



新能源汽车行业投资手册系列报告（九）： 中国新能源车的百花齐放

重申对中国新能源车行业的乐观态度：各家车企新能源车型矩阵完善，一定程度带来竞争烈度提升。但是，我们认为竞争推动用户对于新能源车体验的改善，从而刺激的需求增长。我们预测明年中国新能源车销量将达到 1,119 万辆，较 2023 年增长 241 万辆，销量的增长也为和缓竞争提供较为充裕的缓冲地带。我们比较倾向于具备强势产品周期的车企。比亚迪明年将受益于 DM-i 5.0 升级周期以及出口和高端车销量增长，是我们目前首选。同时，我们重申理想、小鹏、零跑的“买入”评级。

中国新能源车行业的百花齐放：中国新能源车行业正处于新的百花齐放的产品周期。中国新能源车行业消费需求快速增长带动供应端产品力大幅提升，供应端的竞争烈度增强。但是，这个阶段的竞争会提升车企的新能源产品的性能、催生丰富的产品矩阵，从而进一步刺激需求增长。因此，需求、供应、竞争三个环节处于正向循环，推动行业技术、成本、规模都得以提升。今年 11 月 **广州车展** 亮相发布的新车型体现了中国新能源车型的自主化、高端化和智能化。例如，理想 MEGA、小鹏 X9、零跑 C10 等车型，都有望成为下一波需求的助推器。

上调 2024 年中国新能源汽车销量预测：我们略微上调 2023 年中国新能源乘用车销量预测至 878 万辆，同比增长 34%，对应全年渗透率 34.0%。同时，我们上调 2024 年中国新能源乘用车销量预测至 1,119 万辆，同比增长 27%，对应渗透率 42.7%，较 2023 年增加 241 万辆。中国新能源车渗透率依然处于加速上扬阶段。

估值：当前小鹏、理想美股市销率为 1.8x、1.4x，零跑市销率为 1.0x，与年中的 2.0x、2.1x、1.3x 相比，有一定程度的下滑。三家公司的估值均处于较为健康的水位，且上行空间较大。比亚迪、理想的估值下行风险较小，而零跑的估值水平较为健康。

投资风险：国内外新能源汽车需求增速不及预期；行业竞争加剧，上游原料价格波动，影响车企毛利率下滑；自动驾驶研发不及预期，超高压快充普及速度不及预期。

图表 1：新能源汽车公司财务预测和潜在升幅

公司	目标价 (LC)		营收同比增速			营收预测值变化		
	目标价	潜在升幅	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
比亚迪股份(1211.HK)	▲ 280.4	35%	39%	24%	15%	/	/	/
比亚迪(002594.CH)	▲ 302.9	54%	39%	24%	15%	/	/	/
理想汽车-W (2015.HK)	▼ 179.9	29%	172%	63%	33%	4%	18%	20%
理想汽车(LI.US)	▼ 46.0	29%	172%	63%	33%	4%	18%	20%
小鹏汽车-W (9868.HK)	▲ 79.5	26%	19%	124%	36%	6%	32%	30%
小鹏汽车(XPEV.US)	▲ 20.3	26%	19%	124%	36%	6%	32%	30%
零跑汽车(9863.HK)	▼ 47.5	24%	55%	102%	66%	(14%)	8%	36%

E=浦银国际预测；▲=上调目标价，▼=下调目标价，▶=维持目标价；资料来源：公司报告、浦银国际

沈岱

科技分析师

 tony_shen@spdbi.com
 (852) 2808 6435

黄佳琦

科技助理分析师

 sia_huang@spdbi.com
 (852) 2809 0355

2023 年 12 月 7 日

比亚迪股份 (1211.HK)

买入

 目标价 (港元) / 潜在升幅 280.4 / +35%
 目前股价 (港元) 207.8

比亚迪 (002594.CH)

买入

 目标价 (人民币) / 潜在升幅 302.9 / +54%
 目前股价 (人民币) 196.3

理想汽车-W (2015.HK)

买入

 目标价 (港元) / 潜在升幅 179.9 / +29%
 目前股价 (港元) 139.9

理想汽车 (LI.US)

买入

 目标价 (美元) / 潜在升幅 46.0 / +29%
 目前股价 (美元) 35.6

小鹏汽车-W (9868.HK)

买入

 目标价 (港元) / 潜在升幅 79.5 / +26%
 目前股价 (港元) 63.3

小鹏汽车 (XPEV.US)

买入

 目标价 (美元) / 潜在升幅 20.3 / +26%
 目前股价 (美元) 16.2

零跑汽车 (9863.HK)

买入

 目标价 (港元) / 潜在升幅 47.5 / +24%
 目前股价 (港元) 38.3

注：收盘价截至 2023 年 12 月 5 日


 扫码关注
 浦银国际研究

目录

投资建议总结.....	5
中国新能源车行业的百花齐放.....	8
中国新能源乘用车渗透率持续快速上扬，为 2024 年提供销量增长空间基础.....	9
新能源新车型产品力提升，产品矩阵加速丰富，刺激需求，进入产品升级迭代周期.....	15
中国新能源车企受到海外汽车龙头青睐，为出口海外市场做出铺垫.....	21
汽车行业月度销量.....	24
中国乘用车/新能源乘用车月度销量.....	24
中国新能源汽车渗透率和拆分.....	25
全球新能源汽车月度销量.....	26
汽车行业估值.....	27
汽车行业指数估值.....	27
新能源车企估值.....	28
新能源车企股价及成交量.....	29
造车新势力横向比较.....	30
新能源汽车行业可比公司估值.....	32
理想汽车（2015.HK，买入，目标价 179.9 港元；LI.US，买入，目标价 46.0 美元）.....	33
业绩回顾及预测调整.....	33
汽车月度交付量.....	36
分部加总估值.....	37
乐观与悲观情景假设.....	39
财务报表.....	41
小鹏汽车（9868.HK，买入，目标价 79.5 港元；XPEV.US，买入，目标价 20.3 美元）.....	42
业绩回顾及预测调整.....	42
汽车月度交付量.....	45
分部加总估值.....	46
乐观与悲观情景假设.....	48
财务报表.....	50
零跑汽车（9863.HK，买入，目标价 47.5 港元）.....	51
业绩回顾及预测调整.....	51
汽车月度交付量.....	54
分部加总估值.....	55
乐观与悲观情景假设.....	57
财务报表.....	58

图表目录

图表 1: 新能源汽车公司财务预测和潜在升幅	1
图表 2: 新能源汽车及供应链公司盈利及目标价调整总结	6
图表 3: 新能源汽车及供应链投资总结	6
图表 4: 小鹏、理想、零跑、比亚迪的汽车销售及预测	7
图表 5: 中国新能源乘用车销量及同比预测	10
图表 6: 中国新能源乘用车渗透率及预测	10
图表 7: 中国新能源车月度销量份额按照不同参与者拆分	11
图表 8: 中国乘用车市场价格段销量结构	11
图表 9: 2023 年以来国家层面新能源汽车支持政策及方向汇总	12
图表 10: 2023 年初至今各地政府关于新能源汽车的促消费政策汇总 (1): 购车补贴	13
图表 11: 2023 年初至今中国政府关于新能源汽车的促消费政策汇总 (2): 新能源车置换补贴 ..	14
图表 12: 2023 年以来主要新能源车企调价情况一览 (1): 蔚来、小鹏、理想、零跑及特斯拉 ..	16
图表 13: 2023 年以来主要新能源车企调价情况一览 (2): 比亚迪	17
图表 14: 广州车展现场直击: 理想 MEGA	18
图表 15: 广州车展现场直击: 小鹏 X9	18
图表 16: 广州车展现场直击: 比亚迪宋 L	18
图表 17: 广州车展现场直击: 零跑 C10	18
图表 18: 广州车展现场直击: 极氪 007	18
图表 19: 广州车展现场直击: 哪吒 X	18
图表 20: 覆盖新能源车企 2023 年新增车型及计划 (按车型)	19
图表 21: 理想 MEGA、小鹏 X9 以及其他新能源 MPV 车型主要参数对比	20
图表 22: 大众入股小鹏汽车与 Stellantis 入股零跑汽车细节比较	22
图表 23: 2023 年以来其他中国整车企业与海外车企的合作内容整理	23
图表 24: 中国乘用车月度销量: 10 月销量 248.8 万辆, 环比持平, 同比增长 12%	24
图表 25: 中国新能源乘用车月度销量: 10 月销量 91.0 万辆, 环比增长 6%, 同比增长 34%	24
图表 26: 中国新能源汽车及新能源乘用车渗透率: 10 月 NEPV 渗透率 36.6%, 环比提升 2.1 个百分 点	25
图表 27: 中国新能源汽车品种拆分: 10 月纯电动车占比 66.3%, 插电式混合动力汽车占比 33.7% ..	25
图表 28: 全球新能源汽车月度销量: 9 月销量 130.0 万辆, 环比增长 4%, 同比增长 11%	26
图表 29: 欧洲新能源汽车月度销量: 9 月销量 28.6 万辆, 环比增长 5%, 同比增长 7%	26
图表 30: A 股汽车指数市盈率: 当前 25.9x, 较 2021 年末下降 5.5x	27
图表 31: A 股汽车指数市销率: 当前 1.0x, 较 2021 年末下降 0.3x	27
图表 32: MSCI 世界汽车指数市盈率: 当前 13.2xx, 较 2021 年末下降 4.2x	27
图表 33: MSCI 世界汽车指数市销率: 当前 0.9x, 较 2021 年末下降 0.3x	27
图表 34: 蔚来美股市销率: 当前 1.0x vs 历史均值 4.3x vs 历史均值以下 1 个标准差 0.1x	28
图表 35: 小鹏美股市销率: 当前 1.8x vs 历史均值 5.6x vs 历史均值以下 1 个标准差 0.6x	28
图表 36: 理想美股市销率: 当前 1.4x vs 历史均值 4.2x vs 历史均值以下 1 个标准差 1.5x	28
图表 37: 特斯拉市销率: 当前 6.5x vs 历史均值 5.8x vs 历史均值以上 1 个标准差 9.6x	28
图表 38: 比亚迪股份市销率: 当前 0.8x vs 历史均值 1.4x vs 历史均值以下 1 个标准差 0.6x	28
图表 39: 比亚迪市销率: 当前 0.8x vs 历史均值 1.4x vs 历史均值以下 1 个标准差 0.8x	28
图表 40: 新能源车企股价走势	29
图表 41: 股票交易额比较	29

图表 42: 汽车销量	30
图表 43: 汽车均价	30
图表 44: 汽车板块毛利率	30
图表 45: 营业费用率	30
图表 46: 研发费用	30
图表 47: 研发费用率	30
图表 48: 营业利润 (损失)	31
图表 49: 净利润 (损失)	31
图表 50: 现金及现金等价物	31
图表 51: 中国新能源乘用车份额	31
图表 52: 市销率 (x)	31
图表 53: 新能源汽车可比公司估值比较	32
图表 54: 理想汽车 3Q23 业绩详情	34
图表 55: 理想汽车财务预测: 新预测 vs 前预测	35
图表 56: 理想汽车月度销量: 11月交付 41,030 辆, 环比增长 2%, 同比增长 173%	36
图表 57: 理想分部加总估值法 (2024 年)	37
图表 58: 理想汽车历史市销率: 上市以来均值 4.2x	37
图表 59: 浦银国际目标价: 理想汽车-W (2015.HK)	38
图表 60: 浦银国际目标价: 理想汽车 (LI.US)	38
图表 61: 理想汽车-W (2015.HK) 市场普遍预期	39
图表 62: 理想汽车-W (2015.HK) SPDBI 情景假设	39
图表 63: 理想汽车 (LI.US) 市场普遍预期	40
图表 64: 理想汽车 (LI.US) SPDBI 情景假设	40
图表 65: 小鹏 3Q23 业绩详情	43
图表 66: 小鹏财务预测: 新预测 vs 前预测	44
图表 67: 小鹏月度销量: 11月交付 20,041 辆, 环比持平, 同比增长 245%	45
图表 68: 小鹏分部加总估值法 (2024 年)	46
图表 69: 小鹏汽车历史市销率: 上市以来均值 5.6x	46
图表 70: 浦银国际目标价: 小鹏汽车-W (9868.HK)	47
图表 71: 浦银国际目标价: 小鹏汽车 (XPEV.US)	47
图表 72: 小鹏汽车-W (9868.HK) 市场普遍预期	48
图表 73: 小鹏汽车-W (9868.HK) SPDBI 情景假设	48
图表 74: 小鹏汽车 (XPEV.US) 市场普遍预期	49
图表 75: 小鹏汽车 (XPEV.US) SPDBI 情景假设	49
图表 76: 零跑 3Q23 业绩详情	52
图表 77: 零跑财务预测: 新预测 vs 前预测	53
图表 78: 零跑月度销量: 11月交付 18,508 辆, 环比增长 2%, 同比增长 130%	54
图表 79: 零跑分部加总估值法 (2023 年)	55
图表 80: 零跑汽车历史市销率: 上市以来均值 1.0x	55
图表 81: 浦银国际目标价: 零跑汽车 (9863.HK)	56
图表 82: 零跑汽车 (9863.HK) 市场普遍预期	57
图表 83: 零跑汽车 (9863.HK) SPDBI 情景假设	57
图表 84: SPDBI 科技行业覆盖公司	59

投资建议总结

我们对于新能源车行业依然维持较为乐观的判断，略微上调 2023 年中国新能源乘用车销量预测至 878 万辆，上调 2024 年销量预测至 1,119 万辆。中国新能源车行业需求在今年上海车展之后，正在逐步走出低谷，全年有望实现年初市场销量预期。当前中国汽车指数市盈率 25.9x，较 2021 年年末下降 5.5x，相对性价比开始凸显。而且，整体行业需求有足够的动能推动行业玩家逐步走出基本面交付量的底部，为股价上行提供动能。

同时，我们对于中国新能源车企抢占外资/合资市场份额保持相对乐观的判断，情况或与当年智能手机品牌在国内市场的成长类似。因此，从三至五年的时间维度看，中国头部新能源车企、头部新势力，都有足够的份额增长空间。尽管目前新能源车竞争激烈，但是远未到存量竞争阶段。新势力的市销率估值都处于 0.8-1.9x 的历史低位，估值水位较为健康。

在供应端整个市场产品矩阵日渐丰富的阶段，各家车企能够强有力地推出新的新能源车产品，保持自身技术升级迭代落地，制造声量和流量，这将会是各家车企明年重要的销量动能。因此，我们会偏向于明年具备强势产品周期的车企。

我们维持 2024 年比亚迪新能源车 378 万辆的销量预测，普遍上调理想、小鹏、零跑 2024 年新能源车的交付量。经调整后，理想 2024 年新能源车销量有望达到 60 万辆以上，小鹏、零跑销量有望接近 30 万辆，这三家车企明年销量增速保持在 71%-104% 之间。

从下行风险角度来看，我们依然更看好基本面交付量更加扎实的比亚迪和理想。这两家车企目前已经形成并维持较好的盈利能力，因而可以在市场需求波动时有更加强的抵御需求波动的能力。而且，盈利能力是他们保持较高研发投入、实现产品升级迭代的保障。

比亚迪作为中国乃至全球的新能源龙头车企之一，是目前我们在新能源车行业的首选。我们认为当前行业过分担忧比亚迪所面临的竞争态势。展望明年，首先，比亚迪主力车型的价格段，即 10 万元-20 万元，面对燃油车的竞争烈度会下降，这是新老能源车型转换过程中的行业趋势所致。在今年 11 月广州车展发布的方程豹豹 5、宋 L、海狮 07，都有望成为明年上半年销量动能。而且 DM-i 5.0 有望在明年实现升级落地，保持技术领先优势。因此，比亚迪主力价格段有望维持接近行业的增长动能。其次，比亚迪在高端品牌销量以及出口销量的增长，有望带动其毛利率以及单车盈利趋势向上。

在新势力中，理想借助增程和精准定位消费者需求，率先迈入 30 万辆销量关卡，并且聚焦资源主攻中国市场，实现盈利。明年理想 L6 将进一步推动销量。小鹏则在今年大幅调整组织架构，推出更具性价比的 G6 和 G9，以及明年价格段进一步下沉的 MONA，有望实现较高的增速。零跑则会借助广州车展亮相的 C10 以及明年两款新车和与 Stellantis 的合作打开海外市场。

图表 2: 新能源汽车及供应链公司盈利及目标价调整总结

股票代码	公司	前目标价 (LC)	目标价			营业收入预测值变化		
			新目标价 (LC)	潜在升幅	变化幅度	2023E	2024E	2025E
LI US Equity	理想汽车	53.4	46.0	29%	(18%)	4%	18%	20%
2015 HK Equity	理想汽车-W	208.6	179.9	29%	(18%)	4%	18%	20%
XPEV US Equity	小鹏汽车	10.2	20.3	26%	10%	6%	32%	30%
9868 HK Equity	小鹏汽车-W	40.1	79.5	26%	10%	6%	32%	30%
9863 HK Equity	零跑汽车	47.6	47.5	24%	(0%)	(14%)	8%	36%

注: LC = Local Currency, 当地货币; E=浦银国际预测; 截至 2023 年 12 月 5 日收盘价
资料来源: 浦银国际

图表 3: 新能源汽车及供应链投资总结

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	潜在升幅	2024E 营业收入增速	2024 年目标市销率 (x)	市销率 (x) 均值	当前市销率 (x)
1211 HK Equity	比亚迪股份	207.8	买入	280.4	35%	24%	1.1	1.4	0.8
002594 CH Equity	比亚迪	196.3	买入	302.9	54%	24%	1.2	1.4	0.8
LI US Equity	理想汽车	35.6	买入	46.0	29%	63%	1.6	4.2	1.4
2015 HK Equity	理想汽车-W	139.9	买入	179.9	29%	63%	1.6	2.8	1.4
XPEV US Equity	小鹏汽车	16.2	买入	20.3	26%	124%	1.9	5.6	1.8
9868 HK Equity	小鹏汽车-W	63.3	买入	79.5	26%	124%	1.9	3.4	1.9
9863 HK Equity	零跑汽车	38.3	买入	47.5	24%	102%	1.5	1.0	1.0

注: LC = Local Currency, 当地货币; 2023E=浦银国际预测; 截至 2023 年 12 月 5 日收盘价
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 4: 小鹏、理想、零跑、比亚迪的汽车销售及预测

	2022	2023E	2024E	2025E
中国新能源乘用车销量 (万辆)	654	878	1,119	1,319
同比增速	96%	34%	27%	18%
小鹏				
销量 (辆)	120,757	144,474	295,322	410,131
销量同比增速	23%	20%	104%	39%
在中国新能源乘用车份额	1.8%	1.6%	2.6%	3.1%
营收 (百万人民币)	26,855	31,927	71,448	97,021
营收同比增速	28%	19%	124%	36%
市销率 (x)	2.3	4.0	1.9	1.4
理想				
销量 (辆)	133,246	368,114	631,294	897,579
销量同比增速	47%	176%	71%	42%
在中国新能源乘用车份额	2.0%	4.2%	5.6%	6.8%
营收 (百万人民币)	45,287	123,283	200,806	267,548
营收同比增速	68%	172%	63%	33%
市销率 (x)	5.9	2.6	1.6	1.2
零跑				
销量 (辆)	111,126	148,776	291,655	439,853
销量同比增速	154%	34%	96%	51%
在中国新能源乘用车份额	1.7%	1.7%	2.6%	3.3%
营收 (百万人民币)	12,385	19,196	38,713	64,175
营收同比增速	295%	55%	102%	66%
市销率 (x)	3.6	2.6	1.5	0.9
比亚迪				
新能源乘用车销量 (辆)	1,857,379	3,023,473	3,779,341	4,421,829
销量同比增速	213%	63%	25%	17%
在中国新能源乘用车份额	28.4%	34.4%	33.8%	33.5%
营收 (百万人民币)	424,061	588,600	730,841	838,204
营收同比增速	96%	39%	24%	15%
A 股市销率 (x)	2.3	1.5	1.2	1.1
H 股市销率 (x)	1.9	1.3	1.1	0.9

注: E=浦银国际预测;

资料来源: 公司公告、浦银国际

中国新能源车行业的百花齐放

市场上新能源车型进入百花齐放的时期，中国新能源汽车行业发展进入了新的阶段。在行业发展的此阶段中，供应、需求、竞争，三个维度都会呈现快速增长的态势。

从供应角度看，各家新能源车企可以提供给消费者的车型，从高端旗舰到基础入门，大量提升。在 2021 年初以来中国新能源车行业爆发的两年半中，各家车企基本完成了新平台新架构的建设，行业制造成本也快速下行。这使得各家车企可以给消费者提供更多使用体验更好、满足更多不同需求的产品。新能源车行业供应端的新能源车性能（续航、补能、智驾等）大幅提升，产品矩阵快速补全，用户体验大幅改善。

从需求角度看，消费者开始认可新能源车相较于燃油车带来的使用体验的提升，因而带动需求快速增长。在这两年半行业高速发展的过程中，消费者会感知到新能源车或是科技前沿的体现，或是更具性价比的使用成本。同时，全行业对于充电基建的大量投入，也会让用户感知到新能源车补能体验的改善。

从竞争角度看，供应端的竞争烈度是在增强，但同时需求端的规模扩容也为竞争提供缓冲的空间。

在新能源车发展初期，由于市场上可供选择车型较少，行业玩家在保障自身车型基本能力的情况下，通常就可以取得接近于行业平均的销量高速增长。随着行业规模快速增长，各家车企纷纷推出不同车型，满足不同客户需求。这为 C 端用户创造增量市场的不同需求。而这对于每家车企自身产品力等综合能力提出了更高要求，进而导致竞争烈度加大。激烈的竞争也为市场筛选更加优质的产品，而优质产品则进一步刺激需求，从而形成需求、供应、竞争这三个环节的正向循环，推动行业技术、成本、规模都得以提升。

因此，我们认为目前新能源车行业的竞争烈度加强并不是单纯的存量市场中的厮杀，更多是增量市场对于需求端的刺激。所以，今年上海、成都、广州车展大量展出的新能源车将刺激未来一段时间内的用户需求，推动行业增长。当然，拥有优质产品，即优秀新车型的这些车企则有望跑赢行业，在行业的长期发展中取得一席之地。

这个阶段的竞争需要各家车企保持技术投入落地，以及产品的快速迭代，以保障自身的技术领先优势。每个技术的进步、落地和商用，不仅仅是自身车企的品牌保障，更是不同的营销节点吸引客户需求流量的重要节拍。因此，我们对于目前新能源车行业的展望仍然保持较为乐观的判断。

中国新能源乘用车渗透率持续快速上扬，为 2024 年提供销量增长空间基础

与今年 6 月的预测相比，我们略微上调并大体维持 2023 年中国新能源乘用车销量预测，至 878 万辆，同比增长 34%，今年全年渗透率有望达到 34%。在经历了一、二季度需求下滑和波动后，市场需求在 5 月、6 月进入反弹恢复期，我们认为 2023 年中国新能源汽车销量大致符合去年年底时市场的预期。

同时，我们上调 2024 年中国新能源乘用车销量预测至 1,119 万辆，同比增长 27%，对应渗透率 42.7%，2025 年销量预测至 1,319 万辆，同比增速 18%，对应渗透率 50.6%。2024 年和 2025 年新能源乘用车销量较前一年增量为 241 万辆和 199 万辆，维持较高增量。

中国新能源车市场渗透率依然处于加速上扬的阶段，从而推动行业规模不断提升。这是供应端的产品丰富度、产品力提升以及配套设施完善，以及需求端消费者对于充电补能和智驾需求的认知提升、用户体验改善，共同带来的。

首先，从月度新能源车销量来看，10 月份新能源乘用车销量创历史新高。根据中汽协，10 月中国新能源乘用车销量为 91 万辆，环比增长 6%，同比增长 33.8%。10 月同比增速较 9 月有加速，保持了较强的动能。我们认为这些成长动能来自于被车企供应端产品力刺激带动的快速成长的需求。今年 4 月上海车展以及 8 月底 9 月初的成都车展都呈现比较火爆的态势。多家车企都发布了旗舰车型、走量车型。今年发布的新能源车型都在用户体验或者性价比方面较前两年提升，因而不断刺激消费者端的需求大幅提升。

在 11 月的广州车展，我们也看到类似情况，中国车企新发布的新能源车型，都呈现出自主化、高端化、智能化三个趋势。因此，我们对于中国新能源车行业持续增长表示乐观。

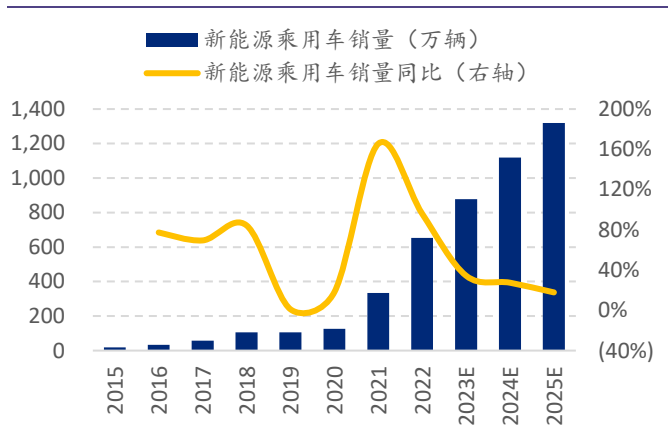
展望 11 月、12 月，我们认为中国新能源车销量仍然保持较好势头。这也部分得益于汽车厂家年底的促销冲量的刺激。在去年年底相对低于预期的销量基数基础上，今年 11 月、12 月销量同比仍可维持较高动能。

广州车展的火爆一定程度可以奠定 2024 年需求的基础。根据我们的预测，2024 年中国新能源乘用车销量将较 2023 年增加 241 万辆至 1,119 万辆，明年销量增量会较 2023 年增量的 225 万辆增加。

其次，从渗透率角度看，中国新能源车的渗透率在1、2月份的低点稳步提升，并在今年10月创历史新高。根据中汽协的数据，今年10月中国新能源车渗透率达到36.6%，高于去年11月的35.8%渗透率记录（图表26）。我们维持今年最基本的观点不变，即目前新能源车行业依然处于渗透率加速上扬阶段。供需两端相互促进推动行业渗透率快速提升。我们预计2024年、2025年中国新能源乘用车渗透率将达到42.7%、50.6%（图表6）。

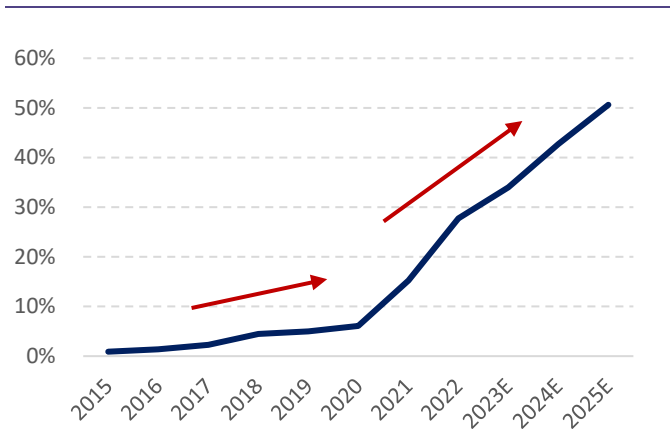
另外，虽然今年来自于中央政府统一的新能源车补贴归零，并逐步让步市场供需自发推动的行业增长，但是，各地地方政府依然呈现散点式的针对新能源车的补贴。这些补贴量级尽管总量并不巨大，但也是渗透率提升的保障之一。这与中国智能手机普及初期运营商在其中给与补贴的阶段类似。尽管智能手机发展后期运营商补贴力度走弱，但是用户习惯的培养会催生自发的购机需求。我们认为中国新能源车行业也正在经历类似过程。

图表 5：中国新能源乘用车销量及同比预测



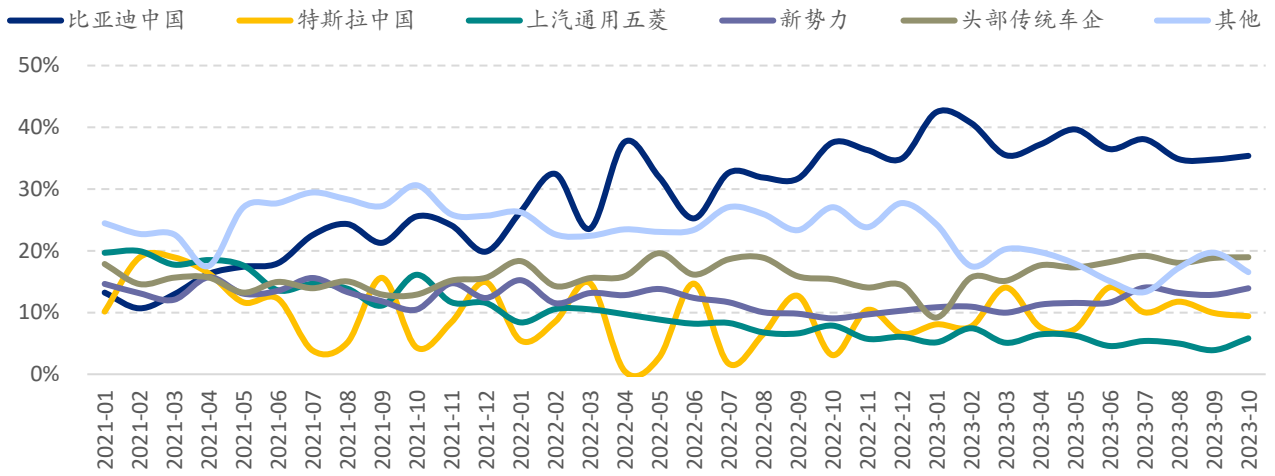
E=浦银国际预测
资料来源：中汽协、Wind、浦银国际

图表 6：中国新能源乘用车渗透率及预测



E=浦银国际预测
资料来源：中汽协、Wind、浦银国际

图表 7：中国新能源车月度销量份额按照不同参与者拆分



注：新势力包含蔚来、小鹏、理想、零跑、哪吒5家车企；

资料来源：乘联会、Wind、公开资料、浦银国际

图表 8：中国乘用车市场价格段销量结构

零售销量占比 (%)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	截至 202309
40 万元以上	1.2%	1.5%	1.7%	2.2%	2.3%	2.5%	3.3%
30-40 万元	4.5%	5.5%	6.5%	7.3%	7.4%	8.3%	11.1%
20-30 万元	8.5%	8.6%	11.1%	14.0%	15.7%	17.2%	16.9%
15-20 万元	13.2%	14.5%	13.8%	14.7%	15.7%	15.9%	16.4%
10-15 万元	32.2%	32.2%	34.6%	35.0%	32.3%	31.6%	33.6%
5-10 万元	36.2%	34.4%	30.0%	24.4%	22.7%	20.3%	15.6%
5 万元以下	4.2%	3.3%	2.3%	2.3%	3.9%	4.1%	3.2%

资料来源：乘联会、浦银国际

图表 9：2023 年以来国家层面新能源汽车支持政策及方向汇总

提出时间	政策出处	文件名称	具体内容
2023-01-02	国务院	《中共中央国务院关于做好 2023 年全面推进乡村振兴重点工作的意见》	2023 年中央一号文件提出要推动乡村产业高质量发展，加快发展现代乡村服务业， 鼓励有条件的地区开展新能源汽车和绿色智能家电下乡。
2023-05-14	国家发展改革委、国家能源局	《关于加快推进充电基础设施建设更好支持新能源汽车下乡和乡村振兴的实施意见》	提出创新农村地区充电基础设施建设运营维护模式， 支持农村地区购买使用新能源汽车 ，具体包括 11 条举措，化解制约新能源汽车下乡瓶颈问题。在支持满足农村地区购买使用需求方面，鼓励有条件的地方对农村户籍居民在户籍所在地县域内购买新能源汽车， 给予消费券等支持 。鼓励有关车企和有条件的地方， 对淘汰低速电动车购买新能源汽车提供以旧换新奖励。
2023-06-08	商务部	《关于组织开展汽车促消费活动的通知》	根据“2023 消费提振年”活动安排，商务部办公厅组织开展汽车促消费活动。活动时间为 2023 年 6 月至 12 月，意在强化购车优惠政策支持。 1) “百城联动”汽车节： 聚焦新车销售、二手车交易、报废更新、以旧换“新”（新能源汽车）、汽车后市场等内容，因地制宜打造系列汽车展销活动，全链条全过程促进汽车消费。强化购车优惠政策支持，加强活动经费、场地等保障，协调推动地方、企业等出台支持汽车消费的针对性政策举措， 充分发挥地方财政资金作用，鼓励金融机构出台汽车信贷金融支持措施。 2) “千县万镇”新能源汽车消费季： 鼓励企业针对农村地区特点，推动性价比高、实用性强的新能源载货微面、微卡、轻卡等车型下乡，进一步丰富农村新能源汽车产品供应。推动售后服务网络下沉，推动完善农村充电基础设施。
2023-06-12	工业和信息化部、发展改革委、商务部、农业农村部、国家能源局	《关于开展 2023 年新能源汽车下乡活动的通知》	各新能源汽车生产企业、销售企业积极参与，推荐适宜农村市场的先进车型，制定促销政策，建立完善售后服务体系；各充电设施建设运营企业配合完善充电设施布局，推出充电优惠政策；各参与活动的电商、互联网平台，积极配合现场活动，开展网络促销，与车企合作举办直播售车或云上展销活动。
2023-06-20	国务院	《国务院办公厅关于进一步构建高质量充电基础设施体系的指导意见》	对 充电基础设施建设 作出了具体部署：到 2030 年，基本建成覆盖广泛、规模适度、结构合理、功能完善的高质量充电基础设施体系，有力支撑新能源汽车产业发展，有效满足人民群众出行充电需求。
2023-07-19	财政部、税务总局、工业和信息化部	《关于延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策的公告》	对购置日期在 2024 年 1 月 1 日至 2025 年 12 月 31 日期间的新能源汽车 免征车辆购置税 ，其中，每辆新能源乘用车免税额不超过 3 万元；对购置日期在 2026 年 1 月 1 日至 2027 年 12 月 31 日期间的新能源汽车 减半征收车辆购置税 ，其中，每辆新能源乘用车减税额不超过 1.5 万元。
2023-07-20	国家发改委、工业和信息化部、公安部、财政部等 13 个部门	《关于促进汽车消费的若干措施》	针对汽车购买使用管理制度和市场环境等方面推出 10 条措施。其中提到， 要支持新能源汽车下乡 等政策措施，着力提升农村电网承载能力等。
2023-08-25	工业和信息化部、财政部等 7 个部门	《汽车行业稳增长工作方案（2023-2024 年）》	支持扩大新能源汽车消费： 落实好现有新能源汽车车船税、车辆购置税等优惠政策，抓好新能源汽车补助资金清算审核工作， 积极扩大新能源汽车个人消费比例 。组织开展 新能源汽车下乡活动 ，鼓励企业开发更多先进适用车型，充分挖掘农村地区消费潜力。

资料来源：公开资料整理、浦银国际

图表 10：2023 年初至今各地政府关于新能源汽车的促消费政策汇总（1）：购车补贴

发布时间	城市	截止日期	具体措施
2023-01-23	江苏省 无锡市	发完即止	共计 1,200 万额度，对订购（指签订正式购车合同并支付定金）成交价 10 万元（含）以上的家用新能源汽车的个人消费者发放补贴。纯电动新能源汽车：3,000 元/辆；其他动力新能源汽车（包括插电混动、增程序、燃料电池汽车）：1,500 元/辆 省级促消费专项资金 1,270 万元，购买家用新车（含新能源车）的个人消费者按购车价格享受不同档次的补贴。
2023-03-01	青海省	/	- 购买 10 万元以下新车的 3,000 名用户：1,000 元/台 - 购买 10 万元（含）-20 万元新车的 4,986 名用户：1,500 元/台 - 购买 20 万元及以上新车的 1,700 名用户：2,000 元/台
2023-03-31	广东省 广州市	203-12-31	购买符合要求的新能源汽车，并在 2024 年 1 月 31 日前完成注册登记的个人消费者，按照机动车销售统一发票含税价可获以下补贴： - 10 万元（含）-15 万元：10,000 元/台 - 15 万元（含）-20 万元：8,000 元/台 - 20 万元（含）以上：6,000 元/台
2023-04-16	江苏省 常州市	/	购置并在本地上牌的新能源乘用车（不含二手车），按购车价格给予一次性补贴。 - 20 万元（含）以下：2,000 元/辆 - 20 万元-30 万元（含）：5,000 元/辆 - 30 万元以上：8,000 元/辆
2023-05-30	海南省 澄迈县	203-12-31	对购买新能源汽车并完成初次注册登记上牌的单位或企业、以及个人进行奖励。 - 对单位或企业：每辆车奖励 3,000 元 - 对县外户籍的个人：每辆车奖励 3,000 元 - 对本县户籍、或在本县工作且缴纳社保满一年的个：每辆车奖励 6,000 元
2023-06-01	江苏省 南京市	发完即止	补贴总额 3,500 万元，对在南京市限额以上汽车零售企业购买 7 座（含）以下非营运车乘用车新车（不含二手车）并完成上牌（不限上牌地区）发放一次性补贴。 - 20 万元以下：燃油车和新能源车均补贴 1,000 元/辆 - 20 万元（含）以上：燃油车补贴 4,000 元/辆，新能源车补贴 5,000 元/辆
2023-07-17	北京市 怀柔区	发完即止	总额度为 50 万元，按照车辆售价分三档对个人消费者发放汽车消费券： - 10 万元-20 万元（不含）：2,000 元； - 20 万元-30 万（不含）：4,000 元； - 30 万元以上：6,000 元。
2023-07-28	海南省 海口市	2023-12-31	消费券发放总量 5,000 万元，根据购车价格对新能源汽车乘用车购买人发放： - 20 万元(含)以上：6,000 元消费券，发放名额 3,500 人； - 10 万元(含)-20 万元：5,000 元消费券，发放名额 3,700 人； - 10 万元以下：3,000 元消费券，发放名额 3,500 人。
2023-08-07	河南省	203-12-31	对在省内新购汽车的消费者按照购车价格的 5% 给予补贴（最高不超过 1 万元/台）。总额度 1.5 亿元，按照购车发票金额对居民个人购买新能源汽车发放一次性补贴：
2023-09-21	陕西省 西安市	发完即止	- 10 万元（不含）以下：1,000 元/辆； - 10 万元-20 万元（不含）：3,000 元/辆； - 20 万元（含）以上：5,000 元/辆。
2023-09-28	深圳市 南山区	2023-12-31	根据单辆汽车的购车发票金额（含税价）分为五档标准发放购车补贴： - 8 万元-15 万元（含）：燃油车 3,000 元，新能源汽车 4,000 元； - 15 万元-25 万元（含）：燃油车 4,000 元，新能源汽车 6,000 元； - 25 万元-40 万元（含）：燃油车 6,000 元，新能源汽车 8,000 元； - 40 万元-100 万元（含）：燃油车 8,000 元，新能源汽车 11,000 元； - 100 万元以上：燃油车 11,000 元，新能源汽车 15,000 元。
2023-10-19	江苏省	-	鼓励各地区对购买符合条件的燃油汽车或新能源汽车新车给予政策优惠，每车政策优惠金额原则上在 1 万元限额内、不低于实际售价的 3%

资料来源：公开资料、浦银国际

图表 11：2023 年初至今中国政府关于新能源汽车的促消费政策汇总（2）：新能源车置换补贴

发布时间	城市	截止日期	具体措施
2023-01-01	辽宁省 沈阳市	2023-12-31	个人消费者依法报废本市登记注册的国四及以下排放标准的燃油汽车，同时购买新车，给予一次性补贴 3,000 元。
2023-05-30	海南省 澄迈县	203-12-31	燃油车号牌车主凭本人名下的旧车售卖发票或者汽车报废注销证明，并购买新能源汽车新车且在澄迈县完成初次注册登记上牌的车辆，在对应以上奖励措施的基础上，每辆车再给予 2,000 元补贴。
2023-08-28	四川省 成都市	2027-08-05	对 2022 年 8 月 6 日至 2027 年 8 月 5 日期间在成都市将传统能源汽车更换为新能源汽车的单位和個人实施置换奖励。大型、中型、小型载客汽车分别以 8,000 元/辆、5,000 元/辆、2,000 元/辆的标准发放。
2023-09-07	上海市	203-12-31	个人消费者报废或者转让非营业性小客车，并购买纯电动小客车新车，可申请一次性 10,000 元购车补贴。
2023-09-15	深圳市	/	对提前报废或迁出“国 IV”及以下排放标准的普通小汽车并于年底前购置符合条件新能源汽车的，给予最高 10,000 元补贴。

资料来源：公开资料、浦银国际

新能源新车型产品力提升，产品矩阵加速丰富，刺激需求，进入产品升级迭代周期

中国新能源车新车型进入百花齐放的新周期。以广州车展为例，在展出的1,132辆展车中，新能源车为469辆，占比超过40%，也同样超过当下新能源车的销量占比。

中国新能源车行业在2020年年中进入爆发期，即渗透率进入加速上升拐点以来，已经经历了三年多的时间。这足够仍然在牌桌上的玩家推出新的平台架构，也足够让新一代的技术落地商用。因此，我们看到今年以来，市面上可供选择的新能源车型快速增长。这是车企供应端新能源车车型产品力提升，产品矩阵丰富的体现。供应端成熟的技术落地大幅改善用户端的使用体验，因而这刺激了消费者需求的快速增长。

因此，虽然新能源车市场竞争烈度跟随渗透率快速提升，但是这是以销量规模快速增长为基础，以用户体验改善为方向的行业规律。今年9月以来，我们观察新能源车有较多的降价促销活动（图表12、图表13），但是这与今年年初新能源车行业普遍降价带来的囚徒困境有所差别。年初的降价主要来自于行业整体需求波动下滑后，车企希望以老产品低价格换取存量需求，因而带来囚徒困境。在上一份[投资手册报告](#)中，我们也判断新产品新价格的出现会逐渐打破囚徒困局，刺激消费者需求。这在今年上海、成都车展之后也逐渐体现。

因此，9月以来的降价促销活动，一方面是车企针对细分增量需求而非存量需求，另一方面是体现供应端，包括电池等上游成本的快速下降，车企对于消费者的让利行为。这个阶段是市场对优秀产品的筛选。

展望2024年，我们看到中国新能源汽车的自主化、高端化与智能化将会有三个重点方向。因此，我们也更加看好短期产品周期更加强势的车企。这同样与智能手机行业类似。新的新能源车车型，尤其是旗舰车型，不仅仅是车企自身技术实力的体现，更是重要的营销引流的节点，从而带动自身目标客群的需求增长。

在11月广州车展中，多家车企的新车型发布或亮相，包括理想MEGA、小鹏X9、零跑C10、比亚迪（方程豹豹5、宋L、海狮07）、“华为系”汽车（问界M9、智界S7、阿维塔12）、极氪007等（图表18）。

首先，中国自主品牌的新车型是本次广州车展的主力热门车型。根据搜狐汽车，理想MEGA，小鹏X9，“华为系”的问界M9和智界S7，零跑C10，比亚迪的海狮07和方程豹豹5等是比较热门的车型。中国自主新能源车品牌热度高于合资车品牌。

其次，各家车企借助车展的契机发布高端车型，提升品牌力。理想的 MEGA 定价预期在人民币 50 万元起（图表 21），小鹏 X9 预售价 38.8 万元起，问界 M9 定价在 50 万-60 万元区间，这些都是各家品牌价格段最高的车型。近两年的技术投入推动车企高速发展，向上支撑品牌力提升，从而带动旗舰车型价格段上移。

最后，城市 NOA 等落地在即，新能源汽车竞争天平向智能化倾斜。在本次车展中，我们看到各家车企对于智能化的卖点的宣传力度加大。小鹏、理想、零跑等新势力都已经或宣布即将在新车型搭载英伟达 Orin 和高通骁龙 8295 芯片以保障智能化程度。华为的“鸿蒙智行”首次亮相广州车展，其中的问界、智界等都强调其辅助驾驶能力。

图表 12：2023 年以来主要新能源车企调价情况一览（1）：蔚来、小鹏、理想、零跑及特斯拉

品牌	车型	动力类型	调价前售价 (万元)	2023 年 7-8 月调价 (万元)	2023 年 9 月至今调价 (万元)	当前售价 (万元)
蔚来	ET5	纯电	29.80-35.60	▼2.4 (推出展车/现车优惠)	▶未调价	29.80-35.60
蔚来	ES7	纯电	43.80-51.80	▼3.5 (推出展车/现车优惠)	▶未调价	43.80-51.80
蔚来	EC6	纯电	39.60-49.40	▶未调价	▼3.8-7.8 (推出 2023 年改款)	35.80-41.60
小鹏	P5	纯电	15.69-20.29	▶未调价	▼2.8 (推出 2024 款)	15.69-17.49
小鹏	P7i	纯电	20.99-24.99	▶未调价	▼1.0 (推出限时购车优惠, 包括 1 万元尾款减免等)	20.99-33.99
小鹏	G9	纯电	30.99-46.99	▶未调价	▼4.6 (推出 2024 款)	26.39-41.99
理想	L7	增程	31.98-37.98	▶未调价	▼1.0 (全系限时保险补贴)	31.98-37.98
理想	L8	增程	33.98-39.98	▶未调价	▼1.0 (全系限时保险补贴)	33.98-39.98
理想	L9	增程	45.98	▼3.0 (推出 Pro 版)	▼1.0 (全系限时保险补贴)	42.98-45.98
零跑	C01 纯电	纯电	14.98-22.88	▼1.6-2.0	▼1.0 (双十一全系限时补贴)	14.98-20.88
零跑	C01 增程	增程	14.58-16.98	▶未发布	▼1.0 (双十一全系限时补贴)	14.58-16.98
零跑	C11 纯电	纯电	15.58-21.98	▼1.0	▼1.0 (双十一全系限时补贴)	15.58-20.98
零跑	C11 增程	增程	14.98-18.58	▶未调价	▼0.4-1.0 (9 月推出 2023 款) ▼1.0 (双十一全系限时补贴)	14.98-17.58
零跑	T03	纯电	5.99-8.99	▼0.8-1.0	▼1.0 (双十一全系限时补贴)	4.99-7.99
特斯拉	Model3	纯电	23.19-33.19	▲3.6 (推出 2023 改款, 同时旧款限时享 8,000 元补贴)	▲0.15 (长续航焕新版、后轮驱动焕新版分别涨价)	25.99-29.74
特斯拉	Model Y	纯电	26.39-36.39	▼1.4 (长续航和高性能版降价)	▲1.4 (10 月高性能版涨价) ▲0.45 (11 月长续航版先后两次涨价)	26.64-36.39

注：▲表示涨价，▶表示未调价，▼表示降价；Model 3 统计范围涵盖 Model 3 电驱版/高性能版；Model Y 统计范围涵盖后轮驱动版/高性能版/长续航版；资料来源：公司公告、懂车帝、公开资料、浦银国际

图表 13：2023 年以来主要新能源车企调价情况一览（2）：比亚迪

品牌	车型	动力类型	调价前售价 (万元)	2023 年 7-8 月调价 (万元)	2023 年 9 月至今调价 (万元)	当前售价 (万元)
比亚迪	唐 EV	纯电	28.28-34.28	▶未调价	▼3.3-4.3 (推出冠军版) ▼1.0 (12 月限时燃油转订优惠)	23.98-28.98
比亚迪	元 PLUS EV	纯电	13.98-16.78	▶未调价	▼0.4 (推出冠军版) ▼0.3 (限时 2,000 元抵 5,000 元)	13.28-16.08
比亚迪	护卫舰 07	插混	20.28-28.98	▼0.88 (限时 88 元抵 8,888 元)	▼1.8 (限时 2,000 元抵 20,000)	18.48-27.18
比亚迪	海豹 (冠军版)	纯电	18.98-27.98	▶未调价	▼0.7 (限时 2,000 元抵 9,000 元)	18.98-27.98
比亚迪	海豚	纯电	11.68-13.98	▶未调价	▼0.7 (限时 2,000 元抵 9,000 元)	11.68-13.98
比亚迪	宋 PLUS DM-i (冠军版)	插混	15.48-21.88	▶未调价	▼0.5 (限时 2,000 元抵 7,000 元)	15.48-18.48
比亚迪	宋 PLUS EV (冠军版)	纯电	16.98-20.98	▶未调价	▼0.5 (限时 2,000 元抵 7,000 元)	16.48-20.48
比亚迪	驱逐舰 05 (冠军版)	插混	10.18-15.78	▶未调价	▼0.5 (限时 2,000 元抵 7,000 元)	9.48-14.28
比亚迪	汉 EV (冠军版)	纯电	20.98-33.18	▶未调价	▼2.0 (限时燃油转订基金优惠)	19.98-27.98
比亚迪	汉 DM- i/DM-p (冠军版)	插混	18.98-32.18	▶未调价	▼1.0 (限时燃油转订基金优惠)	17.98-27.98
比亚迪	唐 DM-i (冠军版)	插混	20.98-30.98	▶未调价	▼1.5 (限时燃油转订基金优惠)	19.48-29.98
比亚迪	元 Pro EV	纯电	9.58-11.38	▶未调价	▼0.6 (限时 2,000 元抵 8,000 元)	8.98-10.78
比亚迪	宋 Pro DM-i (冠军版)	插混	12.98-15.98	▶未调价	▼1.0 (限时至高 1 万元现金优惠)	11.78-14.98
比亚迪	宋 MAX DM-i	插混	14.78-17.48	▶未调价	▼1.0 (限时 1 万元现金优惠)	13.78-16.48
比亚迪	秦 PLUS DM-i (冠军版)	插混	9.98-14.58	▶未调价	▼1.0 (限时燃油转订基金优惠)	8.98-13.58
比亚迪	秦 PLUS EV (冠军版)	纯电	12.98-17.68	▶未调价	▼1.0 (限时燃油转订基金优惠)	11.98-16.68

注：▲表示涨价，▶表示未调价，▼表示降价；

资料来源：公司公告、懂车帝、公开资料、浦银国际

图表 14: 广州车展现场直击: 理想 MEGA



资料来源: 浦银国际

图表 15: 广州车展现场直击: 小鹏 X9



资料来源: 浦银国际

图表 16: 广州车展现场直击: 比亚迪宋 L



资料来源: 浦银国际

图表 17: 广州车展现场直击: 零跑 C10



资料来源: 浦银国际

图表 18: 广州车展现场直击: 极氪 007



资料来源: 浦银国际

图表 19: 广州车展现场直击: 哪吒 X



资料来源: 浦银国际

图表 20: 覆盖新能源车企 2023 年新增车型及计划 (按车型)

车企	2023 年新车型发布交付计划
蔚来	<p>1) SUV: 2023 款 ET7 已于 4 月上市; 新款 ES6 已于 5 月底正式发布并开启交付; 调整配置的全新 ES8 已于 6 月开始交付; 新款 EC6 已于 9 月上市。</p> <p>2) 轿跑: ET5 旅行版 (ET5T) 已于 6 月上市并开启交付。</p> <p>3) 子品牌: 阿尔卑斯品牌布局大众市场, 定位 20-30 万元的价格区间, 明年三季度品牌正式发布, 首款车型将在 4Q24 贡献销量。</p>
小鹏	<p>1) 改款: P7i 已于 3 月上市, 并于 11 月初推出搭载磷酸铁锂电池的 P7i 550 版; 2024 款 G9 已于 9 月中正式上市; 2024 款 P5 已于 9 月底正式上市。</p> <p>2) 新增: SUV coupe G6 已于 6 月底正式上市; 7 座 MPV X9 已于 1024 科技日外观亮相, 并于 11 月正式登陆广州车展并开启预售, 预售价格 38.8 万元起。</p> <p>3) 中长期规划: 2024 年计划推出 2-3 款全新车型, 同时推出一些重要的升级改款。新推产品以 F 平台为主, 售价在 15-30 万元范围内。</p>
理想	<p>1) 增程: 理想 L7 Air、L8 Air 已于 2 月推出, L9 Pro 已于 8 月正式上市。2024 年上半年计划发布一款中大型 SUV L6, 价格定位 20-30 万元。</p> <p>2) 纯电: 首款纯电 MPV MEGA 已于 11 月亮相广州车展, 计划定价 50 万元以上。2024 年将推出三款纯电的 BEV 车型, 预计在 2024 年下半年发布。</p>
零跑	<p>1) 改款: 23 款 C01、23 款 C11 纯电版、23 款 T03 已于 3 月 1 日推出。</p> <p>2) 新增: C01 增程版已于 9 月份上市; 首款全球车型 C10 已于 9 月慕尼黑车展亮相, 11 月已于广州车展正式亮相, 将于明年 1 月开启国内预售, 增程、纯电同步上市。</p> <p>3) 中长期规划: 2024 年将上市两款新车, 其中包括 6 月份将推出的 800V 高压平台首发车型 C16, 增程、纯电同步上市。2025 年还会推出两款新车, 目标在 2025 年之前推出 7 款车型, 聚焦 15-25 万元的主流市场。</p>
比亚迪	<p>1) 改款: 秦 PLUS DM-i 2023 冠军版已于 2 月上市; 唐 DM-i 冠军版、2023 款汉 EV 已于 3 月上市; 秦 PLUS EV 2023 冠军版已于 4 月上市; 宋 Pro DM-i 中期改款、元 Pro 2023 款已于 5 月上市; 宋 PLUS EV/DM-i 冠军版已于 6 月初发布; 8 月全新唐家族上市, 包括唐 EV 冠军版、新版唐 DM-i 冠军版和唐 DM-p 冠军版和战神版; 元 PLUS 冠军版已于 9 月上市。</p> <p>2) 新车: 小型车海鸥已于 4 月上市; 海豹 DM-i 已于 9 月初正式上市; B 级纯电 SUV 宋 L 已于 10 月底正式开启预售; 海洋动物系列首款 SUV 车型海狮 07 EV 将于 2024 年上半年上市。</p> <p>3) 腾势品牌: 纯电猎跑 SUV N7 已于 7 月上市, 豪华 SUV N8 也于 8 月正式上市, 2024 年还将推出至少两款轿车。</p> <p>4) 仰望品牌: 已推出中大型硬派 SUV U8 和纯电超跑 U9 两款车型, 其中, U8 已于 9 月正式上市, 定价超过 100 万元。</p> <p>5) F 品牌方程豹: 首款车型豹 5 定位硬派 SUV, 已于 11 月 9 日上市发布并进行交付。计划在 2024 年内发布两款新车豹 3 和豹 8。</p>

资料来源: 公开资料、浦银国际

图表 21: 理想 MEGA、小鹏 X9 以及其他新能源 MPV 车型主要参数对比

	理想 MEGA	小鹏 X9	WEY高山	极氪009	腾势D9 EV	岚图梦想家EV
所属车企	 理想	 小鹏	 长城汽车 Great Wall	 吉利汽车 GEELY AUTO	 BYD	 东风汽车公司 DONGFENG MOTOR CORPORATION
官方指导价 (人民币万)	>50	预售价38.8+	33.58-40.58	49.90-58.80	39.58-46.58	36.99-68.99
动力类型	EV	EV	PHEV	EV	EV	EV
车型定位	大型MPV	中大型MPV	中大型MPV	中大型MPV	中大型MPV	中大型MPV
上市时间	2023-11	2023-11	2023-10	2022-11	2022-08	2022-05
车身参数						
车身结构	5门7/8座	5门7座	5门7座	5门6座	5门7座	5门7座
长 (mm)	5,350	5,293	5,045	5,209	5,250	5,315
宽 (mm)	1,965	1,988	1,960	2,024	1,960	1,985
高 (mm)	1,850	1,785	1,900	1,848	1,920	1,820
轴距 (mm)	3,300	3,160	3,085	3,205	3,110	3,200
性能参数						
发动机最大 扭矩 (N·m)	542	430	762	686	360	620
百公里加速 时间 (s)	5.5	暂未公布	5.7	4.5	9.5	5.8
(km/h)	/	200	170	190	/	200
系统综合输出 功率 (kW)	400	235	358	400	230	320
(kWh)	102.7	84.5	37.96	116	103.36	82
百公里耗电量 (kWh)	15.9	暂未公布	23.4	18.3	18	19.2
纯电续航里程 (km)	CLTC: 700	CLTC: 610	WLTC: 140	CLTC: 702	CLTC: 620	CLTC: 475
内部配置						
中控屏幕尺寸 (英寸)	15.7	暂未公布	27	15.4	15.6	12.3
液晶仪表尺寸 (英寸)	暂未公布	暂未公布	仪表娱乐一体屏	10.25	10.25	12.3
座椅材质	真皮	暂未公布	仿皮	真皮	真皮	仿皮
智能硬件						
车机芯片	高通8295	高通8295	高通8155	高通8155	高通7325	高通8155
智能驾驶芯片	英伟达Orin-X	英伟达Orin-X	地平线J3	Mobiledye EyeQ5H	/	/
辅助驾驶等级	L2	L2.5	L2	L2+	L2	/
车外摄像头数	11	暂未公布	5	13	5	5
毫米波雷达数	1	暂未公布	4	1	3	0
激光雷达数	1	2	0	0	0	0
外观						
						

注: 上表中的基本参数均采用该车型指导价中最低价格版本, 即入门版本的参数信息 (如有区别);

资料来源: 各车企官网、工信部、懂车帝、汽车之家、新出行、浦银国际

中国新能源车企受到海外汽车龙头青睐，为出口海外市场做出铺垫

中国新能源车企的产品和技术越来越受到海外汽车龙头青睐。今年 7 月大众入股小鹏，今年 10 月 Stellantis 入股零跑，都充分体现了中国新能源车企新势力在新能源车行业的技术和制造能力。同时，我们也看到吉利和雷诺、上汽和奥迪、长城和宝马都有不同程度的合作。这对于海外车企而言是借助中国在新能源车的技术优势和制造成本优势，加速自身在新能源车行业的转型。

海外车企与中国新能源车企业合作模式存在较大的差异。不同模式下，各家车企未来发展也会存在差异（图表 22）。

关于大众入股小鹏：1) 小鹏与大众建立长期战略合作关系。2) 小鹏与大众会联合开发两款 B 级纯电车型，并使用大众品牌。这是大众面向中国市场的车型，预计 2026 年投产。3) 大众以每股（ADS）15 美元的价格入股小鹏，合计约 7 亿美元，占小鹏 4.99% 的流通股比例。入股完成后，大众将取得一个小鹏董事会席位。4) 战略合作关系有望推动双方将来在电动车平台、供应链、下一代智能车技术等方面长期合作。

关于 Stellantis 入股零跑：1) Stellantis 集团计划投资约 15 亿欧元（约合人民币 116 亿元），获取零跑汽车约 20% 的股权，并获得零跑汽车董事会 2 个席位。2) 零跑与 Stellantis 将成立合资公司。零跑与 Stellantis 分别拥有合资公司 49% 和 51% 的股权。该合资公司独家在大中华区以外的全球其他市场开展零跑品牌整车出口和销售业务，以及独家拥有在当地制造零跑汽车产品的权利。在合资公司运营前四年，零跑将以基准价格向合资公司出售零跑汽车产品。

大众与小鹏合作目前更多体现在大众对于小鹏新能源车技术平台的认可。大众希望借助小鹏的技术在竞争烈度更大的中国市场保持竞争优势，而小鹏则通过与大众合作提升在汽车行业的各个环节的能力。相比较而言，Stellantis 与零跑的合作，更多体现在零跑技术落地在产品的能力，希望借助零跑的新能源车型打通 Stellantis 在海外尤其是欧洲的新能源车竞争力，而零跑则可借助 Stellantis 更快打开自家产品的海外通路。

新能源车作为新赛道，确实冲击了百年汽车行业在中国与海外的地位与格局。我们认为中国领先的技术和较低的制造成本都是中国车企现在具备的优势。中国车企正在逐步走出国门，新能源出口销量大幅提升。根据乘联会数据，今年 10 月乘用车出口为 39.1 万辆，同比增长 49%，环比增长 9%。新能源乘用车出口 11.2 万辆，占乘用车出口的 28.6%，同比增长 9%，环比增长 23%。其中，新能源车出口仍以纯电为主，占比达 90.3%，A0 及 A00 级纯电车型占比 41%。中国制造的新能源品牌在海外认可度持续提升，服务网络也在不断完善。

因此，在中国新能源车行业需求的基础上，我们预期中国新能源车车企的海外销量也会逐步攀升。而且，由于海外竞争激烈程度相对较低，海外汽车销量通常能够带来更好的毛利空间。

图表 22：大众入股小鹏汽车与 Stellantis 入股零跑汽车细节比较

	大众入股小鹏	Stellantis 入股零跑
基本信息		
公告日期	2023-07-26	2023-10-26
投资方式	大众以每股美国存托凭证 (ADS) 15 美元的价格收购小鹏股权	Stellantis 入股零跑，17%股权来自零跑 H 股增发的 1.94 亿股，其余来自原股东大华技术持有的所有股份
投资金额	7 亿美元 (约合人民币 50 亿元)	15 亿欧元 (约合人民币 116 亿元)
持股份额	4.99%	约 20%
董事会席位	取得小鹏汽车董事会 1 个观察员席位	取得零跑汽车董事会 2 个席位
合作详情		
合作关系	长期战略合作伙伴关系	全球战略合作伙伴关系
合作方式	双方达成技术框架协议，基于各自核心竞争力和小鹏汽车的 G9 车型平台、智能座舱以及高阶辅助驾驶系统软件，共同开发 两款 B 级纯电车型 ，以 大众品牌 在中国市场销售。 相关车型预计将于 2026 年开始投产。	双方拟成立合资公司，零跑和 Stellantis 分别拥有其 49%和 51%的股权。该合资公司 独家 向大中华区以外的全球其他市场开展零跑品牌整车出口和销售业务，以及独家拥有在当地制造 零跑汽车 产品的权利。在合资公司运营的前四年，零跑将以基准价格向合资公司出售零跑汽车产品。
目标市场	中国市场	中国以外的全球市场，目前主要是欧洲市场
技术合作	双方还将在多个领域探索其他潜在的战略合作，包括未来电动车平台、软件技术和供应链方面的合作。	暂无，此次合作主要集中在汽车和零部件的生产和销售上，在海外市场并不存在技术销售和技术输出的情况。
合作获益	小鹏以技术实力换取资金，以支持其在国内市场的发展。未来有望借助大众汽车集团在供应链等方面的积累实现降本。	借助 Stellantis 在全球范围内的商业布局加速出海，快速打开海外销售渠道，推动新能源汽车销量增长。

资料来源：公司公告、公开资料整理、浦银国际

图表 23：2023 年以来其他中国整车企业与海外车企的合作内容整理

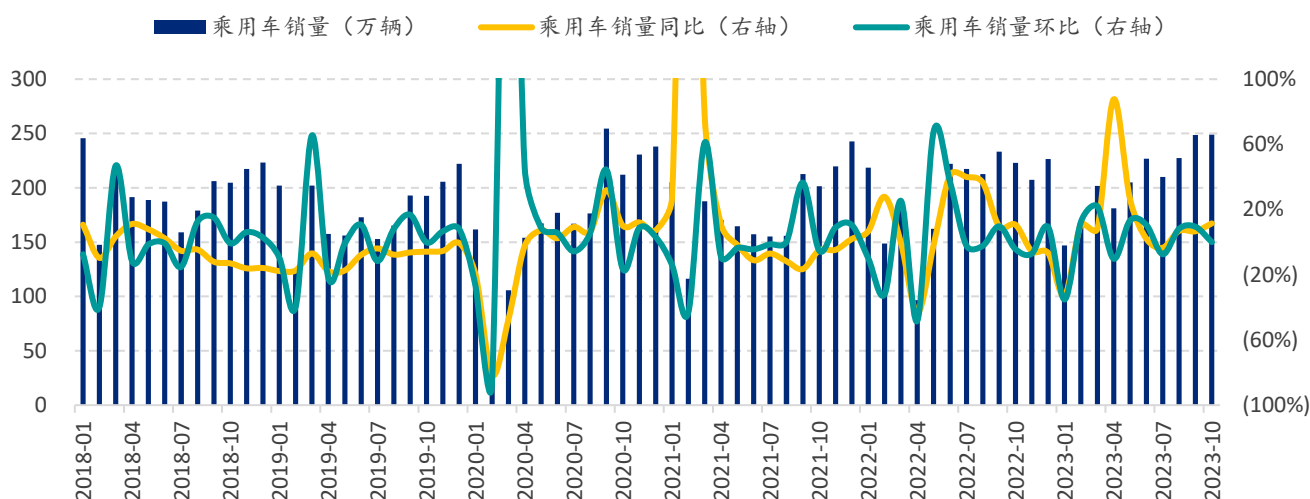
时间	中国车企	海外车企	合作详情
2023-07-11	吉利汽车	雷诺	<ul style="list-style-type: none"> 双方签署了一项 50: 50 的约束性合资协议，成立一家新公司，在全球范围内研发、制造和供应混合动力总成和燃油动力总成。另外，双方还将把自己的动力总成业务剥离，转入合资公司旗下，由合资公司进行生产和研发。 在符合相关法律法规情况下，吉利汽车和雷诺将与新公司进行长期采购合作，采购产品包括乘用车发动机和变速箱，包括燃油动力和混合动力，同时新公司将为雷诺轻型商用车提供混合动力电池开发业务。
2023-07-27	上汽集团	奥迪	<ul style="list-style-type: none"> 双方签署谅解备忘录，将结合各自优势，加快上汽奥迪全新电动车型开发，满足中国客户对高端电动智能网联汽车的需求。上汽将充分利用自身技术优势，携手奥迪联合开发产品，开启合资合作新篇章，打造互利双赢新模式。 双方此前已于 2019 年 12 月成立合资公司光束汽车，各持股 50%，采用“合资不合营”的模式，共同研发、生产汽车，但产品将按品牌分别进入宝马集团和长城汽车各自服务网络进行销售。
2023-10-14	长城汽车	宝马	<ul style="list-style-type: none"> 9 月宝马称 MINI 将于 2024 年开始在中国生产纯电动车型，生产由光束负责管理。10 月 14 日，全新量产的纯电动 MINI Cooper 在中国工厂正式下线，预计将于 2024 年上半年进入全球市场。

资料来源：公司公告、公开资料整理、浦银国际

汽车行业月度销量

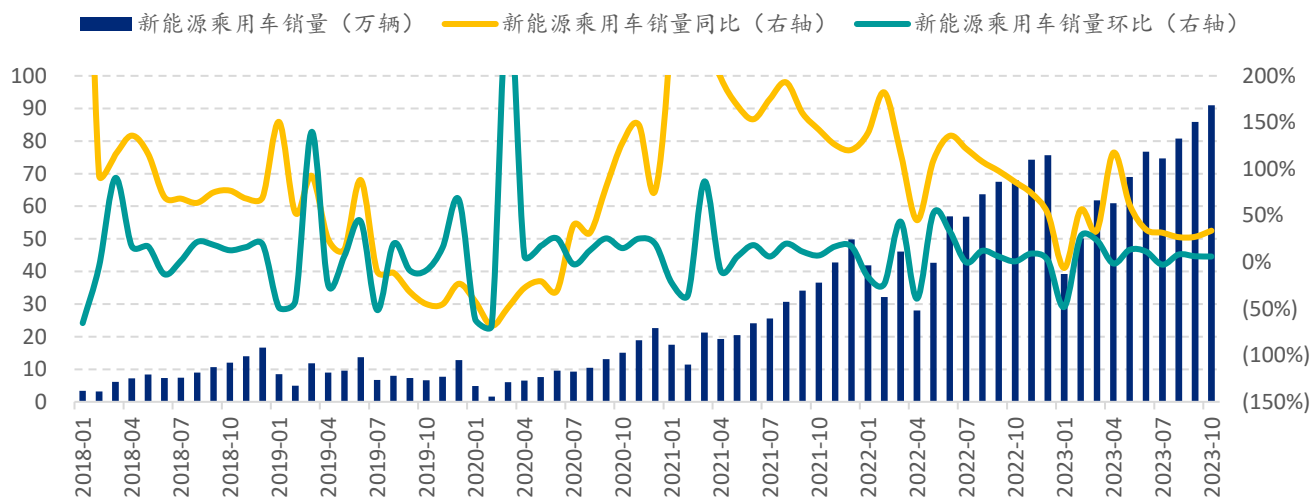
中国乘用车/新能源乘用车月度销量

图表 24：中国乘用车月度销量：10月销量 248.8 万辆，环比持平，同比增长 12%



资料来源：中汽协、Wind、浦银国际

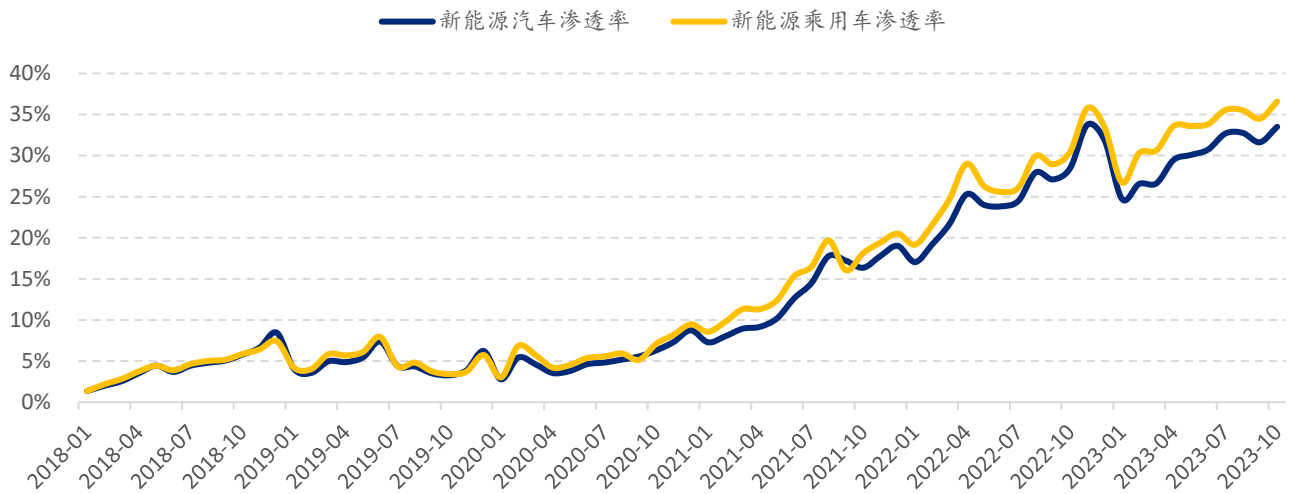
图表 25：中国新能源乘用车月度销量：10月销量 91.0 万辆，环比增长 6%，同比增长 34%



资料来源：中汽协、Wind、浦银国际

中国新能源汽车渗透率和拆分

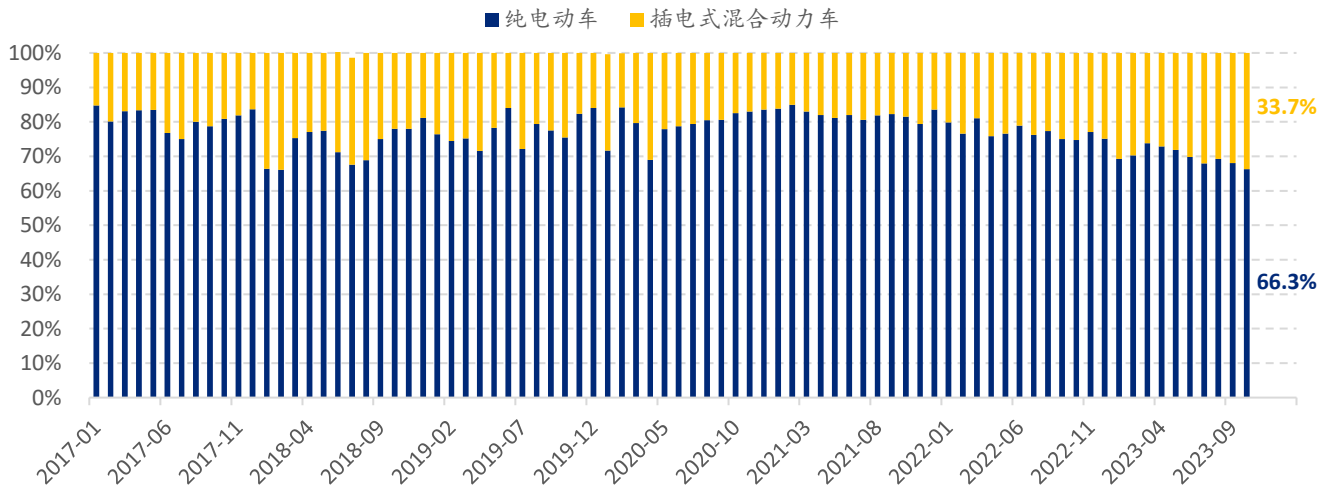
图表 26：中国新能源汽车及新能源乘用车渗透率：10月 NEPV 渗透率 36.6%，环比提升 2.1 个百分点



注：NEPV 指代新能源乘用车 (New Energy Passenger Vehicle)；

资料来源：中汽协、Wind、浦银国际

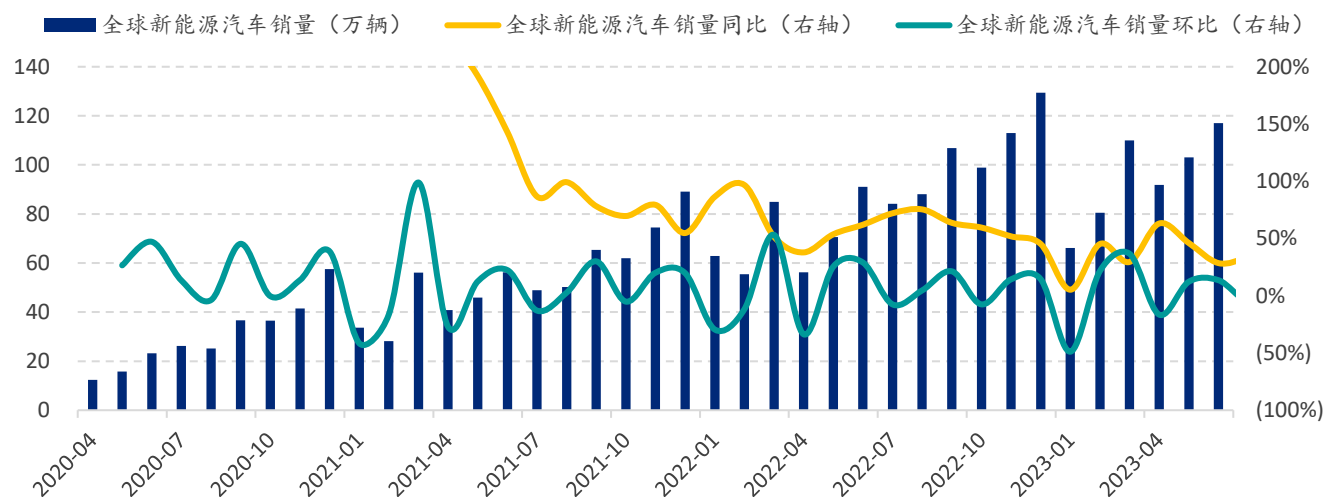
图表 27：中国新能源汽车品种拆分：10月纯电动车占比 66.3%，插电式混合动力汽车占比 33.7%



资料来源：中汽协、Wind、浦银国际

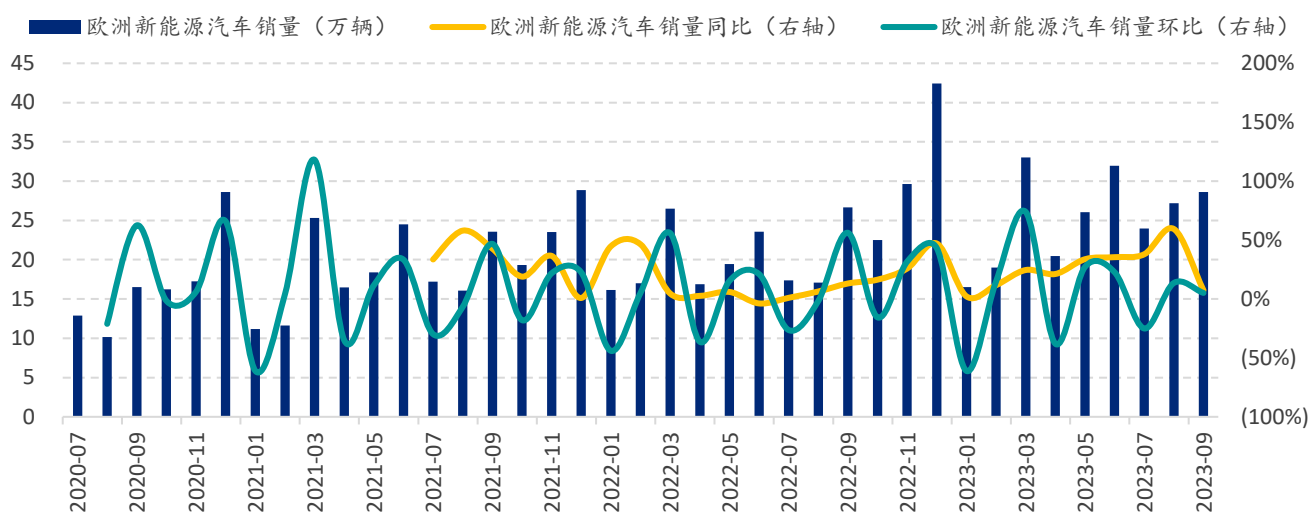
全球新能源汽车月度销量

图表 28: 全球新能源汽车月度销量: 9月销量 130.0 万辆, 环比增长 4%, 同比增长 11%



资料来源: Marklines、Bloomberg、浦银国际

图表 29: 欧洲新能源汽车月度销量: 9月销量 28.6 万辆, 环比增长 5%, 同比增长 7%

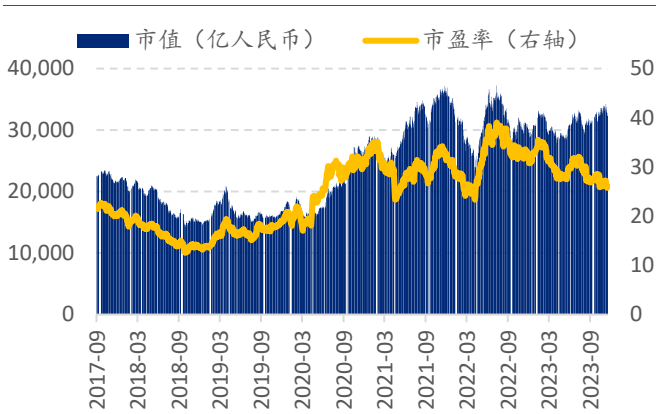


资料来源: Marklines、Bloomberg、浦银国际

汽车行业估值

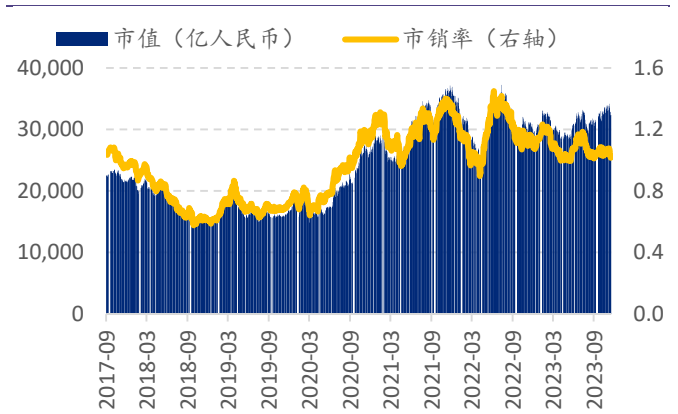
汽车行业指数估值

图表 30: A 股汽车指数市盈率: 当前 25.9x, 较 2021 年末下降 5.5x



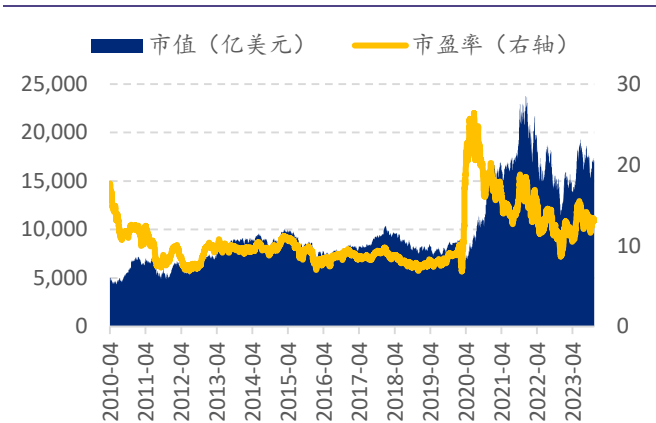
注: 市盈率是过去 12 个月 (TTM) 动态市盈率
资料来源: Wind、浦银国际

图表 31: A 股汽车指数市销率: 当前 1.0x, 较 2021 年末下降 0.3x



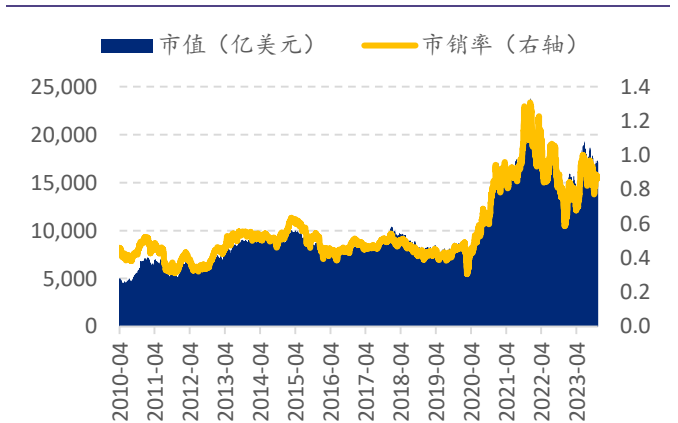
注: 市销率是过去 12 个月 (TTM) 动态市销率
资料来源: Wind、浦银国际

图表 32: MSCI 世界汽车指数市盈率: 当前 13.2xx, 较 2021 年末下降 4.2x



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 33: MSCI 世界汽车指数市销率: 当前 0.9x, 较 2021 年末下降 0.3x



资料来源: Bloomberg、浦银国际

新能源车企估值

图表 34: 蔚来美股市销率: 当前 1.0x vs 历史均值 4.3x vs 历史均值以下 1 个标准差 0.1x



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 36: 理想美股市销率: 当前 1.4x vs 历史均值 4.2x vs 历史均值以下 1 个标准差 1.5x



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 38: 比亚迪股份市销率: 当前 0.8x vs 历史均值 1.4x vs 历史均值以下 1 个标准差 0.6x



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 35: 小鹏美股市销率: 当前 1.8x vs 历史均值 5.6x vs 历史均值以下 1 个标准差 0.6x



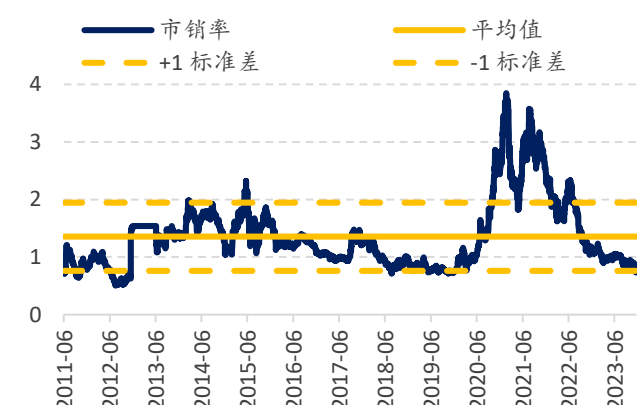
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 37: 特斯拉市销率: 当前 6.5x vs 历史均值 5.8x vs 历史均值以上 1 个标准差 9.6x



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 39: 比亚迪市销率: 当前 0.8x vs 历史均值 1.4x vs 历史均值以下 1 个标准差 0.8x



资料来源: Bloomberg、浦银国际

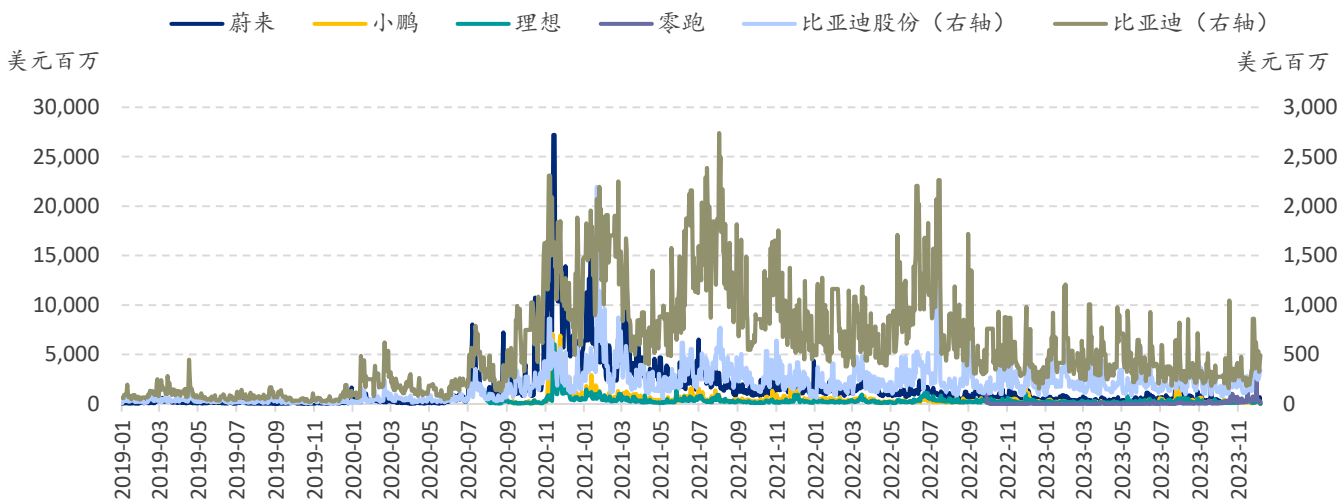
新能源车企股价及成交量

图表 40: 新能源车企股价走势



注：截至 2023 年 12 月 5 日收盘价，以 2020 年 8 月 27 日收盘价作为基数 100% 计算股价变动；
资料来源：Bloomberg、浦银国际

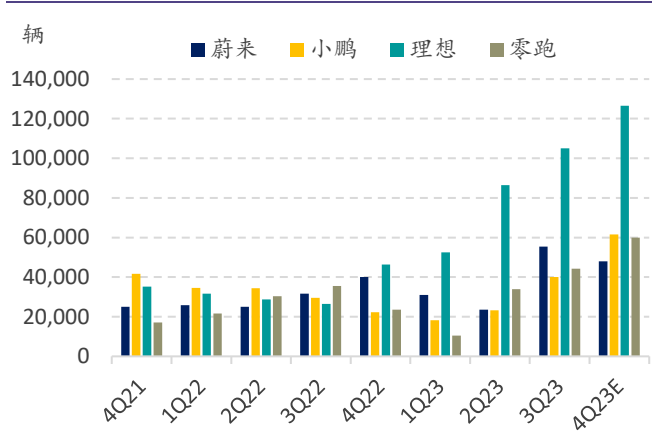
图表 41: 股票交易额比较



注：截至 2023 年 12 月 5 日收盘；
资料来源：Bloomberg、浦银国际

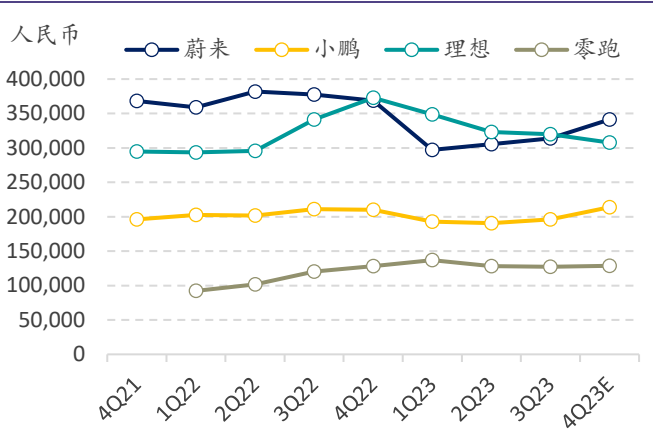
造车新势力横向比较

图表 42: 汽车销量



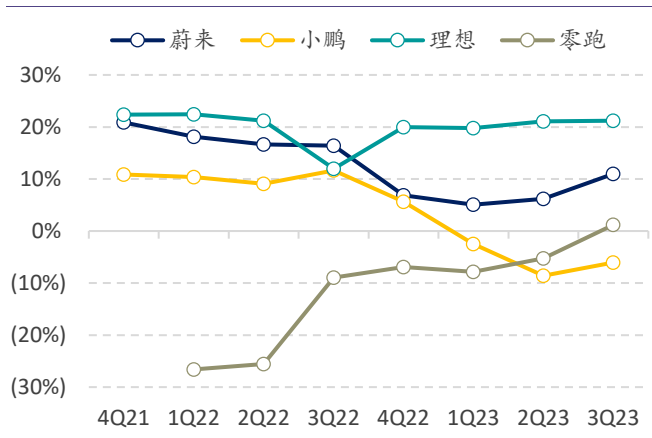
注: E=“蔚小理”4Q 预测来自公司指引区间中位数, 零跑为浦银国际预测;
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 43: 汽车均价



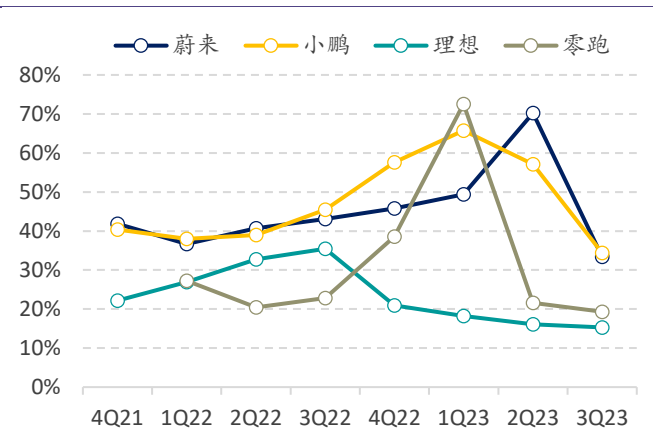
注: E=“蔚小理”4Q 预测来自公司指引区间中位数计算, 零跑为浦银国际预测;
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 44: 汽车板块毛利率



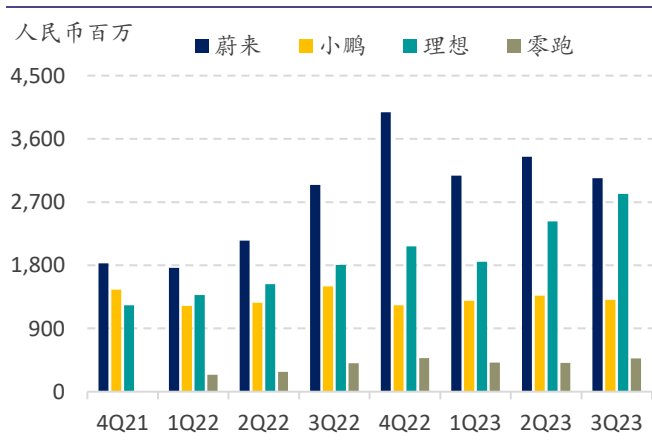
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 45: 营业费用率



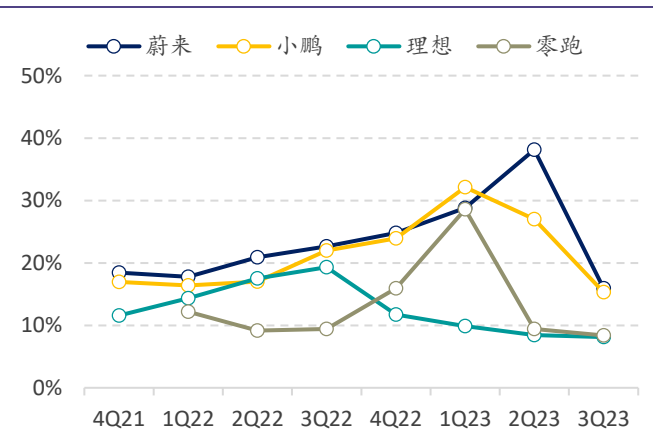
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 46: 研发费用



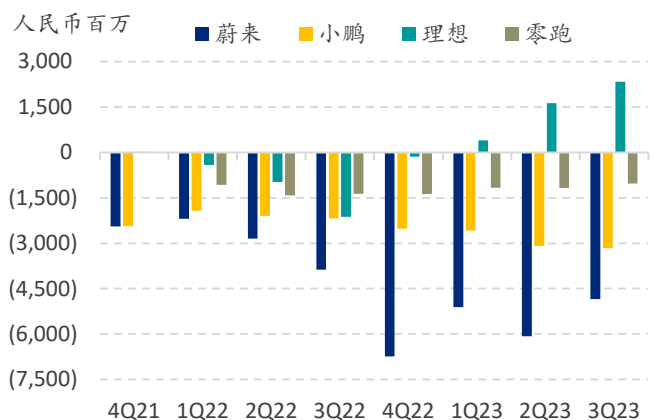
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 47: 研发费用率



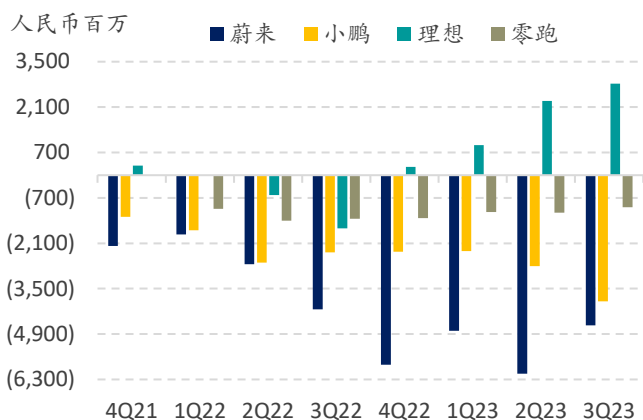
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 48: 营业利润 (损失)



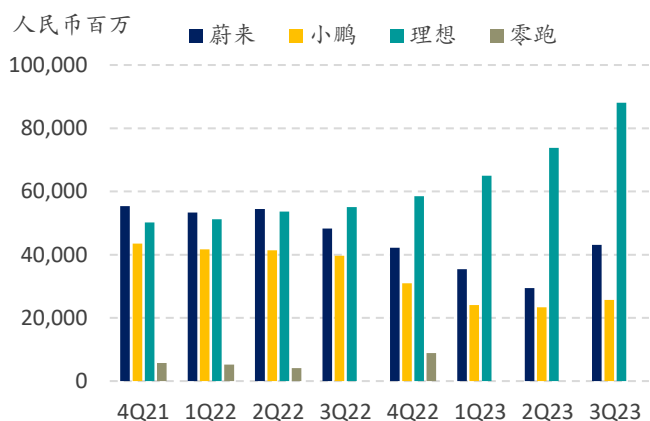
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 49: 净利润 (损失)



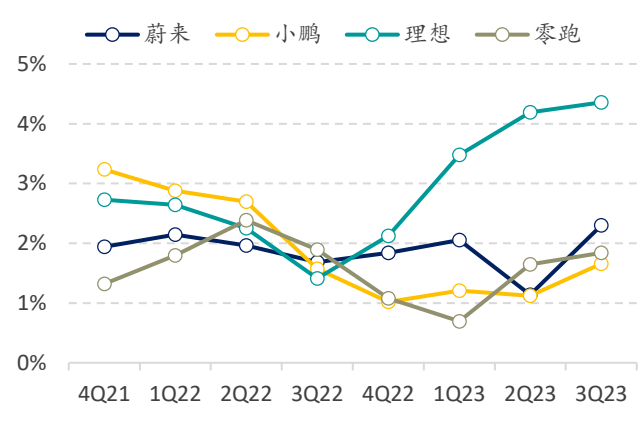
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 50: 现金及现金等价物



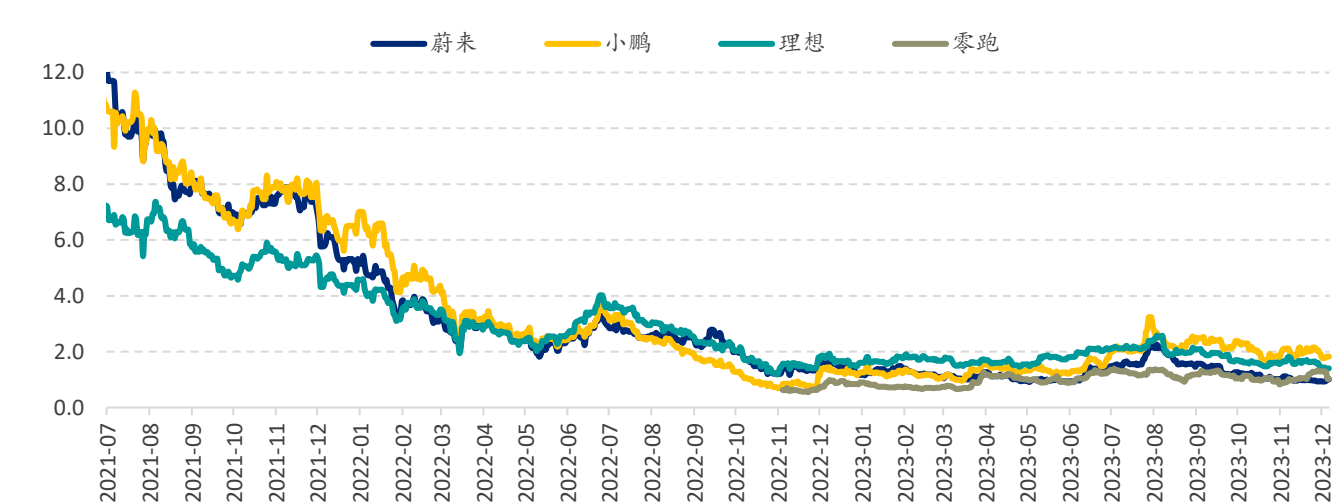
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 51: 中国新能源乘用车份额



E=浦银国际预测
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 52: 市销率 (x)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

新能源汽车行业可比公司估值

图表 53: 新能源汽车可比公司估值比较

股票代码	公司名称	市值 (美元百万)	股价 (当地货币)	股价变动 年初至今(%)	EPS同比增长			P/S (市销率)			P/B (市净率)		
					2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
新能源汽车													
TSLA US Equity	特斯拉	758,872	238.7	94%	(23%)	27%	37%	7.8	6.4	5.2	14.5	11.9	9.6
1211 HK Equity	比亚迪 (H)	78,992	207.8	8%	104%	31%	(82%)	0.9	0.7	0.6	4.1	3.1	2.5
002594 CH Equity	比亚迪 (A)	78,992	196.3	(24%)	99%	34%	(82%)	0.9	0.7	0.6	4.2	3.3	2.6
NIO US Equity	蔚来	12,400	7.4	(24%)	63%	(41%)	(96%)	1.5	1.0	0.7	9.0	156.4	N/A
9866 HK Equity	蔚来	12,048	56.5	(28%)	63%	(41%)	(96%)	1.5	1.0	0.8	9.2	159.6	N/A
XPEV US Equity	小鹏	14,500	16.2	63%	21%	(33%)	(94%)	3.3	1.8	1.3	4.1	5.4	6.1
9868 HK Equity	小鹏	14,489	63.3	65%	21%	(33%)	(94%)	3.3	1.8	1.3	4.2	5.5	6.2
LI US Equity	理想	37,769	35.6	75%	(664%)	61%	(78%)	2.2	1.4	1.0	5.8	4.7	3.6
2015 HK Equity	理想	37,919	139.9	82%	(663%)	61%	(78%)	2.3	1.4	1.0	5.9	4.8	3.7
9863 HK Equity	零跑汽车	5,467	38.3	27%	(14%)	(36%)	(98%)	1.9	1.0	0.6	6.4	9.3	5.0
RIVN US Equity	RIVIAN	16,674	17.4	(6%)	(26%)	(30%)	(49%)	3.8	2.7	1.6	1.7	1.8	2.2
RIDE US Equity	LORDSTOWN MOTORS	N/A	N/A	(80%)	63%	(30%)	(54%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
FFIE US Equity	法拉第未来	18	0.3	(99%)	(82%)	(68%)	(21%)	6.9	0.2	0.0	N/A	N/A	N/A
LCID US Equity	LUCID GROUP	9,593	4.2	(39%)	37%	(23%)	(27%)	14.9	6.5	2.6	1.9	3.3	3.9
平均								3.9	2.0	1.3	5.9	30.7	4.5
豪华汽车													
MBG GR Equity	戴姆勒	70,065	61.4	0%	3%	(10%)	11%	0.4	0.4	0.4	0.7	0.7	0.6
BMW GR Equity	宝马	66,744	97.7	17%	(29%)	(12%)	10%	0.4	0.4	0.4	0.7	0.7	0.6
RACE US Equity	法拉利	65,451	362.2	69%	34%	15%	22%	10.2	9.4	8.7	19.7	16.1	13.4
平均								3.7	3.4	3.2	7.0	5.8	4.9
海外品牌汽车													
7203 JP Equity	丰田	305,331	2,753.5	52%	(9%)	72%	(99%)	1.3	1.1	1.0	1.4	1.2	1.1
VOW GR Equity	大众	62,050	119.2	(19%)	(5%)	(2%)	19%	0.2	0.2	0.2	0.4	0.3	0.3
F US Equity	福特	42,431	10.6	(4%)	(5%)	(7%)	(1%)	0.3	0.2	0.2	1.0	0.9	0.8
GM US Equity	通用	44,755	32.7	(3%)	4%	1%	4%	0.3	0.3	0.3	0.6	0.5	0.4
7267 JP Equity	本田	55,274	1,496.5	48%	8%	39%	(99%)	0.5	0.4	0.4	0.7	0.6	0.6
005380 KS Equity	现代	29,168	181,400.0	20%	58%	(6%)	(100%)	0.2	0.2	0.2	0.5	0.5	0.4
平均								0.5	0.4	0.4	0.8	0.7	0.6
国产品牌汽车													
600104 CH Equity	上汽	23,607	14.4	0%	(20%)	9%	(85%)	0.2	0.2	0.2	0.6	0.5	0.5
2333 HK Equity	长城	25,374	10.2	0%	(23%)	30%	(83%)	1.1	0.8	0.8	1.2	1.1	1.0
2238 HK Equity	广汽集团	11,233	3.5	(34%)	(44%)	13%	(84%)	0.6	0.5	0.5	0.3	0.3	0.3
200625 CH Equity	长安汽车	22,913	4.2	13%	30%	(16%)	(82%)	1.1	0.9	0.8	0.5	0.5	0.4
平均								0.7	0.6	0.5	0.6	0.6	0.5
动力电池													
300750 CH Equity	宁德时代	97,756	158.8	(27%)	50%	24%	(82%)	1.7	1.4	1.2	3.5	2.8	2.3
051910 KS Equity	LG化学	25,274	471,000.0	(22%)	(22%)	78%	(100%)	0.6	0.5	0.4	1.1	1.0	0.9
6752 JP Equity	松下	24,229	1,452.5	31%	(15%)	106%	(99%)	0.4	0.4	0.4	1.0	0.8	0.8
002074 CH Equity	国轩高科	5,361	21.5	(26%)	46%	78%	(79%)	1.2	0.9	0.7	1.6	1.5	1.4
平均								1.0	0.8	0.7	1.8	1.5	1.3
软件公司													
MSFT US Equity	微软	2,768,666	372.5	55%	1%	17%	15%	13.1	11.4	10.0	12.9	9.7	7.9
ORCL US Equity	甲骨文	313,741	114.5	40%	6%	11%	12%	6.3	5.8	5.4	N/A	29.3	13.0
SAP US Equity	SAP	195,774	159.4	54%	14%	20%	30%	5.8	5.3	4.8	3.9	3.8	3.7
688111 CH Equity	金山办公	19,499	301.8	14%	18%	37%	(81%)	29.9	22.6	17.1	14.4	12.6	10.7
600588 CH Equity	用友	7,974	16.7	(31%)	(49%)	252%	(75%)	5.5	4.6	3.8	4.9	4.8	4.5
268 HK Equity	金蝶	4,499	10.1	(40%)	(40%)	(73%)	(155%)	5.7	4.7	3.9	4.7	4.8	4.7
平均								11.1	9.1	7.5	8.2	10.9	7.4
功率半导体													
IFX GR Equity	英飞凌	50,582	35.9	26%	36%	(9%)	27%	2.9	2.8	2.6	2.8	2.5	2.2
ON US Equity	安森美	31,131	72.3	16%	(3%)	(6%)	17%	3.8	3.8	3.5	3.9	3.1	2.5
600745 CH Equity	闻泰科技	7,690	44.2	(16%)	1%	32%	(83%)	0.9	0.7	0.6	1.4	1.3	1.2
688396 CH Equity	华润微电子	8,517	46.1	(12%)	(40%)	29%	(83%)	5.7	5.0	4.3	2.8	2.5	2.3
603290 CH Equity	斯达半导	4,223	176.5	(46%)	15%	28%	(82%)	8.0	6.1	4.7	4.7	4.0	3.4
平均								4.3	3.7	3.2	3.1	2.7	2.3
海外科技公司													
AAPL US Equity	苹果	3,008,213	193.4	49%	(1%)	9%	8%	7.9	7.6	7.1	51.5	42.0	36.0
GOOG US Equity	谷歌	1,648,097	132.4	49%	15%	20%	18%	6.5	5.8	5.2	5.7	4.5	3.8
AMZN US Equity	亚马逊	1,517,862	146.9	75%	189%	26%	25%	2.7	2.4	2.1	7.6	5.9	4.5
META US Equity	Meta	817,962	318.3	164%	36%	21%	12%	6.1	5.4	4.8	5.4	4.1	3.4
NFLX US Equity	奈飞	199,210	455.2	54%	15%	31%	23%	5.9	5.2	4.7	9.0	7.6	6.5
平均								5.8	5.3	4.8	15.8	12.8	10.8
中国科技互联网公司													
700 HK Equity	腾讯	375,488	308.8	(3%)	34%	17%	(84%)	4.4	4.0	3.6	3.2	2.7	2.3
9988 HK Equity	阿里巴巴	183,448	70.5	(18%)	14%	21%	(85%)	1.5	1.4	1.3	1.9	1.2	1.3
3690 HK Equity	美团	67,596	84.7	(52%)	761%	43%	(79%)	1.8	1.5	1.3	3.4	2.8	2.3
1810 HK Equity	小米	47,385	14.8	35%	103%	(3%)	(84%)	1.3	1.1	1.0	2.1	1.9	1.7
002230 CH Equity	科大讯飞	14,727	45.5	38%	65%	58%	(79%)	5.0	3.9	3.2	6.1	5.7	5.2
平均								2.8	2.4	2.1	3.3	2.9	2.6

注: E= Bloomberg 一致预测, 截至 2023 年 12 月 5 日收盘;

资料来源: Bloomberg、公司公告、浦银国际

理想汽车 (2015.HK, 买入, 目标价 179.9 港元; LI.US, 买入, 目标价 46.0 美元)

业绩回顾及预测调整

理想汽车 3Q23 业绩:

- 营业收入为人民币 346.8 亿元, 同比增长 271%, 环比增长 21%, 略高于一致预测。汽车销售收入为人民币 336.2 亿元, 同比增长 272%, 环比增长 20%。
- 交付量为 105,108 辆, 同比增长 296%, 环比增长 21%。汽车平均售价同比下降 6%, 环比下降 1%, 主要受到门店端促销手段、产品结构变化等综合影响。
- 毛利率为 22.0%, 同比增长 9.4 个百分点, 环比微增 0.3 个百分点, 大致符合我们的预期。毛利率同比增长主要来自汽车销售毛利率的提升。汽车销售毛利率为 21.2%, 同比增长 9.2 个百分点, 环比微增 0.1 个百分点。
- 营业利润为人民币 23.4 亿元, 同比扭亏为盈, 环比增长 44%。营业费用率为 15.3%, 同比下降 20.2 个百分点, 环比下降 0.8 个百分点。
- 净利润为人民币 28.2 亿元, 同比扭亏为盈, 环比增长 23%。净利润表现明显好于一致预测。

理想汽车 4Q23 经营指引:

- 交付量预计为 12.5 万-12.8 万辆。指引中位数同比增长 173%, 环比增长 20%, 高于一致预测。根据中位数计算得出的 11 月、12 月合计交付量 86,078 辆, 月交付量相较于 10 月环比仍略有增长。
- 营业收入区间预计为人民币 384.6 亿元-393.8 亿元。指引中位数同比增长 121%, 环比增长 12%, 高于一致预测。

业绩会要点:

- 销量目标: 公司维持 2024 年超过 BBA 中国区销量目标。
- 毛利率目标: 维持今年四季度和全年毛利率 20%+ 的指引。
- 产能规划: 主要生产基地位于常州和北京, 常州用于生产增程车型; 北京用于生产纯电车型。管理层表示目前产能规划可以满足未来两年销售目标。

- **自动驾驶：**公司计划在今年12月底向全量Max用户推送AD Max 3.0的正式版本，提供全场景的NOA功能；在明年上半年对Pro用户推送AD Pro 3.0，并将Max版本的一些算法释放到Pro。管理层表示，有信心在明年上半年成为经过市场验证的第一梯队。
- **渠道策略：**着重在头部城市开店，拓展市占率，做到新一线、二线城市加大密度，三、四线城市插旗。
- **产品规划：**公司将于今年12月正式发布首款纯电车型理想MEGA，明年1月展车进店，2月开启用户交付。明年将推出一款增程SUV L6和三款纯电车型。
- **超充站建设：**目前已在全国高速沿线建成并运营130座超充站，目标于年底建成300座。公司表示，未来会加速超充网络铺设，在加密覆盖全国高速网络的同时，推进城市超充站的布局。

图表 54：理想汽车 3Q23 业绩详情

人民币百万	3Q23	3Q22	同比	2Q23	环比
营业收入	34,679	9,342	271%	28,653	21%
毛利润	7,644	1,182	547%	6,235	23%
营业利润（损失）	2,339	(2,130)	NM	1,626	44%
净利润（损失）	2,823	(1,640)	NM	2,293	23%
基本每股收益（人民币）	2.86	(1.68)	NM	2.34	22%

利润率	3Q23	3Q22	百分点	2Q23	百分点
毛利率	22.0%	12.7%	9.4	21.8%	0.3
营业费用率	15.3%	35.4%	(20.2)	16.1%	(0.8)
营业利润率	6.7%	(22.8%)	29.5	5.7%	1.1
净利率	8.1%	(17.6%)	25.7	8.0%	0.1

人民币百万	3Q23	3Q22	同比	2Q23	环比
汽车销售收入	33,616	9,046	272%	27,972	20%
其他销售和服务收入	1,063	296	259%	681	56%
总收入	34,679	9,342	271%	28,653	21%

毛利率	3Q23	3Q22	百分点	2Q23	百分点
汽车销售	21.2%	12.0%	9.2	21.0%	0.1
其他销售和服务	48.9%	33.4%	15.5	51.0%	(2.2)
综合毛利率	22.0%	12.7%	9.4	21.8%	0.3

资料来源：公司公告、浦银国际

理想汽车预测调整

- 理想 2023-2025 年营业收入预测值分别上调 4%、18%和 20%；
- 理想 2023-2025 年毛利润预测值分别上调 7%、16%和 20%；
- 理想 2023 年和 2024 年净利润预测值分别上调 31%和 10%。

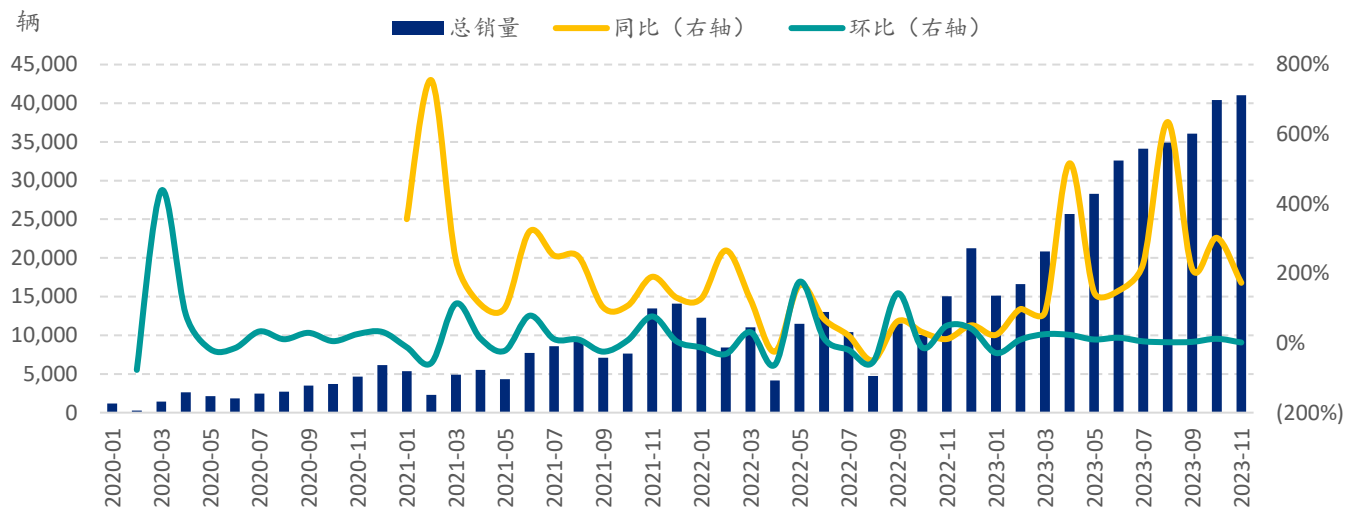
图表 55：理想汽车财务预测：新预测 vs 前预测

美元百万	2023E			2024E			2025E		
	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异
营业收入	123,283	118,302	4%	200,806	170,302	18%	267,548	223,646	20%
毛利润	26,717	24,938	7%	43,786	37,730	16%	59,405	49,666	20%
经营利润 (损失)	6,593	4,530	46%	10,584	8,744	21%	15,077	14,274	6%
净利润 (损失)	8,422	6,424	31%	11,373	10,350	10%	14,644	15,622	(6%)
基本每股收益 (元)	8.54	6.55	30%	11.54	10.55	9%	14.85	15.93	(7%)
利润率	新预测	前预测	百分点	新预测	前预测	百分点	新预测	前预测	百分点
毛利率	21.7%	21.1%	0.6	21.8%	22.2%	(0.3)	22.2%	22.2%	(0.0)
营业费用率	16.3%	17.3%	(0.9)	16.5%	17.0%	(0.5)	16.6%	15.8%	0.7
营业利润率	5.3%	3.8%	1.5	5.3%	5.1%	0.1	5.6%	6.4%	(0.7)
净利率	6.8%	5.4%	1.4	5.7%	6.1%	(0.4)	5.5%	7.0%	(1.5)

资料来源：浦银国际预测

汽车月度交付量

图表 56: 理想汽车月度销量: 11月交付 41,030 辆, 环比增长 2%, 同比增长 173%



资料来源: 公司公告、浦银国际

分部加总估值

我们采用 SOTP (Sum of Total Parts, 分部加总法) 对理想进行估值预测。我们预测理想 2024 年的汽车销售、其他收入增速分别为 63% 和 80%，分别给予 1.5x 和 6.0x 的市销率，得到 46.0 美元的目标价，维持“买入”评级，潜在升幅 29%。

同时，我们采用 7.1558 的美元/人民币汇率及 0.9158 的港元/人民币汇率，得到 179.9 港元的目标价，维持“买入”评级，潜在升幅 29%。

图表 57：理想分部加总估值法（2024 年）

人民币百万	收入	收入增速	市销率	估值
汽车销售	194,491	63%	1.5	286,874
其他收入	6,315	80%	6.0	37,889
合计	200,806	64%	1.6	324,763
股数 (百万)				986
目标价 (人民币)				329
美元/人民币				7.1558
目标价 (美元)				46.0
港元/人民币				0.9158
目标价 (港元)				179.9

资料来源：浦银国际预测

图表 58：理想汽车历史市销率：上市以来均值 4.2x



注：截至 2023 年 12 月 5 日收盘价；历史均值取自 2020 年上市以来数据；

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 59：浦银国际目标价：理想汽车-W (2015.HK)



注：截至 2023 年 12 月 5 日收盘价；
资料来源：Bloomberg、浦银国际

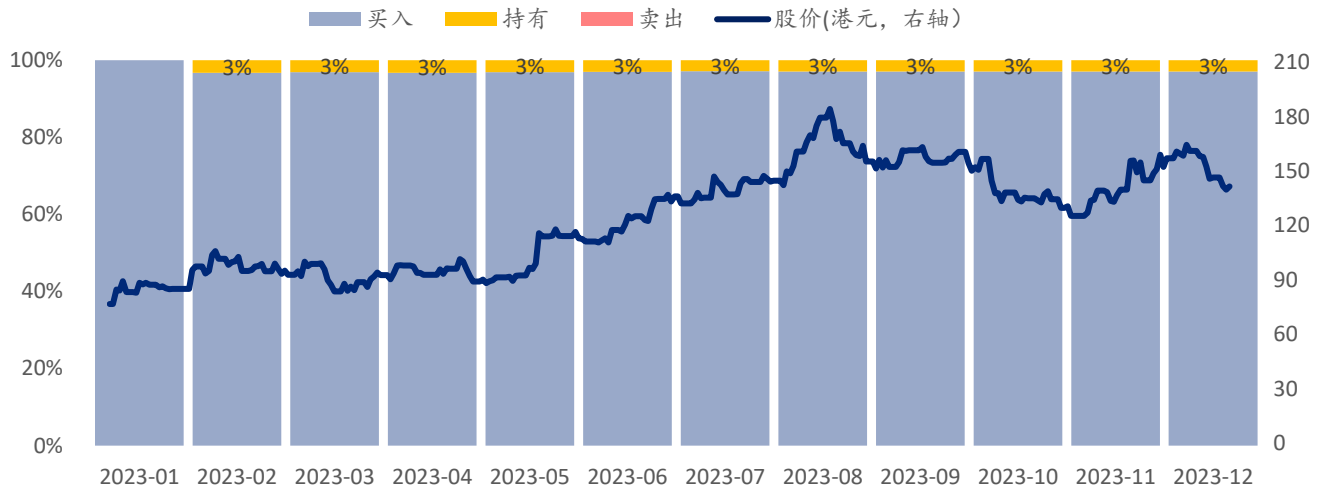
图表 60：浦银国际目标价：理想汽车 (LI.US)



注：截至 2023 年 12 月 5 日收盘价；
资料来源：Bloomberg、浦银国际

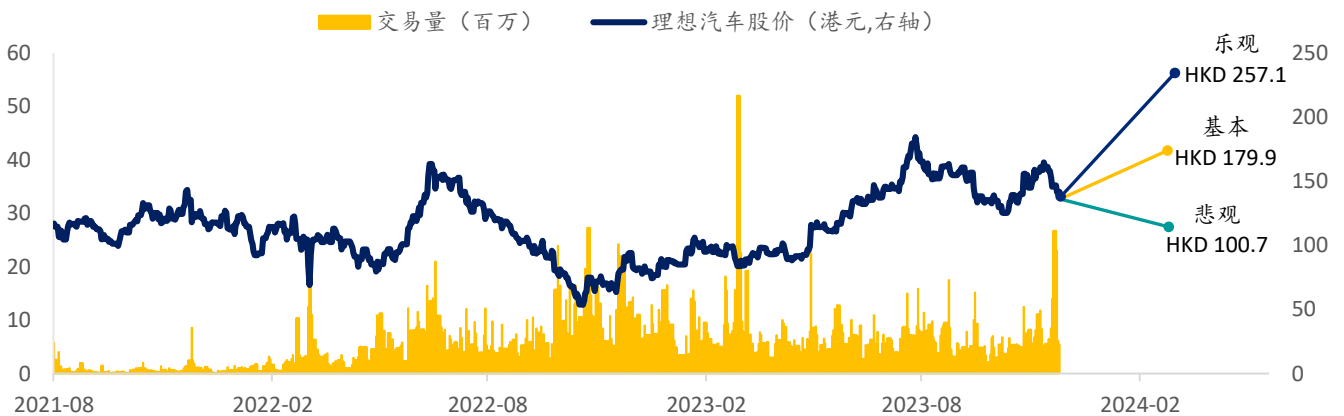
乐观与悲观情景假设

图表 61: 理想汽车-W (2015.HK) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 62: 理想汽车-W (2015.HK) SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 257.1 港元 (概率: 15%)

- 中国新能源乘用车, 或插电混动, 市场需求增速高于预期, 强力推动理想汽车销量;
- 理想 MEGA 销量贡献高于预期, 推动公司汽车平均售价和毛利提升;
- 理想规划中的三款纯电车型进展快于预期, 贡献销量的时间早于预期;
- 公司自动驾驶研发进展较快。

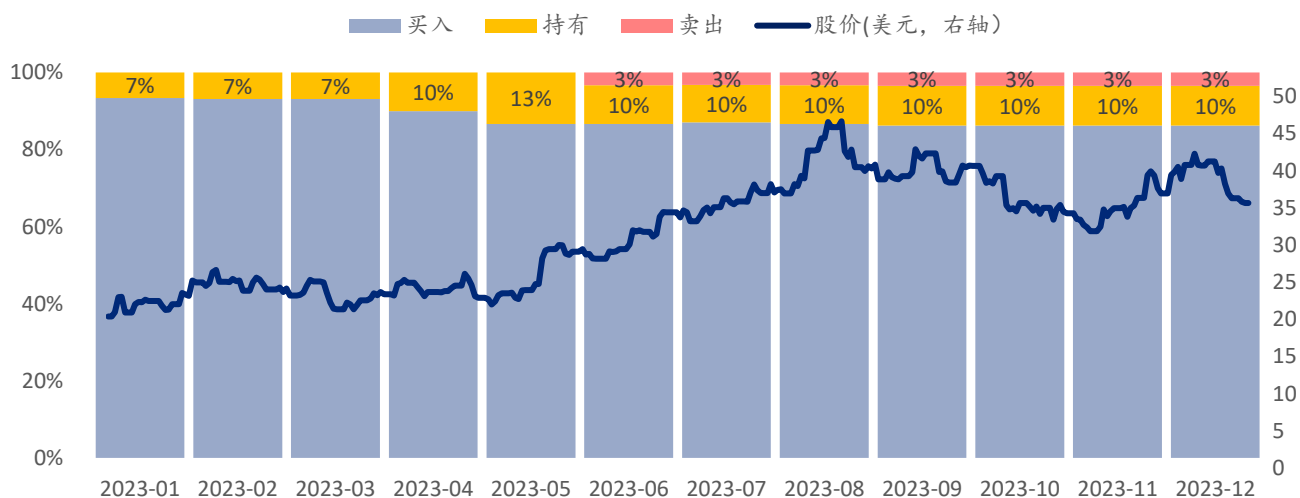
悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 100.7 港元 (概率: 15%)

- 中国新能源汽车行业需求继续减弱, 行业竞争加剧, 拖累理想汽车销售;
- 理想 MEGA 上市后销量不及预期;
- 理想新车型发布、上市时间晚于预期;
- 销售门店扩张没有有效带动汽车销量。

资料来源: 浦银国际预测

图表 63：理想汽车 (LI.US) 市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 64：理想汽车 (LI.US) SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：65.8 美元（概率：15%）

- 中国新能源乘用车，或插电混动，市场需求增速高于预期，强力推动理想汽车销量；
- 理想 MEGA 销量贡献高于预期，推动公司汽车平均售价和毛利提升；
- 理想规划中的三款纯电车型进展快于预期，贡献销量的时间早于预期；
- 公司自动驾驶研发进展较快。

悲观情景：公司收入增长不及预期

目标价：25.8 美元（概率：15%）

- 中国新能源汽车行业需求继续减弱，行业竞争加剧，拖累理想汽车销售；
- 理想 MEGA 上市后销量不及预期；
- 理想新车型发布、上市时间晚于预期；
- 销售门店扩张没有有效带动汽车销量。

资料来源：浦银国际预测

财务报表

财务报表分析与预测

利润表

人民币百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	27,010	45,287	123,283	200,806	267,548
营业成本	(21,248)	(36,496)	(96,566)	(157,019)	(208,143)
毛利	5,761	8,790	26,717	43,786	59,405
营业支出	(6,779)	(12,445)	(20,124)	(33,203)	(44,328)
销售、行政及一般费用	(3,492)	(5,665)	(9,518)	(15,228)	(20,028)
研发费用	(3,286)	(6,780)	(10,606)	(17,975)	(24,300)
营业利润 (损失)	(1,017)	(3,655)	6,593	10,584	15,077
营业外收支	865	1,496	2,186	1,762	1,466
利息收入/(支出)净额	677	870	1,412	988	692
投资收益	-	-	-	-	-
其他收益	187	626	774	774	774
除税前溢利 (损失)	(153)	(2,159)	8,779	12,346	16,543
所得税	(169)	127	(357)	(973)	(1,899)
持续经营业务净利润	(321)	(2,032)	8,422	11,373	14,644
非持续经营净利润	-	-	-	-	-
持续经营与非持续经营净利润 (损失)	(321)	(2,032)	8,422	11,373	14,644
其他	-	-	-	-	-
净利润 (损失)	(321)	(2,012)	8,422	11,373	14,644
基本股数 (ADS, 百万)	927	971	986	986	986
摊销股数 (ADS, 百万)	927	971	1,060	1,060	1,060
基本每股收益 (元)	(0.35)	(2.07)	8.54	11.54	14.85
摊销每股收益 (元)	(0.35)	(2.07)	7.95	10.73	13.82

现金流量表

人民币百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动产生的现金流量净额	8,340	7,380	(15,460)	14,127	22,165
持续经营业务净利润	(321)	(2,032)	8,422	11,373	14,644
折旧及摊销	590	1,214	2,583	3,260	3,825
汇兑(收益)/损失	47	3	-	-	-
利息费用	61	30	(1,412)	(988)	(692)
其他营业活动现金流	78	1,206	1,412	988	692
营运资金变动	7,886	6,960	(26,465)	(506)	3,696
应收账款(增加)/减少	(5)	72	(12,280)	(7,752)	(6,674)
存货(增加)/减少	(612)	(5,920)	(18,302)	(12,577)	(8,107)
应付账款增加/(减少)	6,202	10,563	4,117	19,824	18,477
其他经营资金变动	2,301	2,245	-	-	-
投资活动产生的现金流量净额	(4,257)	(4,365)	(8,464)	(8,644)	(11,056)
资本支出	(3,512)	(5,123)	(6,660)	(6,660)	(8,874)
取得或购买长期投资	-	(762)	-	-	-
银行存款增加	(241)	(165)	-	-	-
短期投资	(504)	1,686	(1,803)	(1,983)	(2,182)
其他	-	-	-	-	-
融资活动产生的现金流量净额	16,710	5,639	14,670	12,036	12,185
借款	600	3,080	14,670	12,036	12,185
发行股份	0	2,552	-	-	-
发行债券	5,533	-	-	-	-
外汇损益	(472)	1,270	-	-	-
现金流量净流量	20,321	9,925	(9,253)	17,519	23,294
期初现金及现金等价物	10,173	30,493	40,418	31,165	48,684
期末现金及现金等价物	30,493	40,418	31,165	48,684	71,977

资产负债表

人民币百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	30,493	40,418	31,165	48,684	71,977
短期投资	19,668	18,031	19,835	21,818	24,000
应收账款	121	48	12,328	20,081	26,755
存货	1,618	6,805	25,107	37,685	45,791
其他流动资产	481	1,690	1,690	1,690	1,690
流动资产合计	52,380	66,992	90,125	129,957	170,213
固定资产-物业、厂房及设备	4,498	11,188	15,265	18,665	23,715
土地使用权	2,061	3,539	3,539	3,539	3,539
无形资产	751	833	833	833	833
长期投资	156	1,484	1,484	1,484	1,484
其他非流动资产	2,001	2,502	2,502	2,502	2,502
资产总计	61,849	86,538	113,747	156,979	202,285
短期借款	37	391	13,561	24,097	34,781
应付账款	9,376	20,024	24,142	43,965	62,443
其他流动负债	2,695	6,958	6,958	6,958	6,958
流动负债合计	12,108	27,373	44,660	75,020	104,182
长期借款	5,961	9,231	10,731	12,231	13,731
其他非流动负债	2,715	4,748	4,748	4,748	4,748
负债合计	20,785	41,352	60,139	91,999	122,661
夹层股本	-	-	-	-	-
留存收益	(6,806)	-	8,422	19,795	34,438
股本及股本溢价	49,392	-	-	-	-
其他权益	(1,522)	-	-	-	-
股东权益合计	41,064	45,186	53,608	64,981	79,625
负债及股东权益合计	61,849	86,538	113,747	156,979	202,285

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营运指标增速					
营业收入增速	185.6%	67.7%	172.2%	62.9%	33.2%
毛利增速	271.9%	52.6%	203.9%	63.9%	35.7%
营业利润增速	52.0%	259.3%	NM	60.5%	42.5%
净利润增速	(59.4%)	526.0%	NM	35.0%	28.8%
盈利能力					
净资产收益率	(0.8%)	(4.5%)	15.7%	17.5%	18.4%
总资产报酬率	(0.5%)	(2.3%)	7.4%	7.2%	7.2%
投入资本回报率	(4.5%)	(6.3%)	8.1%	9.6%	10.4%
利润率					
毛利率	21.3%	19.4%	21.7%	21.8%	22.2%
营业利润率	(3.8%)	(8.1%)	5.3%	5.3%	5.6%
净利润率	(1.2%)	(4.5%)	6.8%	5.7%	5.5%
营运能力					
现金循环周期					
应收账款周转天数	2	1	18	29	32
存货周转天数	23	42	60	73	73
应付账款周转天数	108	147	83	79	93
净债务 (净现金)	(24,495)	(30,797)	(6,873)	(12,356)	(23,465)
自由现金流	4,703	1,048	(23,532)	6,479	12,599

E=浦银国际预测; ADS: American Depositary Shares, 美国存托股份或美国存托凭证

资料来源: 公司资料、Wind、浦银国际预测

小鹏汽车(9868.HK, 买入, 目标价 79.5 港元; XPEV.US, 买入, 目标价 20.3 美元)

业绩回顾及预测调整

小鹏 3Q23 业绩:

- 营业收入为人民币 85.3 亿元, 同比增长 25%, 环比增长 68%, 与市场预测大体持平。汽车销售收入为人民币 78.4 亿元, 同比增长 26%, 环比增长 77%。
- 交付量为 40,008 辆, 落于此前指引区间内, 接近指引上限。交付量同比增长 35%, 环比增长 72%。汽车平均售价同比下降 7%, 环比增长 3%。
- 毛利率为-2.7%, 同比由正转负, 环比改善 1.2 个百分点, 不及市场预期。汽车销售毛利率为-6.1%, 环比改善 2.5 个百分点。汽车销售毛利率表现不佳主因: 1) 与 G3i 有关的存货减值 3Q 产生了 2.9% 的负面影响; 2) 销售促销增加及新能源汽车补贴届满。
- 营业亏损为人民币 31.6 亿元, 亏损同比扩大 45%, 环比扩大 2%。营业费用率为 34.4%, 同比下降 11.0 个百分点, 环比下降 22.8 个百分点。
- 净亏损为人民币 38.9 亿元, 亏损同比扩大 64%, 环比扩大 39%。净亏损程度高于市场预期。

小鹏 4Q23 经营指引:

- 交付量预计为 5.95 万-6.35 万辆。指引中位数同比增长 177%, 环比增长 54%, 高于一致预测。根据中位数计算得出的 11 月、12 月合计交付量 41,498 辆, 月交付量相较于 10 月环比大体持平。
- 营业收入区间预计为人民币 127 亿-136 亿元。指引中位数同比增长 156%, 环比增长 54%, 高于市场预期。

业绩会要点:

- **财务指引:** 公司维持四季度汽车毛利率翻正的指引, 同时预计加速实现在 2024 年底减费 25% 的目标。
- **研发费用:** 公司维持全年研发费用 50-60 亿元指引。明年研发投入将更多聚焦智能化、造型、工艺、国际化等方面, 费用绝对值较今年仍会明显提升。

- **渠道改革：**公司渠道变革取得成果，前三季度末位淘汰近百家销售店，并推出“木星计划”，2个月内完成100多家新店招商，其中不乏豪华车经销商。管理层预计今年底、明年初达到超过500家门店。
- **出海计划：**目前已经在欧洲销售G9和P7i，明年计划推出G6作为全球产品。此外，公司还计划明年推出右舵车型。

图表 65：小鹏 3Q23 业绩详情

人民币百万	3Q23	3Q22	同比	2Q23	环比
营业收入	8,530	6,823	25%	5,063	68%
毛利润	(228)	923	NM	(197)	15%
营业利润 (损失)	(3,161)	(2,177)	45%	(3,090)	2%
净利润 (损失)	(3,887)	(2,376)	64%	(2,805)	39%
基本每股收益 (人民币)	(4.49)	(2.77)	62%	(3.25)	38%

利润率	3Q23	3Q22	百分点	2Q23	百分点
毛利率	(2.7%)	13.5%	(16.2)	(3.9%)	1.2
营业费用率	34.4%	45.4%	(11.0)	57.1%	(22.8)
营业利润率	(37.1%)	(31.9%)	(5.2)	(61.0%)	24.0
净利率	(45.6%)	(34.8%)	(10.7)	(55.4%)	9.8

人民币百万	3Q23	3Q22	同比	2Q23	环比
汽车销售	7,844	6,241	26%	4,425	77%
软件服务及其他	685	582	18%	638	7%
总收入	8,530	6,823	25%	5,063	68%

毛利率	3Q23	3Q22	百分点	2Q23	百分点
汽车销售	(6.1%)	11.6%	(17.7)	(8.6%)	2.5
软件服务及其他	36.1%	33.8%	2.4	28.6%	7.5
综合毛利率	(2.7%)	13.5%	(16.2)	(3.9%)	1.2

资料来源：公司公告、浦银国际

小鹏预测调整

- 小鹏 2023-2025 年营业收入预测值分别上调 6%、32%和 30%；
- 小鹏 2023-2024 年毛利润预测值分别下调 89%和 23%，同时上调 2025 年毛利润预测，主要反映技术降本成果；
- 小鹏 2023-2024 年净损失预测值分别扩大 46%和 86%，同时预测 2025 年净损失收窄 39%。

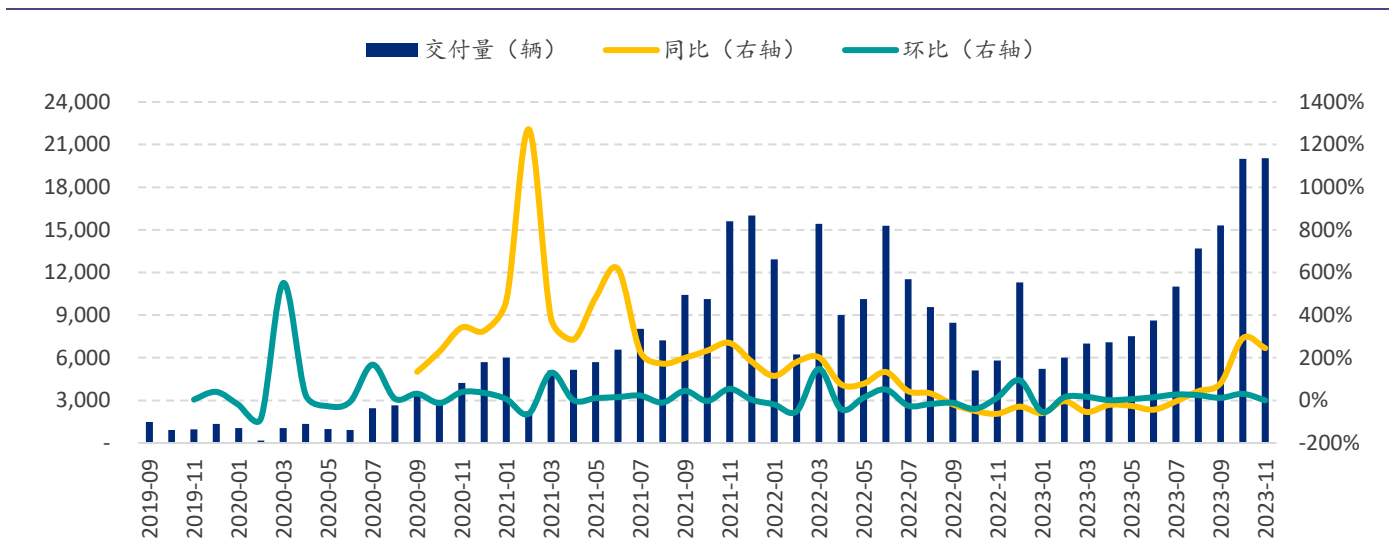
图表 66：小鹏财务预测：新预测 vs 前预测

人民币百万	2023E			2024E			2025E		
	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异
营业收入	31,927	30,111	6%	71,448	54,012	32%	97,021	74,500	30%
毛利润	305	2,671	(89%)	7,261	9,403	(23%)	17,372	14,896	17%
营业利润（损失）	(12,025)	(9,109)	32%	(9,949)	(5,606)	77%	(1,300)	(1,703)	(24%)
净利润（损失）	(11,991)	(8,186)	46%	(9,167)	(4,938)	86%	(769)	(1,251)	(39%)
基本每股收益（元）	(13.77)	(9.51)	45%	(10.06)	(5.73)	75%	(0.84)	(1.45)	(42%)
利润率	新预测	前预测	百分点	新预测	前预测	百分点	新预测	前预测	百分点
毛利率	1.0%	8.9%	(7.9)	10.2%	17.4%	(7.2)	17.9%	20.0%	(2.1)
营业费用率	38.6%	39.1%	(0.5)	24.1%	27.8%	(3.7)	19.2%	22.3%	(3.0)
营业利润（损失）率	(37.7%)	(30.3%)	(7.4)	(13.9%)	(10.4%)	(3.5)	(1.3%)	(2.3%)	0.9
净利（损失）率	(37.6%)	(27.2%)	(10.4)	(12.8%)	(9.1%)	(3.7)	(0.8%)	(1.7%)	0.9

资料来源：浦银国际预测

汽车月度交付量

图表 67: 小鹏月度销量: 11月交付 20,041 辆, 环比持平, 同比增长 245%



资料来源: 公司公告、浦银国际

分部加总估值

我们采用 SOTP (Sum of Total Parts, 分部加总法) 对小鹏进行估值预测。我们预测小鹏 2024 年的汽车销售、服务及其他的收入增速分别为 126% 和 107%，分别给予 1.5x 和 6.1x 的市销率，得到 20.3 美元的目标价，维持“买入”评级，潜在升幅 26%。

同时，我们采用 7.1558 的美元/人民币汇率及 0.9158 的港元/人民币汇率，得到 79.5 港元的目标价，维持“买入”评级，潜在升幅 26%。

图表 68：小鹏分部加总估值法（2024 年）

人民币百万	收入	收入增速	市销率 (x)	估值
汽车销售	65,192	126%	1.5	94,528
服务及其他	6,256	107%	6.1	38,163
合计	71,448	124%	1.9	132,692
股数 (百万)				1,822
目标价 (人民币)				72.8
美元/人民币				7.1558
美股目标价 (美元)				20.3
港元/人民币				0.9158
港股目标价 (港元)				79.5

资料来源：浦银国际预测

图表 69：小鹏汽车历史市销率：上市以来均值 5.6x



注：截至 2023 年 12 月 5 日收盘价；历史均值取自 2020 年上市以来数据；

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 70：浦银国际目标价：小鹏汽车-W (9868.HK)



注：截至 2023 年 12 月 5 日收盘价；
资料来源：Bloomberg、浦银国际

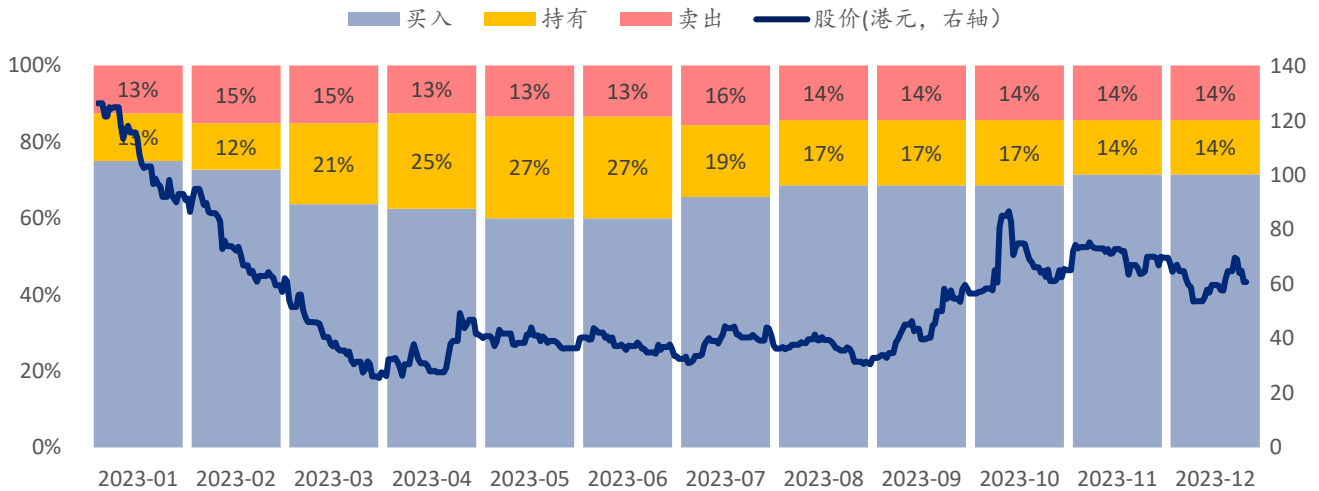
图表 71：浦银国际目标价：小鹏汽车 (XPEV.US)



注：截至 2023 年 12 月 5 日收盘价；
资料来源：Bloomberg、浦银国际

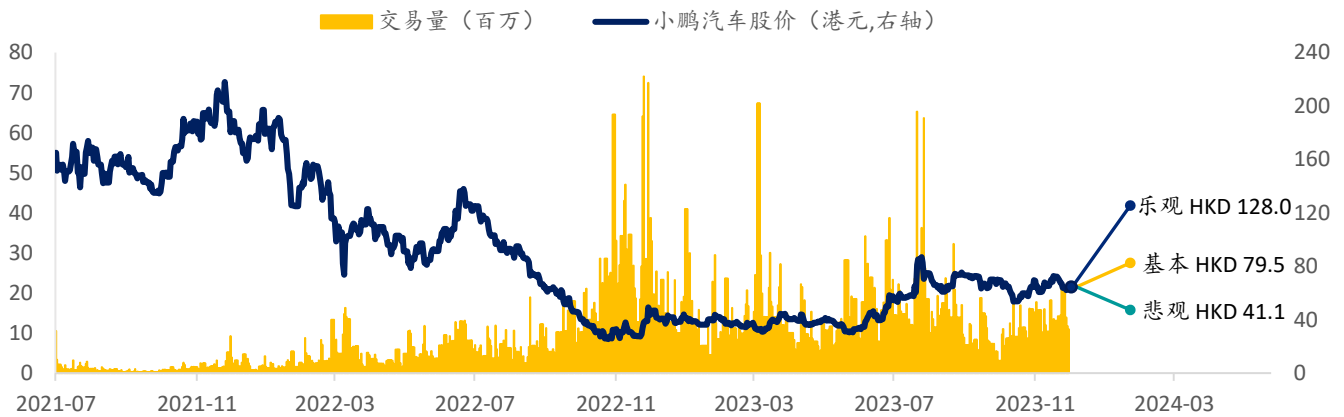
乐观与悲观情景假设

图表 72: 小鹏汽车-W (9868.HK) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 73: 小鹏汽车-W (9868.HK) SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 128.0 港元 (概率: 15%)

- 小鹏 2024 款 G9、小鹏 X9 销量表现优于预期, 与 G6 共同推动小鹏汽车销量上行;
- 小鹏用户购买自动驾驶选配的比例高于预期;
- 智能辅助驾驶系统 XNGP 更多城市推广后的用户体验超出预期;
- 随着规模效应带来成本下降, 小鹏毛利率改善比较明显, 超过基本假设。

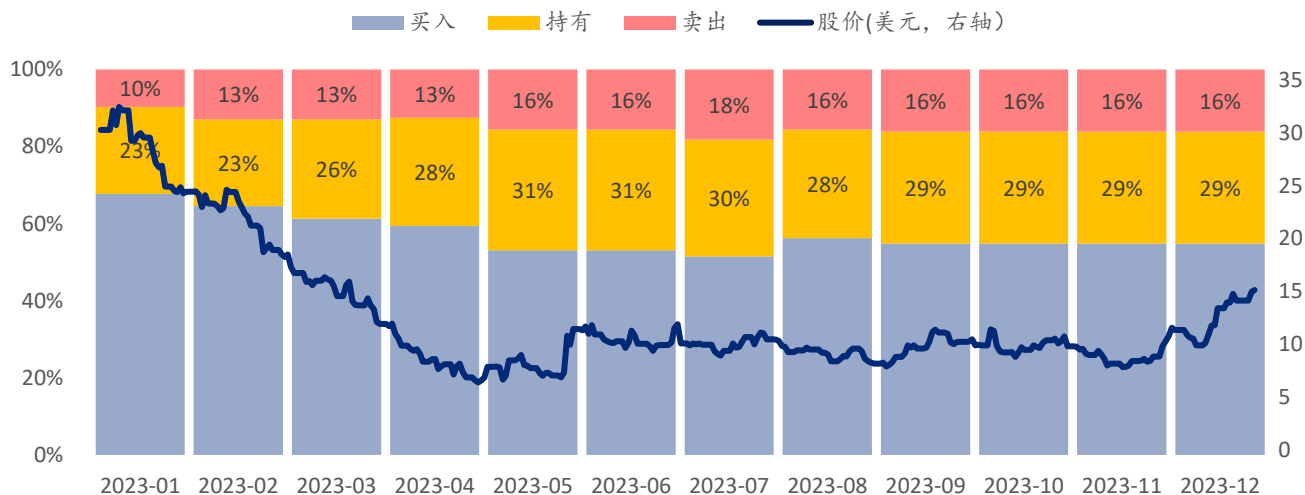
悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 41.1 港元 (概率: 15%)

- 行业竞争加剧, 拖累公司利润表现;
- X9 上市后市场销售反应不及预期;
- XNGP 推广后实际用户体验不佳;
- 新能源汽车市场需求波动, 或半导体供给无法持续稳定改善, 拖累小鹏汽车销量。

资料来源: 浦银国际预测

图表 74：小鹏汽车 (XPEV.US) 市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 75：小鹏汽车 (XPEV.US) SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：32.8 美元（概率：15%）

- 小鹏 2024 款 G9、小鹏 X9 销量表现优于预期，与 G6 共同推动小鹏汽车销量上行；
- 小鹏用户购买自动驾驶选配的比例高于预期；
- 智能辅助驾驶系统 XNGP 更多城市推广后的用户体验超出预期；
- 随着规模效应带来成本下降，小鹏毛利率改善比较明显，超过基本假设。

悲观情景：公司收入增长不及预期

目标价：10.5 美元（概率：15%）

- 行业竞争加剧，拖累公司利润表现；
- X9 上市后市场销售反应不及预期；
- XNGP 推广后实际用户体验不佳；
- 新能源汽车市场需求波动，或半导体供给无法持续稳定改善，拖累小鹏汽车销量。

资料来源：浦银国际预测

财务报表

财务报表分析与预测

利润表

人民币百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	20,988	26,855	31,927	71,448	97,021
营业成本	(18,366)	(23,767)	(31,622)	(64,187)	(79,649)
毛利润	2,623	3,088	305	7,261	17,372
营业费用	(9,202)	(11,794)	(12,330)	(17,210)	(18,673)
销售、行政及一般费用	(5,305)	(6,688)	(6,729)	(9,525)	(10,395)
研发费用	(4,114)	(5,215)	(5,714)	(7,685)	(8,277)
其他支出	218	109	113	-	-
营业利润 (损失)	(6,579)	(8,706)	(12,025)	(9,949)	(1,300)
营业外收支	1,742	(413)	50	782	531
利息收入/(支出)净额	688	927	958	730	479
衍生工具负债之公允价值收益	671	(1,376)	(960)	-	-
其他收益-非经营	384	36	52	52	52
除税前溢利	(4,837)	(9,118)	(11,975)	(9,167)	(769)
所得税	(26)	(25)	(15)	-	-
净利润	(4,863)	(9,139)	(11,991)	(9,167)	(769)
归属普通股股东净利润	-	-	-	-	-
优先股赎回价值增值	-	-	-	-	-
优先股清偿视作股息	-	-	-	-	-
优先股修正视作股息	-	-	-	-	-
可赎回优先股清偿夹层权益重新分类为普通股视作股息	-	-	-	-	-
归属普通股股东净利润	(4,863)	(9,139)	(11,991)	(9,167)	(769)
基本股数 (ADS, 百万)	821	856	871	911	911
摊销股数 (ADS, 百万)	821	856	871	911	911
基本每股收益 (元)	(5.92)	(10.67)	(13.77)	(10.06)	(0.84)
稀释每股收益 (元)	(5.92)	(10.67)	(13.77)	(10.06)	(0.84)

现金流量表

人民币百万元	2021E	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动产生的现金流量净额	(1,095)	(8,232)	(5,214)	2,593	5,942
净利润	(4,863)	(9,139)	(11,991)	(9,167)	(769)
折旧及摊销	838	1,411	2,849	2,842	2,895
汇兑(收益)/损失	(314)	1,460	-	-	-
利息费用	(352)	(238)	958	730	479
其他经营活动现金流	34	211	-	-	-
营运资金变动	3,562	(1,938)	2,970	8,188	3,337
应收账款(增加)/减少	(1,561)	(1,225)	(731)	(5,700)	(3,688)
存货(增加)/减少	(1,940)	(2,476)	(1,494)	(6,195)	(2,941)
应付账款增加/(减少)	7,250	1,861	4,701	19,488	9,253
其他经营资金变动	(187)	(98)	495	594	713
投资活动产生的现金流量净额	(33,076)	4,846	(2,684)	(3,035)	(5,740)
资本支出	(2,810)	(4,603)	(2,811)	(3,149)	(5,842)
取得或购买长期投资	(960)	(619)	-	-	-
银行存款增加	(24,899)	11,922	-	-	-
短期投资	62	1,626	126	114	102
其他	(4,469)	(3,480)	-	-	-
融资活动产生的现金流量净额	14,627	6,004	5,000	5,000	5,000
借款	(143)	6,006	5,000	5,000	5,000
发行股份	-	-	-	-	-
其他	14,770	(2)	-	-	-
外汇损益	(363)	462	-	-	-
现金流量净流量	(19,907)	3,079	(2,899)	4,558	5,202
期初现金及现金等价物	31,542	11,635	14,714	11,816	16,374
期末现金及现金等价物	11,635	14,714	11,816	16,374	21,576

资产负债表

人民币百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	37,493	29,636	26,737	31,295	36,497
短期投资	2,834	1,262	1,136	1,022	920
应收账款	2,673	3,873	4,604	10,304	13,992
存货	2,662	4,521	6,016	12,211	15,152
其他流动资产	3,169	4,235	5,082	6,099	7,319
流动资产合计	48,831	43,527	43,575	60,931	73,880
固定资产-物业、厂房及设备	5,425	10,607	10,582	10,781	12,692
资产使用权-非流动资产	1,561	1,955	1,950	1,987	2,339
土地使用权	595	2,748	2,741	2,793	3,288
无形资产	879	1,043	1,041	1,060	1,248
长期投资	1,549	2,295	2,295	2,295	2,295
其他非流动资产	6,811	9,316	9,316	9,316	9,316
资产合计	65,651	71,491	71,501	89,163	105,059
短期借款	-	3,181	3,681	4,181	4,681
应付账款	12,362	14,223	18,924	38,412	47,665
其他流动负债	5,650	6,711	8,053	9,664	11,596
流动负债合计	18,013	24,115	30,658	52,257	63,942
长期借款	1,675	4,613	9,113	13,613	18,113
其他非流动负债	3,817	5,852	5,852	5,852	5,852
负债合计	23,505	34,580	45,623	71,722	87,908
夹层权益	-	-	-	-	-
普通股	6	7	7	7	7
留存收益	(16,192)	(25,331)	(36,364)	(44,800)	(45,090)
其他综合收益	(1,649)	1,544	1,544	1,544	1,544
储备	59,981	60,691	60,691	60,691	60,691
股东权益合计	42,147	36,911	25,878	17,441	17,151
负债及股东权益合计	65,651	71,491	71,501	89,163	105,059

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营运指标增速					
营业收入增速	259%	28%	19%	124%	36%
毛利润增速	886%	18%	(90%)	2281%	139%
营业利润增速	53%	32%	38%	(17%)	(87%)
净利润增速	(1%)	88%	31%	(24%)	(92%)
盈利能力					
净资产收益率	(11.5%)	(24.8%)	(46.3%)	(52.6%)	(4.5%)
总资产报酬率	(7.4%)	(12.8%)	(16.8%)	(10.3%)	(0.7%)
投入资本回报率	(9.5%)	(19.8%)	(31.5%)	(27.2%)	(0.8%)
利润率					
毛利率	12.5%	11.5%	1.0%	10.2%	17.9%
营业利润率	(31.3%)	(32.4%)	(37.7%)	(13.9%)	(1.3%)
净利润率	(23.2%)	(34.0%)	(37.6%)	(12.8%)	(0.8%)
营运能力					
现金循环周期					
应收账款周转天数	33	44	48	38	46
存货周转天数	40	55	61	52	63
应付账款周转天数	174	204	191	163	197
净债务(净现金)	(35,818)	(21,842)	(13,943)	(13,501)	(13,703)
自由现金流	1,995	(5,301)	(2,403)	5,742	11,784

E=浦银国际预测; ADS: American Depositary Shares, 美国存托股份或美国存托凭证

资料来源: 公司资料、Wind、浦银国际预测

零跑汽车 (9863.HK, 买入, 目标价 47.5 港元)

业绩回顾及预测调整

零跑 3Q23 业绩:

- 营业收入为人民币 56.56 亿元, 同比增长 32%, 环比增长 29%。营收同比增长主因销量增加及销售车型结构改善带来的 ASP 提升。
- 交付量为 44,325 辆, 同比增长 24%, 环比增长 63%。汽车平均售价 12.7 万元, 同比增长 6%。
- 毛利率为 1.2%, 同比改善 10.1 个百分点, 主因产品结构改善带来的 ASP 提升以及持续的降本; 环比改善 6.4 个百分点, 主因销量增加。3Q23 实现单季毛利率转正, 符合我们的预期。
- 营业亏损为人民币 10.25 亿元, 亏损同比收窄 25%, 环比收窄 13%。营业费用率为 19.3%, 同比下降 3.5 个百分点, 环比下降 2.3 个百分点。
- 净亏损为人民币 9.86 亿元, 亏损同比收窄 26%, 环比收窄 15%。

业绩会要点:

- **销量目标:** 四季度目标月销量 1.8 万台以上, 明年将朝着 3 万台/月的销量目标努力。管理层表示, 面对高速成长的新能源汽车市场, 若竞争态势有变化, 有需要的情况下仍将进行对消费者让利的动作来保持销量。
- **毛利率指引:** 9 月份单月毛利率已达到接近 5% 的水平, 四季度毛利率将环比三季度继续改善。展望 2024 年, 公司目标毛利率在 5%-10% 之间。
- **渠道优化:** 主要有两个方向: 1) 选择更优秀的经销商, 减少数量; 2) 更加均匀地布局, 对三、四线城市全覆盖。门店数量上希望 2024 年实现 20%-30% 的增长。
- **车型规划:** 年底之前将实现 C10 在国内的真正上市并进行预售, 明年 6 月份将推出首款 800V 高压平台、2.4C 快充的车型 C16。两款车型都将实现增程和纯电的同步上市。
- **智能驾驶:** 公司期待在今年四季度或明年, 在智能驾驶方面实现突破性进步。带有激光雷达的高级智能驾驶的 C10 车型, 会在 1Q24 开放高速及城市快速路的高精地图导航版本。

图表 76：零跑 3Q23 业绩详情

人民币百万	3Q23	3Q22	同比	2Q23	环比
营业收入	5,656	4,288	32%	4,371	29%
毛利润（损失）	67	(384)	NM	(229)	NM
营业利润（损失）	(1,025)	(1,361)	(25%)	(1,174)	(13%)
净利润（损失）	(986)	(1,340)	(26%)	(1,154)	(15%)
基本每股收益（人民币）	(0.86)	(1.32)	(35%)	(1.01)	(15%)

利润率	3Q23	3Q22	百分点	2Q23	百分点
毛利率	1.2%	(9.0%)	10.1	(5.2%)	6.4
营业费用率	19.3%	22.8%	(3.5)	21.6%	(2.3)
营业利润率	(18.1%)	(31.8%)	13.6	(26.9%)	8.7
净利率	(17.4%)	(31.2%)	13.8	(26.4%)	9.0

资料来源：公司公告、浦银国际

零跑预测调整

- 下调零跑 2023 年营业收入预测 14%，同时分别上调 2024、2025 年的营业收入预测 8%和 36%；
- 零跑 2023 年毛利润预测值由负转正，2024、2025 年毛利润预测值分别上调 25%和 29%；
- 零跑 2023、2024 年净损失预测值分别收窄 20%和 46%，2025 年预测由净亏损转为净利润。

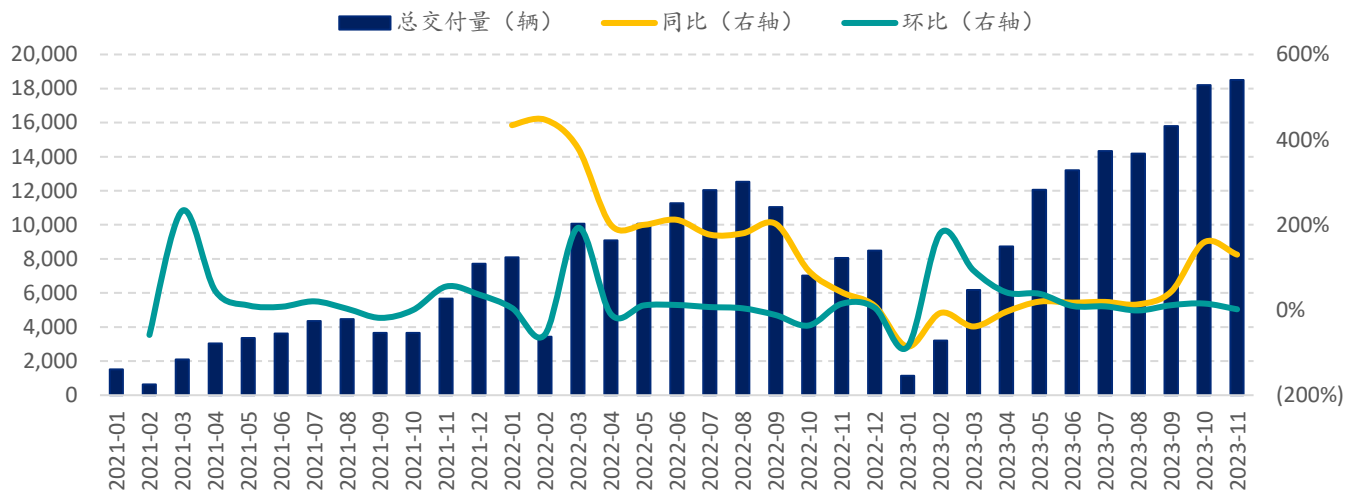
图表 77：零跑财务预测：新预测 vs 前预测

人民币百万	2023E			2024E			2025E		
	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异
营业收入	19,196	22,447	(14%)	38,713	35,830	8%	64,175	47,115	36%
毛利润	120	(175)	NM	2,750	2,193	25%	6,177	4,786	29%
营业利润（损失）	(4,555)	(5,673)	(20%)	(2,535)	(4,557)	(44%)	(34)	(2,791)	(99%)
净利润（损失）	(4,418)	(5,556)	(20%)	(2,393)	(4,462)	(46%)	151	(2,722)	NM
基本每股收益（元）	(3.87)	(4.86)	(20%)	(1.79)	(3.91)	(54%)	0.11	(2.38)	NM
利润率	新预测	前预测	百分点	新预测	前预测	百分点	新预测	前预测	百分点
毛利率	0.6%	(0.8%)	1.4	7.1%	6.1%	1.0	9.6%	10.2%	(0.5)
营业费用率	24.3%	24.5%	(0.1)	13.7%	18.8%	(5.2)	9.7%	16.1%	(6.4)
营业利润（损失）率	(23.7%)	(25.3%)	1.5	(6.5%)	(12.7%)	6.2	(0.1%)	(5.9%)	5.9
净利（损失）率	(23.0%)	(24.8%)	1.7	(6.2%)	(12.5%)	6.3	0.2%	(5.8%)	6.0

资料来源：浦银国际预测

汽车月度交付量

图表 78: 零跑月度销量: 11月交付 18,508 辆, 环比增长 2%, 同比增长 130%



资料来源: 公司公告、浦银国际

分部加总估值

我们采用 SOTP (Sum of Total Parts, 分部加总法) 对零跑进行估值预测。我们预测零跑 2024 年的汽车销售、服务及其他的收入增速分别为 102% 和 53%，分别给予 1.5x 和 5.5x 的市销率。同时以 0.9158 港元/人民币的汇率计算，得到 47.5 港元的目标价，维持“买入”评级，潜在升幅 24%。

图表 79：零跑分部加总估值法（2023 年）

人民币百万	收入	收入增速	市销率 (x)	估值
汽车销售	38,679	102%	1.5	58,019
服务及其他	34	53%	5.5	185
合计	38,713	102%	1.5	58,204
股数 (百万)				1,337
目标价 (人民币)				43.5
港元/人民币				0.9158
港股目标价 (港元)				47.5

资料来源：浦银国际预测

图表 80：零跑汽车历史市销率：上市以来均值 1.0x



注：截至 2023 年 12 月 5 日收盘价；历史均值取自 2022 年上市以来数据；

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 81：浦银国际目标价：零跑汽车（9863.HK）

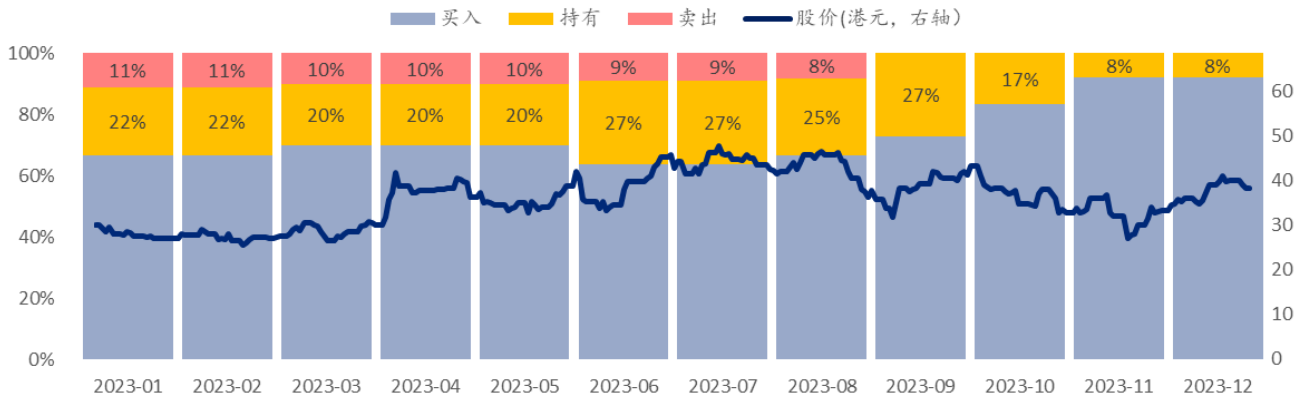


注：截至 2023 年 12 月 5 日收盘价；

资料来源：Bloomberg、浦银国际

乐观与悲观情景假设

图表 82: 零跑汽车 (9863.HK) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 83: 零跑汽车 (9863.HK) SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 63.6 港元 (概率: 20%)

- 零跑汽车组合向高价格段倾斜, 推动汽车平均售价提升, 带来收入增长高于基本情景假设;
- 随着规模效应带来成本下降, 零跑毛利率改善比较明显, 超过基本假设;
- 零跑与 Stellantis 合作进展开展顺利, 出海进度优于预期, 海外销量快速提升。

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 31.3 港元 (概率: 15%)

- 受到行业需求疲软, 增程版销量提升侵蚀纯电销量, 零跑汽车总销量增长低于预期;
- 行业竞争进一步加剧, 带来汽车价格下行;
- 价格竞争加剧, 毛利率改善不明显, 显著低于基本假设。

资料来源: 浦银国际预测

财务报表

财务报表分析与预测

利润表

人民币百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,132	12,385	19,196	38,713	64,175
营业成本	(4,520)	(14,296)	(19,077)	(35,963)	(57,997)
毛利润 (损失)	(1,388)	(1,911)	120	2,750	6,177
营业费用	(1,481)	(3,315)	(4,674)	(5,284)	(6,211)
销售、行政及一般费用	(428)	(1,114)	(1,801)	(2,150)	(2,630)
研发费用	(740)	(1,411)	(2,036)	(2,321)	(2,702)
其他支出	85	51	38	141	141
营业利润 (损失)	(2,868)	(5,227)	(4,555)	(2,535)	(34)
营业外收支	23	118	136	141	185
利息收入/(支出)净额	22	106	-	136	162
衍生工具负债之公允价值收益	0	12	-	-	-
其他收益-非经营	-	-	-	5	23
除税前溢利	(2,846)	(5,109)	(4,418)	(2,393)	151
所得税	-	(0)	(0)	-	-
净利润	(2,846)	(5,109)	(4,418)	(2,393)	151
基本股数 (百万)	940	1,045	1,143	1,337	1,337
摊销股数 (百万)	940	1,045	1,143	1,337	1,337
基本每股收益 (元)	(3.03)	(4.89)	(3.87)	(1.79)	0.11
稀释每股收益 (元)	(3.03)	(4.89)	(3.87)	(1.79)	0.11

现金流量表

人民币百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动产生的现金流量净额	(1,019)	(2,400)	(641)	7,006	17,763
净利润	(2,846)	(5,109)	(4,418)	(2,393)	151
折旧	208	395	657	957	1,639
摊销	2	(13)	(14)	(14)	(15)
汇兑(收益)/损失	0	52	-	-	-
利息费用	7	5	-	-	-
其他经营活动现金流	545	813	-	-	-
营运资金变动	1,065	1,456	3,134	8,456	15,988
应收账款(增加)/减少	(614)	(904)	(535)	(1,586)	(1,557)
存货(增加)/减少	(812)	(1,026)	(235)	(1,195)	(1,179)
应付账款增加/(减少)	1,857	3,391	3,200	10,730	17,021
其他经营资金变动	634	(5)	704	507	1,703
投资活动产生的现金流量净额	(3,003)	(1,292)	(2,032)	(4,201)	(6,170)
资本支出	(691)	(1,371)	(2,125)	(4,285)	(6,246)
取得或购买长期投资	(734)	(47)	-	-	-
银行存款增加	(2,270)	(428)	-	-	-
短期投资	(1,162)	352	93	84	75
其他	1,854	202	-	-	-
融资活动产生的现金流量净额	8,259	6,355	1,344	3,544	5,184
借款	138	1,254	1,344	3,544	5,184
发行股份	6,081	-	-	-	-
其他	2,040	5,102	-	-	-
外汇损益	(0)	(53)	-	-	-
现金流量净流量	4,237	2,611	(1,329)	6,349	16,776
期初现金及现金等价物	101	4,338	6,949	5,620	11,969
期末现金及现金等价物	4,338	6,949	5,620	11,969	28,746

资产负债表

人民币百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	5,714	8,852	7,523	13,872	30,649
短期投资	1,260	930	837	753	678
应收账款	782	1,685	2,220	3,806	5,363
存货	749	1,749	1,984	3,179	4,357
其他流动资产	449	422	507	608	730
流动资产合计	8,955	13,638	13,071	22,218	41,777
固定资产-物业、厂房及设备	1,929	3,208	4,676	8,003	12,610
资产使用权-非流动资产	454	820	820	820	820
无形资产	420	447	461	475	490
长期投资	19	30	30	30	30
其他非流动资产	750	1,124	1,124	1,124	1,124
资产总计	12,526	19,268	20,182	32,671	56,851
短期借款	340	1,019	1,782	3,951	7,340
应付账款	2,596	5,987	9,187	19,917	36,939
其他流动负债	1,393	2,252	3,040	3,648	5,473
流动负债合计	4,330	9,257	14,010	27,517	49,751
长期借款	534	773	1,353	2,729	4,524
其他非流动负债	433	978	978	978	978
负债合计	5,296	11,009	16,341	31,224	55,254
普通股	1,012	1,143	1,143	1,143	1,143
留存收益	-	-	(4,418)	(6,812)	(6,661)
其他综合收益	6,218	7,116	7,116	7,116	7,116
股东权益合计	7,230	8,259	3,840	1,447	1,598
负债及股东权益合计	12,526	19,268	20,182	32,671	56,851

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营运指标增速					
营业收入增速	396%	295%	55%	102%	66%
毛利润增速	334%	38%	NM	2197%	125%
营业损失增速	230%	82%	(13%)	(44%)	(99%)
净损失增速	159%	80%	(14%)	(46%)	NM
盈利能力					
净资产收益率	(85.4%)	(66.0%)	(73.0%)	(90.5%)	9.9%
总资产报酬率	(36.0%)	(32.1%)	(22.4%)	(9.1%)	0.3%
投入资本回报率	(35.4%)	(52.0%)	(65.3%)	(31.2%)	(0.3%)
利润率					
毛利率	(44.3%)	(15.4%)	0.6%	7.1%	9.6%
营业利润率	(91.6%)	(42.2%)	(23.7%)	(6.5%)	(0.1%)
净利润率	(90.9%)	(41.3%)	(23.0%)	(6.2%)	0.2%
营运能力					
现金循环周期					
应收账款周转天数	59	36	37	28	26
存货周转天数	38	32	36	26	24
应付账款周转天数	135	110	145	148	179
净债务(净现金)	(4,840)	(7,060)	(4,387)	(7,192)	(18,785)
自由现金流	(874)	(1,882)	1,497	11,305	24,023

E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、Wind、浦银国际预测

图表 84: SPDBI 科技行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价发布日期	行业
1810 HK Equity	小米集团-W	14.8	买入	15.4	2023/5/15	手机品牌
688036 CH Equity	传音控股	114.9	买入	177.7	2023/10/13	手机品牌
285 HK Equity	比亚迪电子	32.2	买入	44.5	2023/10/18	结构件、组装
600745 CH Equity	闻泰科技	44.2	买入	49.9	2023/10/26	ODM、功率半导体
002475 CH Equity	立讯精密	30.4	买入	34.5	2023/10/24	结构件、组装
300433 CH Equity	蓝思科技	12.5	买入	11.4	2022/5/29	结构件、组装
2018 HK Equity	瑞声科技	20.0	买入	17.5	2022/5/29	声学、光学器件
2382 HK Equity	舜宇光学科技	65.2	买入	83.9	2023/11/10	手机光学、车载光学
1478 HK Equity	丘钛科技	4.2	买入	5.4	2023/11/10	手机光学
603501 CH Equity	韦尔股份	105.2	买入	131.6	2023/11/10	手机 CIS、车载 CIS
NIO US Equity	蔚来	7.4	买入	9.4	2023/6/15	新能源汽车
9866 HK Equity	蔚来-SW	56.5	买入	73.9	2023/6/15	新能源汽车
XPEV US Equity	小鹏汽车	16.2	买入	20.3	2023/12/7	新能源汽车
9868 HK Equity	小鹏汽车-W	63.3	买入	79.5	2023/12/7	新能源汽车
LI US Equity	理想汽车	35.6	买入	46.0	2023/12/7	新能源汽车
2015 HK Equity	理想汽车-W	139.9	买入	179.9	2023/12/7	新能源汽车
9863 HK Equity	零跑汽车	38.3	买入	47.5	2023/12/7	新能源汽车
TSLA US Equity	特斯拉(TESLA)	238.7	持有	275.1	2023/10/19	新能源汽车
1211 HK Equity	比亚迪股份	207.8	买入	280.4	2023/11/3	新能源汽车
002594 CH Equity	比亚迪	196.3	买入	302.9	2023/11/3	新能源汽车
981 HK Equity	中芯国际	20.8	买入	21.6	2023/11/20	晶圆代工
688981 CH Equity	中芯国际	52.4	买入	56.3	2023/11/20	晶圆代工
1347 HK Equity	华虹半导体	17.2	买入	22.7	2023/11/20	晶圆代工
688347 CH Equity	华虹公司	43.4	买入	55.9	2023/11/20	晶圆代工
688396 CH Equity	华润微	46.1	买入	64.9	2023/9/20	功率半导体
600460 CH Equity	士兰微	23.3	买入	30.5	2023/9/20	功率半导体
300373 CH Equity	扬杰科技	35.9	买入	43.4	2023/10/25	功率半导体
688187 CH Equity	时代电气 A	36.2	买入	53.4	2023/10/27	功率半导体
3898 HK Equity	时代电气 H	24.2	买入	38.7	2023/10/27	功率半导体
603290 CH Equity	斯达半导	176.5	买入	230.6	2023/9/20	功率半导体
605111 CH Equity	新洁能	38.8	买入	44.4	2023/9/20	功率半导体
688711 CH Equity	宏微科技	40.1	买入	67.1	2023/9/20	功率半导体

注: 截至 2023 年 12 月 5 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法团 - 浦银国际证券有限公司（统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此，浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(吉利汽车 175.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

- “买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

- “超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券财富管理团队

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

