
收入 (亿元)	88	102	130	155	170
收入增速 (%)	-0.2%	16.5%	27.1%	19.2%	9.7%
销售电池包及相关零部件					
收入 (亿元)	80	108	130	160	172
收入增速 (%)	1259.3%	34.2%	20.8%	23.1%	7.5%
研发及相关技术支援服务					
收入 (亿元)	67	66	67	67	70
收入增速 (%)	107.1%	-2.1%	1.7%	0.0%	4.5%
知识产权之许可					
收入 (亿元)	17	15	10	13	15
收入增速 (%)	29.7%	-11.4%	-32.0%	30.0%	11.5%
合作制造收入					
收入 (亿元)		5	8	10	12
收入增速 (%)			50.9%	25.0%	20.0%

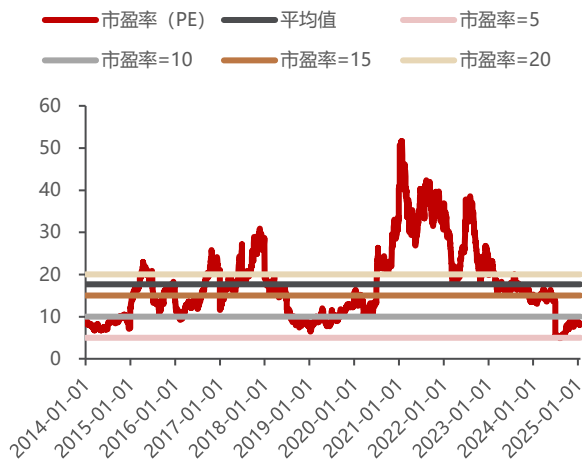
资料来源：公司公告，民生证券研究院

6.2 估值分析

公司为自主新能源乘用车龙二，我们选取同为自主乘用车企业的比亚迪、理想汽车、长城汽车、长安汽车等，与公司估值进行对比分析。

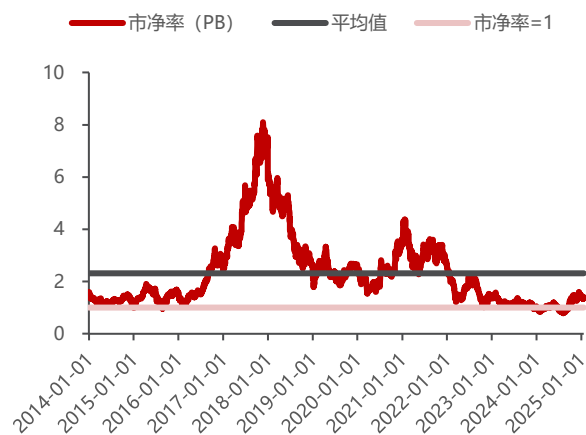
2024-2026 年可比公司 PE 估值均值为 24/16/13 倍，我们预计吉利汽车 2024-2026 年 EPS 分别为 1.63/1.40/1.73 元/股，当前股价对应 PE 分别为 8/9/8 倍，2024 年有非经收益 74.6 亿，扣除后 2024 年 PE 约 14 倍，低于可比公司均值。我们认为公司作为自主新能源乘用车龙二，品牌势能向上、效率提升，技术降本、规模化加速新能源业务步入盈利正循环，同时出口销量高增，城市智能驾驶加速推进，应享有估值溢价。

图52: 公司历史市盈率



资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图53: 公司历史市净率



资料来源: iFinD, 民生证券研究院

表35: 可比公司估值对比

股票代码	公司简称	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)			PE			
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
002594.SZ	比亚迪	8,219	282.50	13.71	19.05	22.55	21	15	13	
601633.SH	长城汽车	2,117	24.74	1.49	1.88	2.10	17	13	12	
601127.SH	赛力斯	1,991	131.90	2.75	5.07	6.93	48	26	19	
2015.HK	理想汽车	1,925	90.70	4.03	6.35	8.37	21	13	10	
600104.SH	上汽集团	1,883	16.27	0.90	1.11	1.26	18	15	13	
000625.SZ	长安汽车	1,250	12.61	0.61	0.83	1.09	21	15	12	
可比公司均值							-	24	16	13
0175.HK	吉利汽车	1,433	14.22	0.93	1.40	1.73	14	9	8	

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院预测

注: 可比公司数据为民生证券研究院预测, 股价时间为 2025 年 1 月 22 日

吉利汽车 EPS 为扣除 2024 年出售 HORSE 股权的非经 (74.6 亿元) 计算的对应 EPS

比亚迪、长城汽车、赛力斯、上汽集团、长安汽车收盘价为人民币, 理想、吉利汽车收盘价为港元, 采用汇率 1 HK\$ = 0.93 ¥ 计算 PE

6.3 投资建议

公司作为国内乘用车行业龙头, 在造车技术、质量控制方面积累深厚, 燃油车时代是多年自主品牌市场份额第一, 新能源转型前期, 市场对公司的新能源品牌势能、盈利性、智能化技术存在质疑, 同时对燃油车盈利下滑存在担忧, 但我们认为 2024 年起上述担心逐步削减, 公司新能源迎来品牌向上、盈利拐点:

组织变革助力集团内部资源整合集中, 明确表示重视上市公司利益。公司历经 2015-2018 的高速成长期 (销量 CAGR 41.4%) 和 2020-2023 年的转型探索期, 已步入全新加速成长阶段。2024 年 9 月, 吉利控股集团发布台州宣言, 宣布坚持“战略聚焦、战略整合、战略协同、战略稳健、战略人才”五大举措, 标志公司将聚

焦资源整合：**1) 股权整合**：吉利控股集团将对极氪、领克股权进行优化，交易后极氪将持有领克 51% 股权；公司对极氪的持股比例将从 51.5% 增至 62.8%，持有领克的股比将从 50% 上升到 81%；**2) 集中采购**：中央采购部门统一管理所有品牌的采购和成本控制，实现价格最优，并提高整体效率；**3) 平台整合**：银河专注 GEA 架构，领克采用 CMA、SPA 架构，专注小型纯电、中型插混；极氪专注浩瀚架构，超级电混平台，专注中型纯电、大型插混，打造高端品牌。上述措施有助于推进战略聚焦、整合、协同，明确各品牌定位，减少利益冲突和重复投资，促进内部资源深度整合和高效融合，提升整体运营效率。

自主新能源汽车龙二地位确立，多品牌发力向上。伴随银河 E5 上市、几何渠道升级并入银河、极氪领克整合，我们认为整个吉利新能源品牌定位更加清晰：1) 银河品牌：精准定位主流消费群体，短期 GEA 架构旗下新车星愿、银河 E5 新车逐步上量，演绎纯电市场份额提升逻辑；搭载雷神 EM-i 的首款 A 级电混星舰 7 于 12 月 6 日上市，CLTC 百公里亏电油耗为 3.75L，有望加速插混份额提升，强化公司 10-20 万元以下新能源龙二地位；**2) 极氪品牌**：定位科技、豪华，7X 成功证明其主流市场竞争能力，后续将专注中型纯电、中大型混动市场，增强智驾能力，落地城市 NXP，夯实高端市场竞争力；**3) 领克品牌**：领克后续将专注小型纯电、中型混动产品，同时利用沃尔沃资源，加速开拓欧洲市场。

主品牌新能源盈利拐点已现 燃油车出海增长贡献盈利。新能源：1) 主品牌方面，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，伴随银河 E5、星愿、星舰 7 等车型交付上量，技术降本、规模化有望加速主品牌步入盈利正循环；2) 高端品牌方面，极氪 2024Q3 实现港股报表首次盈利，迎来拐点，后续极氪、领克在技术、团队、供应链上整合，有望充分摊薄成本费用，加速盈利。**燃油**：国内市场，公司通过供应商降本和产品数量缩减，聚焦于盈利性较好、需求较高的产品，燃油车市场份额提升，保障盈利；海外市场，公司将通过新区域拓展+新能源车型导入驱动销量增长，提振盈利。

出海全面发力 城市 NXP 加速落地，提振公司估值。

出海：公司目前出海思路清晰，后续 1) 吉利品牌：与当地经销商、合作伙伴建立 KD 工厂，与宝腾、雷诺合作助力燃油出海；2) 领克：借助沃尔沃欧洲渠道实现产品销售、品牌建立；3) 极氪：2024 年底将进入全球 50 个国家和地区，合作经销商布局出海，多品牌同步发力出海。

智能化：极氪是主机厂里除了蔚小理等少数新势力车企外，唯一具备全栈自研并且量产的车企，智能驾驶辅助功能渗透率超过 94%，泊车功能受消费者认可。后续，浩瀚智驾 2.0 无图城市 NXP 将于 2024 年底全量推送全国用户，车位到车位领航 (D2D) 将于 2025 年第二季度实现全国全量推送，智驾逐步向第一梯队迈进。

公司新能源品牌势能向上、效率提升，技术降本、规模化加速新能源盈利，调整盈利预测，预计 2024-2026 收入 2,247.8/2,896.9/3,388.3 亿元，归母净利润

90.2/141.0/174.5 亿元, EPS 0.93/1.40/1.73 元 (2024 年为扣除出售 HORSE 股权非经的归母和 EPS), 对应 2025 年 1 月 22 日 14.22 港元收盘价的 PE 14/9/8 倍, 维持“推荐”评级。

表36: 公司销量预测 (万辆)

	2022 年	2023 年	2024 年	2025E	2024 同比	2025 同比
公司总计	143.3	168.6	217.7	282.0	29%	30%
燃油	107.9	119.7	128.9	115.0	8%	-11%
新能源	35.4	48.9	88.8	167.0	82%	88%
国内	123.5	141.2	177.3	198.0	26%	12%
海外	19.8	27.4	40.4	46.0	47%	14%
分品牌						
1) 吉利燃油	94.9	113.4	117.6	110.0	4%	-6%
国内	76.9	86.0	79.2	60.0	-8%	-24%
海外	17.9	27.4	38.4	46.0	40%	20%
2) 吉利银河	23.2	21.7	49.4	106.0	128%	115%
银河	0.0	8.3	32.4	94.0	290%	190%
其他 (原几何)	23.2	13.4	17.0	12.0	27%	-29%
3) 极氪领克合并公司	25.2	33.9	50.7	70.0	50%	38%
极氪	7.2	11.9	22.2	35.0	87%	58%
国内	7.2	11.9	22.2	33.0	87%	49%
海外	0.0	0.0	0.0	2.0		
领克	18.0	22.0	28.5	35.0	30%	23%
国内	16.5	20.5	26.5	32.0	29%	21%
海外	1.5	1.5	2.0	3.0	33%	50%
新能源	4.0	6.4	17.4	26.0	172%	49%
燃油	14.0	15.6	11.1	9.0	-29%	-19%

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院预测

7 风险提示

1) **行业需求不及预期**：宏观经济恢复不及预期可能导致消费者可支配收入不足，延迟购车决策，从而影响各个车企销量水平，导致销量不及预期；

2) **“价格战”加剧**：汽车行业竞争日益激烈，市场竞争环境更加复杂多变，如果价格战加剧，可能导致公司盈利不及预期；

3) **公司新能源产品上市节奏、销量不及预期**。公司未来 2 年增速与新车型推出节奏有关，如因为其他原因导致新车推进速度不及预期，可能导致销量不及预期，影响公司增长；

4) **欧盟关税、俄罗斯报废税等导致海外盈利下滑**。近期，欧盟和俄罗斯等地区对中国汽车出口施加的关税政策调整，同时，俄罗斯提高了平行进口汽车的关税，并要求额外支付报废税，可能导致公司出海销量、利润受到影响。

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	113,635	124,206	160,356	179,707
现金及现金等价物	36,775	57,007	68,274	82,931
应收账款及票据	35,898	42,973	58,672	60,215
存货	15,422	15,841	22,652	24,106
其他	25,539	8,385	10,758	12,455
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	207,373	246,954	267,572
流动负债合计	96,824	102,070	132,755	142,081
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	59,071	71,194	95,879	98,947
其他	37,753	30,876	36,875	43,135
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	112,693	143,377	152,704
普通股股本	184	184	184	184
储备	80,410	90,262	98,722	109,191
归属母公司股东权益	80,509	90,360	98,820	109,289
少数股东权益	4,643	4,321	4,757	5,579
股东权益合计	85,151	94,681	103,577	114,868
负债和股东权益合计	192,598	207,373	246,954	267,572

现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	22,342	22,551	29,091	31,545
净利润	5,308	16,419	14,101	17,448
少数股东权益	-373	-322	436	822
折旧摊销	8,203	8,596	9,069	9,284
营运资金变动及其他	9,205	-2,142	5,486	3,991
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	-7,040	-6,112	-7,451
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	-7,040	-6,112	-7,451
现金净增加额	3,434	20,232	11,267	14,657

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

利润表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	179,204	224,783	289,688	338,828
其他收入	643	0	0	0
营业成本	151,789	187,581	240,586	280,550
销售费用	11,832	11,621	14,195	15,925
管理费用	12,020	13,037	18,540	21,685
研发费用	3,361	2,697	2,607	3,388
财务费用	-544	-780	-1,083	-1,252
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	17,308	15,631	19,646
所得税	15	1,212	1,094	1,375
净利润	4,935	16,097	14,537	18,270
少数股东损益	-373	-322	436	822
归属母公司净利润	5,308	16,419	14,101	17,448
EBIT	4,406	16,529	14,548	18,393
EBITDA	12,608	25,125	23,617	27,677
EPS (元)	0.53	1.63	1.40	1.73

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力(%)				
营业收入	21.11	25.43	28.87	16.96
归属母公司净利润	0.91	209.30	-14.12	23.74
盈利能力(%)				
毛利率	15.30	16.55	16.95	17.20
销售净利率	2.96	7.30	4.87	5.15
ROE	6.59	18.17	14.27	15.97
ROIC	4.85	15.35	12.41	14.22
偿债能力				
资产负债率(%)	55.79	54.34	58.06	57.07
净负债比率(%)	-36.80	-54.46	-60.66	-67.46
流动比率	1.17	1.22	1.21	1.26
速动比率	0.82	1.06	1.03	1.09
营运能力				
总资产周转率	1.02	1.12	1.28	1.32
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	1.63	1.40	1.73
每股经营现金流	2.22	2.24	2.89	3.13
每股净资产	7.99	8.97	9.81	10.85
估值比率				
P/E	25	8	9	8
P/B	1.6	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	7.58	3.81	4.05	3.45

插图目录

图 1: 民生汽车整车研究框架.....	3
图 1: 公司发展阶段.....	6
图 2: 公司年度分品牌销量 (辆)	6
图 3: 公司新能源品牌定位.....	7
图 4: 公司《台州宣言》.....	8
图 5: 极氪科技集团.....	9
图 6: 宁波乘用车 2024M1-9 税后盈利 3 亿元.....	10
图 7: 吉利控股集团四大委员会协同聚焦.....	10
图 8: 公司新能源车销量占总销量之比 (%)	11
图 9: 公司新能源乘用车月度批发销量 (辆)	11
图 10: 公司新能源车型批发份额 (%)	12
图 11: 公司新能源乘用车上险分价格带份额 (%)	12
图 12: 公司纯电市场上险份额 (%)	12
图 13: 公司混动 (PHEV/EREV) 市场上险份额 (%)	12
图 14: 公司 GEA 架构 11 合 1 智能电驱.....	13
图 15: 公司自研神盾短刀电池.....	13
图 16: 银河品牌分车型销量 (辆)	14
图 17: 公司在 20 万元以下新能源市场的份额 (%)	14
图 18: 吉利 GEA 架构.....	18
图 19: 吉利银河星舰 7.....	18
图 20: 吉利雷神 EM-i 十一合一混动电驱.....	18
图 21: 吉利雷神 EM-i 实测续航及油耗.....	18
图 22: 极氪分车型销量 (辆)	22
图 23: 极氪 001 在 25+ 万以上纯电轿车市场份额 (%)	22
图 24: 领克品牌分车型销量 (辆) 及新能源占比 (%)	26
图 25: 领克品牌分车型销量占比 (%)	26
图 26: 15-25 万混动车型市场份额 (%)	27
图 27: 领克 Z10 外观.....	28
图 28: 领克 Z20 外观.....	28
图 29: 公司营业收入及同比增速 (亿元; %)	30
图 30: 公司归母净利润及同比增速 (亿元; %)	30
图 31: 公司燃油车市场份额 (%)	31
图 32: 公司燃油车市场分价格带份额 (%)	31
图 33: 公司出口销量 (辆)	33
图 34: 公司海外分区域销量及增速 (万辆)	34
图 35: 公司海外分区域销量占比 (%)	34
图 36: 公司 GEA 全球智能新能源架构.....	35
图 37: 公司 GEA 全球智能新能源架构.....	35
图 38: 公司年度出口销量及增速 (万辆; %)	40
图 39: 公司月度出口销量及增速 (%)	40
图 40: 2024 极氪海外经销商网络.....	44
图 41: HORSE 股权架构.....	45
图 42: HORSE Powertrain Limited 的布局.....	45
图 43: 极氪城市 NXP 从辅路汇入主路.....	49
图 44: 极氪城市 NXP 应对右侧车道机动车违停.....	49
图 45: 极氪城市 NXP 不规则车位停车.....	49
图 46: 极氪城市 NXP 宅车位泊车.....	49
图 47: ZEEKR OS.....	51
图 48: 领克 08 Flyme Auto 车机界面.....	52
图 49: 领克 07 Flyme Auto 车机界面.....	52
图 50: 银河 E5 Flyme Auto 车机界面.....	52
图 51: 星愿 Flyme Auto 车机界面.....	52
图 52: 公司历史市盈率.....	56
图 53: 公司历史市净率.....	56

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司核心逻辑	4
表 2: 极氪、领克整合思路	10
表 3: SEA 和 GEA 架构的区别	13
表 4: 吉利银河 E5 主要竞品对比	15
表 5: 吉利星愿与竞品对比	17
表 6: 吉利雷神 EM-i 与比亚迪 DM-i 对比	19
表 7: 吉利星舰 7 主要竞品对比	20
表 8: SUV 市场分价格新能源汽车销量及新能源渗透率 (万辆; %)	23
表 9: 20-30 万新能源 SUV 主要车型及市场份额 (%)	23
表 10: 极氪 7X 与主要竞品对比	23
表 11: 极氪 001/007/009 改款	25
表 12: 15-20 万元、20-25 万元行业市场规模 (万辆)	27
表 13: 公司销量预测 (万辆)	29
表 14: 公司财务数据	30
表 15: 车企燃油车市场份额 (%)	32
表 16: 公司燃油车分车型销量 (万辆)	32
表 17: 公司分车型出口销量 (辆)	33
表 18: 极氪财务报表	36
表 19: 极氪财务报表 (美股)	36
表 20: 港股与美股报表差异	37
表 21: 领克财务数据	38
表 22: 公司海外上险分区域+分车型 (辆)	40
表 23: 自主车企出海销量预期及规划	41
表 24: 公司海外建厂布局	43
表 25: 极氪品牌海外布局举措	43
表 26: 领克品牌欧洲布局举措	44
表 27: 公司旗下品牌的智能驾驶方案	47
表 28: 极氪车型配置	48
表 29: 极氪智能团队架构	48
表 30: 极氪智能驾驶进展	48
表 31: 极氪城市 NZP 于 2024 年 10 月 31 日正式开启全国公测	49
表 32: 领克旗下品牌的目前智驾系统搭载情况	50
表 33: 公司旗下品牌的车型 (不含极氪)	50
表 34: 公司分业务收入预测	55
表 35: 可比公司估值对比	56
表 36: 公司销量预测 (万辆)	58
公司财务报表数据预测汇总	60

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
	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获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048