

# 吉利汽车 (00175.HK)

## 三大改革开启新一轮增长周期

优于大市

### 核心观点

**吉利汽车是民营车企和自主品牌的探路者。**吉利汽车控股有限公司是我国自主品牌乘用车领军企业，主营乘用车及核心零部件的研发、生产和销售，公司覆盖吉利品牌、银河、几何、极氪、领克等子品牌。公司与控股集团过往近30年的发展史，整体可分为四个阶段：1.0机械时代、2.0时代、3.0精品车时代、4.0科技时代。公司旗下车型销量2024年全年217.7万辆，实现加速增长；2024年前三季度营收1676.84亿元，同比增长36%，归母净利润130.53亿元，同比增长358%。

**公司抓住SUV机遇的下半程，有望进一步把握电气化的下半程。**公司在2014年之后销量、业绩大幅攀升，但在2018-2022年表现平平，2024年起进入新一轮爆发期。2024年为公司利润新一轮增长首年，公司估值、股价也从2024年下半年起开始修复。公司预计2025年将成为我国第二大新能源车企。

**公司进行了三大变革——技术突破、管理提升和品牌整合。**技术方面，公司的雷神混动系统、短刀电池、星睿AI云动力等技术模块迭代成熟，首发11合一电驱动等技术。管理方面，公司采取了多轮重要人员变动，进行组织架构调整；发布《台州宣言》，进行重大战略调整，聚焦核心汽车业务。品牌方面，几何品牌并入银河；极氪、领克资产端、业务端整合；公司增资极氪，进一步整合集团资源。

**银河、极氪新品周期强势，燃油车受益自主替代和出海。**银河系列车型搭载公司旗下GEA平台，GEA具备“硬件、系统、生态、AI”四位一体的特点；银河车型产品力强，拓品类叠加拓渠道，有望成为公司增量主力军。极氪品牌定位为高端新能源品牌，过往产品以性能轿车和MPV为市场熟知，目前正在积极进入更广阔的SUV市场；极氪承担公司自主智能化研发的重任，同时将与Waymo合作Robotaxi车型，进军北美市场。领克系列正在电气化转型，与极氪整合之后，产品定位更加明晰，销量有望上新台阶，并实现降本增效。CMA平台赋能公司燃油车产品线，燃油车是目前公司出海的主力，有望依托集团资源深耕海外市场。

**盈利预测与估值：**预计公司2024-2026年营业收入分别为2447/3097/3565亿元，同比增长36.54%/26.59%/15.09%，归属母公司净利润分别为166/136/179亿元，同比增速为212.1%/-17.8%/31.3%，每股收益分别为1.64/1.35/1.78元。维持“优于大市”评级。

**风险提示：**产品销量低于预期、毛利下滑的风险；国内汽车行业竞争加剧的风险；国内外政策变化带来的风险等。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	147,965	179,204	244,681	309,740	356,494
(+/-%)	45.6%	21.1%	36.5%	26.6%	15.1%
归母净利润(百万元)	5260	5308	16568	13625	17887
(+/-%)	8.5%	0.9%	212.1%	-17.8%	31.3%
每股收益(元)	0.52	0.53	1.64	1.35	1.78
EBIT Margin	-1.6%	-0.6%	-0.4%	0.8%	1.6%
净资产收益率(ROE)	7.0%	6.6%	17.1%	12.3%	13.9%
市盈率(PE)	29.3	29.1	9.3	11.3	8.6
EV/EBITDA	41.9	38.1	38.1	28.1	23.4
市净率(PB)	2.05	1.92	1.59	1.39	1.20

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

### 公司研究·海外公司深度报告

#### 汽车·乘用车

证券分析师：唐旭霞

0755-81981814

tangxx@guosen.com.cn

S0980519080002

证券分析师：贾济恺

021-61761026

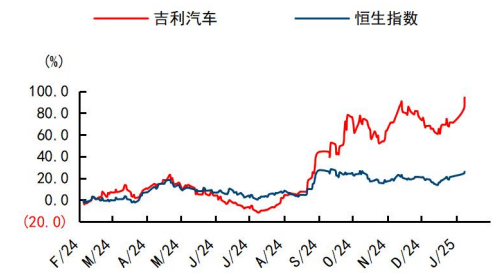
jiajikai@guosen.com.cn

S0980524090004

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	18.82 - 21.72 港元
收盘价	16.40 港元
总市值/流通市值	165236/165236 百万港元
52周最高价/最低价	16.44/7.31 港元
近3个月日均成交额	938.31 百万港元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《吉利汽车 (00175.HK) - 智能电混轿车银河L6发布，银河L7销量连续破万》——2023-09-19
- 《吉利汽车 (00175.HK) - 经营业绩稳健，银河系列新品值得期待》——2023-08-25
- 《吉利汽车 (00175.HK) - 极氪X重磅发布，产品矩阵再升级》——2023-04-16
- 《吉利汽车 (00175.HK) - 新能源化转型持续推进，2023年多品牌全面发力》——2023-03-28
- 《吉利汽车 (00175.HK) - 中高端新能源系列“银河”发布，纯电及混动全序列布局》——2023-02-27

## 内容目录

前言：以史为镜，可以知兴替 .....	7
吉利汽车是我国自主品牌标杆企业之一 .....	7
公司赴港上市近 20 年，是民营车企和自主品牌的探路者 .....	7
公司 2024 年业绩爆发式增长 .....	10
三大变革开启公司新一轮增长周期 .....	14
乘用车行业复盘：当前处于自主品牌崛起进程中 .....	14
公司长周期复盘：抓住 SUV 下半程，错失电气化上半程 .....	19
自主品牌横评：公司在电气化下半程加速发力 .....	21
变革一：技术突破 .....	24
变革二：管理提升 .....	28
变革三：品牌整合 .....	29
增长驱动力：银河、极氪强新品周期，燃油车受益自主替代和出海 .....	31
强产品力叠加强产品周期，银河或成公司增量主力军 .....	31
极氪持续推动公司高端化，品类、渠道双双扩张 .....	39
领克系列：电气化加速转型 .....	50
主品牌：国内自主替代，海外稳步增长 .....	54
其他业务：吉致汽金受益于吉利系整体销量的提升 .....	59
盈利预测 .....	61
假设条件与营收测算 .....	61
未来 3 年业绩预测 .....	63
盈利预测情景分析 .....	64
估值与投资建议 .....	66
投资建议 .....	67
风险提示 .....	68
附表：财务预测与估值 .....	70

## 图表目录

图 1: 公司及吉利控股历史大事记 .....	8
图 2: 公司的股权架构 .....	8
图 3: 公司承担吉利控股集团旗下的自主品牌乘用车业务 .....	9
图 4: 吉利控股集团及吉利汽车旗下品牌矩阵 .....	9
图 5: 公司历年销量 (万辆) .....	10
图 6: 公司营收变化 (亿元) .....	10
图 7: 公司 2023 年营收结构 .....	10
图 8: 公司毛利率、净利率变化 .....	11
图 9: 公司费用率变化 .....	11
图 10: 公司归母净利润 (亿元) .....	11
图 11: 公司单车营收 (万元) .....	12
图 12: 公司单车净利润 (万元) .....	12
图 13: 公司渠道情况 .....	13
图 14: 乘用车指数与沪深 300 指数复盘 .....	15
图 15: SUV 渗透率复盘: 第一阶段突破 10% .....	15
图 16: SUV 渗透率提升第一阶段长城汽车股价涨跌幅 .....	15
图 17: SUV 渗透率复盘: 第二阶段从 20% 至 40% 以上 .....	16
图 18: SUV 渗透率提升第二阶段吉利汽车股价涨跌幅 .....	16
图 19: 新能源车渗透率复盘: 2020 之后快速爬升 .....	16
图 20: 新能源车渗透率提升阶段比亚迪股价涨跌幅 .....	16
图 21: 国内乘用车市场近年来自主品牌率 .....	17
图 22: 国内乘用车行业总销量增速与自主品牌销量增速 .....	17
图 23: 国内市场海外豪华品牌与新势力销量对比 (万辆) .....	17
图 24: 国内市场海外豪华品牌与新势力增速对比 .....	17
图 25: CS 乘用车 PE/PS 走势 .....	18
图 26: 公司近 20 年全球销量 (万辆) .....	19
图 27: 公司近 20 年营收、净利润走势 (亿元) .....	19
图 28: 公司近十年涨跌幅、各项增速与期末 PE 走势 .....	20
图 29: 公司车型销量的 SUV 渗透率/新能源渗透率/中高端占比/出海占比复盘 .....	20
图 30: 国内主机厂近十年自主品牌销量走势 (万辆) .....	21
图 31: 国内主机厂近十年自主品牌销量增速对比 .....	21
图 32: 公司与乘用车大型主机厂新能源渗透率对比 .....	22
图 33: 传统主机厂营业总收入 (亿元) .....	22
图 34: 传统主机厂营业总收入同比增速 .....	22
图 35: 传统主机厂归母净利润 (亿元) .....	23
图 36: 传统主机厂归母净利润同比增速 .....	23
图 37: 传统主机厂销售毛利率 .....	23

图 38: 传统主机厂销售净利率	23
图 39: 新一代雷神 EM-i 电混平台发布	24
图 40: 雷神 EM-i 燃油经济性高	25
图 41: 全球首发 E-DHT 11 合 1 混动电驱	25
图 42: 无损电感	25
图 43: 全球首发“星睿 AI 云动力”	26
图 44: 雷神 EM-P 平台	26
图 45: 神盾短刀电池	27
图 46: 短刀电池冬季续航表现优异	27
图 47: 2024 年 9 月吉利控股集团发布《台州宣言》	28
图 48: 吉利曾于 2007 年发布《宁波宣言》	29
图 49: 几何正式并入吉利银河	29
图 50: 公司增持极氪股权	30
图 51: 极氪控股领克	30
图 52: 领克总渠道情况	31
图 53: GEA 平台特点	32
图 54: 银河系列产品节奏	32
图 55: 银河系列各车型月销量 (辆)	33
图 56: 国内 A 级轿车销量 (万辆)	33
图 57: 国内 A 级轿车月销走势 (辆)	33
图 58: 国内 A 级 SUV 销量 (万辆)	34
图 59: 国内 A 级 SUV 月销走势 (辆)	34
图 60: 国内小/微型车销量 (万辆)	34
图 61: 国内小/微型 SUV 销量 (万辆)	34
图 62: 2024 年 1-11 月乘用车终端销量价格分布	35
图 63: 2024 年 1-11 月银河在 20 万以下占比 (含星愿)	35
图 64: 吉利星愿的外观、内饰、空间	36
图 65: 吉利星舰 7 的外观、内饰、空间	37
图 66: 吉利星舰 7 的外观、内饰、空间	37
图 67: 几何车型产品矩阵	38
图 68: 几何旗下车型近期销量 (辆)	39
图 69: 极氪车型产品节奏	40
图 70: 极氪 001 原型——领克 ZERO concept	40
图 71: SEA 浩瀚架构	41
图 72: 浩瀚智驾 2.0 系统	41
图 73: 威睿能源三电技术储备	42
图 74: 极氪车型销量 (辆)	46
图 75: 国内 B/C 级纯电轿车销量 (万辆)	46
图 76: 国内 B/C 级纯电 SUV 销量 (万辆)	46
图 77: 国内 MPV 销量 (万辆)	47
图 78: 2024 年国内纯电 MPV 主要车型销量 (万辆)	47



图 79: 极氪历年营业收入 (亿元)	47
图 80: 极氪历年归母净利润 (亿元)	47
图 81: 极氪各项业务收入 (亿元)	48
图 82: 极氪各项业务收入占比	48
图 83: 极氪整体毛利率走势	48
图 84: 极氪各项业务毛利率走势	48
图 85: 极氪期间费用 (亿元)	49
图 86: 极氪期间费用率	49
图 87: 极氪全球第 500 家门店落地新加坡	49
图 88: 极氪与 Waymo 合作的 Robotaxi 车型 ZEEKR RT	50
图 89: 领克品牌的历史大事记	50
图 90: 领克产品节奏	51
图 91: 领克旗下车型销量 (万辆)	51
图 92: 领克海内外销量 (万辆)	52
图 93: 领克新能源车型销量 (万辆)	52
图 94: 领克子公司营收 (亿元)	53
图 95: 领克子公司单车营收 (万元)	53
图 96: 领克子公司净利润 (亿元)	53
图 97: 领克子公司单车净利润 (元)	53
图 98: 吉利 CMA 平台	54
图 99: 吉利主品牌在售车型	54
图 100: 吉利主品牌销量走势 (万辆)	55
图 101: 国内市场吉利主品牌各系列销量走势 (万辆)	55
图 102: 国内乘用车市场燃油车销量及燃油车自主品牌率 (万辆)	55
图 103: 公司主品牌燃油车国内销量及国内市占率 (万辆)	56
图 104: 2024 年主品牌热销车型	56
图 105: 公司口径年度海外销量 (万辆)	58
图 106: 公司口径月度海外销量 (辆)	58
图 107: 2024 年 1-11 月汽车出口 (万辆)	58
图 108: 公司海外销量中燃油车占比	58
图 109: 吉利控股集团旗下全球产能 (部分)	59
图 110: 公司与宝腾合作的纯电车在马来西亚上市	59
图 111: 公司与宝腾合作的 AHTV 项目	59
图 112: 吉致汽金主要覆盖吉利控股旗下品牌	60
图 113: 吉致汽金营收/净利润 (亿元)	60
图 114: 吉致对应吉利控股的单车利润/对应公司汽车业务的营收比例	60

表1: 公司旗下品牌相关产能情况 (部分)	12
表2: 公司当前主要造车平台	14
表3: 新能源车型销量预测 (万辆)	18
表4: 传统主机厂销量及新能源销量预测 (万辆)	23
表5: 公司近期重要人事变动	28
表6: 银河 E5 与竞品参数对比	35
表7: 星愿与竞品参数对比	36
表8: 星舰 7 与竞品参数对比	38
表9: 极氪 001 与竞品参数对比	42
表10: 极氪 007 与竞品参数对比	43
表11: 极氪 X 与竞品参数对比	43
表12: 极氪 009 与竞品参数对比	44
表13: 极氪 MIX 与竞品对比	44
表14: 极氪 7X 与竞品参数对比	45
表15: 星越 L 与竞品参数对比	57
表16: 星瑞与竞品参数对比	57
表17: 公司销量及销量结构预测 (万辆)	61
表18: 公司销售汽车及相关服务业务营业收入及毛利测算	62
表19: 公司营业收入及毛利测算 (亿元)	62
表20: 公司期间费用预测 (亿元)	63
表21: 公司投资收益测算 (亿元)	64
表22: 未来 3 年盈利预测表 (百万元)	64
表23: 情景分析 (乐观、中性、悲观)	64
表24: 公司与可比公司估值对比	66

## 前言：以史为镜，可以知兴替

吉利汽车是我国自主汽车工业的探索者和见证者。吉利从获得汽车生产资质正式进入汽车领域以来，历经 20 多年风雨，见证并参与了千人保有量提升、SUV 渗透率提升、新能源化、智能化、汽车出海等行业风口。

本文通过对历史的复盘以及行业代表公司的横评，总结吉利的历史脉动，进而论证当前时间节点下，吉利的投资价值。吉利在上一轮 SUV 渗透率提升的大背景下，成功做到了后半程发力，取得了优秀的业绩和二级市场表现。目前市场处于新能源化下半程，我们认为吉利也有机会后程发力实现业绩的大幅增长。

吉利后程加速主要依赖于自身的变革，目前吉利正在经历技术突破、管理提升、品牌整合的内在变化。内在的变革反映在业务上，将呈现出新品周期强、产品竞争力强、降本增效等特点。

## 吉利汽车是我国自主品牌标杆企业之一

### 公司赴港上市近 20 年，是民营车企和自主品牌的探路者

吉利汽车控股有限公司(以下用“公司”代指)是我国自主品牌乘用车领军企业，主营乘用车及核心零部件的研发、生产和销售。公司隶属浙江吉利控股集团有限公司，是吉利控股旗下核心上市实体。公司自主掌握汽车领域核心技术，广泛布局主流车型市场，旗下有吉利银河、极氪、领克、吉利品牌等子品牌或子系列。

公司与控股集团作为知名民营企业，是我国自主品牌汽车工业的探路者，在自我革新中持续迸发生命力。公司与控股集团过往近 30 年的发展史，整体可分为四个阶段：1.0 机械时代、2.0 时代、3.0 精品车时代、4.0 科技时代。

1.0 时代：从成立迈向上市。吉利控股集团前身吉利集团于 1996 年成立，并于 2001 年正式获得汽车生产资质，成为我国首家获批轿车生产资格的民营企业；2005 年，公司赴港上市。

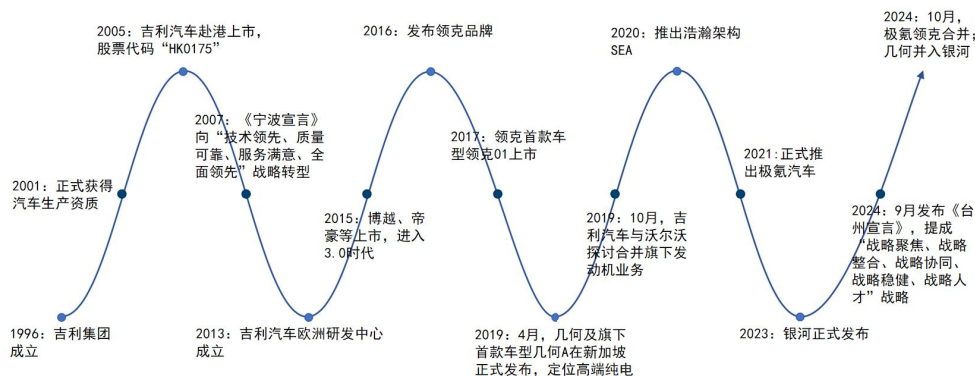
2.0 时代：《宁波宣言》奠定后来的高速发展。2007 年《宁波宣言》发布，公司进行“技术领先、质量可靠、服务满意、全面领先”的战略转型；2013 年公司的欧洲研发中心成立，公司和沃尔沃汽车实现知识和技术共享。

3.0 时代：“精品车”策略打造爆款车型，中高端燃油系列领克诞生。2015 年，博越、帝豪等爆款车型上市，公司销量开始高速增长；2016 年，领克品牌发布，首款车型 2017 年上市；2019 年，几何及几何首款车型发布，公司进入纯电领域。

4.0 时代：极氪、银河相继上市，公司在电气化、智能化方面开始提速。2020 年，公司推出了浩瀚 SEA 架构；2021 年，基于 SEA 架构，推出极氪品牌及首款极氪 001，定位高端纯电；2023 年，吉利银河发布，公司在主流新能源车赛道加速发力。

当前：《台州宣言》发布，进入整合聚集新时代。2024 年 9 月，公司发布《台州宣言》，提出“战略聚焦、战略整合、战略协同、战略稳健、战略人才”战略。这是《宁波宣言》之后时隔 17 年，公司再度宣告战略调整。随后，公司旗下品牌开始整合，吉利几何宣布并入吉利银河，领克与极氪合并，极氪汽车成为领克汽车的控股股东。

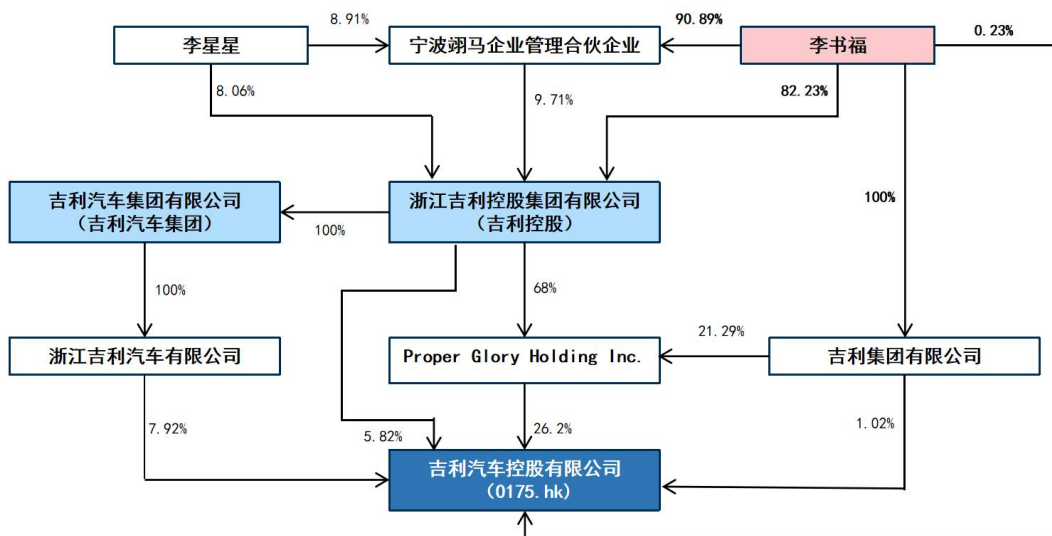
图1：公司及吉利控股历史大事记



资料来源：吉利控股官网，国信证券经济研究所整理

公司的控股股东为吉利控股集团，实际控制人为创始人李书福先生及其一致行动人。公司的直接股东依次为 Proper Glory、浙江吉利汽车有限公司、吉利控股集团、吉利集团有限公司。其中，Proper Glory 分别由吉利控股集团、吉利集团有限公司合计控股近 90%；浙江吉利汽车有限公司由吉利控股集团通过吉利汽车集团全资控股。吉利控股集团、吉利集团有限公司则由李书福及其一致行动人全资控股。

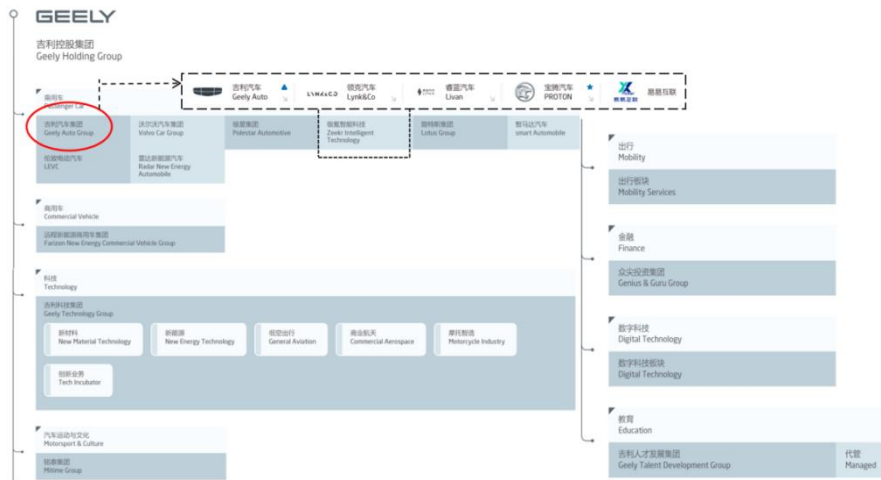
图2：公司的股权架构



资料来源：Wind，爱企查，国信证券经济研究所整理

业务架构方面，公司主要承担吉利控股旗下的自主品牌乘用车业务。吉利控股业务体系庞大，涵盖乘用车、商用车、出行服务、科技研发、汽车运动与文化、数字科技、金融服务、教育服务等多个方面，并对低空出行、商业航天等新兴领域有布局。公司在业务层面主要承担控股集团旗下的自主乘用车业务，包括汽车整车和关键零部件设计、研发、生产、销售和服务。

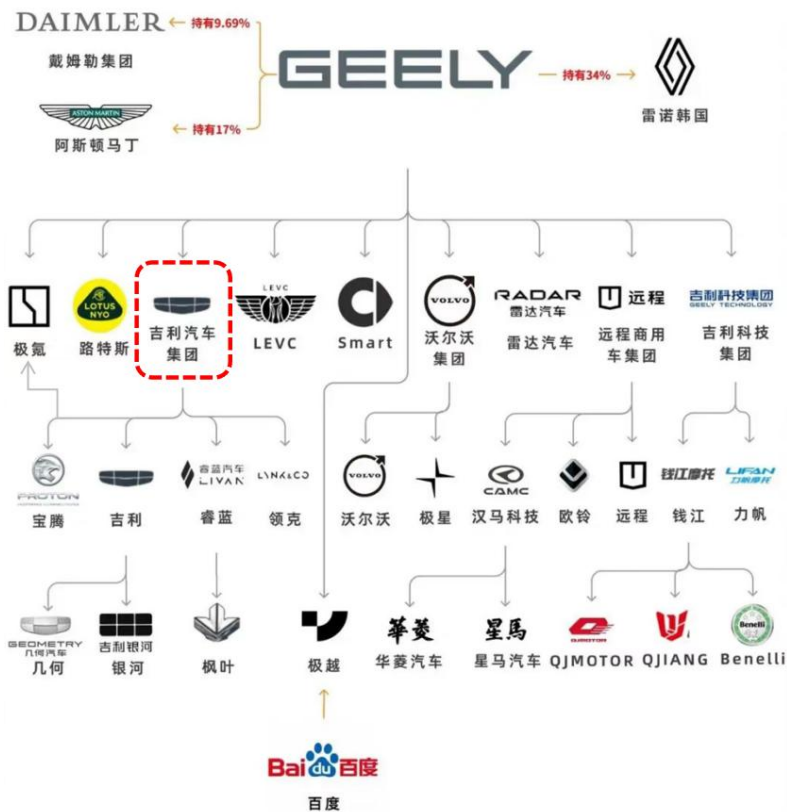
图3: 公司承担吉利控股集团旗下的自主品牌乘用车业务



资料来源: 吉利控股集团官网, 国信证券经济研究所整理

品牌架构方面, 公司覆盖吉利主品牌、银河、几何、极氪、领克、睿蓝等子品牌。吉利控股旗下品牌众多, 并持有有一定比例的梅赛德斯奔驰集团、阿斯顿马丁、雷诺韩国股权。吉利系覆盖了低中高各级别乘用车、商用车、摩托车等各类产品, 拥有国际豪华品牌沃尔沃。公司主要经营吉利系的自主品牌乘用车, 包含吉利品牌(含银河/几何)、极氪、领克、睿蓝等。

图4: 吉利控股集团及吉利汽车旗下品牌矩阵



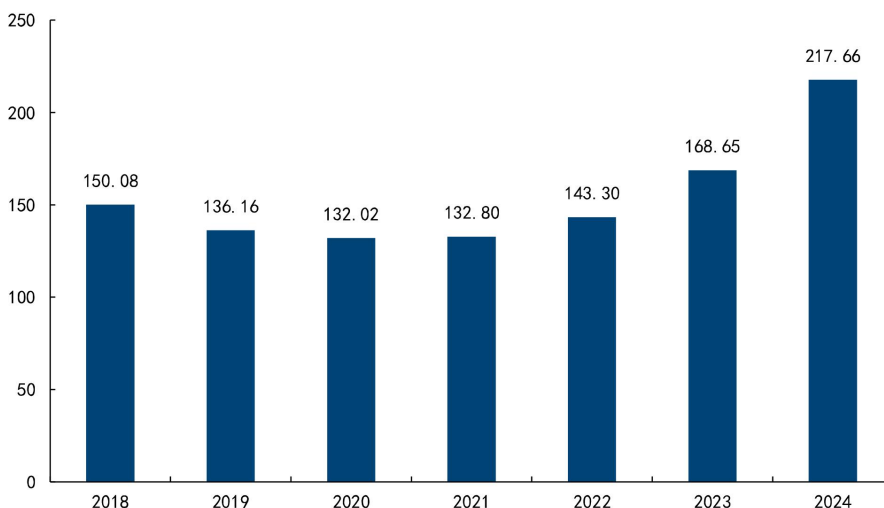
资料来源: 吉利控股集团官网, 公司官网, 汽车制造网, 国信证券经济研究所整理



## 公司 2024 年业绩爆发式增长

公司旗下车型销量 2024 年全年 217.7 万辆，实现加速增长。根据公司公告口径，公司旗下汽车销量在 2020 年之前有小幅下滑，2020 年达到近年低点 132.02 万辆。2024 年，公司实现全年销量超 217 万辆，同比增长+29%，呈现加速。

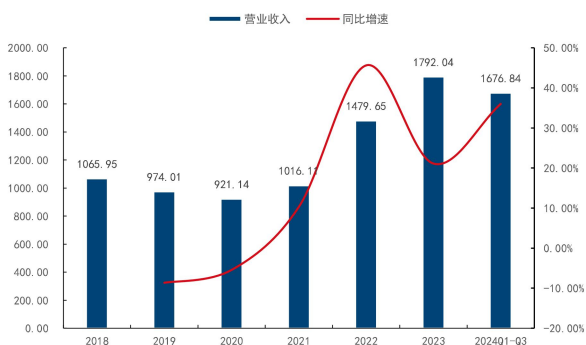
图5: 公司历年销量（万辆）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

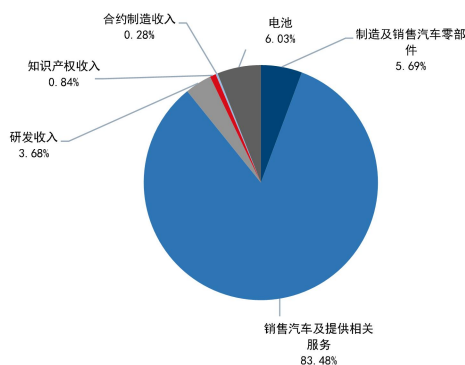
公司 2024 年前三季度营收 1676.84 亿元，同比增长 36%。公司 2024 年前三季度实现营收 1676.84 亿元，同比增长 36%，2024 年前三季度营收已经超过 2022 年全年营业收入，接近 2023 年全年水平。公司营业收入结构以整车业务为主，2023 年，整车业务收入占比 83.48%；电车业务、零部件业务收入紧随其后，占比分别为 6.03%、5.69%。

图6: 公司营收变化（亿元）



资料来源：Wind, 公司公告，国信证券经济研究所整理

图7: 公司 2023 年营收结构



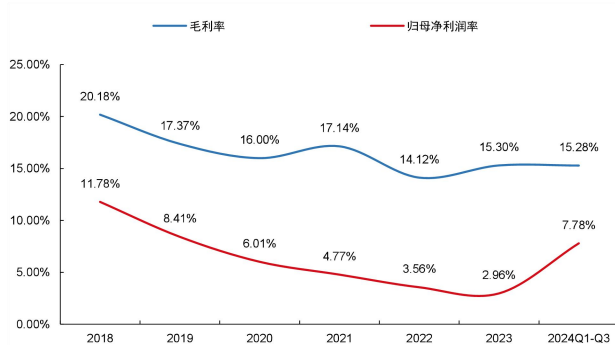
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公司毛利率经历了下滑之后，目前已经企稳；净利润率则在 2024 年迎来大幅回升。公司在 2022 年之前的几年，盈利能力持续下滑，毛利率在 2023 年企稳回升；2024 年前三季度，公司毛利率为 15.28%，保持稳定。公司净利润率在 2023 年进

一步下滑至近年低点 2.96%，相较于 2018 年下降了 8.82pct；但到了 2024 年，公司净利润率大幅回升，2024 年前三季度净利润率 7.78%，比 2023 年增长了 4.82pct。

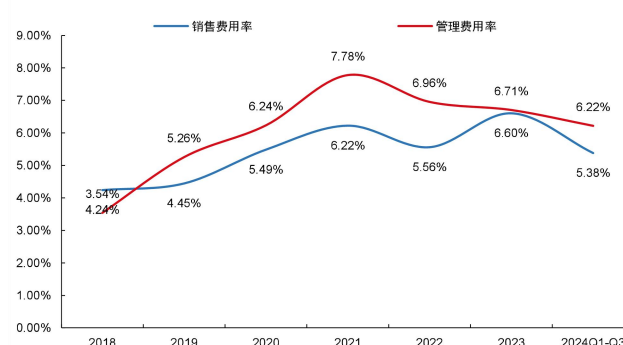
**公司期间费用得到有效控制，销售费用率下降明显。**管理费用上，公司管理费用率在 2021 年后持续下降，2024 年前三季度进一步下降到 6.22%。销售费用上，2023 年销售费用率较高，但在 2024 年前三季度显著下降，达到 5.38%。

图8：公司毛利率、净利率变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

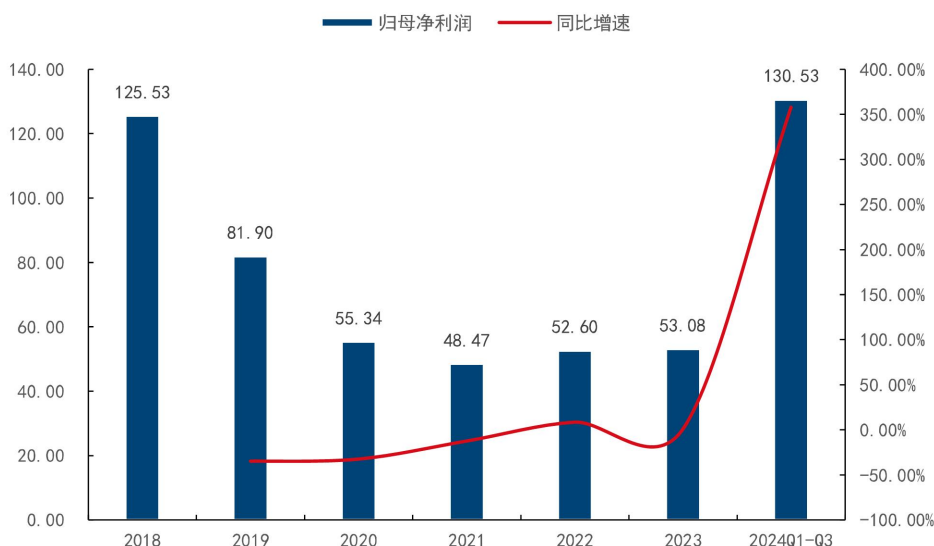
图9：公司费用率变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**公司 2024 年前三季度实现归母净利润 130.53 亿元，同比增长 358%。**公司净利润在 2024 年迎来爆发式增长，2024 年前三季度归母净利润 130.53 亿元，同比增长高达 358%。特别地，公司 2024 年前三季度扣非后的归母净利润 145.41 亿元。预计公司 2024 年全年业绩也会有同比高增长。

图10：公司归母净利润（亿元）

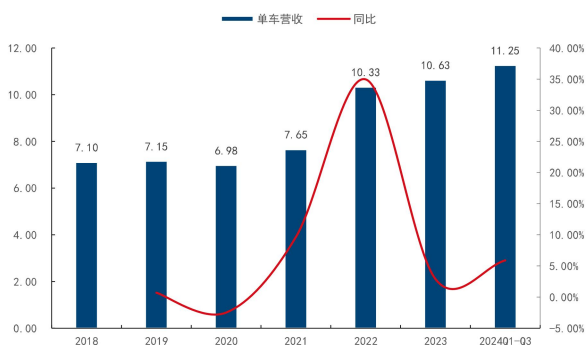


资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

**公司 2024 年前三季度，单车营收 11.25 万元，持续上涨，产品升级趋势得以验证；单车净利润 0.88 万元，增长 178.32%。**公司中高端产品持续推进，品牌稳步

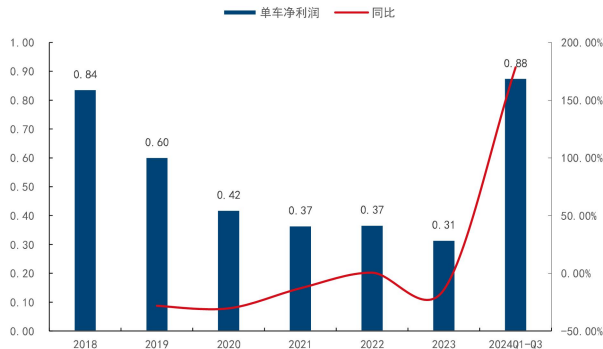
提升，2024 年前三季度单车营收 11.25 万元，持续上涨。单车净利润 0.88 万元，较 2023 年均利润增长 178.32%。

图11: 公司单车营收 (万元)



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图12: 公司单车净利润 (万元)



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司的产能充沛，深度覆盖国内区域，并且布局东南亚。公司已经在国内外拥有 20 家以上工厂，国内的工厂主要分布在浙江省，同时覆盖华北、华东、华南、西北、西南，可以高效支撑起全国销量。公司在东南亚开设 CKD 工厂，为海外提供支持。

表1: 公司旗下品牌相关产能情况 (部分)

工厂	地址	生产品牌/系列	配套车型	产品	产能	备注
济南工厂	山东省	吉利熊猫、几何	熊猫 mini	整车, 发动机, 变速器	100000	
临海工厂	浙江省	帝豪, 银河	帝豪 L PHV, EV 熊猫骑士);EV 曹操 60;PHV SUV 银河 L6, PHV SUV 星舰 7 EM-i	整车, 发动机, 电动车工厂	300000	
湘潭工厂	湖南省	缤系、银河	SUV 缤越 COOL, EV 星愿, SUV 缤越 L	整车, 发动机, 变速器, 电动车工厂	240000	
慈溪工厂	浙江省	帝豪、缤系	新帝豪, 缤瑞	整车, 发动机	180000	
春晓工厂	浙江省	博系	SUV 博越/博越 COOL, SUV 博越 L, SUV 博越 L HV	整车, 电动车工厂	200000	
宝鸡基地	陕西省	博系、银河	SUV 博越/博越 COOL, SUV 博越 L; PHV SUV 银河 L7	整车	200000	
张家口工厂	河北省	领克、沃尔沃	领克 03, 领克 03+, 领克 03 EM-F FHV; 沃尔沃 EV SUV EX30	整车, 电动车工厂	120000	2017 年 12 月投产
西安新能源工厂	陕西省	中国星、smart	SUV 星越 L, HV SUV 星越 L 雷神 Hi F, PHV SUV 星越 L 雷神 Hi P;EV smart 精灵#1, EV smart 精灵#3	整车, 电动车工厂	300000	2021 年 10 月投产
晋中工厂	山西省	帝豪、几何、沃尔沃、商用车	帝豪 EV Pro, 帝豪醇电 HV; EV SUV 吉利几何 C, EV 吉利几何 A Pro, EV SUV 吉利几何 M6, EV 吉利几何 G6;远程 甲醇重卡, FCV 星瀚 G 系列;沃尔沃 EV MPV EM90;商用车	整车, 电动车工厂	180000	2015 年 12 月投产
钱塘工厂	浙江省	吉利、几何、银河	SUV ICON, EV 吉利几何 A, EV SUV 吉利几何 E, SUV 牛仔;EV 银河 E8	整车, 电动车工厂	100000	
贵阳工厂	贵州省	吉利、银河	SUV 嘉际 L, SUV 豪越 L;EV SUV 银河 E5;	整车, 电动车工厂	240000	
杭州湾 SEA 工厂	浙江省	极氪、极星	EV 极氪 001, EV MPV 极氪 009;EV 极星 4	整车, 电动车工厂	300000	2021 年 10 月正式投产
杭州湾 CMA/DMA 工厂	浙江省	中国星	星瑞, 星瑞 L HV	整车, 电动车工厂	150000	2019 年正式投产
余姚工厂	浙江省	领克	SUV 领克 01 PHV, SUV 领克 01 EM-F FHV, 轿跑 SUV 领克 05, 轿跑 SUV 领克 05 PHV, 轿跑 SUV 领克 05+, PHV SUV 领克 08, SUV 领克 07 PHV	整车, 电动车工厂	100000	2019 年 12 月投产
领克汽车梅山工厂	浙江省	领克、极氪	SUV 领克 09 PHV, SUV 领克 09 MHV, EV 领克 Z10;EV 极氪 001, EV 极氪 007,	整车	300000	2021 年 6 月投产

长兴工厂	浙江省	帝豪、缤系、smart	EV MPV 极氪 MIX, EV SUV 极氪 7X 第4代帝豪, 缤瑞 Cool; EV SUV smart 精灵#5	整车, 电动车工厂	180000	2021年8月投产
领克汽车成都 BMA 工厂	四川省	吉利、领克、睿蓝、极氪	SUV 领克 06 PHV, SUV 领克 06, EV 领克 Z20; SUV 远景 X6 Pro/豪越 Pro(Vision X6 Pro/Okavango Pro); EV 枫叶 60S, EV 枫叶 60S PRO; EV 极氪 X EV 枫叶 80V, EV MPV 枫叶 80V Pro, EV 枫叶 60S, SUV X3 PRO, EV SUV 睿蓝 9, EV SUV 睿蓝 7, EV 睿蓝 80v, EV 枫叶 80V L, EV MPV 睿蓝 8	整车, 电动车工厂	300000	2020年6月投产
睿蓝汽车北碚工厂	重庆市	睿蓝	Persona, 宝腾 Iriz, Preve, Suprima S; CKD: SUV X70 (吉利 博越 Bo Yue), SUV X50 (吉利 缤越 Bin Yue), SUV MHV X90, Sedan S70	整车, 电动车工厂	100000	为吉利科技集团生产换电车型
Proton 工厂	马来西亚	吉利 CKD, 宝腾	Geely 品牌车型 (计划); Lynk & Co 车型 (计划); Saga, X70	整车, 发动机, 变速器	150000	
Tasco 和吉利的合资工厂	越南	吉利, 领克		整车		预计 2025 年上半年建设开始
Al-Haj Automotive 工厂	巴基斯坦	宝腾 CKD		整车	25000	2021年10月投产

资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

**公司销售网络, 过往以吉利主品牌、领克、极氪、吉利银河、吉利几何划分, 目前几何渠道并入银河 B 网, 极氪与领克正在进行渠道端协同。**

**吉利主品牌: 分为 G 网、L 网, 合计超 1000 家门店。**L 网包括远景、帝豪 GS、嘉际、ICON 等, G 网主要包括博系、缤系、中国星等。

**领克: 国内主要以经销商模式为主, 海外将进入沃尔沃渠道销售。**国内整体以经销商模式为主, 全国 20 个城市建立直营门店, 合计超 430 家门店。海外原采用订阅制销售模式, 未来将进入沃尔沃海外渠道销售。

**极氪: 新势力的直营销售模式, 4S 店与商超店相结合。**极氪中心和极氪空间位于城市商业区, 提供品牌展示、产品体验和销售服务; 极氪交付中心主要用于产品交付; 极氪家以 4S 店形式, 集中了体验、销售、交付、售后于一体。极氪车型后续有望进入领克门店, 可以实现高效快速的渠道下沉。

**吉利银河&吉利几何: 分网销售, 几何并入银河 B 网。**银河采用直营加代理模式, 在一二线布局直营的品牌中心。销售网络分网经营, A 网: 字母系列, 如 E5/E8/L6/L7; B 网为最新的星舰 7、星愿, 几何系列并入 B 网, 此外部分 B 网门店也销售主品牌中的纯电小车吉利熊猫。

图 13: 公司渠道情况



资料来源: 公司公告, 公司官网, 国信证券经济研究所整理

公司采用模块化造车理念，旗下多个业内领先的造车平台，其中 CMA/SEA/GEA 平台车型销量正在快速增长。

**CMA:** 公司旗下领先的燃油/混动平台，由公司和沃尔沃共同研发，领克、中国星以及沃尔沃的 XC40 等基于 CMA 平台设计、生产。中国星系列车型星越、星瑞销量高速增长。

**SEA:** 即浩瀚 SEA 架构是公司的高端新能源平台，极氪 001 是首款 SEA 架构车型，领克部分车型也将在 SEA 平台生产。极氪车型和领克的新能源车型销量高增，后续新品周期强势。

**GEA:** 目前公司最新的新能源架构，具备领先的兼容性，在轴距尺寸、车型类别上做到全覆盖，可以兼容纯电/混动/增程/绿色甲醇等动力模式，银河系列车型基于 GEA 平台设计、生产。基于 GEA 平台生产的星愿、星舰 7 发布后都取得优秀的市场表现，GEA 平台将是公司在主流新能源车赛道的重要武器。

此外，公司旗下 BMA 平台以及沃尔沃的 SPA 平台也为人熟知。BMA 平台主要生产主品牌的缤系、帝豪等，SPA 则是沃尔沃旗下大多数乘用车车型的生产平台。BMA 和 SPA 平台的车型都有稳定可观的销量。

表2: 公司当前主要造车平台

	BMA	CMA	SEA	GEA
<b>尺寸兼容</b>	A0-A+级	A-B 级	A-E 级全覆盖	无限制
<b>车型兼容</b>	SUV/轿车 /CROSS/wagon/MPV	轿车/掀背车/双门轿跑 车/SUV/cross 等	轿车/SUV/MPV/小型城 市车/跑车/皮卡	无限制
<b>主要动力模式</b>	燃油	燃油	纯电	纯电/混动/增程/绿色 甲醇等
<b>品牌/系列</b>	缤系/帝豪	中国星/领克	极氪/领克	银河
<b>代表车型</b>	缤越、ICON、帝豪 GS	星越、星瑞、领克 03	极氪 001	星舰 7、星愿
<b>备注</b>	自主研发紧凑型架构	与沃尔沃团队联合研发	与梅赛德斯-奔驰集团 联合研发	全球首个“硬件、系统、 生态、AI”四位一体的 AI 智能架构，实现了空 间设计、智能能源、全 域安全、AI 智能、驾控 性能五大不设限

资料来源：车家号，国信证券经济研究所整理

## 三大变革开启公司新一轮增长周期

### 乘用车行业复盘：当前处于自主品牌崛起进程中

长周期下复盘乘用车指数增长的节奏，过去两轮大周期分别来自于 SUV 渗透率和新能源渗透率的提升，而当前乘用车的高景气来自于自主品牌崛起。历史上两次大行情都伴随了政策的利好：1) 购置税减征：2009-2010 两年购置税减征，推动 2009 年汽车行情全行业第一；2015. 10-2017. 12 购置税减征，政策刺激力度下降，但 2016 年更加抗跌；2) 新能源补贴：2019 年逐步开启的新能源行情，从而带来了乘用车销量的结构性变化。



图14: 乘用车指数与沪深300指数复盘



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

两次政策利好推动了 SUV 和新能源车渗透率的提升，推动了汽车行业指数的好表现，也成就了多家主机厂取得优秀的股价表现。

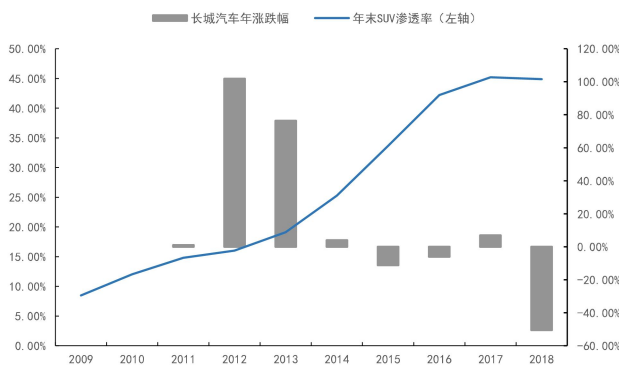
1) SUV 在 2010 年之前渗透率在 10% 以下，2010 年行业跨越 10% 的渗透率水平，哈弗品牌维持 10% 左右的市占率且在 2012、2013 年提升至 13%；在 SUV 渗透率提升的过程中，哈弗品牌市占率同时提升，得益于品牌力与市占率的持续提升，长城汽车在 2012、2013 年实现涨幅 102%、76%；

图15: SUV 渗透率复盘：第一阶段突破 10%



资料来源: Wind, Marklines, 国信证券经济研究所整理

图16: SUV 渗透率提升第一阶段长城汽车股价涨跌幅



资料来源: Wind, Marklines, 国信证券经济研究所整理

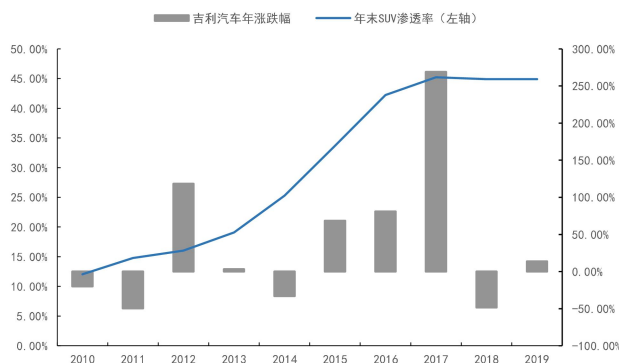
2) SUV 渗透率提升行情第二波来自于渗透率从 20%-40% 继续提升的过程中，2014-2017 年 SUV 渗透率从 21% 提升至 41%；2016 年公司 SUV 市占率开始提升，2016-2018 年市占率分别为 3%/6%/9%，并在 2018-2023 年维持在 8% 左右的市占率。对应的，2016、2017 年公司当年涨幅达到 81%、269%；

图17: SUV 渗透率复盘: 第二阶段从 20%至 40%以上



资料来源: Wind, Marklines, 国信证券经济研究所整理

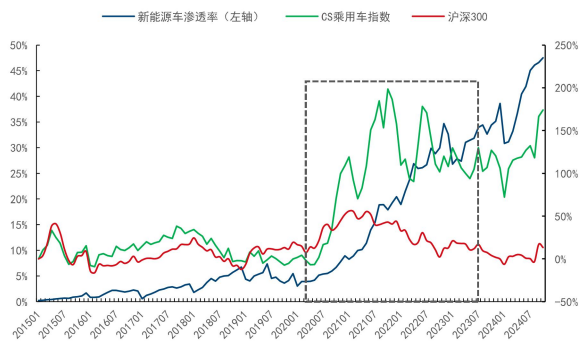
图18: SUV 渗透率提升第二阶段吉利汽车股价涨跌幅



资料来源: Wind, Marklines, 国信证券经济研究所整理

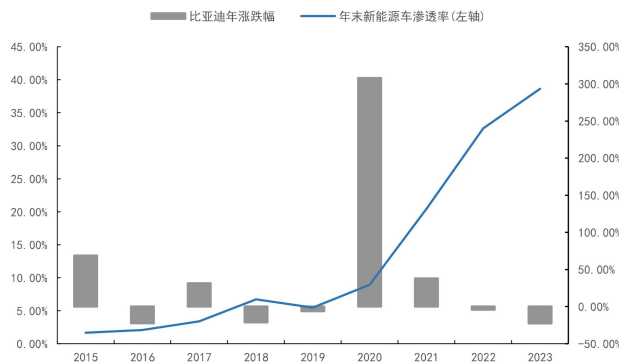
3) 新能源车渗透率在 2020 年以前在 10%以下, 2020 年 12 月为 8.93%, 至 2021 年 12 月提升至 20.44%, 同比+11.51pct, 在新能源乘用车的渗透率快速过程中, 比亚迪的市占率同时提升(2020-2023 年市场份额从 14%提升至 33%), 带动比亚迪在 2020、2021 年持续获得超额收益。

图19: 新能源车渗透率复盘: 2020 之后快速爬升



资料来源: Wind, Marklines, 国信证券经济研究所整理

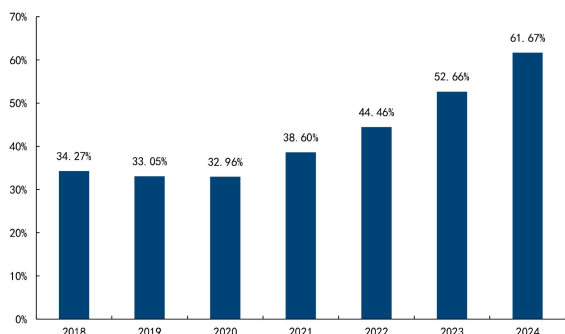
图20: 新能源车渗透率提升阶段比亚迪股价涨跌幅



资料来源: Wind, Marklines, 国信证券经济研究所整理

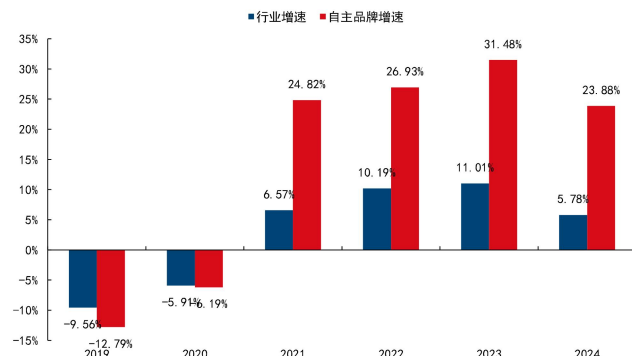
当前乘用车行业正处于自主品牌崛起阶段, 近年自主品牌增速保持对行业增速 15-20pct 的领先。伴随电气化、智能化进程, 自主品牌快速崛起, 国内乘用车市场的自主品牌市占率, 从 2020 年及以前的 33-34%, 一路攀升至 2024 年前 10 月的 61.67%, 预计连续两年保持 8 个百分点以上的提升。2021 年至今, 自主品牌增速整体高于行业增速 15-20 个百分点, 自主品牌崛起浪潮尚未看到衰减态势, 预计未来自主品牌市占率仍将保持快速提升。

图21: 国内乘用车市场近年来自主品牌率



资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

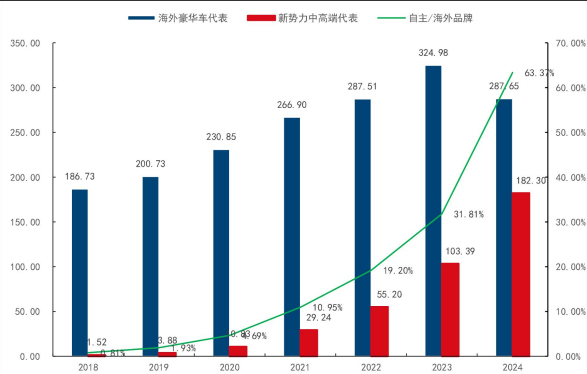
图22: 国内乘用车行业总销量增速与自主品牌销量增速



资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

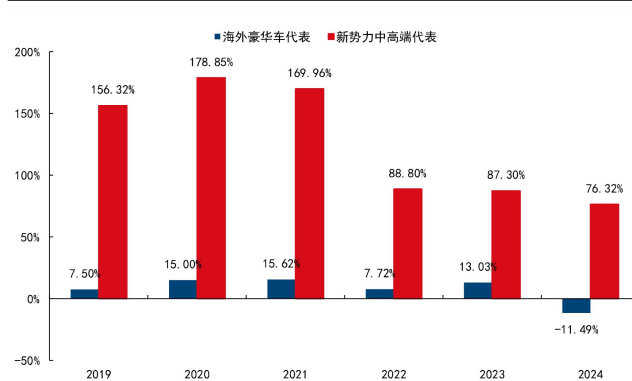
自主品牌崛起在中高端及以上车型表现更为明显, 自主品牌中高端及豪华车型愈发得到市场的认可。选取中高端及以上的代表品牌, 海外品牌选取 BBA、凯迪拉克、特斯拉、路虎、保时捷, 自主品牌选取蔚小理、问界、小米、极氪、腾势、方程豹。海外豪华品牌整体呈现上升趋势, 2019-2023 年保持 10% 左右的正增长, 但是在 2024 年出现下滑的拐点。自主品牌的中高端及以上车型在近几年出现爆发增长, 在较高基数上, 预计 2024 年仍有 75% 以上增长。自主品牌豪华代表与海外豪华品牌代表的销量比呈现加速上升趋势, 2024 年, 比值为 63.37%。在 2024 年以前, 消费升级趋势下, 海外豪华车和自主品牌豪华车均处于正增长, 替代效应不明显; 但随着自主品牌智能化浪潮、自主豪华车产品力提升, 预计 2024 年起, 自主豪华车对海外豪华品牌的替代进入加速阶段, 自主品牌豪华车将持续高速增长。

图23: 国内市场海外豪华品牌与新势力销量对比 (万辆)



资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

图24: 国内市场海外豪华品牌与新势力增速对比



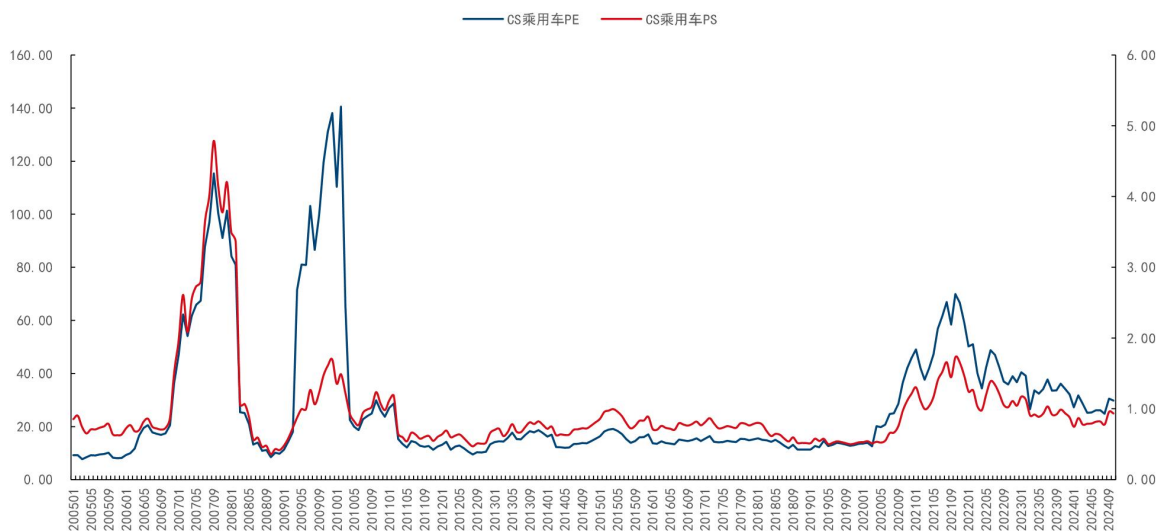
资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

注: 海外豪华品牌代表选取 BBA、凯迪拉克、特斯拉、路虎、保时捷; 新势力中高端代表选取蔚小理、问界、小米、极氪、腾势、方程豹。右图同。

行业整体的估值在电气化初期较高, 当前处于回落蓄势阶段。乘用车行业估值水平在 2010 年之前, 市场整体波动较大的情况, 有剧烈波动。2011-2020 的近十年时间里, 乘用车行业估值较为稳定, PE 在 10-20 倍之间波动, PS 保持在 0.5-1 倍之间; 千人保有量以及 SUV 渗透率的提升, 并未对 A 股乘用车行业有明显的估值提振。2020 年之后, 随着电气化的推进, 乘用车行业整体估值开始上升, 行业

PE 和 PS 在 2021 年 10 月达到高点，分别为 69.94 倍/1.73 倍。目前，乘用车行业的估值水平已经大幅回落，但由于价格战行业盈利能力减弱，目前的估值仍比 2011-2020 年高。当前，市场处于电气化下半程——智能化阶段，乘用车行业有望走出结构性变化。

图25: CS 乘用车 PE/PS 走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

预计 2025 年我国新能源车型销量将超过 1470 万辆，公司有望成为我国自主新能源车销量第二车企。预计 2025 年行业整体新能源车批发销量达 1471.1 万辆，整体增长 24%。预计比亚迪新能源车销量 550 万辆左右，进一步站稳新能源车领军车企地位。公司新能源车销量预计在可观的基数上，进一步高速增长，达到 150 万辆左右，增速超过 65%。长城、长安等自主品牌车企也将保持较高的新能源车销量。

表3: 新能源车型销量预测 (万辆)

品牌	子系列	2023A	2024E	YOY	2025E	YOY
比亚迪	王朝海洋	287.9	405.9	41.0%	513.0	26.4%
	腾势	12.8	12.6	-1.4%	25.0	98.4%
	方程豹	0.6	5.6	885.6%	12.0	113.1%
	仰望	0.0	0.9		0.8	-6.5%
	合计	301.3	425.0	41.1%	550.8	29.6%
吉利	银河	8.3	49.4	491.6%	76.8	55.5%
	极氪	11.9	22.2	87.2%	34.0	53.0%
	其他	28.5	17.2	-39.7%	39.5	129.7%
	合计	48.7	88.8	82.2%	150.3	69.2%
特斯拉	V 标	24.3	26.6	9.5%	21.0	-21.1%
	启源	3.4	14.6	328.0%	20.0	36.7%
	深蓝	12.9	24.4	89.3%	30.0	23.0%
长安	阿维塔	2.6	7.4	187.4%	20.0	171.7%
	合计	43.2	73.0	69.1%	91.0	24.7%
长城	问界	10.4	40.3	289.7%	45.0	11.5%
	智界	0.1	5.8	6347.7%	15.0	158.8%
	理想	37.6	50.1	33.1%	60.0	19.9%
	合计	26.2	32.2	23.0%	41.0	27.4%

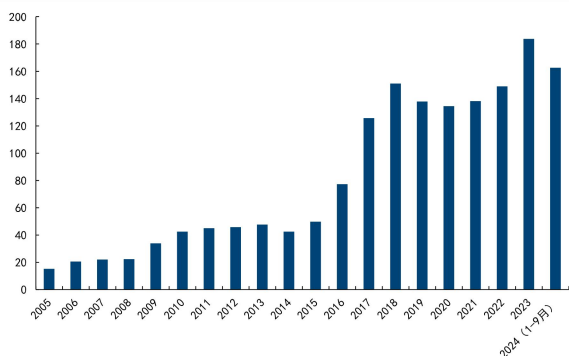
零跑	14.4	29.4	103.7%	45.0	53.2%
小鹏	14.4	19.0	31.9%	45.0	136.7%
奇瑞汽车(除智界)	12.6	52.6	318.6%	55.0	4.6%
蔚来	16.0	22.2	38.7%	25.0	12.6%
小米	0.0	13.5		30.0	122.2%
Aion	48.0	35.3	-26.5%	28.0	-20.7%
智己	3.8	6.5	69.9%	12.0	84.6%
其他	228.9	200.0	-12.6%	178.0	-11.0%
合计	900.3	1185.3	31.7%	1471.1	24.1%

资料来源：中汽协，国信证券经济研究所整理和预测 注：2025年销量为主观预测，非公司指引，仅供参考，具体以公司为准。

## 公司长周期复盘：抓住 SUV 下半程，错失电气化上半程

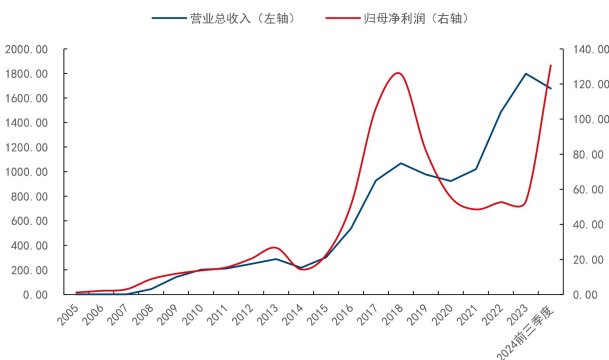
公司在 2014 年之后销量、业绩大幅攀升，但在 2018-2022 年表现平平，2024 年起进入新一轮爆发期。公司作为国内自主品牌先驱，在 2010 年之前，销量、营收、利润均处于稳步增长状态，发展稳健。在 2010-2014 年，SUV 渗透率提升的上半程，公司销量、营收增长迟缓，甚至在 2014 年出现下滑。2014 年后，SUV 渗透率提升的下半段，公司推出博越、帝豪等热销车型，开始进入高速增长；2014 年到 2018 年，公司营收从 218.54 亿元增长至 1068.39 亿元，归母净利润从 14.31 亿元增长至 125.53 亿元。2018 年-2022 年，乘用车新能源转型如火如荼，公司的销量增长停滞，营收和净利润持续承压。2024 年起，随着公司的一系列变革举措，公司进入新一轮高速增长期。

图26: 公司近 20 年全球销量 (万辆)



资料来源：Marklines，国信证券经济研究所整理

图27: 公司近 20 年营收、净利润走势 (亿元)

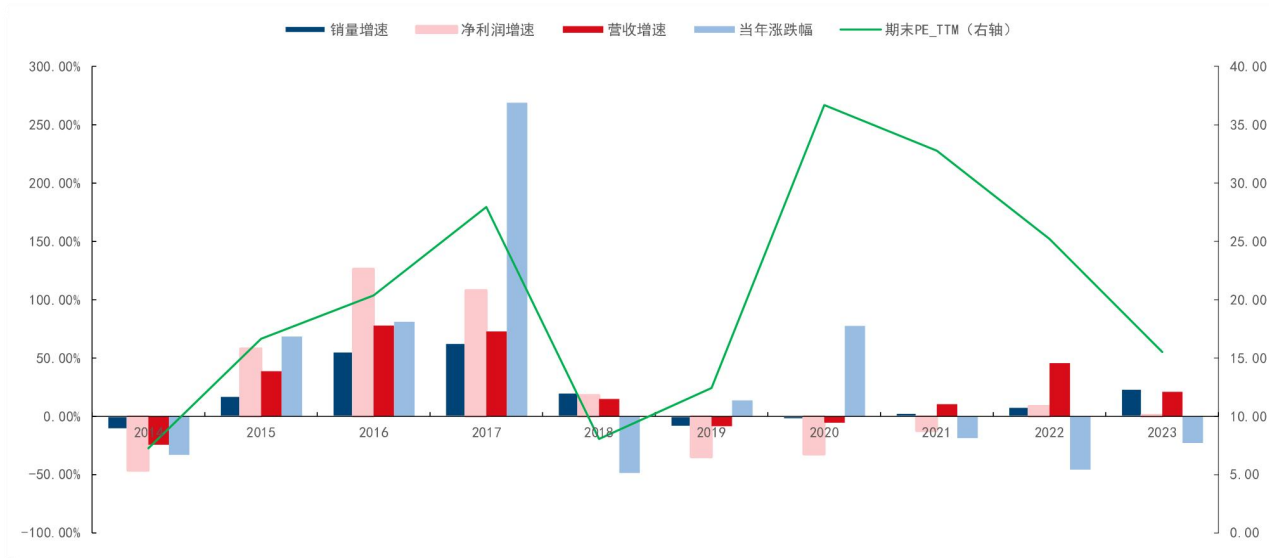


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

过去 10 年，公司在 2017 年二级市场表现最佳，2021-2023 估值与业绩连续下跌。复盘公司过去 10 年业绩增速、股价涨跌幅与估值走势，公司在 2015-2017 年业绩增速、股价表现出色，最大年涨幅在 2017 年，即公司上一轮高速增长的中继阶段。2021-2023 年，公司销量、营收连续增长，净利润保持稳定，但估值连续下跌，导致股价连续下跌，公司处于低估状态。2024 年为公司利润新一轮增长首年，公司估值、股价也从 2024 年下半年起开始修复。



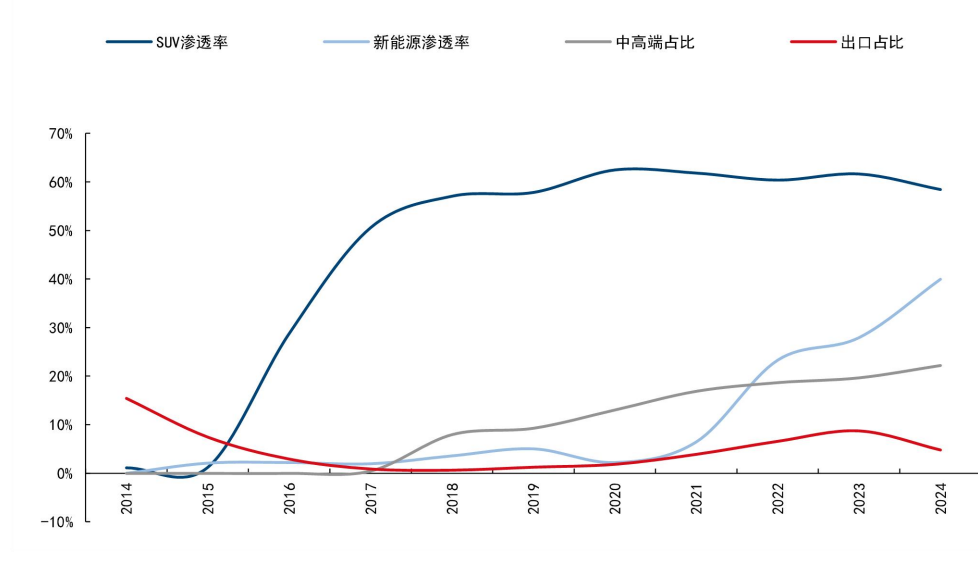
图28: 公司近十年涨跌幅、各项增速与期末 PE 走势



资料来源: Wind, Marklines, 国信证券经济研究所整理

公司车型结构保持均衡，中高端占比稳步提升，新能源渗透率 2022 年起快速提升。公司在 2018 年后，SUV 渗透率保持稳定状态，整体在 60%左右，展现了公司均衡的车型设计能力。2017 年起，随着领克系列以及后续极氪系列的推出，公司中高端车型占比稳步提升，产品结构化升级不断推进。公司电气化节奏相对滞后，新能源渗透率在 2021 年不足 6.5%，2022 起开始提升。

图29: 公司车型销量的 SUV 渗透率/新能源渗透率/中高端占比/出海占比复盘

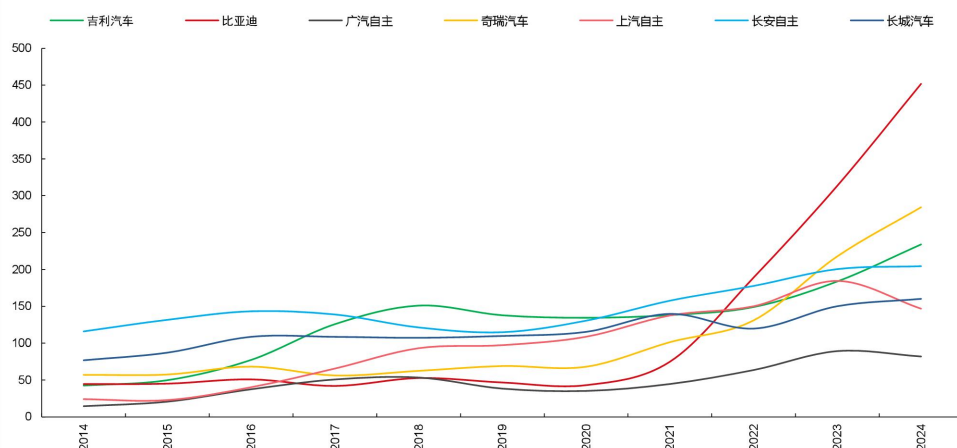


资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

## 自主品牌横评：公司在电气化下半程加速发力

自主车型销量方面，比亚迪在电气化进程中率先发力，成为行业领军企业，公司和传统乘用车车企在总销量趋势上整体保持一致。比亚迪凭借在新能源领域多年沉淀，自主车型销量在 2020 年以后爆发式增长，稳居行业第一；奇瑞凭借发动机优势和出海业务，销量持续上涨，目前新能源车也在加速；公司的自主品牌和长城、长安、上汽自主销量走势相近，尚未拉开明显差距。

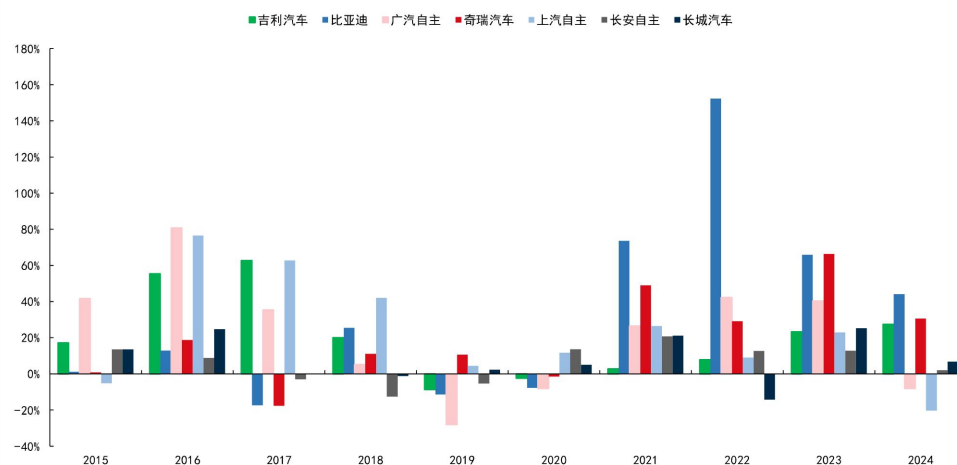
图30: 国内主机厂近十年自主品牌销量走势（万辆）



资料来源：Marklines，国信证券经济研究所整理

销量增速上，公司近几年呈现加速增长。自主品牌近年销量表现，比亚迪同时具备高基数和高增速。考虑销量的二阶导，公司自主品牌销量持续处于加速增长状态，是七家大型主机厂中近三年加速趋势最确定的。

图31: 国内主机厂近十年自主品牌销量增速对比

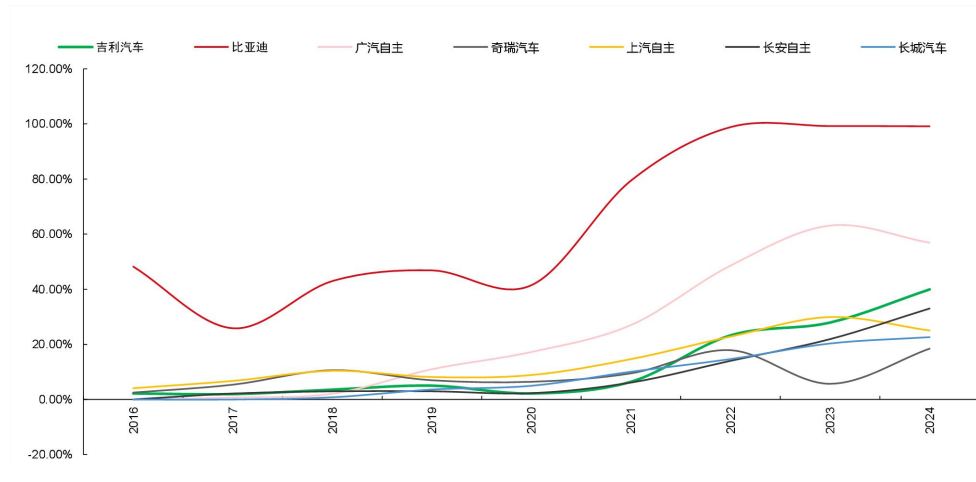


资料来源：Marklines，国信证券经济研究所整理

新能源渗透率上，公司节奏相对滞后，但正在快速追赶。公司新能源渗透率在 2020/2021 年处于七家大型主机厂垫底，但在 2022 年之后加速追赶。2024 年，公

司新能源渗透率 40%左右，低于比亚迪和广汽自主。

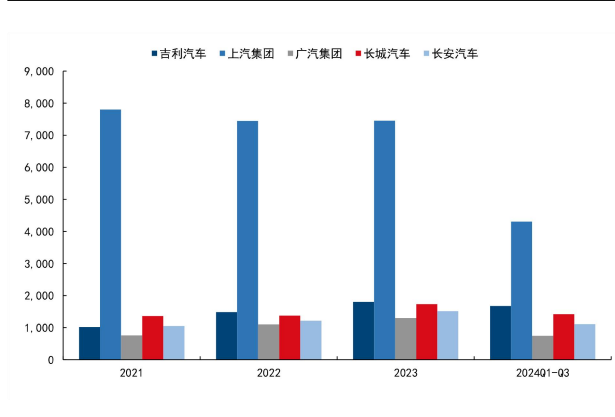
图32: 公司与乘用车大型主机厂新能源渗透率对比



资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

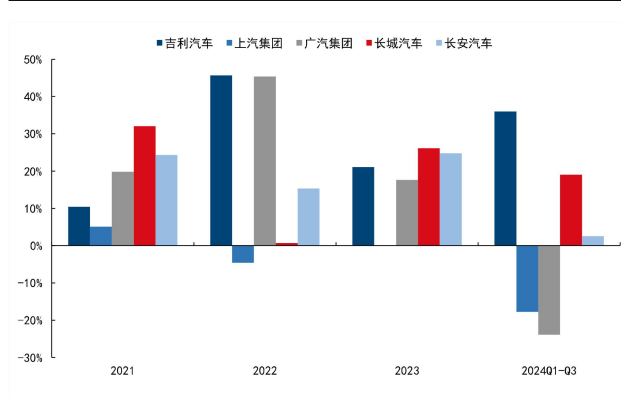
营收方面，公司在传统上市主机厂中，目前营收位列第二，营收增速持续保持在较高水准，并且在 2024 年前三季度营收增速显著领先于可比公司。选取公司、上汽集团、广汽集团、长城汽车、长安汽车五家传统上市主机厂，公司 2024 年前三季度营收 1676.84 亿元，位列第二，但和上汽集团的 4304.82 亿元仍有较大差距；公司的营收增速连续几年保持较高增长，在可比公司中相对突出，2024 年前三季度公司营收增速 36%，显著领先于可比公司，排名第二的长城汽车营收增速为 19.04%。

图33: 传统主机厂营业总收入 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

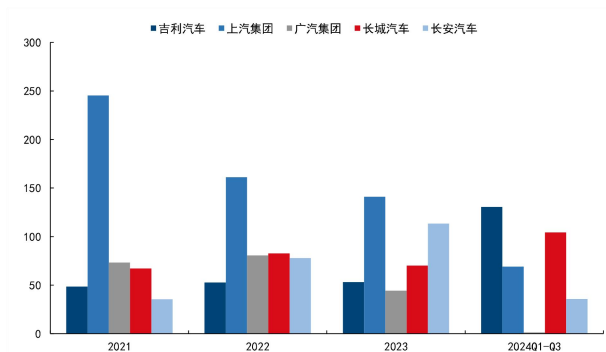
图34: 传统主机厂营业总收入同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

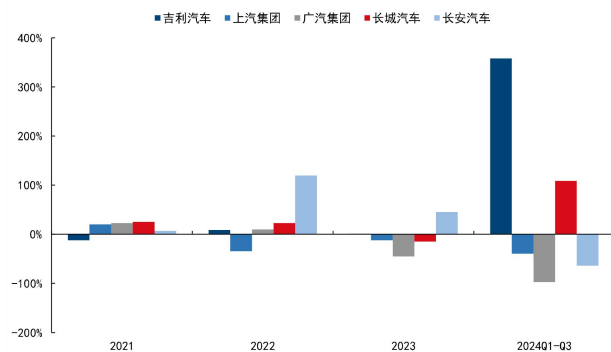
归母净利润方面，公司在五家传统上市主机厂中，从 2021 年的第四位，一路追赶至 2024 年前三季度的第一位，净利润增速更是大幅领先于可比公司。近年来传统主机厂利润端整体表现不佳，但公司实现了利润企稳，并且在 2024 年迎来利润大幅增长。2024 年前三季度，公司归母净利润 130.53 亿元，位列五家传统上市主机厂第一位。净利润增速方面，公司在 2024 年前三季度大幅领先于可比公司，归母净利润增速高达 358%，长城汽车归母净利润同比增长 108.78%，其余三家归母净利润呈现不同程度的下滑。

图35: 传统主机厂归母净利润 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

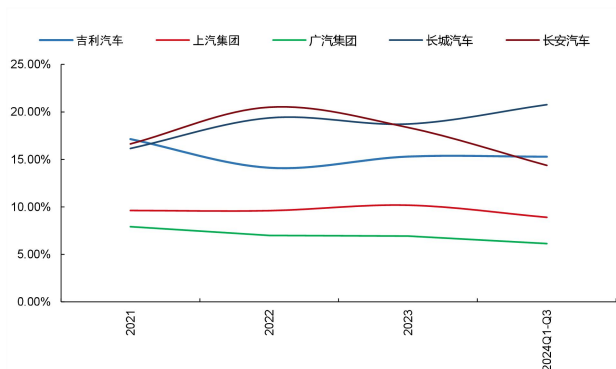
图36: 传统主机厂归母净利润同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

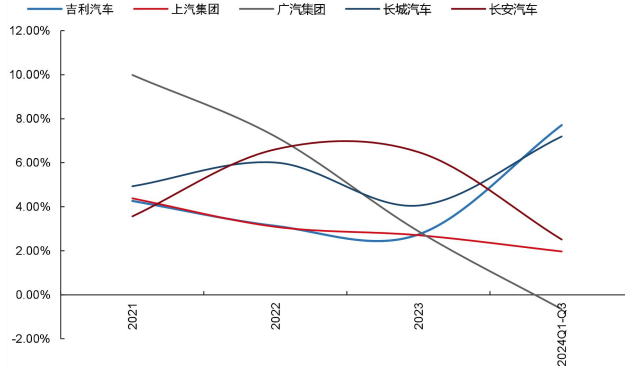
利润率方面, 公司毛利率稳定, 低于长城汽车, 但净利率率大幅提升, 位列可比公司第一位。2024 年前三季度, 长城汽车毛利率达到 20.76%, 公司仅次于长城汽车, 毛利率 15.28%。公司净利率率在 2024 年大幅增长后, 跃升至可比公司第一位, 达到了 7.71%, 长城汽车次之, 为 7.19%。

图37: 传统主机厂销售毛利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图38: 传统主机厂销售净利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

公司处于新一轮高速发展期起始阶段, 预计 2025 年将成为我国第二大新能源车企。从新能源车销量维度看, 比亚迪目前坐稳行业头部位置; 公司在电气化下半程开始发力, 2024 年新能源车销量 89 万辆, 同比增长超 90%。2025 年, 预计公司新能源车销量 150 万辆, 成为仅次于比亚迪的行业第二大自主新能源车企。

表4: 传统主机厂销量及新能源销量预测 (万辆)

	吉利汽车	上汽集团	广汽集团	长安汽车	长城汽车	奇瑞汽车
总销量	217.66	401.3	200.31	268.38	123.33	260.39
YOY	32%	-20.07%	-20.04%	5.12%	0.21%	38.40%
其中: 新能源	88.82	123.41	45.47	73.46	32.18	58.36
2024 YOY	92.00%	9.90%	-17.26%	54.98%	22.82%	232.70%
新能源渗透率	40.81%	30.75%	22.70%	27.37%	26.09%	22.41%
其中: 出口销量	40.39	103.84	—	53.62	45.31	114.46
YOY	53.00%	-14.06%	—	126.82%	43.39%	21.40%
2025E 新能源	150	135	50	91	41	70
YOY	69.00%	9.39%	9.96%	23.88%	27.41%	19.95%

资料来源：公司公告，官方公众号，国信证券经济研究所整理

综上，结合乘用车行业周期、公司发展历史和可比公司横评，可以发现：

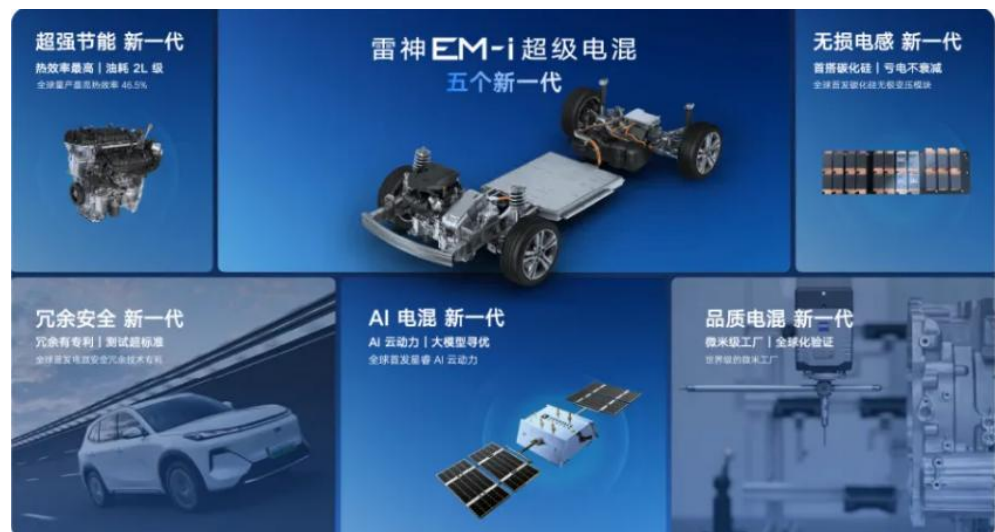
- 1、公司作为自主品牌先行者，具备快速调整、把握行业大趋势的能力；
- 2、公司善于在产业大趋势后半段跟进，SUV 渗透率提升阶段，公司后期发力，业绩、二级市场都获得较大成功；
- 3、公司在电气化下半程开始发力，目前处于新一轮高速增长周期的起始阶段。

公司之所以能够开启新一轮增长，主要因为发生了三大变革：技术突破、管理提升和品牌整合。

### 变革一：技术突破

**雷神 EM-i 电混系统发布。**2024 年 10 月 30 日，吉利汽车集团正式发布了全球新一代超级电混——雷神 EM-i 超级电混，其属于雷神 EM 超级电混技术体系之一，旗下的全新紧凑型 SUV 银河星舰 7 将会首搭。雷神 EM-i 超级电混在节能、安全和品质等多个领域拥有技术创新，带给用户五个“新一代”的全新电混体验，具有超强节能、无损电感、冗余安全、智能 AI 和可靠品质等独特优势

图39：新一代雷神 EM-i 电混平台发布



资料来源：公司官方公众号，国信证券经济研究所整理

**新一代雷神 EM-i 系统热效率高，油耗低至 2.67 升每百公里。**在混动发动机方面，新一代雷神 EM-i 超级电混搭载全新 BHE15 四缸发动机，其最高的热效率可以达到 46.5%，这也是目前全球首发量产的最高热效率。在 CLTC 工况下，搭载雷神 EM-i 超级电混的测试车百公里油耗低至 2.67 升。



图40: 雷神 EM-i 燃油经济性高



资料来源: 电动邦, 国信证券经济研究所整理

**全球首发 11 合一混动电驱。**在电驱方面, 雷神 EM-i 的混动电驱系统是全球首发的 11 合 1 混动电驱系统, 把多种技术高度集成化。其中, 该系统将 P1+P3 电机、P1+P3 电控、SiC 无极升压模块、VCU、TCU、PDU、传动系统、TMS 热管理系统、G-TCS 主动防滑系统高度集成, 不仅节约了空间, 同时提高了传动效率

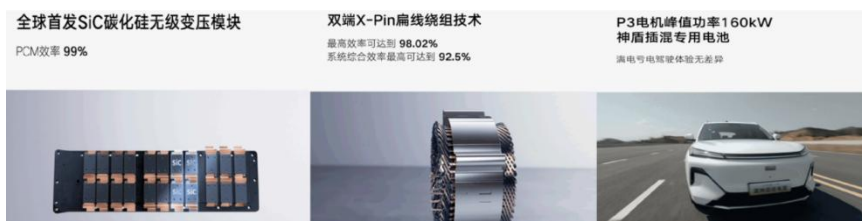
图41: 全球首发 E-DHT 11 合 1 混动电驱



资料来源: 电动邦, 国信证券经济研究所整理

**全球首发碳化硅无级变压模块。**在电感体验方面, 雷神 EM-i 搭载全球首发的 SiC 碳化硅无级变压模块, PCM 效率达到 99%。此外, 其还采用了双端 X-Pin 扁线绕组技术, 最高效率可以达到 98.02%, 系统综合效率最高可以达到 92.5%。同时, 雷神 EM-i 搭载的神盾混插专用电池, P3 电机峰值功率达到 160kW, 使其满电亏电驾驶体验无差异。

图42: 无损电感



资料来源：公司官方公众号，国信证券经济研究所整理

**全球首发车云一体星睿 AI 云动力。**在 AI 应用方面，雷神 EM-i 配有全球首发、车云一体的星睿 AI 云动力。在大算力芯片、GEEA 3.0 电子电气架构和星睿智算中心的支持下，专属 AI 大模型可实现跨域融合实时感知、大数据机器学习、智慧能量管理、智能运动控制和智能云诊断等一系列功能

图43: 全球首发“星睿 AI 云动力”



资料来源：电动邦，国信证券经济研究所整理

**雷神 EM-i 之外，还有雷神 EM-P 超级电混系统。**与雷神 EM-i 相比，雷神 EM-P 更加强调性能。雷神 EM-P 搭载电混专用发动机，可以在提高 30%高热效率的同时降低 40%的系统能耗。同时，深度米勒+涡轮增压技术可以提升 46%的功率和 50%的扭矩。此外，雷神 EM-P 还配有公司自研的智能算法，通过智能能量管理系统来降低 15%+的油耗。进一步的，雷神 EM-P 还拥有 3 挡 DHT 更小的空间和极致的性能。以上技术使其具有毫秒级的动力响应，0-30km/h 加速仅需 1.28s，80-120km/h 加速仅需 3.15s。

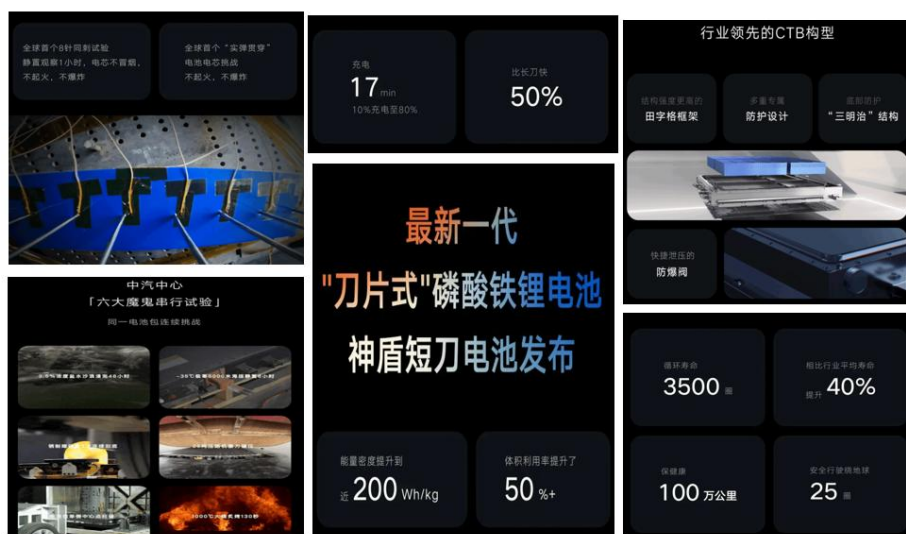
图44: 雷神 EM-P 平台



资料来源：公司官方公众号，国信证券经济研究所整理

自研最新一代“刀片式”磷酸铁锂电池——神盾短刀电池，其能量密度提升到近200Wh/kg，体积利用率提升了50%+。其10%充电至80%仅需17min，比长刀快50%，循环寿命达3500圈，保健康100万公里。此外，其还通过全球首个8根直径5mm钢针同时穿刺和“实弹贯穿”挑战。包括动态海水腐蚀浸泡、高原极寒、高频次刮底、26吨超重往复碾压、单包侧柱碰、烈焰炙烤等在内的6大“魔鬼”串行试验同样被神盾短刀电池通过，展现了其出色的安全性与可靠性。除此之外，被神盾短刀电池还配有行业领先的CTB构型，包括田字格框架、多重防护设计、“三明治”结构和防爆阀等。

图45: 神盾短刀电池



资料来源：吉利 Tech，国信证券经济研究所整理

神盾短刀电池在冬季续航方面具有更加优异的表现。在0度时神盾短刀电池可以保持96.21%的电容量，而长刀电池为90.32%。到零下30度时，神盾短刀电池仍然能保持90.54%的电容量，而此时长刀电池仅为78.96%。这一性能的提升，有效提升了相关车辆在冬季气温低下时的续航能力和用户驾车体验。

图46: 短刀电池冬季续航表现优异

	神盾短刀电池	长刀电池
0°C	96.21%	90.32%
-10°C	95.58%	88.62%
-20°C	93.56%	83.26%
-30°C	90.54%	78.96%

资料来源：吉利 Tech，国信证券经济研究所整理

## 变革二：管理提升

公司与吉利控股集团在 2024 年采取了多轮重要人员变动，进行组织架构调整，尤其在研发端发生了较大变化。2024 年二季度，控股集团成立整合小组，实际控制人李书福坐镇，控股集团总裁安聪慧亲自着手进行“研发整合”。中央研究院和各子品牌背后的智驾、座舱、电子电气架构、电动力、整车平台等团队，以及后端的采购和供应链，都进行了一定程度的调整。原集团副总裁、协同创新中心总经理沈源担任集团 CTO；原极氪副总裁、电子电气架构负责人谢保军离职，其负责板块由极氪副总裁、智能座舱负责人姜军兼管；中央研究院副院长夏欢与亿咖通执行副总裁杜平的岗位进行了互换。

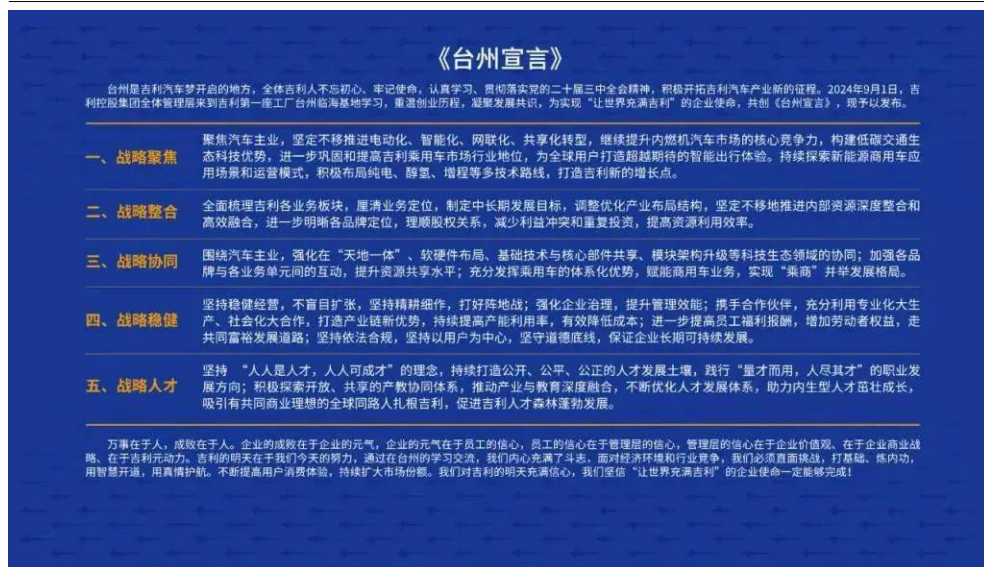
表5: 公司近期重要人事变动

时间	高管	原职务	现职务	涉及板块
2024 年 4 月	娄源发	睿蓝汽车董事长兼 CEO	吉利汽车集团副总裁	睿蓝
2024 年 Q2	沈源	协同创新中心总经理	集团 CTO	研发体系
2024 年 Q2	谢保军	极氪副总裁	离职	电子电气架构
2024 年 Q2	姜军	极氪副总裁	兼管电子电气架构	电子电气架构、智能座舱
2024 年 8 月	夏欢	吉利中央研究院副院长	加入亿咖通	智能座舱
2024 年 8 月	杜平	亿咖通执行副总裁	加入吉利研究院	智能座舱

资料来源：新浪、车家号、36 氪，国信证券经济研究所整理

发布《台州宣言》，进行重大战略调整，聚焦核心汽车业务。2024 年 9 月 20 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。《台州宣言》中，公司及控股集团制定了“战略聚焦、战略整合、战略协同、战略稳健、战略人才”五大战略。《台州宣言》中，聚焦、整合以及协同成为公司未来发展的核心战略思路，公司有望持续聚焦汽车主业、整合现有业务板块、增加内部协同和软硬件协同。

图47: 2024 年 9 月吉利控股集团发布《台州宣言》



资料来源：汽车公社，国信证券经济研究所整理

从《宁波宣言》到《台州宣言》，展现了公司及控股股东对公司进一步发展的强



**烈决心。**吉利控股集团曾于 2007 年发布《宁波宣言》，彼时国内自主乘用车刚刚起步，国内汽车千人保有量尚低，自主品牌乘用车多为广义乘用车，廉价、低质量的标签仍在。吉利发布《宁波宣言》，宣告战略从“价格取胜”转型至“技术领先、质量可靠、服务满意、全面领先”。当前，《台州宣言》的发布，代表着公司近 20 年来的第二次重大转型，展现了公司对未来新一轮高速发展的强烈决心。

图48: 吉利曾于 2007 年发布《宁波宣言》



资料来源：汽车公社，国信证券经济研究所整理

### 变革三：品牌整合

《台州宣言》落地，品牌整合正式开启，吉利几何并入吉利银河。10月9日，吉利星愿的上市发布会上，吉利汽车集团 CEO 淦家阅宣布几何正式并入银河品牌，以 GEOME 作为银河系列中的“智能精品小车系列”推向市场。渠道端，几何原车型将和星愿、星舰 7 等进入吉利银河 B 网销售。

图49: 几何正式并入吉利银河



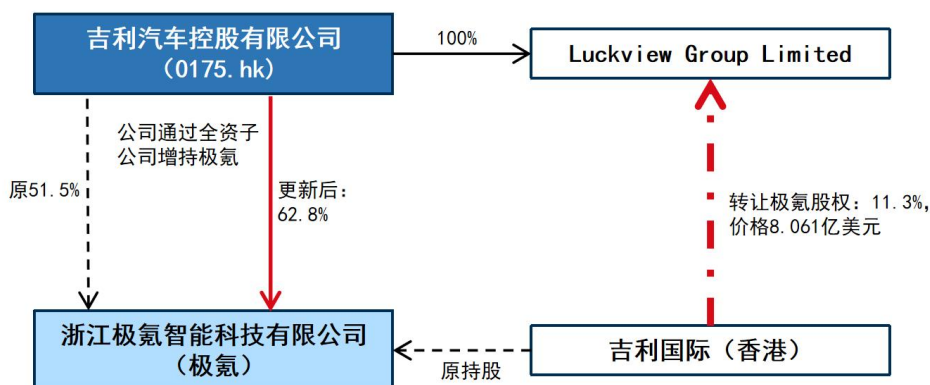
资料来源：IT之家，国信证券经济研究所整理

**公司增持极氪股权，集团在资本端进行聚焦，进一步凸显公司在吉利体系内的核心价值。**2024 年 11 月，公司及控股集团宣布，公司通过全资子公司 Luckview 从



吉利国际（香港）旗下收购极氪股权的 11.3%，作价 8.061 亿美元。收购完成后，公司持有极氪的股权从 51.5% 提升至 62.8%，这代表着吉利系旗下的资源，进一步向公司聚焦。同时，公司与极氪也公告，极氪收购领克股权。

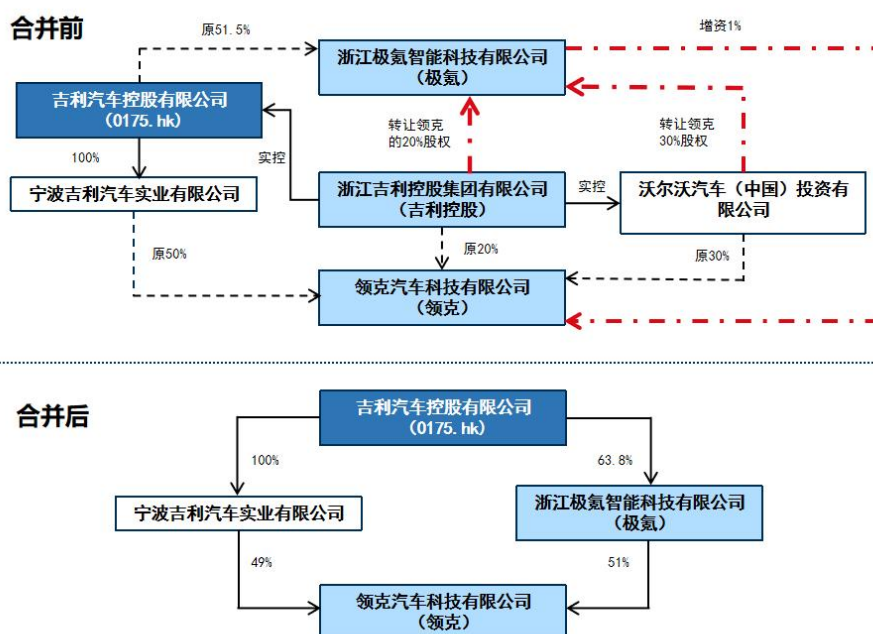
图50: 公司增持极氪股权



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

极氪收购领克股权，实现两大重要品牌的合并，后续也将推动两大品牌在业务端的整合、协同。极氪分别以 36 亿元和 54 亿元人民币从吉利控股集团、沃尔沃汽车（中国）收购领克汽车股权的 20%/30%，后续又增资 1%。股权调整后，极氪持有领克 51% 股权，成为控股股东，公司的全资子公司宁波吉利汽车实业有限公司持有领克另外的 49% 股权。

图51: 极氪控股领克



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

极氪领克进行业务端的整合、协同，减少成本、进一步做大市场。极氪和领克将进行业务端的整合。整合后，极氪品牌定位高端，领克定位在中高端，进行有效协同，减少内部摩擦成本。同时，二者会在平台、座舱、渠道等领域进行整合协同，进一步提升运行效率，彼此赋能。极氪车型有望进入领克的现有渠道销售，届时，极氪将会以更高的效率、更低的成本打开下沉市场。目前领克总渠道已经覆盖 262 个城市，门店超过 430 家，其中领克新能源零售中心已经落地 140 家。

图52: 领克总渠道情况



资料来源：领克官方公众号，国信证券经济研究所整理

## 增长驱动力：银河、极氪强新品周期，燃油车受益自主替代和出海

### 强产品力叠加强产品周期，银河或成公司增量主力军

新版银河系列车型搭载公司旗下 GEA 平台，GEA 是目前公司最新推出的智能新能源架构，具备“硬件、系统、生态、AI”四位一体的特点。GEA 全球智能新能源架构是全球首个“硬件、系统、生态、AI”四位一体的 AI 智能架构，实现了空间设计、智能能源、全域安全、AI 智能、驾控性能五大不设限。同时，作为全球新能源带宽最大的智能架构，它实现了全面电动化，支持纯电、混动、增程、绿色甲醇等全能源形式。在 GEA 架构体系中，AI 不仅支持开发设计、虚拟仿真、调校和训练，也融入全新一代电子电气架构、车规级芯片和操作系统中，让吉利成为行业首个具备“用 AI 架构造 AI 汽车”全体系能力的车企。

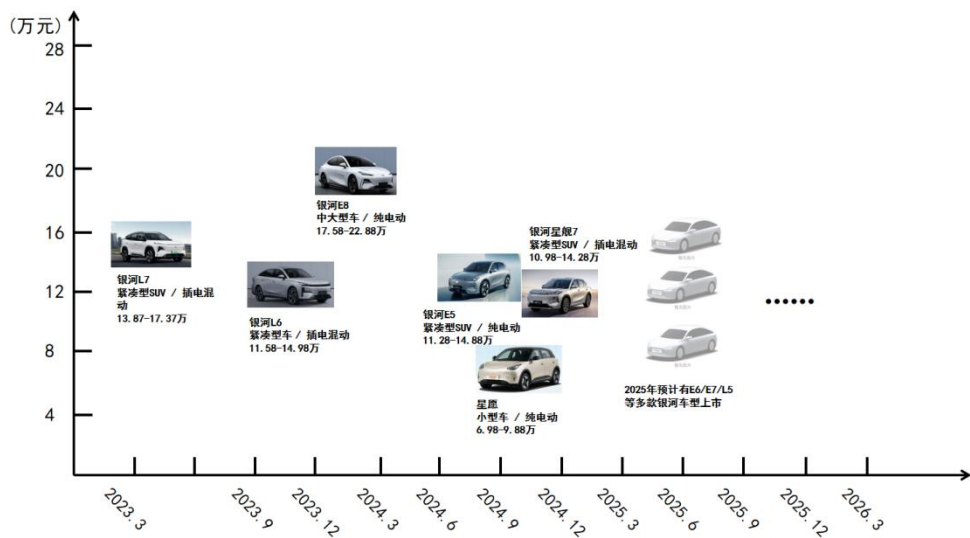
图53: GEA 平台特点



资料来源: 吉利 Tech, 国信证券经济研究所整理

银河的产品矩阵，整体可以按 A/B 网分为字母系列和 B 网产品。A 网销售字母系列，包括 L7/L6/E8/E5 等；B 网销售星愿、星舰 7，以及部分门店销售吉利熊猫系列，其中星愿、熊猫在公司官网也放在了吉利主品牌序列，后续几何相关产品也将并入 B 网销售。银河系列主力车型布局在 A 级家用车，银河 L6 为 A 级轿车，银河 L7、银河 E5、星舰 7 为 A 级 SUV；B 网在售车型也下沉至 A0、A00 级纯电市场，星愿为 A0 级小型车，熊猫为 A00 级微型车，后续几何将聚焦打造精品小车。

图54: 银河系列产品节奏



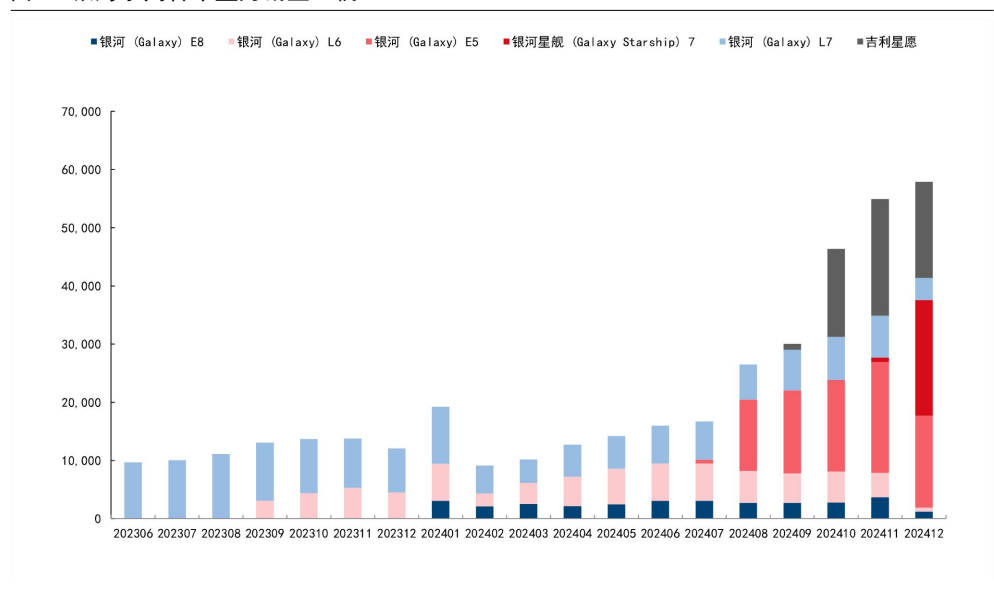
资料来源: 太平洋汽车, 国信证券经济研究所整理

银河系列车型深受市场认可，新车一经发布即可获得不俗销量，已有车型也能保持稳定月销。目前银河系列车型中，L7/L6/E8 相对发布时间较早；L6/L7 作为 2023 年发布的车型，在 2024 年依然保持着稳定且良好的销量，二者合计稳态月销量约 1.25 万辆；E8 是银河系列目前最贵的车型，定位 C 级轿车，面对激烈竞争仍有近

3000 辆的稳态月销。银河系列在 2024 年发布的三款主力新品——E5/星愿/星舰 7，在发布后都取得了优秀的反响；E5 和星愿都在发布后的第二个月立即上量，达到约 1.5 万稳态月销；星舰 7 更是取得了上市 13 天就达到交付过万辆的好成绩。此外，吉利熊猫也在部分银河 B 网门店销售，稳态月销在 1 万以上。

**银河系列新品周期强势，2024 年新发售爆款车型有望在 2025 年贡献完成年度销量，2025 年另有多款新品上市。**当前月销最高的 E5、星愿、星舰 7 在 2025 年预计有非常出色的全年销量。此外，银河系列在 2025 年将会有 E6/E7/L5 等多款新品车型上市，有望持续打造热销新品。

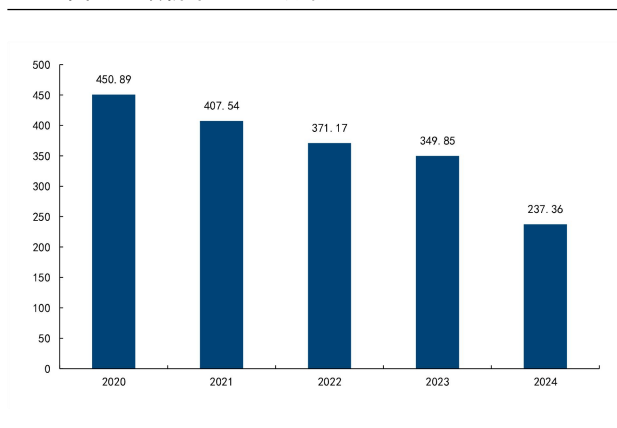
图55: 银河系列各车型月销量（辆）



资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

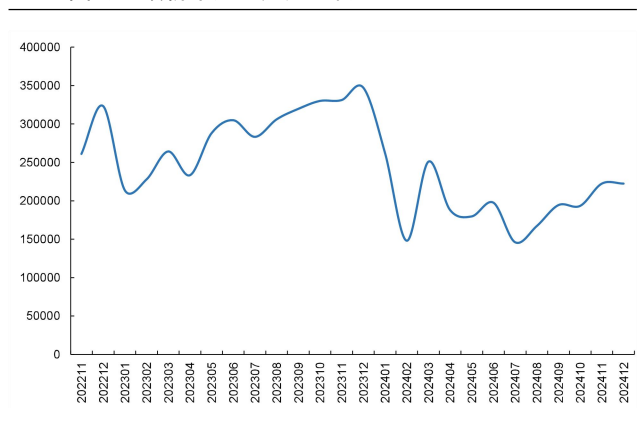
**银河系列当前主要布局在 A 级轿车和 A 级 SUV 主流赛道，目前 E5/L6/L7/星舰 7 四款车型属于这个赛道。**国内 A 级轿车市场从年销辆上看，规模在持续缩减，但是进入 2024 年后，月销量开始企稳，市场规模有望稳定在 200 万辆一年。国内 A 级 SUV 市场过去逐年稳步微增，2024 年上半年月销较过往明显下滑，但是从下半年起迅速恢复，预计 A 级 SUV 市场有望维持在 500 万辆一年。

图56: 国内 A 级轿车销量（万辆）



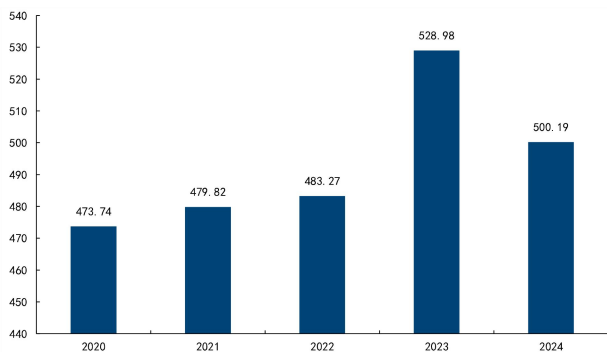
资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

图57: 国内 A 级轿车月销走势（辆）



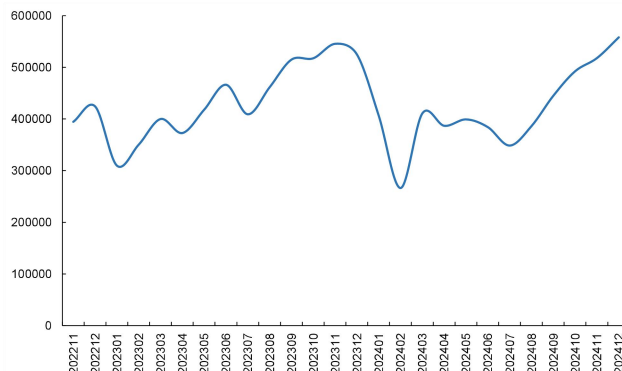
资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

图58: 国内 A 级 SUV 销量 (万辆)



资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

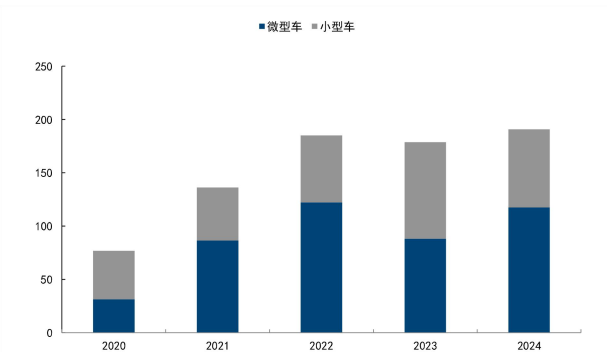
图59: 国内 A 级 SUV 月销走势 (辆)



资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

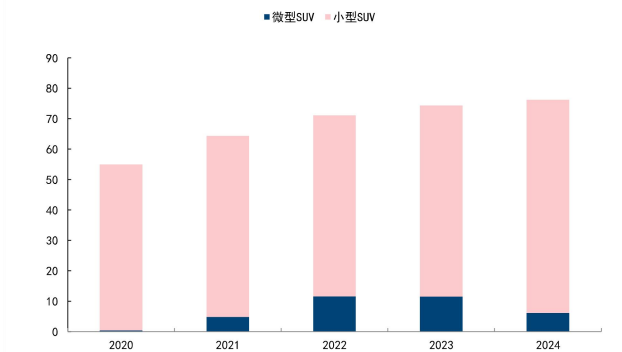
银河系列也布局小微车市场, 星愿、后续的几何相关车型, 以及吉利熊猫, 处于这个赛道。A0/A00 级小微型车市场规模在 2022 年之前有明显上涨, 2022 年之后, 主流新能源产品价格下沉, 小微型车市场保持稳定, 2022 年市场规模达到 182 万辆, 2024 年补贴刺激下, 规模达到 190 万辆。小微型 SUV 市场规模较小, 主要是以 A0 级小型 SUV 为主, 市场由少数单品构成, 2024 年规模达到 70 万以上。

图60: 国内小/微型车销量 (万辆)



资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

图61: 国内小/微型 SUV 销量 (万辆)

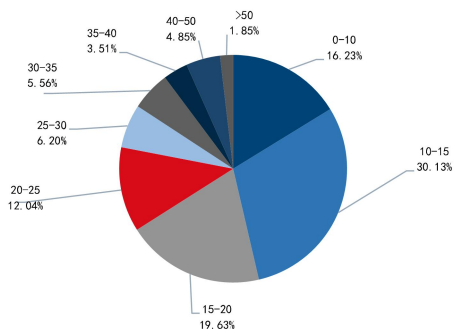


资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

银河系列主打 20 万以下主流价格带, 核心车型集中在 10-20 万之间, 2024 年下半年以来, 银河系列的市占率持续提升。20 万元以下是我国乘用车消费的主流价格区间, 根据 2024 年 1-11 月终端销售数据, 20 万元以下车型占比约为 66%。其中, 10-20 万价格带约占 50%, 更是重中之重。主流价格带车型众多, 竞争激烈, 银河系列作为公司冲击主流价格带的主力新能源车型, 市占率持续提升, 展现了强大的产品力。银河系列 (含星愿、不含熊猫) 在 20 万元以下价格带的销量占比从 2024 年 1 月的不足 1%, 提升至 2024 年 11 月的 2.95%。2024 年 12 月, 随着银河系列重磅车型星舰 7 的发布, 银河系列市占率在上台阶。

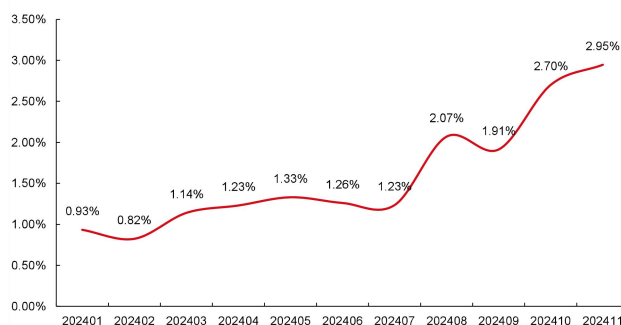


图62: 2024年1-11月乘用车终端销量价格分布



资料来源: 佐思汽研, 国信证券经济研究所整理

图63: 2024年1-11月银河在20万以下占比(含星愿)



资料来源: 佐思汽研, 国信证券经济研究所整理

银河 E5 是吉利银河系列旗下的首款 SUV, 同时其也是吉利 GEA 新能源架构下的首款车型。银河 E5 采用吉利自研自产的新一代“刀片式”磷酸铁锂电池——神盾短刀电池, 最低百公里电耗 11.9kWh, CLTC 工况续航里程 440km/530km。与竞争对手 AION Y 相比, 银河 E5 具有较高的智能化配置和动态表现; 与元 PLUS 相比, 星愿属性接近, 但在价格和动态性能上略微胜出; 和宋 PLUS 相比, 有较好的自动泊车入位功能和价格优势。

表6: 银河 E5 与竞品参数对比

	银河 E5 2024 款 530km 旗舰版	AION Y 2024 款 Younger 星耀版	AION Y 元 PLUS 2024 款 版 510KM 卓越型	荣耀宋 PLUS EV 2024 款 耀版 旗舰型
定位	紧凑型 SUV	紧凑型 SUV	紧凑型 SUV	紧凑型 SUV
厂家指导价格(万元)	14.58 万	11.68 万	14.78 万	16.98 万
长 x 宽 x 高(mm)	4615x1901x1670	4535x1870x1650	4455x1875x1615	4785x1890x1660
官方百公里加速时间(s)	6.9	-	7.3	-
电池类型	磷酸铁锂电池	磷酸铁锂电池	磷酸铁锂电池	磷酸铁锂电池
电池特殊技术	神盾短刀电池	弹匣电池	刀片电池	刀片电池
电池能量(kWh)	60.22	49.75	60.48	71.8
纯电续航里程(km) CLTC	530	430	-	520
电动机	纯电动 218 马力	纯电动 136 马力	纯电动 204 马力	纯电动 204 马力
主动刹车	标配	-	标配	标配
车身稳定系统(ESP/DSC 等)	标配	标配	标配	标配
车道保持辅助系统	标配	-	标配	标配
车载智能系统	Flyme Auto	ADiGO	DiLink	DiLink
车载智能芯片	龍鷹一号	高通骁龙 6125	-	-
超声波雷达数量(个)	12	3	12	6
自动泊车入位	标配	-	标配	-
辅助驾驶级别	L2 级	-	L2 级	L2 级
最高车速(km/h)	180	130	160	175
电动机最大功率(kW)	160(218Ps)	100(136Ps)	150(204Ps)	150(204Ps)
电动机最大扭矩(N·m)	320	176	310	310

资料来源: 汽车之家, 国信证券经济研究所整理

吉利星愿定位为纯电小型车, 同时也是吉利银河系列的首款 A0 级纯电小车。吉利星愿搭载宁德时代磷酸铁锂电池, 采用 CTP 无模组电池包, CLTC 续航里程为 310km 与 410km。此外, 星愿采用了全新的设计语言, 前脸的封闭式格栅搭配两侧类似圆角多边形的大灯组以及下方两侧双 C 字形导流槽, 增强了运动属性。整体配色和内饰为时尚风格, 吸引年轻用户。

图64: 吉利星愿的外观、内饰、空间



资料来源: 吉利银河新能源公众号, 国信证券经济研究所整理

星愿具备 A0 级别中较高的动态表现和智能化配置。与比亚迪海鸥、五菱缤果相比, 星愿搭载主动安全系统和车道偏离辅助, 电驱动功率、扭矩更强, 且尺寸空间优于二者; 与比亚迪海豚相比, 星愿智能化配置更好, 在尺寸近似的情况下, 价格更低。

表7: 星愿与竞品参数对比

	星愿 2025 款 UP 410km 探索+版	海鸥 2025 款 405KM 飞翔版	五菱缤果 2024 款 410KM 灵犀尊享款	海豚 2025 款 420KM 时尚版
定位	小型车	小型车	小型车	小型车
厂家指导价格(万元)	9.88 万	8.58 万	8.48 万	11.38 万
长 x 宽 x 高(mm)	4135x1805x1570	3780x1715x1540	3950x1708x1580	4125x1770x1570
电池类型	磷酸铁锂电池	磷酸铁锂电池	磷酸铁锂电池	磷酸铁锂电池
电池特殊技术	-	刀片电池	-	刀片电池
电池能量(kWh)	40.16	38.88	37.9	44.9
纯电续航里程(km) CLTC	410	405	410	-
电动机	纯电动 116 马力	纯电动 75 马力	纯电动 68 马力	纯电动 95 马力
主动刹车	标配	-	-	-
车身稳定系统(ESP/DSC 等)	标配	标配	标配	标配
车道保持辅助系统	标配	-	-	-
车载智能系统	Flyme Auto	DiLink	Ling OS	DiLink
超声波雷达数量(个)	3	3	2	5
最高车速(km/h)	135	130	130	150
电动机最大功率(kW)	85 (116Ps)	55 (75Ps)	50 (68Ps)	70 (95Ps)
电动机最大扭矩(N·m)	150	135	125	180

资料来源: 汽车之家, 国信证券经济研究所整理

星舰 7 于 2024 年 12 月 6 日发布, 定位紧凑型插混 SUV, 售价 9.98 万元至 13.28 万元。其外观设计简约而不失科技感, 圆润的车身线条和贯穿式前日行灯, 使得整车看起来非常大气且富有未来感, 共有初雪白、映天蓝、烟波灰、流月银、拂柳绿、墨彩黑等六种颜色选择。在内饰方面, 同样具有秋韵棕和映雪白两种颜色

选择。车身尺寸方面，星舰 7 的长度超过了四米七，轴距为 2755mm。内部空间也足以满足家庭出行需求，包括后排的超大空间、34 处储物空间、双层灵动后备厢等。星舰 7 在 2024 年 12 月单月销量超 2 万辆。

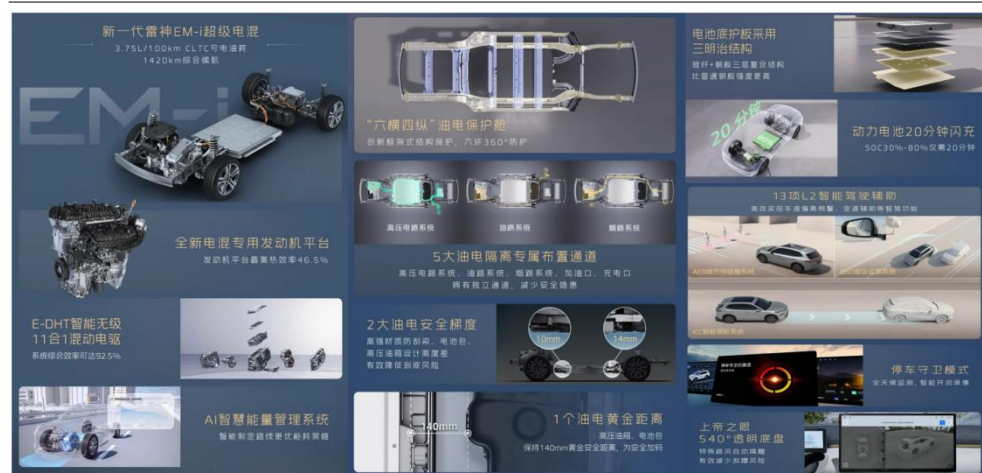
图65: 吉利星舰 7 的外观、内饰、空间



资料来源: 吉利银河新能源公众号, 国信证券经济研究所整理

星舰 7 首次搭载了新一代雷神 EM-i 系统。星舰 7 得以实现了新一代雷神 EM-i 的“节能、无损电感、冗余安全、智能 AI 和可靠品质”几大特点。在安全性配置方面，星舰 7 具有“六横四纵”油点保护仓、5 大油点隔离专属布置通道、三明治结构电池底护板等。在科技属性配置方面，星舰 7 具有 13 项 L2 智能驾驶辅助、停车守卫模式、上帝之眼 540 度透明底盘等。

图66: 吉利星舰 7 的外观、内饰、空间



资料来源: 吉利银河新能源公众号, 国信证券经济研究所整理

星舰 7 的性价比在同级别竞品中具备优势。尺寸方面，星舰 7 相比竞品更宽更高，空间更大；动态表现上，具备同级较好的加速和马力。星舰 7 搭载的雷神 EM-i 系统，百公里亏电油耗仅为 3.75 升（CLTC 工况），燃油经济性优秀。同时，9.98 万-13.28 万的售价，使得星舰 7 在 A 级新能源 SUV 中性价比突出。

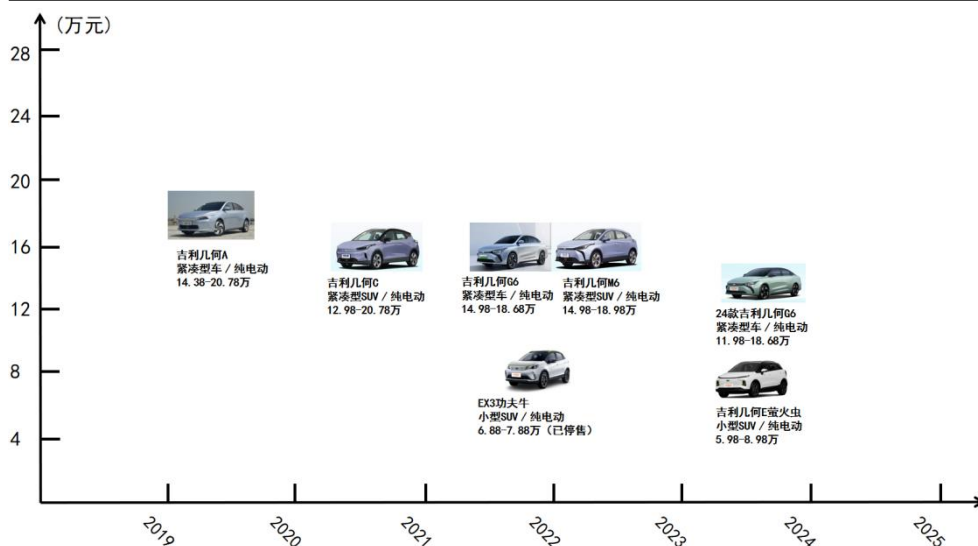
表8: 星舰 7 与竞品参数对比

	银河星舰 7 EM-i 2025 款 120KM 领航版	宋 PLUS DM 2025 款 DM-i 160KM 旗舰型	宋 Pro DM 2025 款 二代 DM-i 115KM 卓越型	长安 UNI-Z PHEV 2024 款 蓝鲸智电 iDD 125KM 卓越型
定位	紧凑型 SUV	紧凑型 SUV	紧凑型 SUV	紧凑型 SUV
厂家指导价格(万元)	13.28 万	16.28 万	14.28 万	13.19 万
长 x 宽 x 高(mm)	4740x1905x1685	4775x1890x1670	4735x1860x1710	4730x1890x1660
官方百公里加速时间(s)	7.5	7.9	8.5	7.4
电池类型	磷酸铁锂电池	磷酸铁锂电池	磷酸铁锂电池	磷酸铁锂电池
电池特殊技术	神盾电池	刀片电池	刀片电池	金钟罩电池
电池能量(kWh)	19.09	26.6	18.3	18.4
纯电续航里程(km)CLTC	120	160	115	125
电动机	插电式混合动力 218 马力	插电式混合动力 218 马力	插电式混动 163 马力	插电式混动 215 马力
主动刹车	标配	标配	标配	标配
车身稳定系统(ESP/DSC 等)	标配	标配	标配	标配
车道保持辅助系统	标配	标配	标配	标配
车载智能系统	Flyme Auto	DiLink	DiLink	OnStyle
车载智能芯片	-	-	-	-
超声波雷达数量(个)	5	6	6	12
自动泊车入位	-	-	-	标配
辅助驾驶级别	L2 级	L2 级	L2 级	L2 级
最高车速(km/h)	180	180	180	180
电动机最大功率(kW)	160(218Ps)	160(218Ps)	120(163Ps)	158(215Ps)
电动机最大扭矩(N·m)	262	260	210	330

资料来源: 汽车之家, 国信证券经济研究所整理

几何系列成立较早, 深耕纯电车型, 并入银河之前原有多款车型。几何系列首款车型为几何 A, 定位 A 级纯电轿车; 后续几何陆续推出了纯电 A 级 SUV 车型几何 C、几何 M6, 纯电 A 级轿车几何 G6, 纯电 A0 级 SUV 几何 EX3 和几何 E。

图67: 几何车型产品矩阵

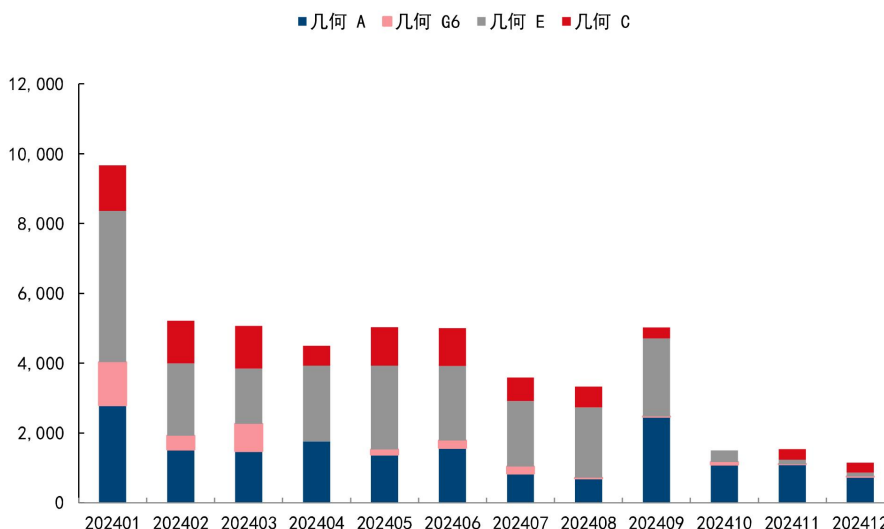


资料来源: 太平洋汽车, 国信证券经济研究所整理

几何合并之前, 整体月销稳态不足 6000 辆, 主要依靠几何 E 和几何 A 两款车型。随着几何并入银河系列, 几何原车型预计逐渐退出。几何系列相关平台、车型预计经过迭代后, 以全新面貌进入市场, 主打小微型市场。



图68: 几何旗下车型近期销量（辆）



资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

## 极氪持续推动公司高端化，品类、渠道双双扩张

极氪品牌诞生于领克系列，定位为高端新能源品牌，极氪的产品以性能轿车和MPV为市场熟知，目前正在积极进入更广阔的SUV市场。极氪作为高端品牌，品牌形象已经获得消费者的认知，旗下极氪001FR、极氪009光辉版两款产品定价在70万元人民币以上。

**轿车:** 2021年，极氪首款车型极氪001，定位C级轿车，一经发布广受好评；2023年底，第二款轿车极氪007发布，定位B级三厢轿车，两款轿车产品都具备优秀的动态性能、机械素质和三电配置。

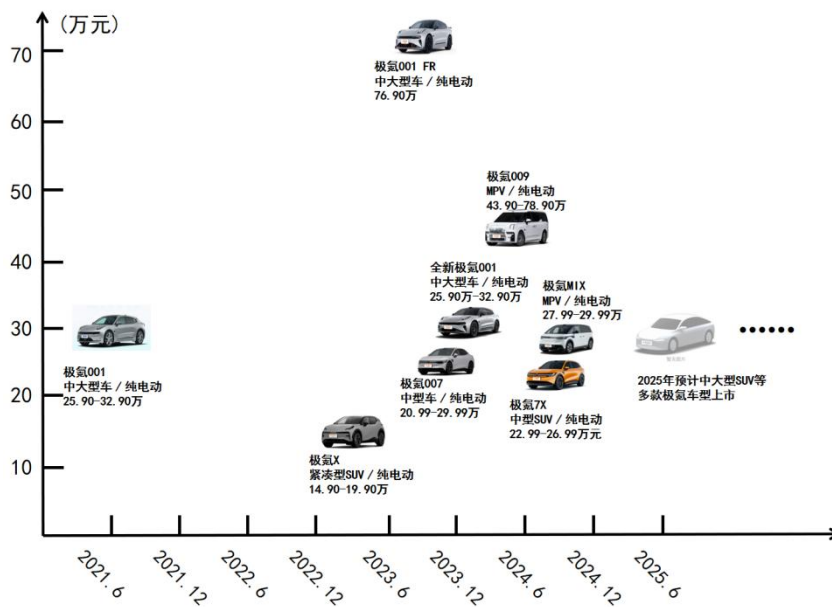
**MPV:** 极氪的MPV产品为高端MPV极氪009，和发布不久的极氪MIX，极氪009成为目前国内纯电高端MPV代表产品；极氪009于2022年底正式发布，并于2024年中改款；极氪MIX于2024年四季度发布。

**SUV:** 极氪在2023年上半年推出A级SUV极氪X，试水SUV市场，但极氪X市场表现一般；2024年下半年，B级纯电SUV极氪7X发布，市场表现优异，公司在SUV市场正式发力。

2025年，极氪将进一步在SUV领域发力，推出中大型SUV等产品，有望打开更广阔的市场空间。



图69: 极氪车型产品节奏



资料来源: 太平洋汽车, 国信证券经济研究所整理

极氪依托于 SEA 浩瀚架构打造。SEA 浩瀚平台发布于 2020 年 9 月 23 日, 当时领克品牌在 SEA 架构下设计了首款纯电豪华轿跑概念车——领克 ZERO concept, 原计划 2021 年量产上市。后来基于 SEA 诞生了极氪首款车型——极氪 001, 并逐渐形成极氪系列。

图70: 极氪 001 原型——领克 ZERO concept



资料来源: 电动湃, 国信证券经济研究所整理

SEA 平台具备三层架构, 适配 A-E 级全尺寸全类型乘用车。SEA 浩瀚架构是以用户出行体验为核心的纯电原创架构, 以硬件层、系统层和生态层构建三位一体的立体化布局, 拥有全球最大带宽, 实现了从 A 级车到 E 级车的全尺寸覆盖, 可以满足轿车、SUV、MPV、小型城市车、跑车、皮卡及未来出行车辆等全部造型需求。同时, 浩瀚架构是全球最高效的智能电动汽车解决方案, 重新定义软件汽车的研究

发周期，将软件开发的时间缩短 50%以上，也是全球最高效的智能电动汽车解决方案。

图71: SEA 浩瀚架构



资料来源：电动湃，国信证券经济研究所整理

极氪当前的智驾系统为自研的浩瀚智驾 2.0 系统。2024 年 8 月，伴随 2025 款极氪 001 和 2025 款极氪 007 的发布，极氪顺势推出了浩瀚智驾 2.0。在算力高达 508 TOPS 的顶级智能驾驶硬件双 NVIDIA DRIVE Orin-X 芯片支持下，浩瀚智驾 2.0 具备一系列高端技术与功能，其中包括全场景端到端大模型、LCC+增强版车道居中辅助、NQP 高速自主领航辅助、NQP 城市自主领航辅助通勤模式、全能的智能泊车等，带给用户全新舒适的驾驶体验。

图72: 浩瀚智驾 2.0 系统



资料来源：极氪公众号，国信证券经济研究所整理

极氪的三电技术来源于其旗下公司威睿。威睿研发的三电技术具有充放电快、加速快和补能快的优势。在充放电方面，其拥有 800V 第二代金砖电池，是全球量产充电最快的动力电池，10%-80%SOC 仅需 10.5min。在加速方面，其搭载 800V 高性能 SiC 四电机分布式电驱，其性能刷新了全球记录。在补能方面，其拥有 800A 极速液冷充电桩-HPC-V3 和液冷超级充电平台-GPC-G1，充电效率全球第一。

图73: 威睿能源三电技术储备



资料来源: 威睿能源公众号, 国信证券经济研究所整理

极氪目前完成了轿车、MPV、SUV 的全布局, 三大类中都有各自赛道内具备强竞争力的主打车型。

**极氪 001 定位为纯电中大型车。**极氪 001 基于吉利全新设计的 SEA 浩瀚智能进化体验架构打造, 搭载 100kWh “极芯” 电池包, CLTC 最大续航里程达 732km。此外, 极氪 001 还拥有四屏互联、人脸 ID 识别、AI 助理等智能技术, 实现多模人机交互。在同类车型竞争方面, 与汉 EV、昊铂 GT、小米 SU7 相比, 极氪 001 具有更高的最高车速和电池能量。

表9: 极氪 001 与竞品参数对比

	ZEEKR 001 2025 款 100kWh 后驱版	WE 汉 EV 2025 款 701KM 激光雷达智驾型	昊铂 GT 2024 款 710km 特高压高阶智驾 3L 版	全球小米 SU7 2024 款 后驱超长续航高阶智驾 Pro 版
定位	中大型车	中大型车	中大型车	中大型车
厂家指导价(万元)	26.9 万	23.58 万	25.99 万	24.59 万
长 x 宽 x 高(mm)	4977x1999x1545	4995x1910x1495	4886x1917x1449	4997x1963x1455
官方百公里加速时间(s)	5.9	7.9	4.9	5.7
电池类型	三元锂电池	磷酸铁锂电池	三元锂电池	磷酸铁锂电池
电池特殊技术	麒麟电池, CTP3.0	刀片电池	弹匣电池	神行电池
电池能量(kWh)	100.01	79.6	80	73.6
纯电续航里程(km) CLTC	750	701	710	830
电动机	纯电动 422 马力	纯电动 245 马力	纯电动 340 马力	纯电动 299 马力
主动刹车	标配	标配	标配	标配
车身稳定系统(ESP/DSC 等)	标配	标配	标配	标配
车道保持辅助系统	标配	标配	标配	标配
车载智能系统	ZEEKR OS	DiPilot	ADiGO	Xiaomi HyperOS
车载智能芯片	高通骁龙 8295	NVIDIA DRIVE Orin X	高通骁龙 8155P	骁龙 8295
超声波雷达数量(个)	12	12	12	12
自动泊车入位	标配	标配	标配	标配
辅助驾驶级别	L2 级	L2 级	L2 级	L2 级
最高车速(km/h)	240	185	180	210
电动机最大功率(kW)	310(422Ps)	180(245Ps)	250(340Ps)	220(299Ps)
电动机最大扭矩(N·m)	440	350	430	400

资料来源: 汽车之家, 国信证券经济研究所整理

**极氪 007 定位为纯电中型车, 同时也是极氪旗下首款纯电 B 级轿车。**极氪 007 首发搭载了极氪的最新研制的 ZEEKR 007 OS 6.0 系统和“浩瀚智驾”智能驾驶系统。前者搭配了 Kr AI 大模型, 可以完成搜索新闻、排行程和做翻译等工作; 后者覆

盖智能泊车、高速与城市智能驾驶的全部场景。在竞争格局方面，与 Model 3、海豹、小鹏 7 相比，极氪 007 具有较好的三电配置和动态表现。

表10: 极氪 007 与竞品参数对比

	ZEEKR 007 2025 款 长续航后驱智驾版 100kWh	Model 3 2023 款 后轮驱动版	海豹 2025 款 650 智驾版	小鹏 P7 2024 款 P7i 550 Pro
定位	中型车	中型车	中型车	中型车
厂家指导价(万元)	22.99 万	23.19 万	21.68 万	22.39 万
长 x 宽 x 高(mm)	4865x1900x1450	4720x1848x1442	4800x1875x1460	4888x1896x1450
官方百公里加速时间(s)	5	6.1	5.9	6.4
电池类型	三元锂电池	磷酸铁锂电池	磷酸铁锂电池	磷酸铁锂电池
电池特殊技术	麒麟电池	-	刀片电池	-
电池能量(kWh)	100.01	60	80.64	64.4
纯电续航里程(km) CLTC	870	606	650	550
电动机	纯电动 422 马力	纯电动 264 马力	纯电动 313 马力	纯电动 276 马力
主动刹车	标配	标配	标配	标配
车身稳定系统(ESP/DSC 等)	标配	标配	标配	标配
车道保持辅助系统	标配	标配	标配	标配
车载智能系统	ZEEKR OS	特斯拉车载系统软件	DiLink	XOS 天玑
车载智能芯片	高通骁龙 8295	AMD Ryzen	-	高通骁龙 SA8155P
超声波雷达数量(个)	12	-	12	12
自动泊车入位	标配	标配	标配	标配
辅助驾驶级别	L2 级	L2 级	L2 级	L2 级
最高车速(km/h)	210	200	240	200
电动机最大功率(kW)	310 (422Ps)	194 (264Ps)	230 (313Ps)	203 (276Ps)
电动机最大扭矩(N·m)	440	340	380	440

资料来源：汽车之家，国信证券经济研究所整理

极氪 X 定位为纯电 SUV，瞄准紧凑型豪华纯电 SUV 市场。极氪 X 在智能驾驶方面的技术非常全面，能够实现全速域自适应巡航、前/后方碰撞预警、大车主动偏移避险、盲点检测和智能遥控泊车等功能。在竞争格局方面，与竞争对手宋 PLUS EV 和 ID. 4 X 相比，极氪 X 具有具有更好的智能驾驶功能和更高的功率和速度上限。

表11: 极氪 X 与竞品参数对比

	ZEEKR X 2025 款 四座后驱魔宋 PLUS EV 2025 款 605KM 旗版	ID. 4 X 2025 款 聪明款 纯净长续航版
定位	紧凑型 SUV	紧凑型 SUV
厂家指导价(万元)	17.9 万	17.58 万
长 x 宽 x 高(mm)	4450x1836x1572	4785x1890x1660
官方百公里加速时间(s)	5.8	-
电池类型	三元锂电池	磷酸铁锂电池
电池特殊技术	-	刀片电池
电池能量(kWh)	66	87.04
纯电续航里程(km) CLTC	560	605
电动机	纯电动 272 马力	纯电动 218 马力
主动刹车	标配	标配
车身稳定系统(ESP/DSC 等)	标配	标配
车道保持辅助系统	标配	标配
车载智能系统	ZEEKR OS	DiLink
车载智能芯片	高通骁龙 8155	-
超声波雷达数量(个)	12	6
自动泊车入位	标配	-
辅助驾驶级别	L2 级	L2 级
最高车速(km/h)	185	175
电动机最大功率(kW)	200 (272Ps)	160 (218Ps)



电动机最大扭矩(N·m) 343 330 310

资料来源：汽车之家，国信证券经济研究所整理

**极氪 009 定位为中大型 MPV，同时也是极氪推出的全球首款原生纯电豪华 MPV。**此外，极氪 009 还是麒麟电池的全球量产首发车型，可以实现峰值充电功率 560kW，10%–80%最快仅需 11.5 分钟。除此之外，极氪 009 还具有全自动空气悬架系统+CCD 电磁减振系统、闪电切换智能四驱系统等独特功能。在同类车型对比方面，与岚图梦想家和腾势 09 DM 相比，极氪 009 具有较好的电池能量和较快的百公里加速；与理想 MEGA 相比，极氪 009 有 7 万的价格优势。

表12：极氪 009 与竞品参数对比

	ZEEKR 009 2024 款 座过道版 四驱 108kWh	岚图梦想家 PHEV 2025 款 四驱旗舰乾 崑版	腾势 D9 DM 2024 款 980 四驱旗舰型	理想 MEGA 2024 款 Ultra 版
定位	中大型 MPV	中大型 MPV	中大型 MPV	大型 MPV
厂家指导价格(万元)	45.9 万	42.99 万	44.98 万	52.98 万
长 x 宽 x 高(mm)	5217x2024x1812	5315x1998x1800	5250x1960x1920	5350x1965x1850
官方百公里加速时间(s)	3.9	5.9	7.9	5.5
电池类型	三元锂电池	三元锂电池	磷酸铁锂电池	三元锂电池
电池特殊技术	麒麟电池	-	刀片电池	-
电池能量(kWh)	108	41.7	40	102.7
纯电续航里程(km)CLTC	702	235	190	710
电动机	纯电动 789 马力	插电式混合动力	插电式混动 292 马力	纯电动 544 马力
主动刹车	标配	标配	标配	标配
车身稳定系统(ESP/DSC 等)	标配	标配	标配	标配
车道保持辅助系统	标配	标配	标配	标配
车载智能系统	ZEEKR OS	HarmonySpace	腾势 Link	-
车载智能芯片	高通骁龙 8295*2	高通骁龙 8295P	-	高通骁龙 8295P 高性能版
超声波雷达数量(个)	12	12	12	12
自动泊车入位	标配	标配	-	标配
辅助驾驶级别	L2 级	L2 级	L2 级	L2 级
最高车速(km/h)	230	203	180	180
电动机最大功率(kW)	580(789Ps)	310(422Ps)	215(292Ps)	400(544Ps)
电动机最大扭矩(N·m)	810	620	450	542

资料来源：汽车之家，国信证券经济研究所整理

**极氪 MIX 定位中型 MPV，同时也是极氪基于浩瀚-M 架构打造的首款家用车型。**极氪 MIX 搭载了极氪自研的浩瀚智驾 2.0 系统，智能驾驶辅助功能涵盖了 LCC+ACC 全速域主动巡航、APA 自动泊车、AEB 前向碰撞减缓、BSD 盲区预警等。此外，极氪 MIX 带来了全球首个量产的电动旋转座椅，支持座椅 270 度无级电动旋转。在与同类车型对比方面，与奥德赛、传祺 E8、艾力绅相比，具有更全面的智能驾驶功能和更高的最高车速。。

表13：极氪 MIX 与竞品对比

	ZEEKR MIX 2025 款 76kWh 智驾版	奥德赛 2024 款 锐·领享版	传祺 E8 PHEV 2024 款 2.0ATK 150km 龙腾星 夜+	艾力绅 2024 款 2.0L 混动舒适版
定位	中型 MPV	中型 MPV	中型 MPV	中型 MPV
厂家指导价格(万元)	27.99 万	28.58 万	23.88 万	29.88 万
长 x 宽 x 高(mm)	4688x1995x1755	4861x1820x1712	4920x1900x1760	4951x1842x1711
官方百公里加速时间(s)	6.8	-	8.8	-
电池类型	磷酸铁锂电池	锂离子电池	三元锂电池	锂离子电池
电池特殊技术	金砖电池	-	弹匣电池	-
电池能量(kWh)	76	-	25.57	-
纯电续航里程(km)CLTC	550	-	150	-



电动机	纯电动 422 马力	混合动力 184 马力	插电式混合动力 182 马力	油电混合 184 马力
主动刹车	标配	标配	标配	标配
车身稳定系统 (ESP/DSC 等)	标配	标配	标配	标配
车道保持辅助系统	标配	标配	标配	标配
车载智能系统	ZEEKR OS	Honda CONNECT	ADiGO	Honda CONNECT
车载智能芯片	骁龙 8295	-	高通骁龙 8155	-
超声波雷达数量 (个)	12	6	7	4
自动泊车入位	标配	-	-	-
辅助驾驶级别	L2 级	L2 级	L2 级	L2 级
最高车速 (km/h)	180	160	170	160
电动机最大功率 (kW)	310 (422Ps)	135 (184Ps)	134 (182Ps)	135 (184Ps)
电动机最大扭矩 (N·m)	440	315	300	315

资料来源：汽车之家，国信证券经济研究所整理

**极氪 7X 定位纯电中型 SUV，是极氪首款家用 SUV。**极氪 7X 基于 SEA 浩瀚架构进行设计，延续了极氪家族的 Hidden Energy 设计语言。在车身方面采用行业最先进的一体成型热胀工艺，在车内搭载了全球首款 16 英寸车规级量子点膜 Mini-LED 中控屏，增强了用户的安全性和体验感。在竞争格局方面，与 Model Y、乐道 L60、阿维塔 07 相比，极氪 7X 具有较好的电池能量、加速表现和续航里程，同时兼具极氪家族的高性能特点。

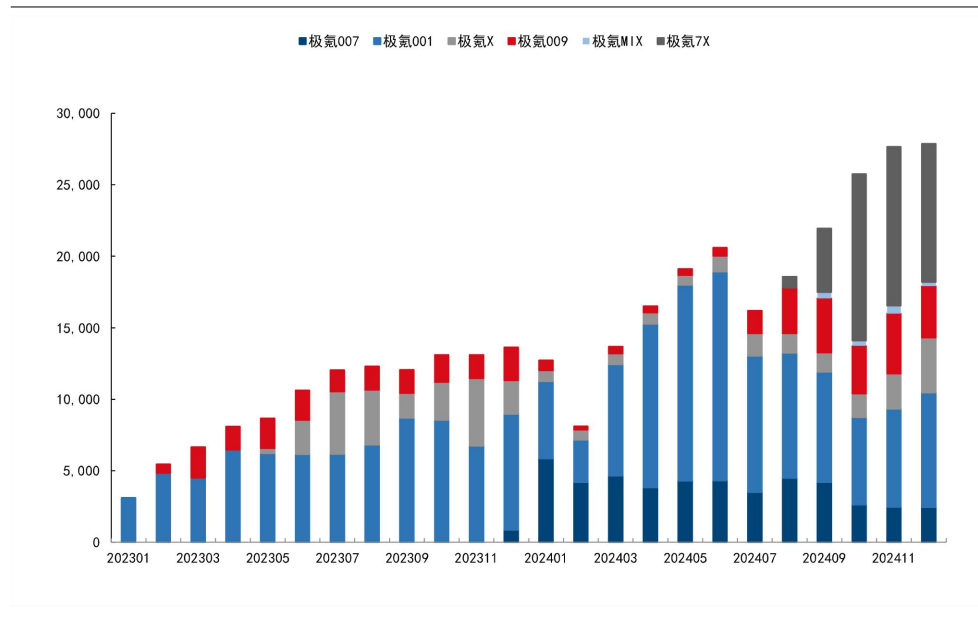
表14: 极氪 7X 与竞品参数对比

	ZEEKR 7X 2025 款 100kWh 长续航后驱 智驾版	Model Y 2024 款 后轮 驱动版	乐道 L60 2024 款 730km 长续航版	阿维塔 07 2024 款 Pro 后驱纯电版
定位	中型 SUV	中型 SUV	中型 SUV	中型 SUV
厂家指导价格 (万元)	24.99 万	24.99 万	23.59 万	22.99 万
长 x 宽 x 高 (mm)	4825x1930x1666	4750x1921x1624	4828x1930x1616	4825x1980x1620
官方百公里加速时间 (s)	5.7	5.9	5.9	6.3
电池类型	三元锂电池	磷酸铁锂电池	三元锂电池	磷酸铁锂电池
电池特殊技术	麒麟电池	-	-	-
电池能量 (kWh)	100	60	85	82.16
纯电续航里程 (km) CLTC	780	554	730	650
电动机	纯电动 422 马力	纯电动 299 马力	纯电动 326 马力	纯电动 343 马力
主动刹车	标配	标配	标配	标配
车身稳定系统 (ESP/DSC 等)	标配	标配	标配	标配
车道保持辅助系统	标配	标配	标配	标配
车载智能系统	ZEEKR OS	特斯拉车载系统软件	SkyOS 天枢	HarmonyOS
车载智能芯片	高通骁龙 8295	AMD Ryzen	高通骁龙 8295P	-
超声波雷达数量 (个)	12	-	12	12
自动泊车入位	标配	标配	标配	标配
辅助驾驶级别	L2 级	L2 级	L2 级	L2 级
最高车速 (km/h)	210	217	200	200
电动机最大功率 (kW)	310 (422Ps)	220 (299Ps)	240 (326Ps)	252 (343Ps)
电动机最大扭矩 (N·m)	440	440	305	365

资料来源：汽车之家，国信证券经济研究所整理

**极氪存量产品的稳态月销在 1.5 万辆以上，随着极氪 7X 的热销和极氪 MIX 的发布，全系销量将迈向新的台阶。**极氪 001 作为最具代表性的极氪车型，过往一直是品牌的销量主力，稳态月销 1 万辆左右；极氪 009 具备更高性价比，但由于赛道竞争激烈和认知度尚不足，稳态月销低于 001，约为 4000 左右；极氪 009 作为品牌客单价最高的车型，2024 年下半年起销量大幅提升，2024 年三季度月销在 3000 以上。极氪 7X 于 2024 年九月正式进入市场，随后在 10 月变取得了销量过万的成绩，预计 2025 年全年有望成为新的主力销量车型。

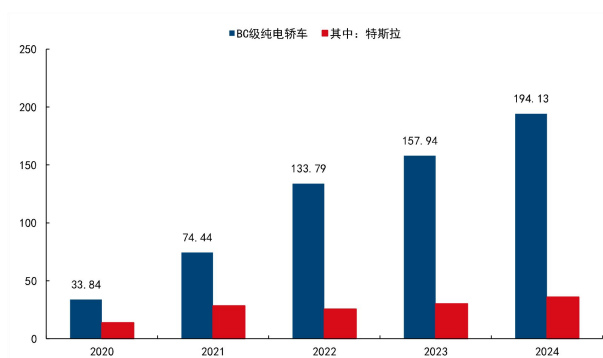
图74: 极氪车型销量 (辆)



资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

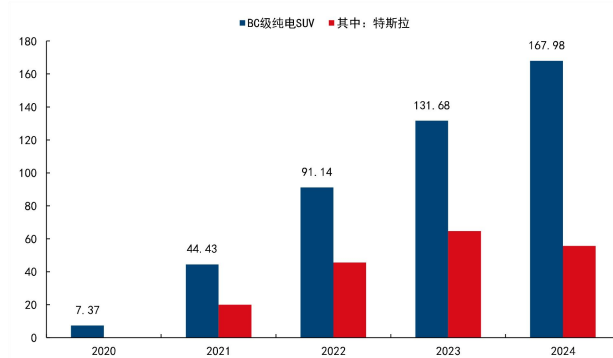
极氪系列当前以及未来的主攻方向主要是 B、C 级新能源轿车/SUV 市场，现有车型均为纯电车型。国内 BC 级纯电轿车市场规模持续提升，2020 年 BC 级纯电轿车市场规模约 35 万辆，2024 年达到 194 万辆。BC 级轿车竞争相对激烈，自主品牌发展迅速，MODEL 3 的销量占比在 2020 年为 40.62%，2024 年为 18.54%。国内 BC 级纯电 SUV 市场规模增长同样迅速，2024 年市场规模达到 167 万辆左右。国内 BC 级纯电 SUV 市场中，特斯拉 MODEL Y 占比在 2022 年达到了 49.93%，2024 年下降至 33.14%，占比仍然较大。

图75: 国内 B/C 级纯电轿车销量 (万辆)



资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

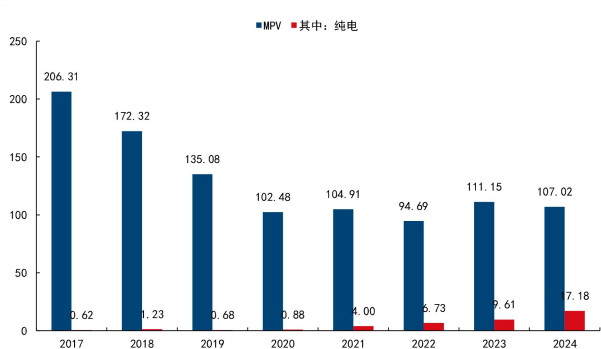
图76: 国内 B/C 级纯电 SUV 销量 (万辆)



资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

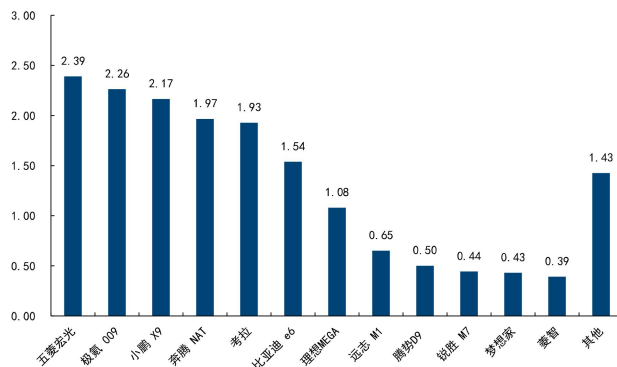
MPV 市场尤其是新能源 MPV 市场是极氪的另一大主攻赛道。国内 MPV 市场规模整体在 100 万辆水平，但纯电 MPV 的规模在快速提升。2024 年国内纯电 MPV 销量达到 17.2 万辆，大幅超越 2023 年全年 9.6 万辆的销量。极氪 009 已经是目前国内纯电 MPV 的代表产品之一，在纯电 MPV 竞品中兼具价值量和销量。极氪 009 为极氪的 MPV 打下良好的品牌形象和品牌认知度，随着极氪 MIX 车型进入下沉市场，极氪有望在 MPV 领域进一步提升市场份额。

图77: 国内MPV销量(万辆)



资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

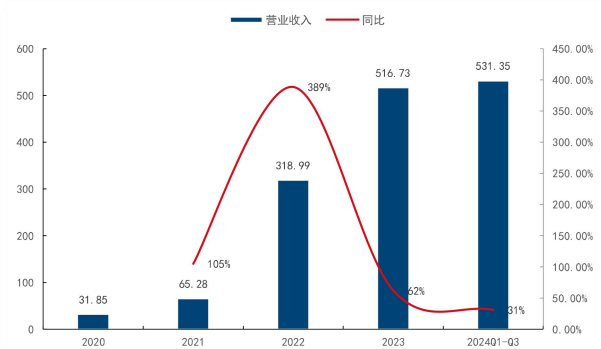
图78: 2024年国内纯电MPV主要车型销量(万辆)



资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

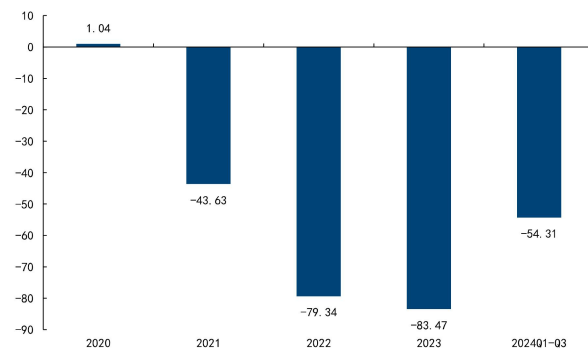
极氪子公司营业收入保持快速增长,并于2024年5月11日登陆美股上市。极氪营业收入保持着较高增速,2022年,极氪营业收入318.99亿元,增速达到了389%;后续,极氪营收增速回落,但仍处于较高的水准;2024年前三季度,极氪营业收入达到531.35亿元,同比增长31%,前三季度营收超过2023年全年。极氪目前仍在高投入阶段,尚未达到盈亏平衡点,2024年前三季度,极氪净亏损54.31亿元。

图79: 极氪历年营业收入(亿元)



资料来源: Wind, 极氪公告, 国信证券经济研究所整理

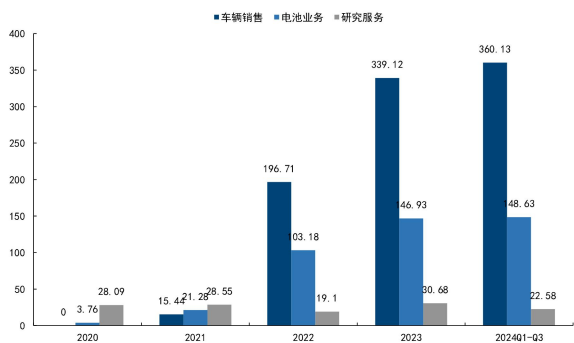
图80: 极氪历年归母净利润(亿元)



资料来源: Wind, 极氪公告, 国信证券经济研究所整理

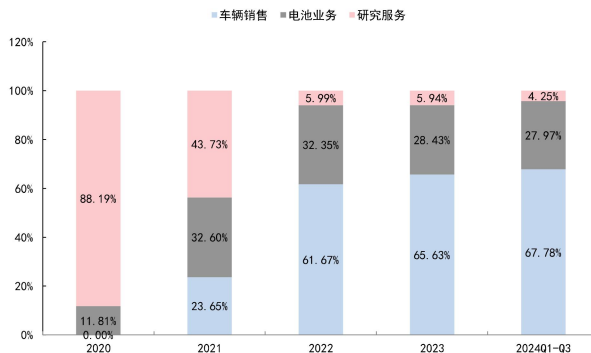
极氪营业收入由汽车业务、电池业务、研究服务业务构成,其中汽车业务占比在65%以上并逐步提升。车辆销售业务:收入持续提升,2024年前三季度为360.13亿元,占比达到了67.78%。电池业务:收入也在正增长,但是增速低于车辆销售业务,导致占比不断降低;2024年前三季度,电池业务收入48.63亿元,收入占比为27.97%。研发服务业务:收入基本稳定,目前占比已经很低;2024年前三季度,研发服务收入为22.58亿元,占比4.25%。

图81: 极氪各项业务收入（亿元）



资料来源: Wind, 极氪公告, 国信证券经济研究所整理

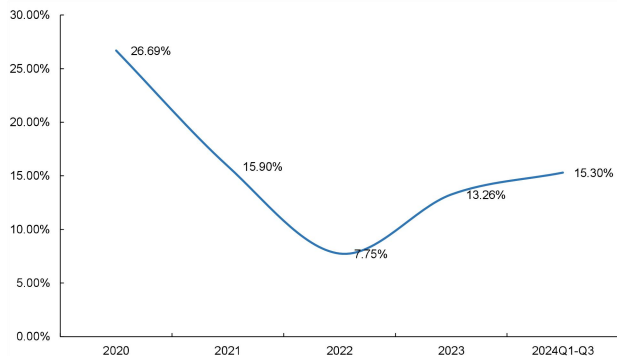
图82: 极氪各项业务收入占比



资料来源: Wind, 极氪公告, 国信证券经济研究所整理

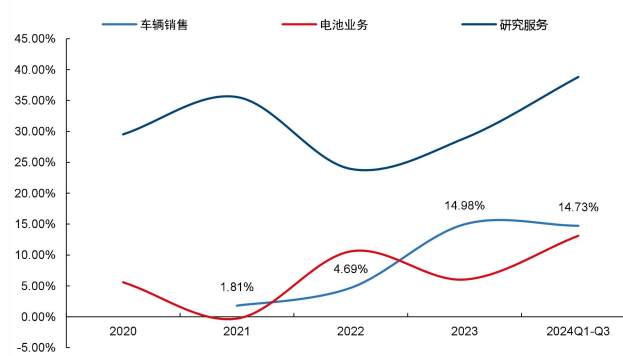
极氪在 2022 年汽车业务初具规模之后，受益于规模效应和效率提升，三项业务的毛利率都有所提升，共同推动整体毛利率的提升。极氪子公司整体毛利率从 2022 年的 7.75% 提升至 2024 年前三季度的 15.30%。三项业务中，研究服务的毛利率较高，但由于营收基数低，对整体毛利水平影响有限。车辆销售业务是影响整体毛利率的最主要板块，车辆销售业务毛利率由 2021 年的 1.81% 提升至 2024 年前三季度的 14.73%。电池业务毛利率波动中上升，2024 年前三季度为 13.10%。2024 年，由于市场竞争加剧，极氪车辆销售业务毛利率出现微下滑，但极氪所深耕的高端车赛道盈利潜力高，随着极氪规模效应的进一步凸显，以及集团内部整合协同的推进，极氪未来有望达到行业较高的毛利率水平。

图83: 极氪整体毛利率走势



资料来源: Wind, 极氪公告, 国信证券经济研究所整理

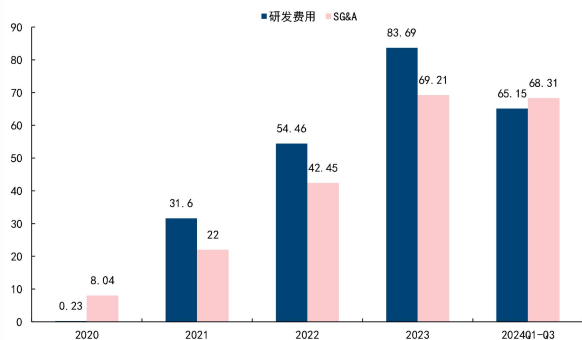
图84: 极氪各项业务毛利率走势



资料来源: Wind, 极氪公告, 国信证券经济研究所整理

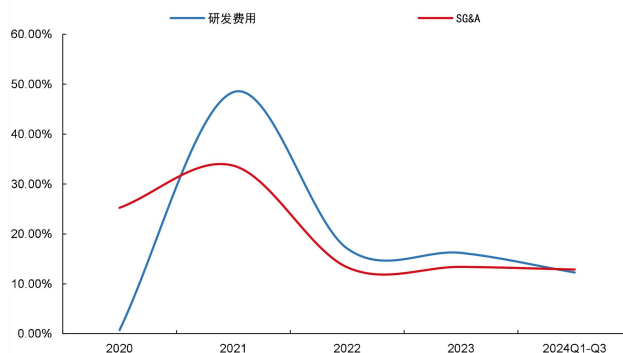
极氪在保持营收高速增长的同时，成功控制了期间费用率，展现了一定的费用管控能力。极氪当前处于高投入、高成长阶段，费用率整体较高，但在 2022 年业务初具规模之后，极氪在保持营收连续高增长的同时，成功控制了费用率的稳定。2024 年前三季度，极氪的 SG&A 和研发费用合计 133.46 亿元，费用率合计 25.12%，比 2023 年下降了约 4 个百分点。随着规模效应和协同增效，未来期间费用率有望迎来显著下降。

图85: 极氪期间费用（亿元）



资料来源: Wind, 极氪公告, 国信证券经济研究所整理

图86: 极氪期间费用率



资料来源: Wind, 极氪公告, 国信证券经济研究所整理

**极氪在扩品类的同时，也在加快渠道的布局。**全球化方面，全球第 500 家门店在新加坡开业，预计年底达到 520 家门店。2024 年 11 月，极氪全球第 500 家门店落地新加坡。全球化方面，极氪已进入瑞典、澳大利亚、阿联酋、新加坡、墨西哥、埃及等 40 多个国际主流市场，预计 2024 年底全球门店将达 520 家。国内方面，极氪在与领克合并后，有望进入领克门店销售，从而快速、高效地进行国内渠道的下沉，渠道协同对极氪销量规模、销售费用都有正向作用。

图87: 极氪全球第 500 家门店落地新加坡



资料来源: 极氪公众号, 国信证券经济研究所整理

**极氪与 Waymo 合作 Robotaxi 车型，进军美国市场。**极氪与自动驾驶公司 Waymo 合作开发 Robotaxi 无人驾驶车型 ZEEKR RT，将成为全球首款量产原生无人驾驶汽车。该车型在 2023 年 CES 上亮相了原始概念车；2024 年在美国开展路试工作；2025 年 CES 上，极氪宣布 ZEEKR RT 将在 2025 年开启大规模交付。后续极氪旗下 Robotaxi 车型也将进军国内。



图88: 极氪与 Waymo 合作的 Robotaxi 车型 ZEEKR RT

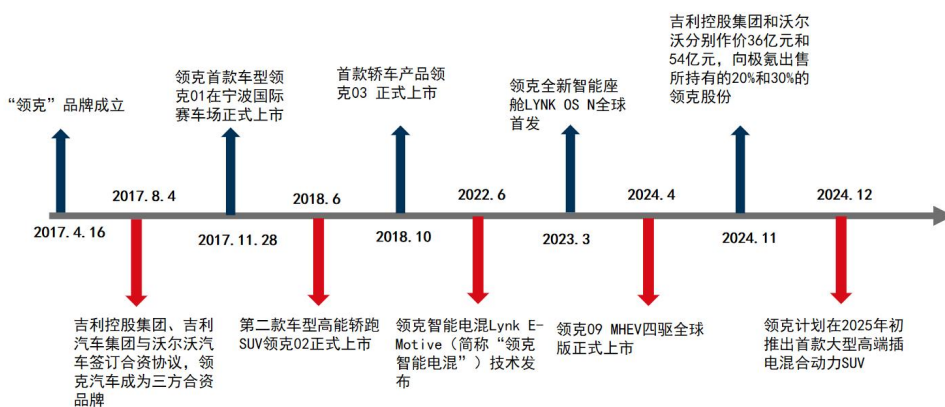


资料来源：极氪公众号，国信证券经济研究所整理

### 领克系列：电气化加速转型

领克品牌成立于 2017 年，原来由公司、吉利控股和沃尔沃合资，现在由极氪子公司控股。领克品牌成立于 2017 年四月；2017 年七月，由吉利汽车集团、控股集团、沃尔沃汽车（中国）三方合资成立领克子公司；领克随后陆续推出多款车型，领克 01/领克 03/领克 06 等都广受市场好评。2024 年 11 月，吉利控股和沃尔沃分别以 36 亿、54 亿元人民币，向极氪出售所持有的领克股权，同时极氪对领克进行增资，持股比例达到 51%，实现控股。极氪、领克实现了资本端的整合，预计未来业务端的整合、协同将持续推进。

图89: 领克品牌的历史大事记

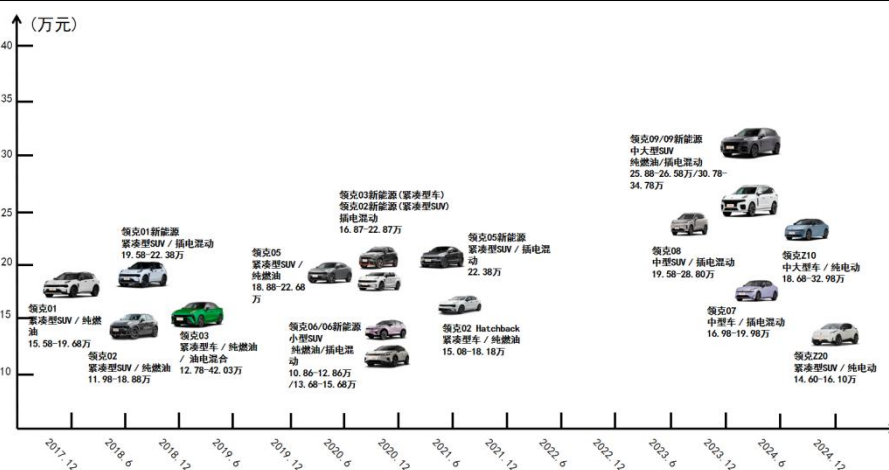


资料来源：领克官网，国信证券经济研究所整理

领克旗下车型丰富，主要布局在中高端价格带。领克 01 是目前领克在售车型中最

早发布的车型，定位在 15-20 万价格带；2017-2019 年，领克陆续推出领克 01、领克 02、领克 03 三款车型，全面布局 A 级轿车和 SUV；2020-2021 年，领克补充了 05/06 车型，以及 01/02/03 的改款与混动款车型，进一步深耕 A 级中高端市场；2023 年以来，领克开始逐步进军 B 级、C 级车市场，并开始推出纯电款车型，品牌电气化、高端化稳步推进。

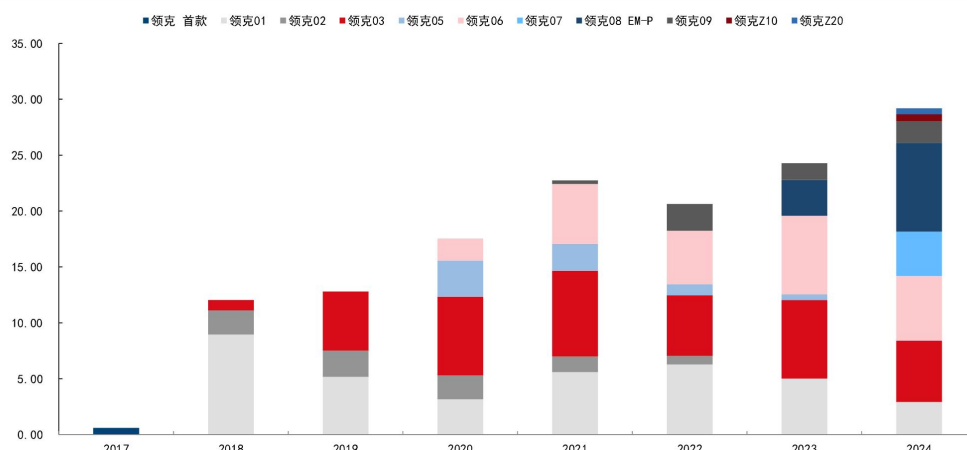
图90: 领克产品节奏



资料来源：太平洋汽车，国信证券经济研究所整理

领克品牌全系销量近年保持在 20 万辆以上，2024 年全年销量 28.5 万辆，同比上涨近 30%。根据领克官方口径，2024 年，领克品牌总销量达 285,441 台，同比增长近 30%；从第一款车型上市至今，领克累计销量已超 133 万台。领克过往的主销车型为领克 01、领克 03、领克 06，发布多年有稳定的销量基本盘；2023-2024 年，新品车型领克 07、领克 08 EM-P 开始发力，目前领克 08 EM-P 是领克品牌最大销量的单品。根据 Marklines 统计，2024 年，领克旗下最受欢迎的三大单品为领克 08 EM-P、领克 06 和领克 03，销量分别为 7.93 万辆、5.76 万辆、5.47 万辆。

图91: 领克旗下车型销量 (万辆)

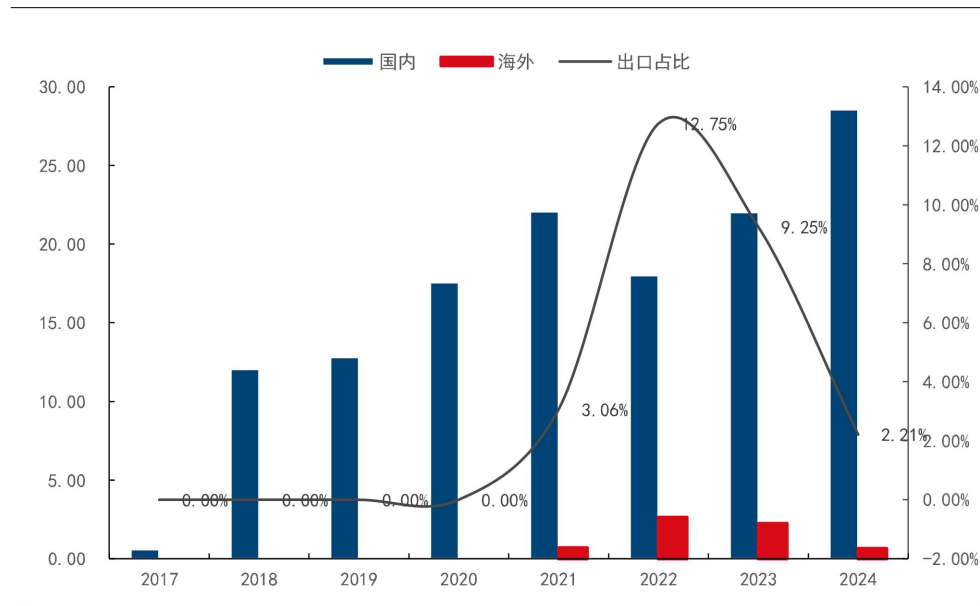


资料来源：Marklines，国信证券经济研究所整理

领克品牌积极布局海外，尤其在欧洲地区，有一定的品牌认知度。根据 Marklines

统计，2022 年领克海外销量占比达到 12.75%。领克在欧洲过往采取订阅模式进入市场，后续将重整商业模式，再度开启出海道路。

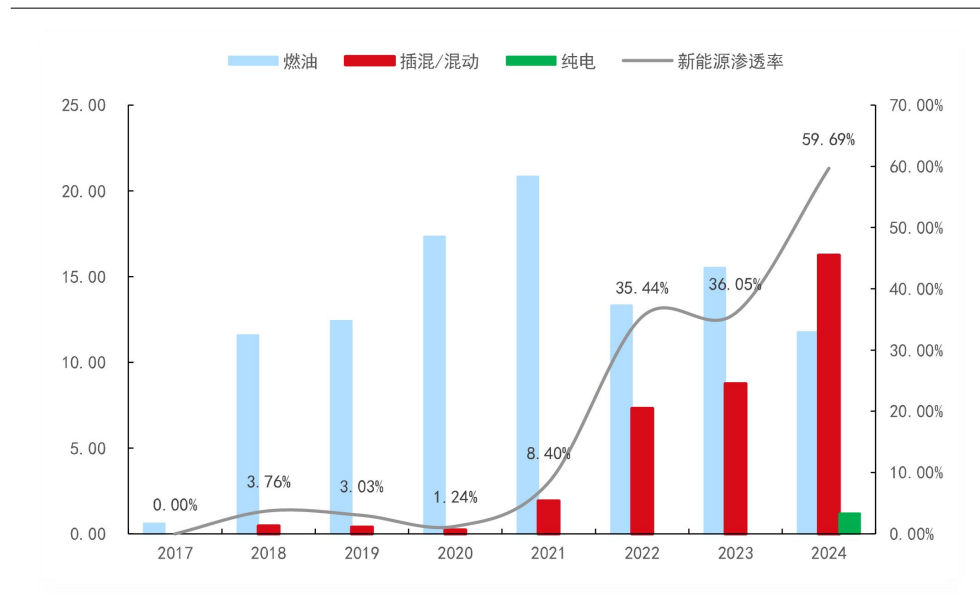
图92: 领克海内外销量（万辆）



资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

**领克近年在新能源化上快速转型，2024 年领克品牌新能源渗透率首次突破 50%。**领克在 2021 之前，以燃油车为主，并且推出 03+高性能燃油车车型。2021 年之后，随着多款混动版车型发布，领克开启新能源化进程。2024 年，领克旗下新能源车型销量首次超过燃油车型，根据公司统计口径，2024 年全年领克新能源渗透率超过了 55%，此外领克纯电车型也开始在 2024 年进入市场。2025 年，领克将正式进入新能源车型主导的阶段。

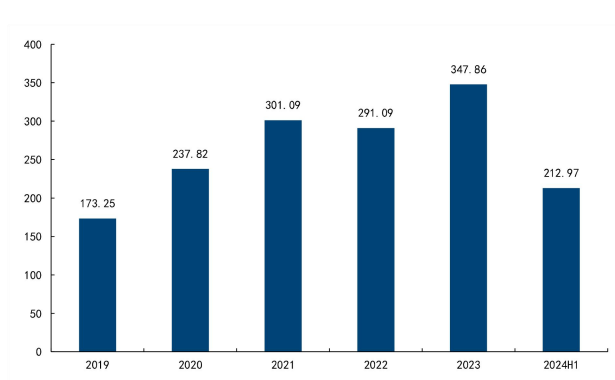
图93: 领克新能源车型销量（万辆）



资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

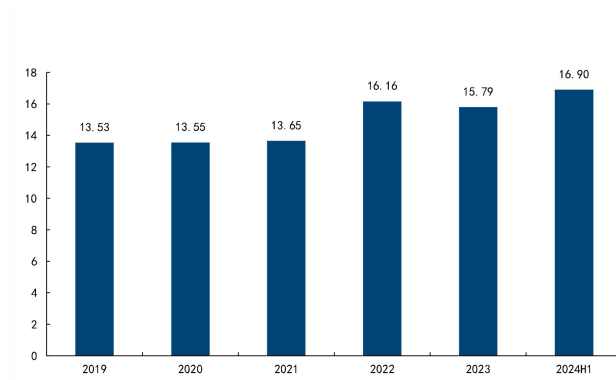
领克子公司的收入和单车收入稳步上涨，领克系列在中高端和豪华领域稳步向上。领克营收从2019年的全年173.25亿元，至2023年上涨至全年347.86亿元；2024上半年，领克营收达到了212.97亿，年化保持了较大增速。单车营收方面，得益于新品车型的推出，领克单车收入稳步增长，2024年上半年，单车营收16.90万元，达到历史新高。

图94: 领克子公司营收（亿元）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

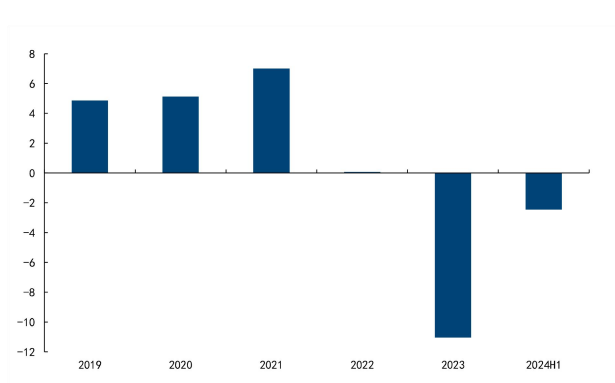
图95: 领克子公司单车营收（万元）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

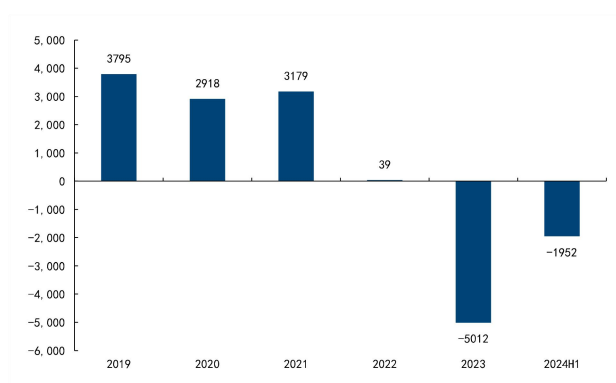
净利润方面，由于市场竞争加剧及海外投入，领克净利润波动较大，目前出现了净亏损，但亏损在收窄。2022年之前，领克保持多年较为稳定的净利润，2019年净利润4.86亿元，到2021年增长至7.01亿元；到了2022年，领克盈利能力连续下滑，2022年全年领克整体达到盈亏平衡，但在2023年遭遇了11.04亿元净亏损；2024年上半年，领克依然处于净亏损状态，半年净亏损2.46亿元，绝对值已经明显收窄。单车盈利方面，2021年及以前，领克整体单车盈利在3000-4000元区间，2023年亏损较大时，单车亏损5000元，2024年上半年，单车亏损收窄至不足2000元。

图96: 领克子公司净利润（亿元）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图97: 领克子公司单车净利润（元）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

**领克增长逻辑：车型上电动化、高端化转型，协同上加大与极氪、沃尔沃的合作。**车型上，领克电动化进展顺利，大尺寸车型陆续上市，客单价稳健提升；与极氪合并后，领克将深耕中高端赛道，进一步发挥与极氪的协同效应，减少摩擦成本，提升盈利能力；领克海外业务，过往通过订阅制推广，取得的效果一般，未来有望借助沃尔沃的海外渠道，加大海外市场布局，海外开辟出新战场。

### 主品牌：国内自主替代，海外稳步增长

公司的主品牌车型目前仍以燃油车为主，CMA 平台赋能公司燃油车产品线。CMA 架构是由沃尔沃主导，吉利和沃尔沃共同研发的，针对中级车的基础架构。能够覆盖 A-B 级车型产品。适用于中小型汽车的高度灵活和可扩展的 CMA 架构将欧洲先进的研发理念与来自世界各地的尖端技术相结合。它已成为沃尔沃和 LYNK & CO 产品以及最新吉利汽车产品的新基础。与平台上的可扩展性相比，新的体系结构可扩展性更强，可以适应从紧凑型到中型的多种产品，以及轿车，掀背车，双门轿跑车，SUV，跨界车，SUV 轿跑车等多种型号。沃尔沃 XC40、领克 01、领克 02、领克 03、领克 05、星越、星瑞和 Polestar 极星均诞生自 CMA 架构。

图98: 吉利 CMA 平台



资料来源：亚洲新能源汽车网，国信证券经济研究所整理

主品牌在售系列主要有缤系、博系、帝豪、中国星，此外银河 B 网的部分车型星愿、熊猫，也在主品牌体系中。主品牌深耕主流燃油车赛道，大多数车型定位在 A 级车或 A 级以下；中国星系列主要是星瑞、星越及其混动款车型；缤系、博系为 A 级轿车、A 级 SUV 以及 A0 级小型 SUV；帝豪系列在售车型集中在 9-15 万价格区间 A 级车，已经实现了燃油、混动、纯电三类动力类型的布局；主品牌其他在售车型还包括嘉际、豪越、ICON 和新发布的牛仔等车型，均为燃油车；此外，纯电小车吉利星愿、吉利熊猫，也挂在吉利主品牌之下，但销售渠道在银河 B 网。

图99: 吉利主品牌在售车型

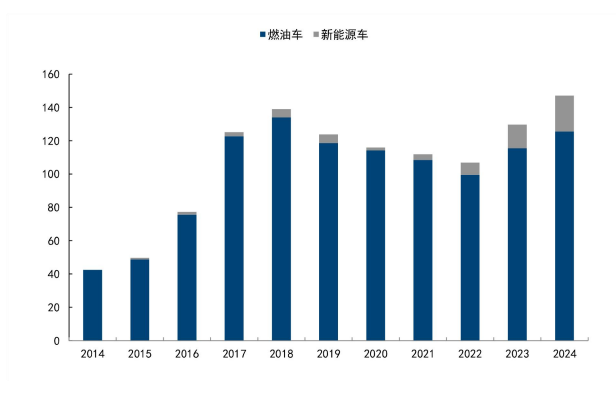


资料来源：太平洋汽车，国信证券经济研究所整理



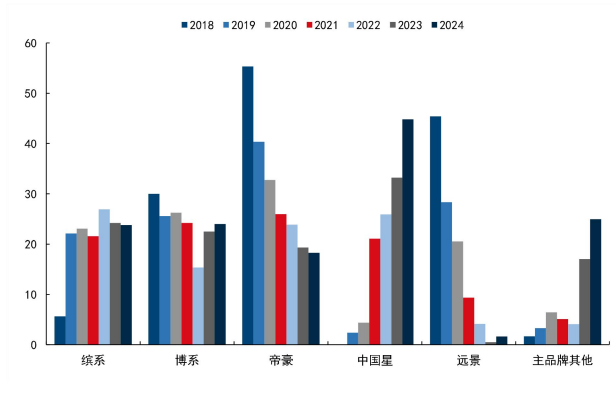
主品牌总销量企稳回升，其中燃油车占据大比例，子系列中国星销量正在高速增长，供先主要增量。根据 Marklines 数据，吉利主品牌总销量在 2018 年达到上一轮高点，约 140 万辆；2018 年之后，随着乘用车行业销量的下行和新能源化进程，主品牌销量持续下滑；2023 年，随着市场回暖以及吉利主品牌旗下新能源车型的推出，主品牌销量企稳回升。动力结构上，尽管主品牌旗下也有新能源车型或者新能源车款，但整体销量仍以燃油车为主，新能源车销量主要由小微车型贡献，主流赛道车型仍以燃油车为核心。子系列中，中国星销量快速增长，缤系博系相对企稳，帝豪下滑明显但仍有销量基数。

图100: 吉利主品牌销量走势（万辆）



资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

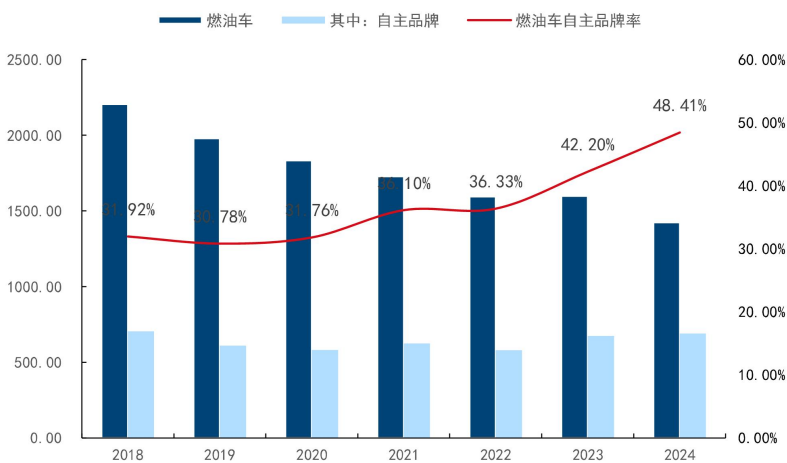
图101: 国内市场吉利主品牌各系列销量走势（万辆）



资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

行业格局上，我国内需燃油车市场也呈现出自主替代趋势，自主品牌燃油车占比加速提升。根据 Marklines 数据，我国国内乘用车市场燃油车销量从 2018 年的 2204 万辆，下降到 2024 年的 1427 万辆；但自主品牌燃油车市场规模整体稳定，2018 年为 703 万辆，小幅下滑之后回升，2024 年全年达到 689 万辆。燃油车中自主品牌占比加速提升，自主替代明显。2023 年，自主品牌在燃油车中占比达到了 42.20%，提升 5.87 百分点；2024 年，自主品牌率进一步提升 6.21 百分点，至 48.41%。

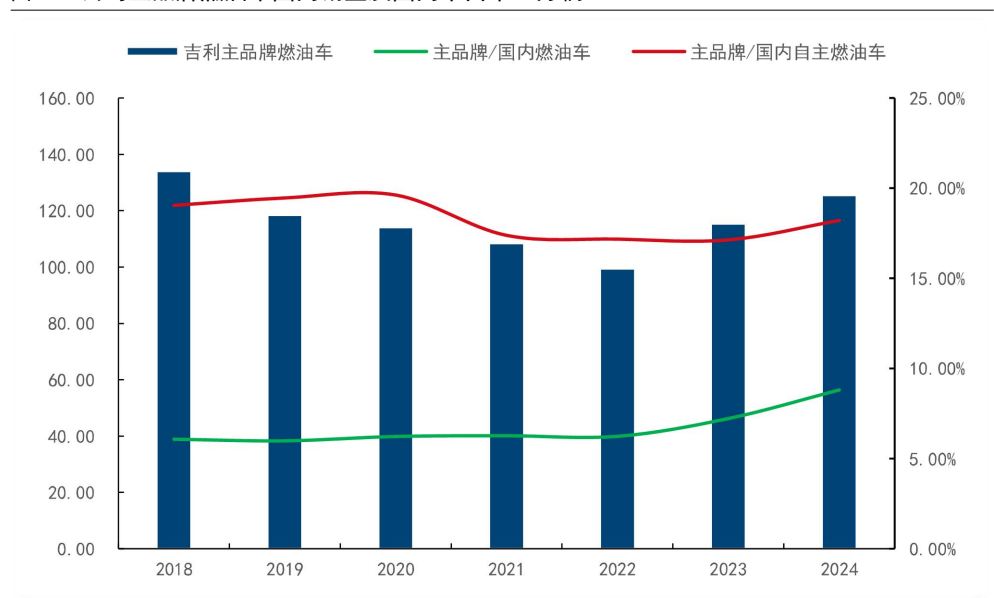
图102: 国内乘用车市场燃油车销量及燃油车自主品牌率（万辆）



资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

吉利主品牌受益于燃油车市场的自主替代，2024 年呈现出相对增长。2018–2022 年，吉利主品牌在燃油车市场中的市占率保持稳定，市占率在 6%左右，但在自主品牌燃油车中占比下滑；2024 年，吉利主品牌在燃油车行业以及自主品牌燃油车中市占率双双上涨，在燃油车中市占率 8.81%，在自主品牌燃油车中占比 18.21%。

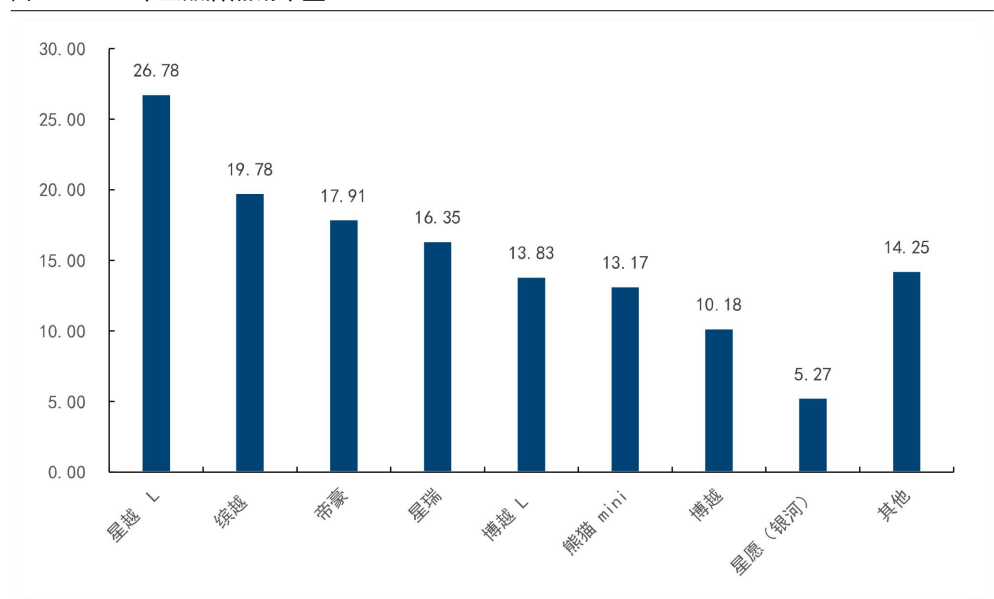
图103: 公司主品牌燃油车国内销量及国内市占率（万辆）



资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

主品牌的热销车型主要为星越 L、缤越、帝豪、星瑞、博越 L 等。车型集中度相对分散，热销的燃油车型都是 A 级轿车和 SUV，有集中度进一步提升的空间。

图104: 2024 年主品牌热销车型



资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

星越 L 是目前主品牌最热销单品，定位紧凑型 SUV，在核心燃油车型基础上，星

越 L 也有混动版车型星越 L 智擎。星越 L 搭载了银河 OS2.0 系统，无论是导航、音乐播放还是车辆调控，都可以通过语音交互来完成。在同类车型竞争方面，与卡罗拉锐放、锋兰达、RAV4 荣放、威兰达相比，星越 L 具有更加全面的智能驾驶和人际交互功能，在价格方面也有一定优势。

表15: 星越 L 与竞品参数对比

	星越 L 智擎 2024 款 1.5T 天宫版	卡罗拉锐放 2024 款 2.0L 智能电混双擎 旗舰版	锋兰达 2024 款 2.0L 智能电混双擎 尊贵版	RAV4 荣放 2024 款 智能电混双擎 2.5L E-CVT 两驱精英 PLUS 版
定位	紧凑型 SUV	紧凑型 SUV	紧凑型 SUV	紧凑型 SUV
厂家指导价格(万元)	17.77 万	18.48 万	18.48 万	22.58 万
长 x 宽 x 高(mm)	4795x1895x1689	4460x1825x1620	4485x1825x1620	4600x1855x1685
官方百公里加速时间(s)	7.9	-	-	-
电池类型	三元锂电池	三元锂电池	三元锂电池	三元锂电池
电池能量(kWh)	1.64	-	-	-
电动机	油电混合 136 马力	油电混合 113 马力	油电混合 113 马力	油电混合 120 马力
主动刹车	标配	标配	标配	标配
车身稳定系统(ESP/DSC 等)	标配	标配	标配	标配
车道保持辅助系统	标配	标配	标配	标配
车载智能系统	银河 OS	-	-	丰田智行互联
车载智能芯片	高通骁龙 8155	-	-	-
超声波雷达数量(个)	12	4	4	8
自动泊车入位	标配	-	-	-
辅助驾驶级别	L2 级	L2 级	L2 级	L2 级
最高车速(km/h)	190	180	180	180
电动机最大功率(kW)	100(136Ps)	83(113Ps)	83(113Ps)	88(120Ps)
电动机最大扭矩(N·m)	320	206	206	202

资料来源：汽车之家，国信证券经济研究所整理

星瑞 L 是中国星旗下另一核心单品，定位紧凑型轿车，配有纯燃油和智擎混动版。星瑞 L 智擎搭载了吉利自主研发的中国星智能双擎 HEV 系统，这套系统由一台 1.5T 混动专用发动机和一台电动机组成，百公里综合油耗仅为 4.15L。在竞争格局方面，与领克 03、思域、卡罗拉相比，星瑞 L 具有价格优势和更宽广的车身。

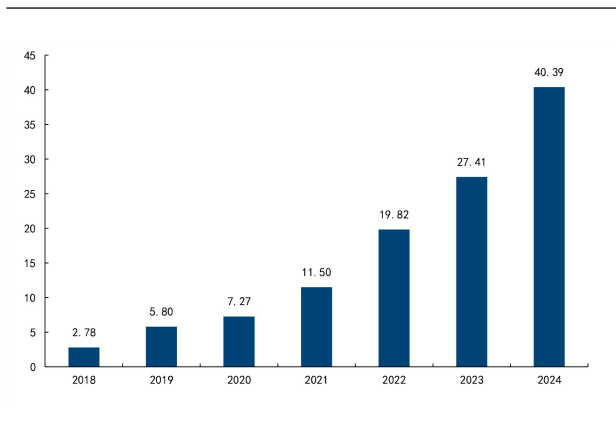
表16: 星瑞与竞品参数对比

	星瑞 L 2024 款 智擎 1.5TD 天宫版	领克 03 2023 款 1.5T EM-F PM	思域 2023 款 HATCHBACK 2.0L e:HEV 极曜版	卡罗拉 2024 款 智能电混双擎 1.8L E-CVT 旗舰版
定位	紧凑型车	紧凑型车	紧凑型车	紧凑型车
厂家指导价格(万元)	14.67 万	15.98 万	16.99 万	15.58 万
长 x 宽 x 高(mm)	4825x1880x1469	4684x1843x1460	4548x1802x1415	4635x1780x1435
官方百公里加速时间(s)	7.5	7.2	-	-
电池类型	三元锂电池	三元锂电池	三元锂电池	三元锂电池
电池能量(kWh)	1.64	1.82	-	-
电动机	油电混合 136 马力	油电混动 136 马力	油电混合 184 马力	油电混合 95 马力
主动刹车	标配	标配	标配	标配
车身稳定系统(ESP/DSC 等)	标配	标配	标配	标配
车道保持辅助系统	标配	标配	标配	标配
车载智能系统	银河 OS	LYNK OS	Honda CONNECT	-
车载智能芯片	高通骁龙 8155	高通骁龙 8155	-	-
超声波雷达数量(个)	6	8	-	-
辅助驾驶级别	L2 级	L2 级	L2 级	L2 级
最高车速(km/h)	200	195	180	160
电动机最大功率(kW)	100(136Ps)	100(136Ps)	135(184Ps)	70(95Ps)
电动机最大扭矩(N·m)	320	320	315	185

资料来源：汽车之家，国信证券经济研究所整理

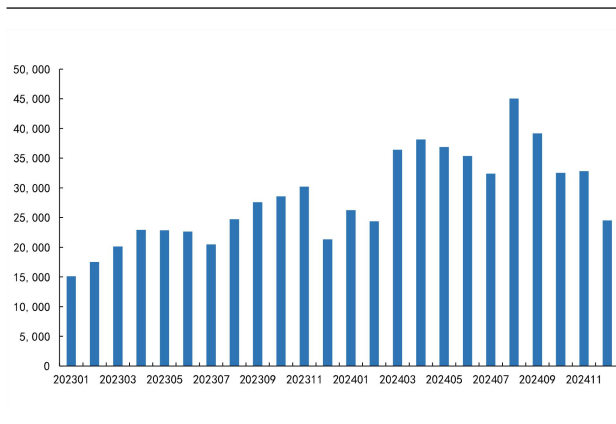
公司出海稳步推进，根据公司口径，2024年公司合计出口403923辆，同比增长超53%。公司近年海外销量连续增长，保持较高的增速。月度海外销量上，公司在2024年8月之前，月度海外销量整体趋势向上，下半年公司进行内部整合，海外业务有一定影响，预计后续恢复增长。

图105: 公司口径年度海外销量（万辆）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

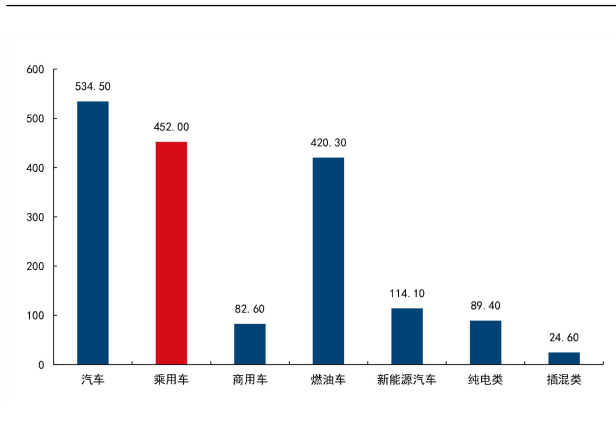
图106: 公司口径月度海外销量（辆）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

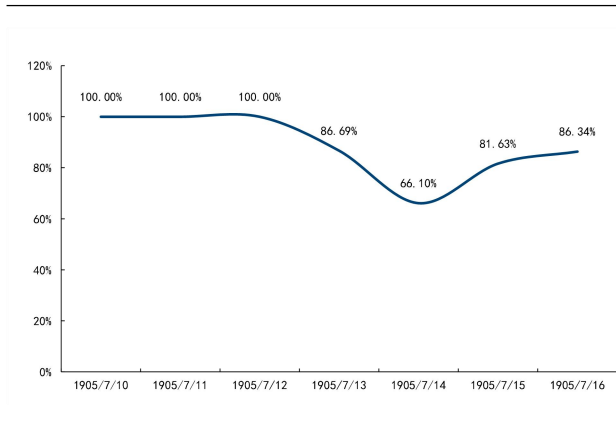
公司出海主要依靠燃油车，海外销量在我国出海总量中占比仍低，有较大提升空间。2024年1-11月，我国乘用车出海约452万辆，公司前11月海外销量37.94万辆，占比仅为8.4%。公司海外销量主要依靠燃油车，根据Marklines统计，2024年1-10月，公司海外销量中燃油车占比为88.46%。这意味着，主品牌在公司的出海业务中充当重要角色。

图107: 2024年1-11月汽车出口（万辆）



资料来源：芝能咨询，国信证券经济研究所整理

图108: 公司海外销量中燃油车占比



资料来源：Marklines，国信证券经济研究所整理

借力控股集团的全球资源，公司可以高效开展海外业务。吉利控股旗下沃尔沃汽车，具备全球研发、生产基地，可以为后续的大规模出海创造便利。沃尔沃在欧洲、美国、印度有产能布局，可以快速实现集团旗下车型的量产。

图109: 吉利控股集团旗下全球产能（部分）



资料来源：鼎帷咨询，国信证券经济研究所整理

**公司与宝腾合作车型，加大开发东南亚市场。**宝腾原为马来西亚自主品牌，被控股集团收购后，加入吉利系大家庭。公司与宝腾有深度合作，2024年12月16日，作为深入技术合作的最新成果，马来西亚首款自主纯电动车宝腾 e. MAS 7 正式发布，标志着马来西亚在推进可持续出行、减少碳排放方面迈入了新篇章。过去的7年里，公司和宝腾在技术、产品、制造、采购等全产业链实现深度变革和融合。宝腾品牌已连续五年销量和市占率在马来西亚市场排名第二。

图110: 公司与宝腾合作的纯电车在马来西亚上市



资料来源：公司公众号，国信证券经济研究所整理

图111: 公司与宝腾合作的 AHTV 项目



资料来源：公司公众号，国信证券经济研究所整理

### 其他业务：吉致汽金受益于吉利系整体销量的提升

公司通过旗下子公司吉致汽金开展汽车金融服务业务，公司持有吉致汽金 75% 股权。吉致汽车金融有限公司是国家金融监督管理总局批准成立的全国性汽车金融公司，是由吉利汽车控股有限公司、BNP Paribas Personal Finance、Cofiplan S. A.



合资设立的汽车金融公司。吉致汽金覆盖吉利控股集团旗下的主要品牌，如吉利主品牌、领克、吉利几何、吉利银河、沃尔沃、smart、极氪、路特斯等，为这些品牌的客户和经销商提供零售、批售融资及相关服务。

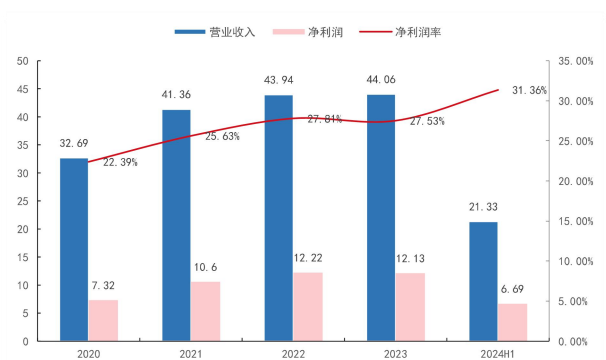
图112: 吉致汽金主要覆盖吉利控股旗下品牌



资料来源：吉致汽金官网，国信证券经济研究所整理

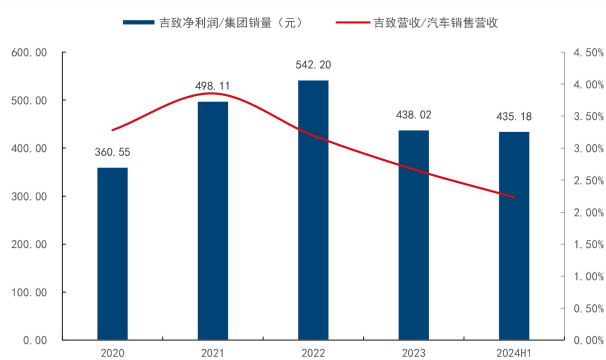
吉致汽金的营收和盈利能力都在稳步增长。营收上，吉致汽金油 2020 年的 32.69 亿元，稳步上涨至 2023 年的 44.06 亿元，2024 年上半年营收为 21.33 亿元。吉致汽金净利润率持续提升，2020 年净利润 7.32 亿元，净利润率 22.39%；2024 年上半年，净利润 6.69 亿元，净利润率上升至 31.36%。吉致汽金业务覆盖控股集团旗下车型，以集团销量为分母，吉致汽金单车净利润较为稳定，2024 年上半年单车净利润为 435.18 元；由于近年来公司旗下车型销量增速高于集团口径销量增速，吉致汽金营收与公司汽车销售业务营收比例逐渐降低。

图113: 吉致汽金营收/净利润（亿元）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图114: 吉致对应吉利控股的单车利润/对应公司汽车业务的营收比例



资料来源：公司财报，Marklines，国信证券经济研究所整理

## 盈利预测

### 假设条件与营收测算

我们的盈利预测基于以下假设条件：

按假设前提，我们预计公司 2024-2026 年，归属母公司净利润分别为 166/136/179 亿元，每股收益分别为 1.64/1.35/1.78 元。

吉利主品牌：吉利品牌（剔除银河、几何）目前的系列，未来进行战略转型。各车系中，中国星系列有望保持一定增速，缤系、博系销量保持相对稳定，帝豪预计会进一步下滑。销量结构中，主品牌出海持续推进，纯燃油车向混动转型。预计 2025/2026 年，吉利主品牌销量 116.81 万/107.98 万辆，同比分别下滑 10.73%/7.56%。

银河&几何：银河系列预计是公司未来最显著的增量，几何系列在并入银河之后，预计也将焕发新的生命力。预计 2025/2026 年，银河&几何合计销量为 76.8/111.2 万辆，同比增长 113.06%/44.79%。

极氪：极氪新品周期强，后续新品将进一步提升客单价。预计 2025/2026 年，极氪销量达到 34/39.25 万辆，同比增长 53.07%/15.44%。

领克：领克系列原有较好的用户基础，与极氪合并后，深耕中高端价格带，具备更大的赛道规模，领克后续会进一步提升新能源渗透率。预计 2025/2026 年领克销量为 39.23/47.82 万辆，同比增长 37.42%/21.90%。

公司旗下车型合计：预计公司旗下车型 2025/2026 年，合计销量分别为 266.84/306.25 万辆，同比增长 22.60%/14.77%。其中，2025/2026 年，公司新能源车型销量预计达到 150.35/199.57 万辆，同比增长 69.20%/32.74%，新能源渗透率分别为 56.34%/65.17%。公司车型海外销量在 2025/2026 预计达到 46.70/55 万辆，海外销售占比维持在 17%-18%。

表17: 公司销量及销量结构预测（万辆）

	2022	2023	2024	2025E	2026E
吉利（不含银河几何）	100.35	115.59	130.85	116.81	107.98
YOY	-6.43%	15.19%	13.20%	-10.73%	-7.56%
银河&几何	12.13	15.37	36.05	76.80	111.20
YOY	316.79%	26.69%	134.58%	113.06%	44.79%
领克	18.01	21.60	28.54	39.23	47.82
YOY	-18.32%	19.93%	32.13%	37.42%	21.90%
极氪	7.19	11.87	22.21	34.00	39.25
YOY	1097.62%	64.98%	87.15%	53.07%	15.44%
其他	5.61	3.87	0.00	0.00	0.00
<b>销量合计</b>	<b>143.30</b>	<b>168.30</b>	<b>217.66</b>	<b>266.84</b>	<b>306.25</b>
YOY	7.80%	17.45%	29.33%	22.60%	14.77%
新能源销量	33.50	48.99	88.86	150.35	199.57
YOY	283.68%	46.25%	81.36%	69.20%	32.74%
新能源渗透率	23.38%	29.11%	40.82%	56.34%	65.17%
海外销量	19.82	27.41	40.39	46.70	55.00
海外占比	13.83%	16.29%	18.56%	17.50%	17.96%

资料来源：Marklines，公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

预计 2024-2026 年，公司销售汽车及相关服务业务即整车业务营业收入分别为 2119.66/2742.49/3178.81 亿元，毛利分别为 292.59/398.80/479.71 亿元，对应毛利率分别为 13.80%/14.54%/15.09%。

**表18: 公司销售汽车及相关服务业务营业收入及毛利测算**

		2024E	2025E	2026E
吉利燃油车	销量 (万辆)	117.07	106.08	97.48
	ASP (万元)	8.59	8.89	8.74
	营收 (亿元)	1005.70	942.56	851.86
	毛利额 (亿元)	163.13	151.51	128.36
	毛利率	16.22%	16.07%	15.07%
吉利新能源车 (含银河几何)	销量 (万辆)	49.83	87.53	121.70
	ASP (万元)	10.5	10.5	10.5
	营收 (亿元)	523.18	919.08	1277.85
	毛利额 (亿元)	36.62	91.91	153.34
	毛利率	7.00%	10.00%	12.00%
吉利品牌合计	营收 (亿元)	1528.88	1861.64	2129.71
	ASP (万元)	9.16	9.62	9.72
	毛利率	13.07%	13.08%	13.23%
极氪整车	销量 (万辆)	22.34	34.00	39.25
	ASP (万元)	26.45	25.91	26.73
	营收 (亿元)	590.78	880.85	1049.10
	毛利额 (亿元)	92.83	155.39	198.01
	毛利率	15.71%	17.64%	18.87%
公司整车业务	营收 (亿元)	<b>2119.66</b>	<b>2742.49</b>	<b>3178.81</b>
	毛利额 (亿元)	<b>292.59</b>	<b>398.80</b>	<b>479.71</b>
	毛利率	<b>13.80%</b>	<b>14.54%</b>	<b>15.09%</b>

资料来源: 国信证券经济研究所整理及预测

**其他业务营收假设:**

零部件业务: 零部件业务营收有一定波动, 预计 2024-2026 年, 整体保持低速增长, 增速分别为 7%/5%/5%, 对应营收 109.51/114.98/120.73 亿元。

电池包及相关零部件业务: 过往增速迅猛, 预计后续增速回落, 但仍处于较高增长状态。预计 2024-2026 年, 增速分别为 20%/15%/15%, 对应营收为 129.10/148.47/170.74 亿元。

研发及技术服务/知产许可: 预计保持稳定, 未来三年增速年化 2%。2024-2026 年, 预计研发及相关技术支持服务业务营收分别为 67.24/68.58/69.95 亿元; 知识产权许可收入分别为 14.96/15.26/15.57 亿元。

合作制造收入: 合作制造起步较晚, 对公司业务整体影响较低, 预计低基数下较高增长, 2024-2026 年增速为 20%, 对应营收 6.35/7.62/9.14 亿元。

其他业务毛利率: 公司其他业务毛利较高, 毛利率长期在 20%以上, 预计未来仍将维持 20%以上毛利率。假设 2024-2026 年, 其他业务合计毛利率均为 22%。

**表19: 公司营业收入及毛利测算 (亿元)**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>1479.65</b>	<b>1792.04</b>	<b>2446.81</b>	<b>3097.40</b>	<b>3564.94</b>
YOY	45.62%	21.11%	36.54%	26.59%	15.09%
<b>毛利额</b>	<b>208.96</b>	<b>274.15</b>	<b>364.56</b>	<b>476.88</b>	<b>564.65</b>
YOY	20.01%	31.20%	32.98%	30.81%	18.41%
<b>毛利率</b>	<b>14.12%</b>	<b>15.30%</b>	<b>14.90%</b>	<b>15.40%</b>	<b>15.84%</b>
营收: 分业务					
销售汽车及相关服务	1227.83	1496.23	2119.66	2742.49	3178.81
YOY	40.01%	21.86%	41.67%	29.38%	15.91%
销售汽车零部件	87.79	102.34	109.51	114.98	120.73
YOY	-0.22%	16.57%	7.00%	5.00%	5.00%

销售电池包及相关零件	80.18	107.59	129.10	148.47	170.74
YOY	1261.48%	34.19%	20.00%	15.00%	15.00%
研发及相关技术支援服务	67.28	65.92	67.24	68.58	69.95
YOY	106.93%	-2.02%	2.00%	2.00%	2.00%
知识产权之许可	16.57	14.67	14.96	15.26	15.57
YOY	29.89%	-11.46%	2.00%	2.00%	2.00%
合作制造收入		5.29	6.35	7.62	9.14
YOY			20.00%	20.00%	20.00%
毛利：分业务					
销售汽车及相关服务	157.85	203.09	292.59	398.80	479.71
YOY	22.11%	28.66%	44.07%	36.30%	20.29%
其他业务合计	51.11	71.06	71.97	78.08	84.95
YOY	13.93%	39.04%	1.28%	8.48%	8.80%
毛利率：分业务					
销售汽车及相关服务	12.86%	13.57%	13.80%	14.54%	15.09%
其他业务	20.30%	24.02%	22.00%	22.00%	22.00%

资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理及预测

综上所述，预计 2024-2026 年，公司营业收入为 2447/3097/3565 亿元，同比 +36.54%/26.59%/15.09%，毛利率分别为 14.90%/15.40%/15.84%，毛利 365/477/565 亿元，同比+32.98%/30.81%/18.41%。

### 未来 3 年业绩预测

公司目前处于整合变革期，推出产品、迭代技术、拓展渠道都需要较大投入，预计公司的期间费用金额持续上涨，但凭借规模效应和效率提升，期间费用率缓慢下降。

表20：公司期间费用预测（亿元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1479.65	1792.04	2446.81	3097.40	3564.94
YOY	45.62%	21.11%	36.54%	26.59%	15.09%
销售费用	82.2808	118.3198	151.7025	185.844	213.8967
销售费用率	5.56%	6.60%	6.20%	6.00%	6.00%
管理费用(不含无形资产摊销)	102.96	121.80	163.94	206.60	234.22
管理费用率	6.96%	6.80%	6.70%	6.67%	6.57%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

投资收益方面，随着联营公司利润的恢复，预计 2024-2026 年，公司投资收益分别为 12.46/16.87/22.71 亿元。

领克：公司投资收益的波动主要来自于领克，随着领克车型的新能源化和高端化，以及和极氪合并以后的降本增效，预计领克将扭亏。领克业务的营收在 2024-2026 年预计为 469.67/729.39/959.94 亿元；预计单车营收持续提升，单车净利润逐渐恢复至过往利润水平；预计 2024-2026 年，领克净利润分别为-2.82/4.38/14.40 亿元。

吉致汽金：吉致汽金为公司贡献稳定、可观的投资收益。吉致汽金利润受吉利集团整体销量影响，预计未来集团销量有明显增长，但吉致汽金的单车利润有一定下滑，预计吉致汽金的利润将保持稳定增长。

其他联营公司：其他联营公司主要为宝腾、雷诺、睿蓝等，随着公司海外业务推进，预计整体的并表利润有小幅稳定增长。

表21：公司投资收益测算（亿元）

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营收	301.09	291.09	347.87	469.67	729.39	959.94
销量（万辆）	22.05	18.01	21.60	28.54	39.23	47.82
净利润率	2.33%	0.02%	-3.18%	-0.60%	0.60%	1.50%
领克 ASP（万元）	13.65	16.16	16.10	16.45	18.59	20.08
单车净利润（元）	3177.46	40.09	(5113.39)	(987.25)	1115.70	3011.41
净利润	7.01	0.07	(11.05)	(2.82)	4.38	14.40
并表净利润	3.50	0.04	(5.52)	(1.41)	2.14	7.06
吉致汽车 净利润	10.60	12.22	12.13	14.00	14.70	15.44
并表净利润	7.95	9.16	9.10	10.50	11.03	11.58
其他联营公司 并表净利润	0.60	(2.68)	2.42	3.37	3.70	4.08
<b>公司投资收益</b>	<b>12.05</b>	<b>6.51</b>	<b>5.99</b>	<b>12.46</b>	<b>16.87</b>	<b>22.71</b>

资料来源：Wind、公司年报、国信证券经济研究所整理和预测

综上，我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 2447/3097/3565 亿元，同比增长 36.54%/26.59%/15.09%，归属母公司净利润分别为 166/136/179 亿元，同比增速分别为 212.1%/-17.8%/31.3%，每股收益分别为 1.64/1.35/1.78 元。

表22：未来 3 年盈利预测表（百万元）

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	179204	244681	309740	356494
营业成本	151789	208225	262052	300029
销售费用	11832	15170	18584	21390
管理费用（含无形资产摊销）	16630	22382	26648	29410
财务费用	(544)	24	(58)	(107)
营业利润	4746	16761	13722	18066
利润总额	4950	16985	13968	18338
归属于母公司净利润	5308	16568	13625	17887
EPS（元）	0.53	1.64	1.35	1.78
ROE	7%	17%	12%	14%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

## 盈利预测情景分析

表23：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>乐观预测</b>					
营业收入(百万元)	147,965	179,204	247,955	317,181	367,452
(+/-%)	45.6%	21.1%	38.4%	27.9%	15.8%
净利润(百万元)	5260	5308	28643	29081	35889
(+/-%)	8.5%	0.9%	439.6%	1.5%	23.4%
摊薄 EPS	0.52	0.53	2.84	2.89	3.56
<b>中性预测</b>					
营业收入(百万元)	147,965	179,204	244,681	309,740	356,494
(+/-%)	45.6%	21.1%	36.5%	26.6%	15.1%
净利润(百万元)	5260	5308	16568	13625	17887
(+/-%)	8.5%	0.9%	212.1%	-17.8%	31.3%
摊薄 EPS(元)	0.52	0.53	1.64	1.35	1.78



**悲观的预测**

营业收入(百万元)	147,965	179,204	241,408	302,386	345,748
(+/-%)	45.6%	21.1%	34.7%	25.3%	14.3%
净利润(百万元)	5260	5308	4926	-970	1100
(+/-%)	8.5%	0.9%	-7.2%	--	-213.4%
摊薄 EPS	0.52	0.53	0.49	-0.10	0.11
总股本(百万股)	10075	10075	10075	10075	10075

资料来源：国信证券经济研究所预测

## 估值与投资建议

公司股票合理估值区间在 18.82-21.72 港币, 给予“优于大市”评级。

考虑公司的业务特点, 我们采用相对估值法估算公司的合理价值区间。

选取预计未来有持续盈利能力的国内乘用车上市公司。从业务特点和财务特征上看, 可比公司可分为四类:

- 1、当前国内自主品牌、新能源车的领军企业——比亚迪;
- 2、自主品牌为核心, 但新能源渗透率仍有提升空间车企, 长城汽车、长安汽车;
- 3、仍有一定体量合资车业务的企业上汽集团、广汽集团, 二者的 ROE 相对较低, PB 估值影响下, PE 相对较高;
- 4、豪华车为核心的车企, 赛力斯、理想汽车;

表24: 公司与可比公司估值对比

代码	公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024	2025	2026
002594.SZ	比亚迪	9050.14	386.75	502.22	614.38	23.40	18.02	14.73
000625.SZ	长安汽车	1304.69	67.53	91.00	109.71	19.32	14.34	11.89
601633.SH	长城汽车 A	2146.12	127.52	154.36	178.34	16.83	13.90	12.03
600104.SH	上汽集团	1965.49	82.13	118.40	132.42	23.93	16.60	14.84
601238.SH	广汽集团	933.55	20.82	31.84	36.45	44.85	29.32	25.61
601127.SH	赛力斯	1977.66	57.84	95.98	123.13	34.19	20.61	16.06
2333.HK	长城汽车 H	973.61	127.71	149.45	172.69	7.62	6.51	5.64
2015.HK	理想汽车	1873.31	80.38	132.38	194.30	23.31	14.15	9.64
PE	中位值					23.35	15.47	13.38
	平均值					24.18	16.68	13.81
0175.HK	吉利汽车	1521.06	165.68	136.25	178.87	9.18	11.16	8.50

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

注: 估值日期为 2025 年 2 月 6 日, 吉利汽车采用本文盈利预测, 可比公司采用万得一致预测

公司与可比公司相比: 产品的能源结构方面, 公司与长城、长安相似, 但根据上文第二部分内容, 公司 2025 年新能源销量预计显著领先于长城、长安; 高端化方面, 公司有领克、极氪两大子品牌, 但整车收入仍以主流赛道车型为主, 整体毛利水平很难超越豪华车车企的代表理想汽车、赛力斯。

根据公司业务特点和成长性, 我们认为公司的合理估值应考虑以下因素:

- 1、公司的理论估值应在自主品牌车企和豪华车车企之间, 参考 2025 年代表车企的当前估值, A 股市场对应 PE 为 14-21 倍, 港股市场对应 PE 为 7-14 倍;
- 2、港股车企相比 A 股车企有较大折价, 长城汽车在 A 股和 H 股的估值差在一倍以上;
- 3、公司业务特征在当前整车行业中有稀缺性, 公司有技术突破、管理提升、拓展新品等催化, 旗下品牌在主流赛道、中高端赛道、豪华车赛道均布局了优秀产品, 公司凭借业务的稀缺性和高成长有望一定程度上修复市场间的估值差;
- 4、随着汽车行业的智能化浪潮, A/H 主机厂整体估值有望进一步提升。

## 投资建议

综合上述因素，考虑市场间的估值差异，我们给予公司 2025 年 PE 13-15 倍，公司 2025 年合理市值为 1771-2044 亿元，对应股价为 18.82-21.72 港币，上涨空间为 14.78%-32.44%。维持“优于大市”评级。

## 风险提示

### 估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计偏乐观,从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

我们采取了相对估值方法,选取了比亚迪、长城汽车、长安汽车、广汽集团、上汽集团、理想汽车、赛力斯的 2025 年 PE 区间做参考,对公司 2025 年市值做估值。公司 2025 年市值合理估值区间在 1771-2044 亿元,对应 13-15 倍 PE。可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

### 盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长 36.54%/26.59%/15.09%,可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利率分别为 14.90%/15.40%/15.84%,可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估,从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 我们预计公司 2025 年银河系列、极氪等均有重磅产品推出,可能会面临新品推出延迟的风险,进而公司的营收、利润增长延后。
- ◆ 公司盈利受主流赛道的新能源车影响较大,我们假设银河等主流赛道新能源车毛利率将逐步提升到 10%以上。公司新能源车利润提升不及时,或销量低于预期,会大幅影响公司总体盈利情况。
- ◆ 公司领克、极氪整合之后,我们预计领克将实现扭亏,这面临领克扭亏不及时的风险,进而拖累公司的投资收益。

### 经营风险

**联营公司经营的风险:**公司联营公司及联营品牌宝腾、雷诺等存在不确定性,有利润不及预期的可能。

**渠道扩张不及预期的风险:**公司银河 a/b 网、极氪等均处于渠道扩张中。扩张过程中吸纳了原合资品牌渠道的优质资源,但友商也在吸纳这些现有渠道,公司有一定风险渠道数量或者质量不及预期。

### 汽车行业总量风险

**国内乘用车需求降低的风险:**当前国内“以旧换新补贴”和“转让置换补贴”等多重政策刺激,车市整体需求稳定。若未来汽车消费需求存在被透支的情况,可能产生国内乘用车整体需求降低的风险。

**海外乘用车需求降低的风险:**目前海外几个主要区域乘用车销量规模呈现企稳回升的状态。但面对错综复杂的国际形势或不可抗力因素,以及可能存在的海外经济衰退,海外乘用车需求有降低的风险。

### 竞争加剧的风险

**国内市场竞争进一步加剧的风险:**公司布局的主流赛道,是当前竞争高度剧烈的赛道,竞争格局不排除进一步恶化的可能。豪华车赛道中,友商也在积极推进,竞争有可能加剧。

**海外市场竞争加剧的风险：**当前海外市场竞争较为宽松，中系车型占比整体较低。但随着自主品牌出海进程的加速，可能加剧海外市场的竞争烈度，从而导致海外售价下降或销量降低。自主品牌在海外也可能产生竞争，进而影响出海业务毛利率。

## 政策风险

**国内政策收缩的风险：**当前国内汽车消费政策刺激力度仍大，但不排除有政策收缩的风险。

**海外关税政策的风险：**目前海外多数地区关税政策落地，但不排除未来关税政策进一步收紧的可能。

## 技术风险

**技术被赶超或替代的风险：**公司的混动技术迭代迅速，雷神系统在混动领域技术领先。随着奇瑞、比亚迪等主机厂在混动领域持续发力，公司的技术需要持续迭代才能保持活力。

**关键技术人才流失风险：**关键技术人才的培养和管理是公司竞争优势的主要来源之一。随着行业竞争格局的变化，对行业技术人才的争夺将日趋激烈。若公司未来不能在薪酬、待遇等方面持续提供有效的奖励机制，将缺乏对技术人才的吸引力，可能导致现有核心技术人员流失，这将对公司的生产经营造成重大不利影响。

## 其它风险

**运价上行风险：**汽车出口增加，可能导致滚装船运价提升，导致出海利润下降或被动提升海外售价。

**股权运作造成的风险：**公司股权结构和子公司体系复杂，目前处于整合中。有整合落地推迟的风险，未来可能有低效股权运作、子公司估值不准引起的财务风险。



## 附表：财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	33341	36775	62419	69393	82316	营业收入	147965	179204	244681	309740	356494
应收款项	33966	42358	62846	74440	87068	营业成本	127069	151789	208225	262052	300029
存货净额	10822	15422	17737	23980	27965	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	935	18562	9314	15277	22693	销售费用	8228	11832	15170	18584	21390
<b>流动资产合计</b>	<b>79064</b>	<b>113635</b>	<b>152832</b>	<b>183710</b>	<b>220787</b>	管理费用	15096	16630	22382	26648	29410
固定资产	32201	27351	34760	43310	51939	财务费用	(380)	(544)	24	(58)	(107)
无形资产及其他	22609	23954	22457	21048	19567	投资收益	513	599	1246	1687	2271
投资性房地产	9433	11838	11838	11838	11838	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	14519	15821	21094	24607	27969	其他收入	5321	4649	16635	9521	10023
<b>资产总计</b>	<b>157826</b>	<b>192598</b>	<b>242981</b>	<b>284512</b>	<b>332100</b>	营业利润	3786	4746	16761	13722	18066
短期借款及交易性金融负债	2062	0	0	0	0	营业外净收支	896	204	224	247	271
应付款项	48164	62143	84044	105087	121965	利润总额	4682	4950	16985	13968	18338
其他流动负债	18727	34681	46150	52386	65035	所得税费用	32	15	1698	1397	1834
<b>流动负债合计</b>	<b>68953</b>	<b>96824</b>	<b>130193</b>	<b>157473</b>	<b>187000</b>	少数股东损益	(611)	(373)	(1281)	(1054)	(1383)
长期借款及应付债券	8758	5440	5440	5440	5440	归属于母公司净利润	5260	5308	16568	13625	17887
其他长期负债	3919	5182	6909	8590	10146						
<b>长期负债合计</b>	<b>12677</b>	<b>10622</b>	<b>12350</b>	<b>14030</b>	<b>15587</b>	<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>负债合计</b>	<b>81631</b>	<b>107446</b>	<b>142543</b>	<b>171503</b>	<b>202586</b>	净利润	5260	5308	16568	13625	17887
少数股东权益	1065	4643	3361	2308	924	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	75130	80509	97077	110702	128589	折旧摊销	8318	8203	9165	9521	10023
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>157826</b>	<b>192598</b>	<b>242981</b>	<b>284512</b>	<b>332100</b>	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	(380)	(544)	24	(58)	(107)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营运资本变动	(771)	(1829)	21543	5159	7054
每股收益	0.52	0.53	1.64	1.35	1.78	其它	(611)	(373)	(1281)	(1054)	(1383)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	12197	11308	45995	27252	33581
每股净资产	7.46	7.99	9.64	10.99	12.76	资本开支	0	(3352)	(15078)	(16662)	(17171)
ROIC	3%	5%	7%	13%	17%	其它投资现金流	67	(517)	0	(103)	(124)
ROE	7%	7%	17%	12%	14%	投资活动现金流	(3896)	(5170)	(20352)	(20278)	(20657)
毛利率	14%	15%	15%	15%	16%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	-2%	-1%	-0%	1%	2%	负债净变化	6857	(3318)	0	0	0
EBITDA Margin	4%	4%	3%	4%	4%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	46%	21%	37%	27%	15%	其它融资现金流	(16687)	3931	0	0	0
净利润增长率	9%	1%	212%	-18%	31%	融资活动现金流	(2973)	(2704)	0	0	0
资产负债率	52%	58%	60%	61%	61%	现金净变动	5327	3434	25644	6974	12923
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	28014	33341	36775	62419	69393
P/E	29.3	29.1	9.3	11.3	8.6	货币资金的期末余额	33341	36775	62419	69393	82316
P/B	2.1	1.9	1.6	1.4	1.2	企业自由现金流	0	1978	14644	228	5005
EV/EBITDA	42	38	38	28	23	权益自由现金流	0	3134	14622	280	5102

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032