



新能源汽车行业 2023 年展望：新能源汽车渗透率曲线继续加速上扬

- 新能源汽车行业渗透率加速上扬，布局新能源车企成长机会：**我们再次上调中国新能源乘用车 2022 年、2023 年销量预测至 640 万辆、802 万辆，同比增长 92%、25%，对应渗透率 27.0%、36.9%。中国新能源车行业渗透率依然处于“S”型曲线加速上扬阶段。需求端用户的认可、供应端车企的战略倾斜、政策端的支持，都是推动中国新能源车行业明年高速成长的基础。中国地区也是全球新能源车行业最大推动力。长期看，中国车企也有望持续扩大新能源车出口销量，支持长期的基本面增长。我们重申蔚来 (NIO.US)、小鹏 (XPEV.US/9868.HK)、理想 (LI.US)、比亚迪 A 股 (002594.CH) 和比亚迪港股 (1211.HK) 的“买入”评级。因为这些新能源车企都可以较好享受高于行业增速红利，且当前相互之间处于错位竞争状态，是享受新能源汽车行业红利最直接的标的。其中，我们更加推荐估值较低的小鹏以及盈利能力更强的比亚迪。
- 高端和低端车型以及插混过渡需求支撑中国新能源汽车行业持续成长：**首先，中国新能源车销量的价格段结构呈“哑铃”型，即 10 万元以下的低端车型和 20 万元以上的高端车型，是当前的主要推动力。而 10 万元-20 万元的价格段竞争激烈度低，也利于有该价格段车型布局的车企。得益于新能源车行业过渡阶段的补能优势，今年中国新能源车中，插混车型销量增速显著高于行业增速。展望明年来看，插混车型有望借助供需两端持续保持较高的增长动能。
- 中国新能源车企有较大成长空间：**今年中国新能源汽车市场中，比亚迪表现突出，份额一路从去年年底的 20% 左右增长到当前的接近 30%。相比而言，造车新势力们表现相对较弱。我们认为新势力新老车型交替周期对于各自汽车销量有影响。从明年来看，蔚来、小鹏、理想、零跑都有比较详细的新车型规划，以丰富自身产品矩阵捕捉更多目标用户群体。目前，头部 6 家新势力在中国新能源汽车市场总份额大约 10%，未来按照翻倍空间来看，有成长到 20% 的市场份额。因此，我们仍然看好中国造车新势力的成长路径。
- 估值：**在 2022 年，新能源车企，尤其是造车新势力，估值一路向下。中国造车新势力市销率估值从年初的 5x-7x，一路下滑至当前 0.7x-1.4x 的低点。目前，中国造车新势力的估值约在 0.7x-1.8x 之间。考虑到造车新势力明年销量的高速增长和盈利提升，我们认为，中国造车新势力估值下行风险较小，较为吸引，适合作为布局新能源汽车行业成长的重要标的。
- 投资风险：**汽车半导体产能供需不平衡持续时间较久，严重拖累汽车行业销量。疫情的不确定影响汽车行业供应和需求。中国新能源汽车渗透率增长趋缓，未能如期高速爬升。行业竞争加剧，拖累车企销量和毛利率表现。自动驾驶研发不及预期，软件服务收入变现模式不确定增加。中国车企海外布局速度慢于预期。

沈岱

科技分析师

tony_shen@spdbi.com

(852) 2808 6435

童钰枫

助理分析师

carrie_tong@spdbi.com

(852) 2808 6447

2022 年 12 月 09 日

MSCI 中国汽车指数表现



截至 12 月 2 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际

相关报告：

《零跑汽车 (9863.HK) 首次覆盖：电子部件自研自制提供高利润弹性》(2022-11-29)

《新能源汽车行业投资手册系列报告 (七)：新平台、新产品、新周期、再成长 (含蔚小理 2Q22 业绩回顾)》(2022-09-15)

《新能源汽车行业 2022 年中期展望：疫情影响触底复苏，不改中国新能源汽车渗透率曲线加速上扬》(2022-06-01)

《新能源汽车行业投资手册系列报告 (六)：疫情影响逐步消退，供需两端陆续恢复，推动新能源车企高速增长(含蔚来、小鹏、理想 1Q22 业绩回顾预览)》(2022-05-30)



扫码关注浦银国际研究

目录

2022 年全球新能源汽车保持高速增长	4
预计 2023 年中国新能源汽车渗透率加速向 35% 以上提升	8
中国新能源汽车渗透率加速上扬趋势不改	8
中国新能源车销量结构：从哑铃型向均衡型演进，从纯电向插混过渡	11
中国新能源车退坡影响与价格策略博弈	15
中国新能源车企布局日趋完善	17
中国新能源汽车新势力仍有较大增长空间	17
中国新能源车企布局海外，奠定长期增长	19
造车新势力横向比较	21
新能源车企估值	24
新能源车企股价及成交量	26
新能源汽车行业可比公司估值	27

图表目录

图表 1：全球新能源汽车月度销量：9 月销量 108.7 万辆，环比增长 20%，同比增长 66%	5
图表 2：全球新能源汽车渗透率按照地区拆分	5
图表 3：全球新能源汽车销量份额（分地区）	6
图表 4：全球新能源汽车销量同比增速（分地区）	6
图表 5：欧洲新能源汽车车企销量份额	6
图表 6：北美新能源汽车车企销量份额	6
图表 7：欧洲新能源汽车月度销量：9 月销量 26.8 万辆，环比增长 56%，同比增长 13%	7
图表 8：MSCI 世界汽车指数市盈率：当前 11.4x，较 2021 年末下降 5.9x	7
图表 9：MSCI 世界汽车指数市销率：当前 0.8x，较 2021 年末下降 0.4x	7
图表 10：中国新能源乘用车销量及同比预测	9
图表 11：中国新能源乘用车渗透率及预测	9
图表 12：中国新能源汽车月度销量：10 月销量 71.4 万辆，环比增长 1%，同比增长 82%	9
图表 13：中国新能源乘用车月度销量：9 月销量 67.5 万辆，环比增长 6%，同比增长 98%	9
图表 14：中国新能源汽车及新能源乘用车渗透率：10 月新能源汽车渗透率 28.5%，9 月新能源乘用车渗透率 28.9%，较 2021 年末分别提升 9.4 和 8.4 个百分点	10
图表 15：中国电动汽车充电桩保有量及净增量	10
图表 16：中国 2022 年 1-10 月新能源乘用车销量排行榜	12
图表 17：中国纯电动乘用车销量按照价格段拆分	12
图表 18：中国纯电动乘用车销量按价格段拆分	12
图表 19：中国乘用车销量按价格段拆分	12
图表 20：增程式车型配置比较	13
图表 21：中国新能源乘用车拆分：9 月纯电动车占比 75.0%，插电式混合动力汽车占比 25.0%	14
图表 22：中国新能源乘用车月销量同比增速按纯电和混动拆分	14

图表 23: 纯电动乘用车销量按照价格拆分 (3Q22)	14
图表 24: 插混乘用车销量按照价格拆分 (3Q22)	14
图表 25: 2022 下半年新能源车企车型价格调整措施整理	15
图表 26: 中国新能源汽车政策比较	16
图表 27: 中国新能源乘用车销量份额	18
图表 28: 中国 2022 年 1-10 月新能源乘用车销量排行榜	18
图表 29: 蔚来、小鹏、理想、零跑 2023 年新增车型及计划	18
图表 30: 蔚来 ET5、小鹏 G9、理想 L9、特斯拉 Model Y 车载摄像头数量比较	18
图表 31: 中国汽车出口量	19
图表 32: 中国车企出口计划	20
图表 33: 汽车销量	21
图表 34: 汽车均价	21
图表 35: 汽车销售收入	21
图表 36: 汽车板块毛利率	21
图表 37: 软件服务与其他收入占比	22
图表 38: 公司综合毛利率	22
图表 39: 研发费用	22
图表 40: 研发费用率	22
图表 41: 营业费用率	22
图表 42: 净利润	22
图表 43: 现金及现金等价物	23
图表 44: 短期与长期借款	23
图表 45: 零售门店数量	23
图表 46: 服务门店数量	23
图表 47: 蔚来、小鹏、理想、零跑市销率估值比较	23
图表 48: 蔚来美股市销率: 当前 1.7x vs 历史均值 5.7x vs 历史均值以下 1 个标准差 0.7x	24
图表 49: 小鹏汽车美股市销率: 当前 1.4x vs 历史均值 7.3x vs 历史均值以下 1 个标准差 2.3x	24
图表 50: 理想汽车美股市销率: 当前 1.4x vs 历史均值 5.2x vs 历史均值以下 1 个标准差 2.7x	25
图表 51: 特斯拉市销率: 当前 5.4x vs 历史均值 5.8x vs 历史均值以下 1 个标准差 1.8x	25
图表 52: 比亚迪港股市销率: 当前 1.3x vs 历史均值 1.4x vs 历史均值以下 1 个标准差 0.8x	25
图表 53: 比亚迪 A 股市销率: 当前 1.1x vs 历史均值 1.4x vs 历史均值以下 1 个标准差 0.8x	25
图表 54: 零跑汽车市销率: 当前 0.70x vs 历史均值 0.50x vs 历史均值以下 1 个标准差 0.42x	25
图表 55: 新能源车企股价走势	26
图表 56: 股票交易额比较	26
图表 57: 新能源汽车可比公司估值比较	27

新能源汽车行业 2023 年展望： 新能源汽车渗透率曲线继续加速上扬

2022 年全球新能源汽车保持高速增长

今年，全球新能源汽车销量保持高速增长。根据 Marklines，今年 1-9 月全球新能源汽车累计销量 713 万辆，同比增长 67%（图表 1），并在 9 月创新高。今年三季度全球新能源汽车同比增速达到 73%，增速较二季度的 55% 再次抬头向上，保持较强动能。

中国地区表现一枝独秀，欧洲新能源车增长失速，北美地区基数较低增长较快。2022 年，在销量、增速、份额、渗透率各个方面，中国新能源车都是全球增长的最大推动力。今年前三季度，中国新能源汽车销量同比增长 118%，显著高于北美的 56% 和欧洲的 10%（图表 4）。中国市场对于全球新能源车销量的份额的贡献逐季攀升，从一季度的 55% 提升到三季度的 64%（图表 3）。在新能源车渗透率方面，中国在今年 4 月达到 24%，超过欧洲，并保持向上趋势，远高于全球渗透率（图表 2）。

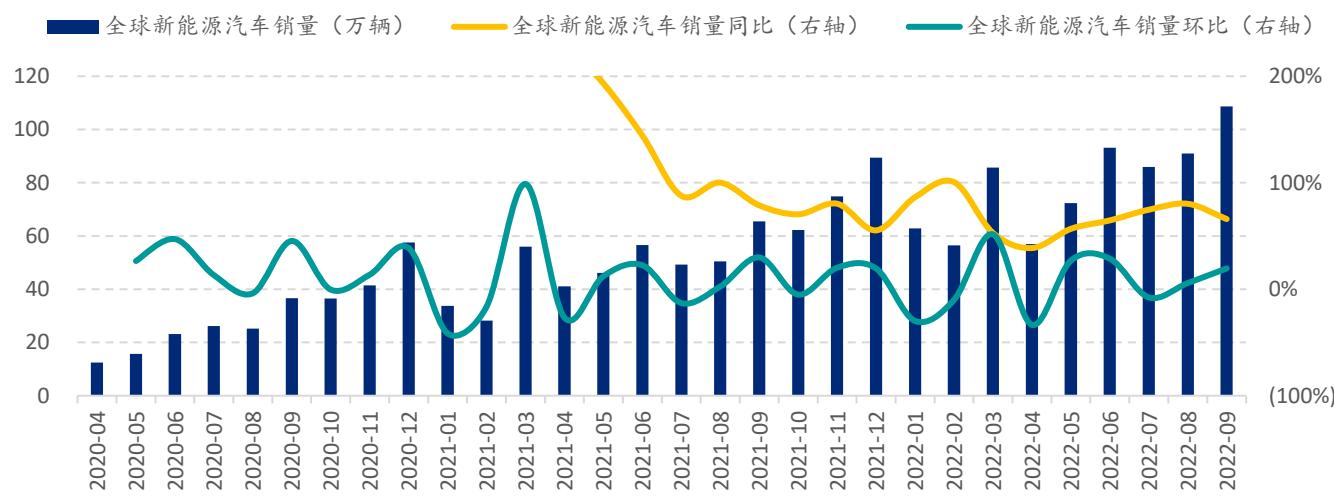
今年欧洲新能源车销量增速表现欠佳，不仅低于中国增速，还显著低于全球增速，二、三季度同比增速仅有 +1% 和 +8%，主要受到俄乌冲突导致欧洲汽车整体销量大幅下降的影响。今年 3 月至 8 月，欧洲汽车总销量同比有接近甚至超过 20% 的下滑。直至进入 9 月、10 月，在去年“缺芯”导致的低基数上，欧洲汽车销量才同比翻正（图表 7）。目前，欧洲地区占全球新能源车销量的 20%-30%。欧洲新能源车的渗透率在 20% 上下徘徊了约 6 个月之后，直到 9 月才抬头向上（图表 2）。因此，展望明年，我们预期欧洲的新能源汽车在今年相对低基数的基础上，叠加新能源车渗透率快速上扬，更易取得成长。

相比于北美地区所占全球汽车销量超过 20% 的份额，其新能源车仅占全球新能源车销量略超 10%（图表 3）。北美地区新能源车渗透率仅仅达到 6%-7% 之间。其中，特斯拉占到北美新能源车销量 50% 以上的份额（图表 6），是最重要的贡献玩家。随着北美逐步加强对于新能源车及产业链的政策倾斜，市场预期北美新能源车市场将持续释放行业增量。

根据 IEA 去年的乐观预测，到 2025 年，全球新能源汽车有望达到约 17.0% 的渗透率。随着这两年中国持续超预期的表现，全球新能源汽车的渗透率已经在今年 9 月达到 17.4%。从大趋势上看，符合我们 [去年展望报告](#) 中“有超预期空间”的判断。

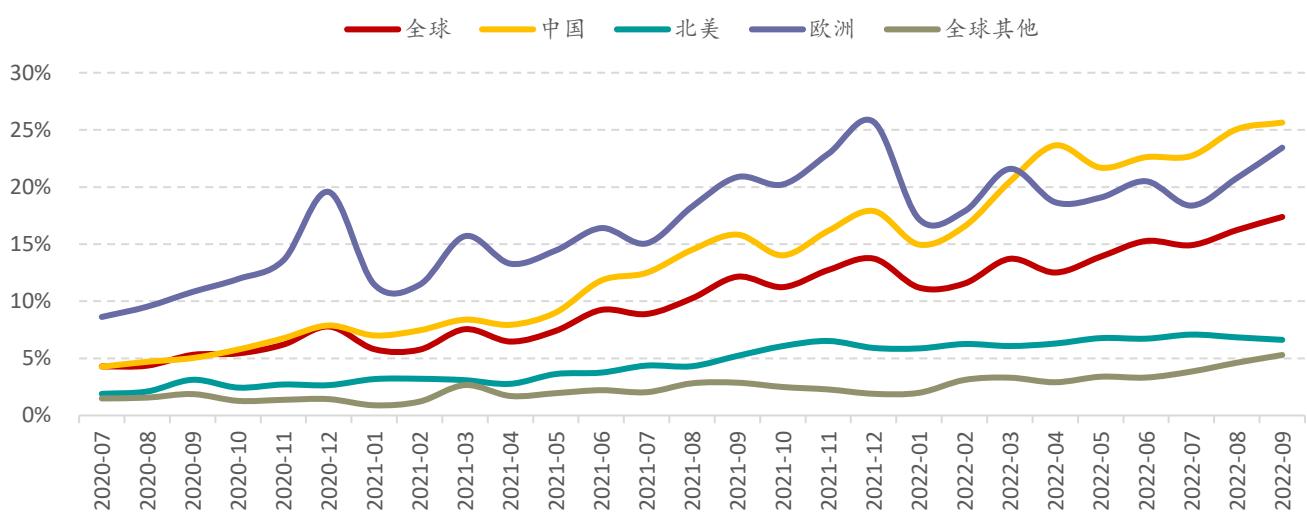
今年全球汽车行业估值大幅下降，MSCI 世界汽车指数当前市盈率 11.4x，较 2021 年末下降 5.9x(图表 8)。尽管全球新能源汽车销量保持较高增长，但是今年全球汽车销售总量有明显下滑，截至 10 月累计销量同比下降 3%。其中，今年 3 月到 7 月，单月销量都有同比 20% 的下降。但从今年 9 月、10 月，全球汽车总销量月度数据已开始逐步改善，展望明年，我们预期全球汽车行业基本面有望持续改善。

图表 1：全球新能源汽车月度销量：9 月销量 108.7 万辆，环比增长 20%，同比增长 66%



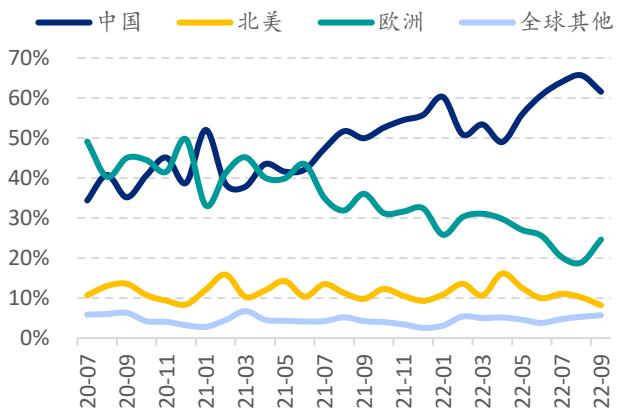
资料来源：Marklines、Bloomberg、浦银国际

图表 2：全球新能源汽车渗透率按照地区拆分



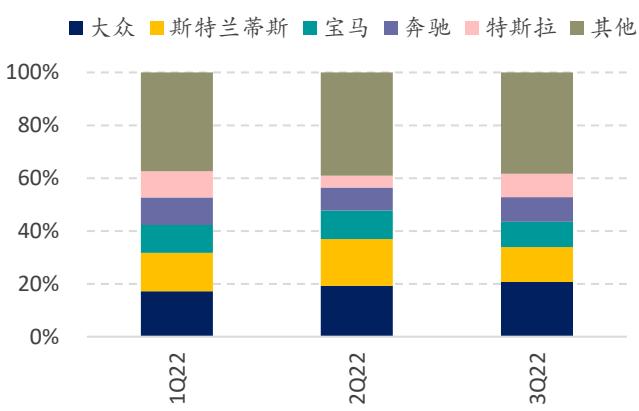
资料来源：Marklines、Bloomberg、浦银国际

图表 3: 全球新能源汽车销量份额 (分地区)



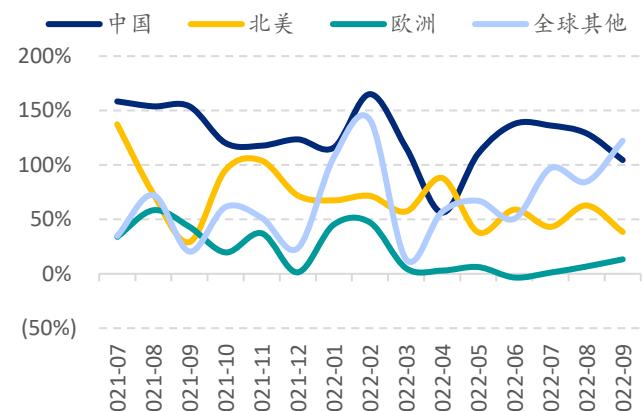
资料来源：Marklines、Bloomberg、浦银国际

图表 5: 欧洲新能源汽车车企销量份额



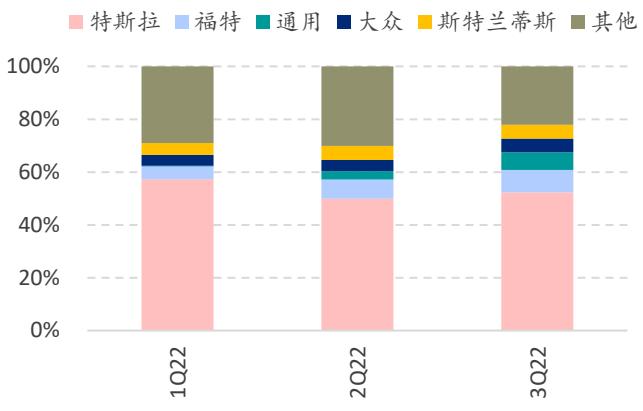
资料来源：Marklines、Bloomberg、浦银国际

图表 4: 全球新能源汽车销量同比增速 (分地区)



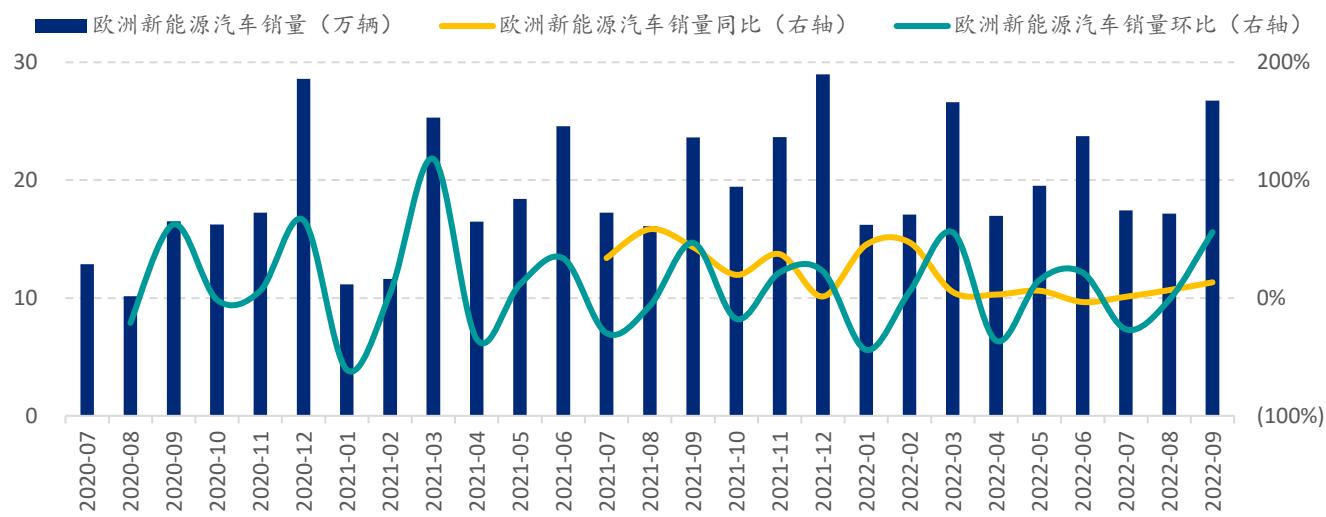
资料来源：Marklines、Bloomberg、浦银国际

图表 6: 北美新能源汽车车企销量份额



资料来源：Marklines、Bloomberg、浦银国际

图表 7：欧洲新能源汽车月度销量：9月销量 26.8 万辆，环比增长 56%，同比增长 13%



资料来源：INSIDEEVS、浦银国际

图表 8：MSCI 世界汽车指数市盈率：当前 11.4x，较 2021 年末下降 5.9x



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 9：MSCI 世界汽车指数市销率：当前 0.8x，较 2021 年末下降 0.4x



资料来源：Bloomberg、浦银国际

预计 2023 年中国新能源汽车渗透率加速向 35%以上提升

• 中国新能源汽车渗透率加速上扬趋势不改

今年中国新能源汽车销量波动向上，渗透率依然加速上扬。

即使遇到 4 月份较大的疫情反复影响，中国新能源汽车前三季度保持较强的增长动能。我们先后两次上调了 2022 年中国新能源乘用车销量的预测，从去年年底的 467 万辆，分别上调至 511 万辆和 609 万辆。

根据乘联会的历史数据及预测，2022 年 10 月和 11 月，中国新能源乘用车销量分别环比下滑 9% 及环比增长 8%，增长的动能较低于市场上调后的预期（图表 13）。我们预期 12 月中国新能源车销量会在 11 月基础上有较高成长。此外，结合今年 1-9 月的中国新能源乘用车累计销量 112% 的增长，我们再次上调 2022 年中国新能源乘用车全年销量预测至 640 万辆，同比增长 92%，对应渗透率 27.0%。该渗透率远远超过去年中国政府“在 2025 年达成 20% 销量渗透率”的目标。

展望明年春节前后的 1-2 月，我们认为中国新能源车行业销量依然存在一定压力。主要源自国家补贴退坡过程中，会有相当部分的用户在今年 11 月、12 月提前锁定订单，以享受国家最后的补贴。因此，我们预计明年 1-2 月的中国新能源车需求会较今年年底有明显下滑。

从与各家车企的沟通来看，我们预期车企有相当大的概率会自掏腰包，以促销或补贴的方式，让消费者持续享受与原有的国家补贴相同力度的补贴优惠，从而刺激明年 1-2 月份的新能源车需求。

从 2023 年全年来看，中国新能源乘用车销量将达到 802 万辆，同比增长 25%，对应渗透率 36.9%（图表 10），较 2022 年销量增加 160 万辆。

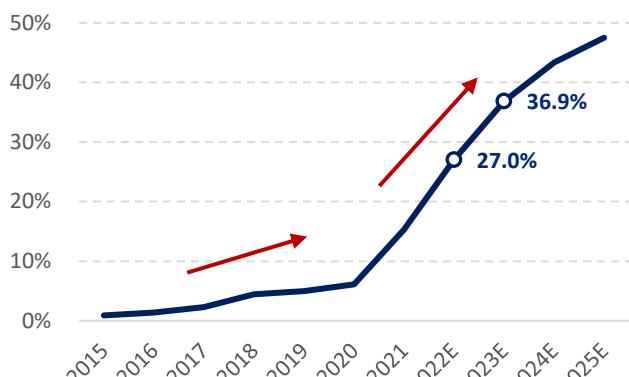
自上而下来判断，中国新能源车渗透率依然处于“S”型曲线加速上扬的阶段。中国新能源汽车销量单月渗透率有望从 10 月的 28.5% 迅速向 30% 以上加速提升（图表 14）。以“年”的时间跨度，中国新能源车渗透率也维持加速上扬（图表 11）。这种自上而下的视野是由需求端用户的认可、供应端车企的资源倾斜、以及政策端持续的支持共同完成。例如，车企、政府都在推动全国充电桩建设的持续完善（图表 15），以提升新能源车用户的补能体验。

图表 10: 中国新能源乘用车销量及同比预测



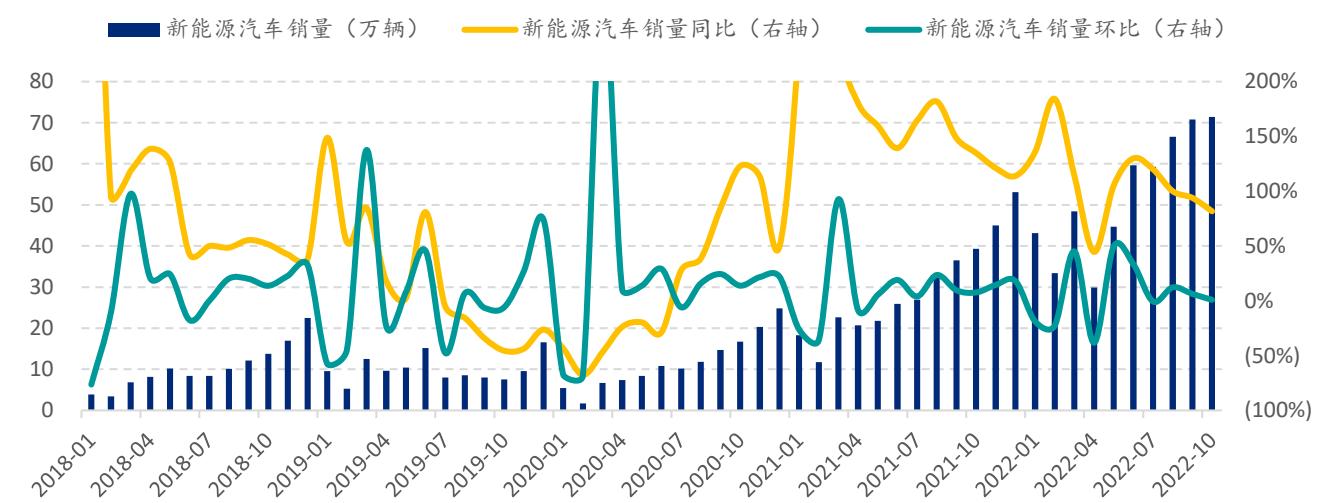
E=浦银国际预测；资料来源：中汽协、Wind、浦银国际

图表 11: 中国新能源乘用车渗透率及预测



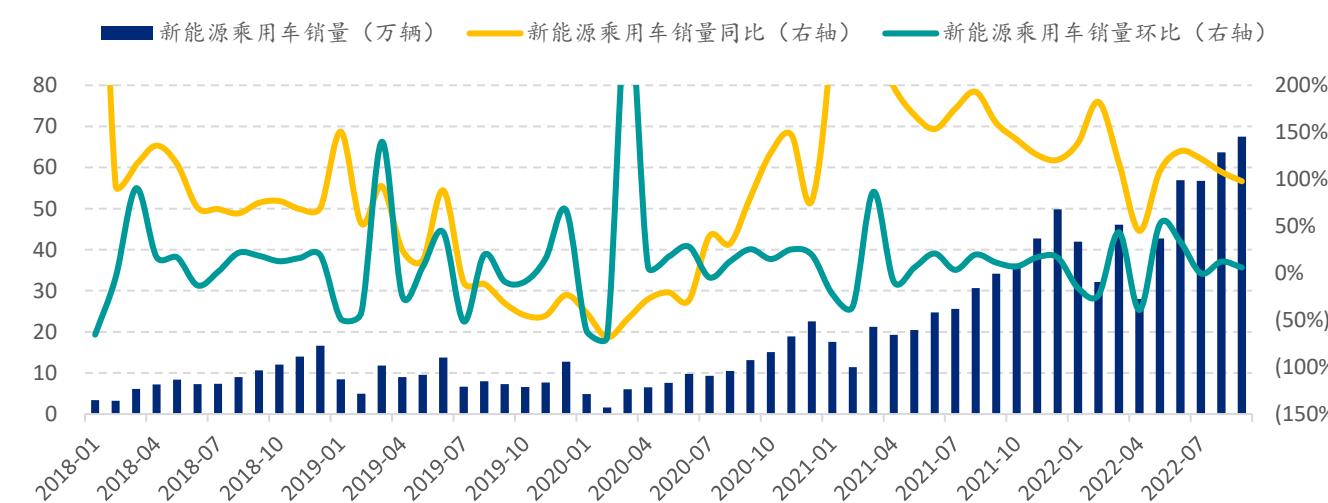
E=浦银国际预测；资料来源：中汽协、Wind、浦银国际

图表 12: 中国新能源汽车月度销量：10月销量 71.4 万辆，环比增长 1%，同比增长 82%



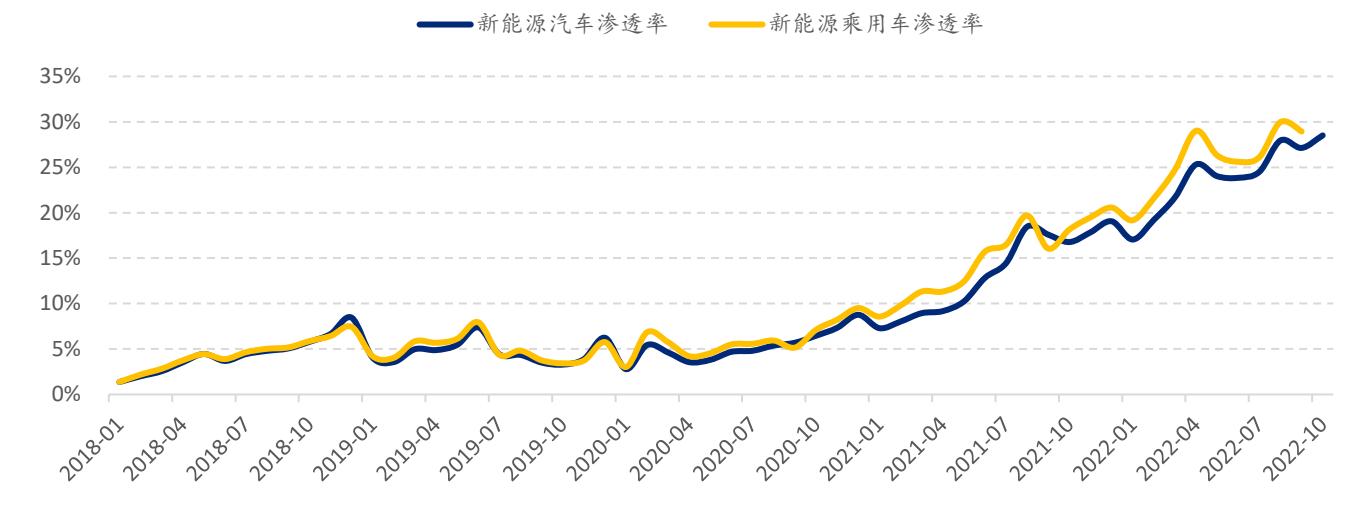
资料来源：中汽协、Wind、浦银国际

图表 13: 中国新能源乘用车月度销量：9月销量 67.5 万辆，环比增长 6%，同比增长 98%



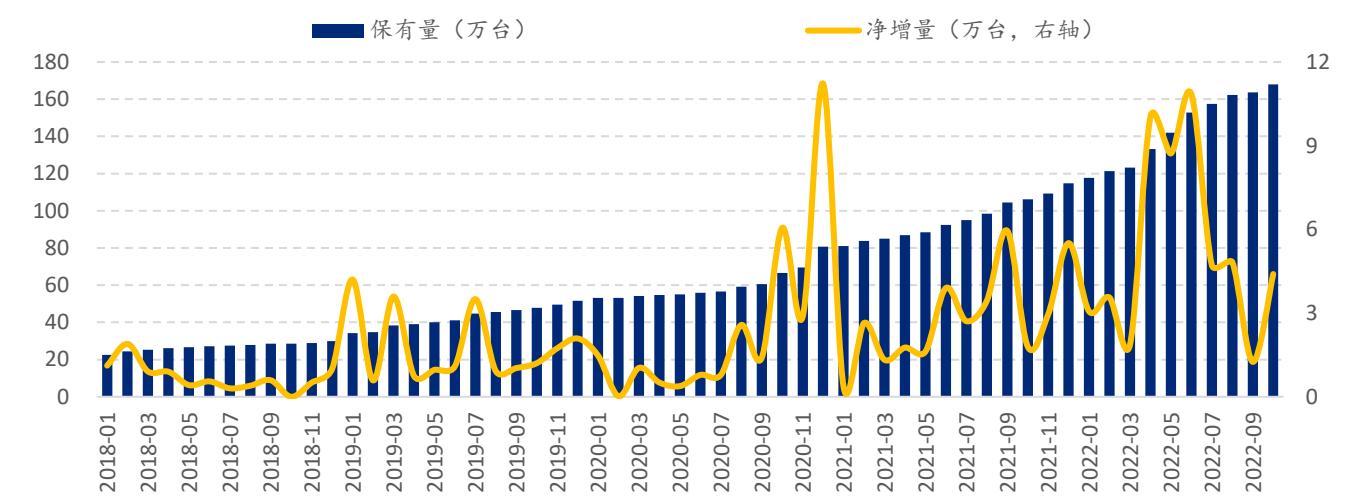
资料来源：中汽协、Wind、浦银国际

图表 14：中国新能源汽车及新能源乘用车渗透率：10月新能源汽车渗透率 28.5%，9月新能源乘用车渗透率 28.9%，较 2021 年末分别提升 9.4 和 8.4 个百分点



资料来源：中汽协、Wind、浦银国际

图表 15：中国电动汽车充电桩保有量及净增量



资料来源：中国电动汽车充电基础设施促进联盟、Wind、浦银国际

- 中国新能源车销量结构：从“哑铃型”向“均衡型”演进，从纯电向插混过渡

中国新能源车的“哑铃”结构逐步向“均衡”结构演进

目前，在价格结构方面，中国新能源车与乘用车整体存在较大差异。

对于中国乘用车（含燃油车）销量，按照价格拆分，10万元以下、10万-15万元、15万-20万元、20万元以上，这四个价格段结构比较均衡。根据乘联会数据，2022年1-10月累计销量按照价格段拆分份额，以上四个价格段分别占到28.7%、26.7%、19.6%、25.0%（图表19）。从过去三年的趋势来看，20万元以上的高端车型销售提升明显，从2020年的21.3%提升到2022年前十个月的25%。

相较而言，中国新能源车销量的价格段结构更接近“哑铃”型。也就是说，10万元以下的低端车型价格段和20万元以上的高端车型价格段，所占份额显著高于中间价格段所占份额的占比。从2022年前十个月中国新能源乘用车累计销量来看，10万元以下和20万元以上占比分别为37.1%和30.9%。

从中国1-10月新能源乘用车销量排行榜（图表16）来看，比亚迪的汉、特斯拉的Model Y和Model 3，这三款车型是20万以上的价格区间。宏光MINI、比亚迪元Plus、埃安Aion Y，这三款车型是10万以下或上下的价格区间。其他车型基本都是比亚迪的车型，在10万-20万这个竞争较小的价格段中占据明显优势。

中国的新能源车价格结构，决定了当前造车新势力的“蔚小理”的车型主要集中在20万元以上，而零跑等新势力的价格段更多集中10万元上下。这也是造车新势力近几年可以享受的新能源车的主要增长红利的主要原因。

从更加长期的展望来看，伴随着中国新能源车渗透率的持续提升，我们预期中国新能源车当前的“哑铃”型价格结构，有望逐步向“均衡”型的结构形态演进。

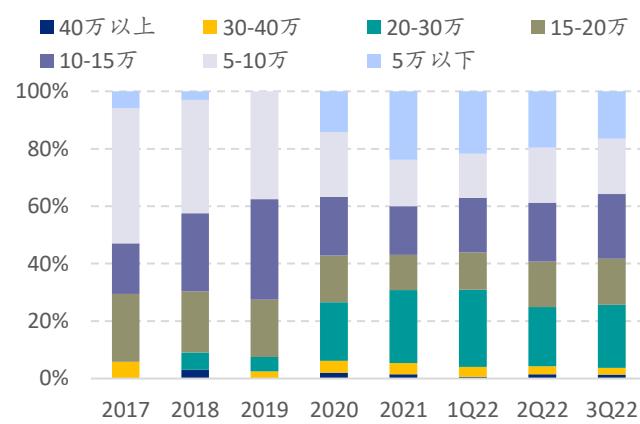
图表 16: 中国 2022 年 1-10 月新能源乘用车销量排行榜

车型	2022年1-10月销量		同比	指导价(万元)
	10月销量(辆)	10月销量(辆)		
比亚迪宋	341,401	64,405	430.1%	7.0-9.4
宏光MINI	338,318	304,495	11.1%	3.3-10.0
比亚迪秦	287,417	131,238	119.0%	13.0-17.5
特斯拉Model Y	233,503	106,236	119.8%	30.0-39.8
比亚迪汉	211,011	90,784	132.4%	21.5-33.0
比亚迪海豚	152,149	9,030	1584.9%	10.3-13.1
比亚迪元Plus	126,154	NA	NA	13.8-16.6
比亚迪唐	108,890	33,403	226.0%	20.6-34.0
特斯拉Model 3	101,848	112,173	(9.2%)	27.7-35.0
埃安Aion Y	94,714	21,627	337.9%	13.8-20.3

注：指导价来自汽车之家

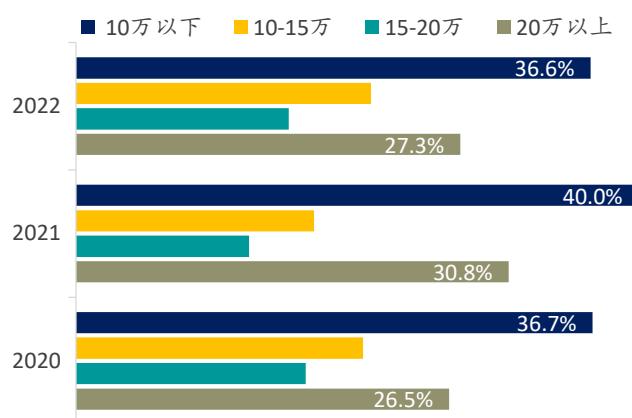
资料来源：乘联会、汽车之家、浦银国际

图表 17: 中国纯电动乘用车销量按照价格段拆分



资料来源：乘联会、浦银国际

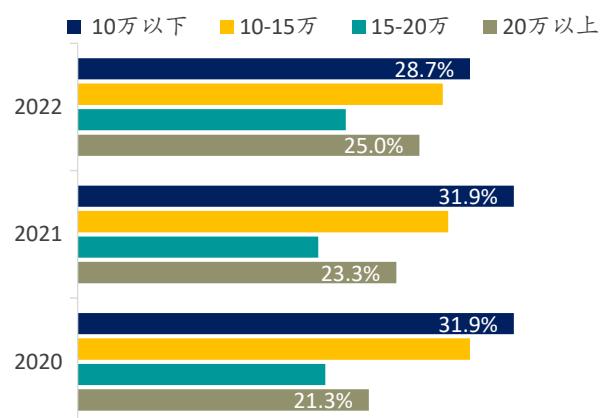
图表 18: 中国纯电动乘用车销量按价格段拆分



注：2022 年为前 10 个月汇总结果

资料来源：乘联会、浦银国际

图表 19: 中国乘用车销量按价格段拆分



注：2022 年为前 10 个月汇总结果

资料来源：乘联会、浦银国际

插混的过渡需求有增长空间

今年整体来看，中国的新能源车型中，插电式混合动力车型的成长动能持续高于纯电车型。从今年1月开始到9月的数据，插混车型的销量同比增速一直都高于纯电车型的销量同比增速（图表22）。因此，在中国新能源车型中，插混车型的销量贡献从2021年年底的20%上下一路攀升到今年9月的25%（图表21）。

插混销量增速更高，主要在于供需两端的原因。从需求端的角度来看，插混车型可以比较好地解决纯电车型用户里程焦虑的问题。这对于有长途出行的用户而言更加重要。因此，插混车型能够比较好地承接从燃油车到纯电车型转换过程需求。

从供应端的角度，首先，比亚迪的插混车型大量上市，尤其在10万-20万元价格段，给用户提供较多选择，这也是车企端最大的推动力。其次，除了理想外，赛力斯等几家车企也推出了增程式车型（图表20）。

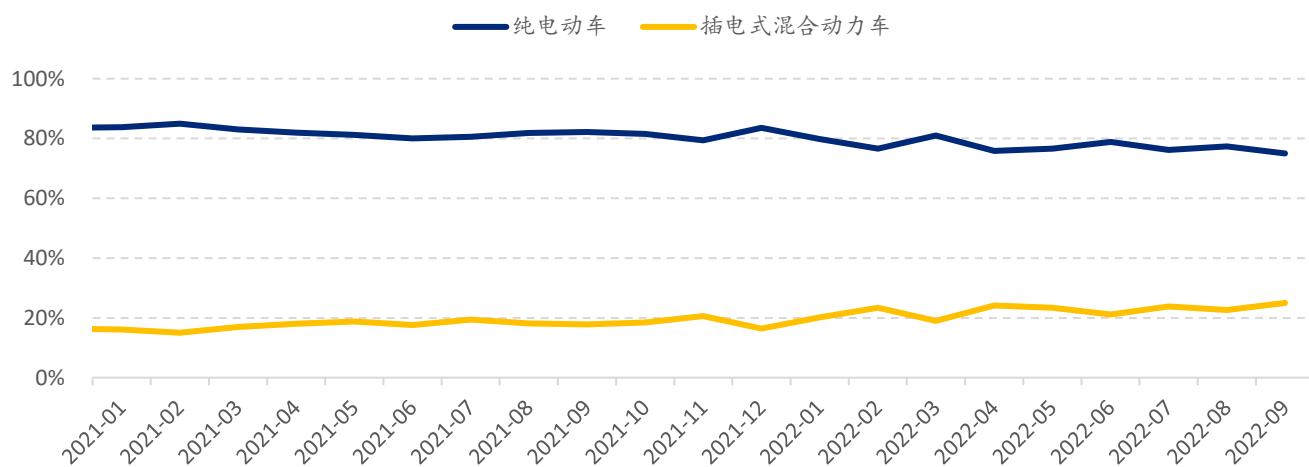
我们认为，插混车型更加强劲的需求有望在明年延续。同时，插混车型也有望继续推动10万元-20万元价格段销量的成长。

图表 20：增程式车型配置比较

车型	理想 <u>L9</u>	赛力斯 <u>问界 M5</u>	赛力斯 <u>问界 M7</u>
车型定位	大型 SUV	中型 SUV	中大型 SUV
基本参数			
补贴后建议零售价 (人民币元)	450,000-459,800	259,800-331,800	319,800-379,800
轴距 (毫米)	3,105	2,880	2,820
最大扭矩 (N*m)	620	675	660
百公里加速时间	5.3	4.4	4.8
电池容量 (千瓦时)	44.5	40	40
综合工况			
续航里程 (公里)	NEDC: 210	WLTC: 150	CLTC: 200, WLTC: 135

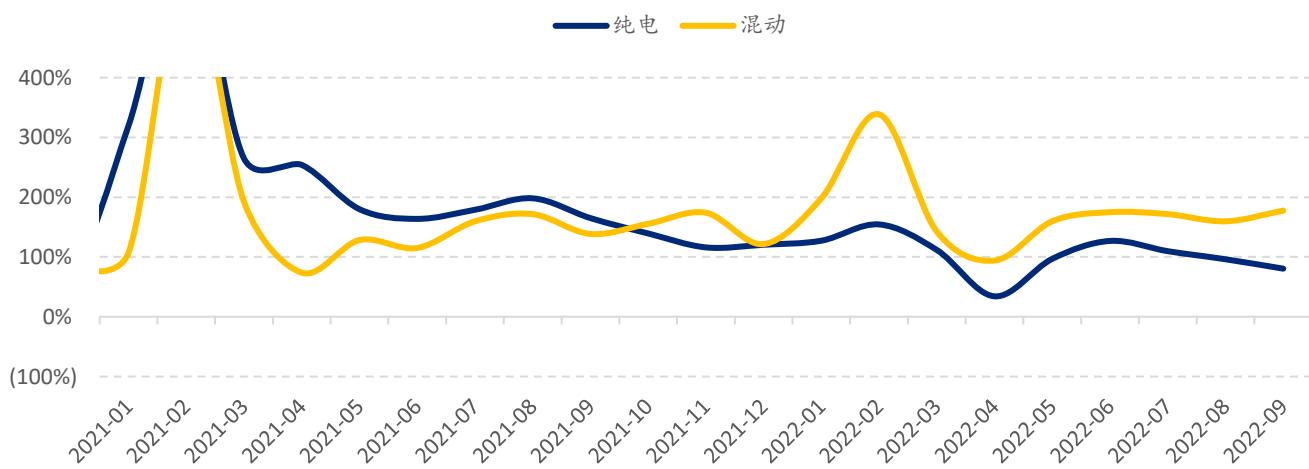
资料来源：公开资料整理、浦银国际

图表 21：中国新能源乘用车拆分：9月纯电动车占比 75.0%，插电式混合动力汽车占比 25.0%



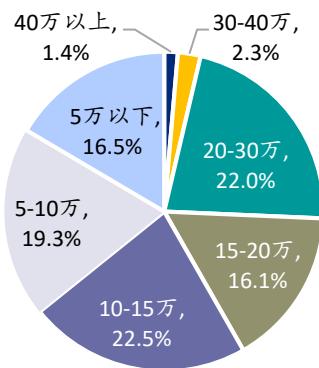
资料来源：中汽协、Wind、浦银国际

图表 22：中国新能源乘用车月销量同比增速按纯电和混动拆分



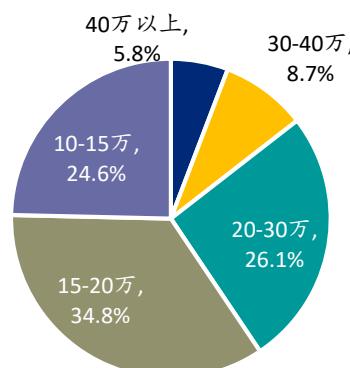
资料来源：中汽协、Wind、浦银国际

图表 23：纯电动乘用车销量按照价格拆分（3Q22）



资料来源：乘联会、浦银国际

图表 24：插混乘用车销量按照价格拆分（3Q22）



资料来源：乘联会、浦银国际

● 中国新能源车退坡影响与价格策略博弈

中国新能源汽车行业正在逐渐从政策导向市场导向演变。政府给予新能源车的补贴呈现逐年下降的趋势（图表 26）。2022 年，新能源汽车补贴标准在 2021 年基础上退坡 30%，而当前的新能源补贴将在今年年底终止。这对于购车用户而言，其购车成本可能根据不同车型增加几千到数万人民币。

针对明年补贴终止，我们认为各家车企都会推出相应的对策（图表 25），以刺激明年 1-2 月走弱的新能源车需求。目前，只有比亚迪上调部分车型价格，以应对补贴退坡，但是价格上调的幅度小于即将退坡的补贴的幅度。小鹏则已经推出限时报价活动，以帮助用户锁定今年的国家补贴。

除了补贴的逐年退坡，中国政府对于补贴的新能源车的性能及能耗的要求标准也在逐年提升，一定程度上将促使中国在新能源车领先技术的投入。例如，新能源车的双积分政策在今年 6 月的修改中，对于电耗的要求更加严格。

虽然新能源车补贴逐年退坡，但是今年 9 月，中国再次延长新能源车购置税减免至 2023 年年底。因此，我们认为政府将新能源车行业完全让渡给市场会是循序渐进的过程。一方面避免政策的硬着陆带来市场行业的掉头转向。另一方面，欧美政府依然在加大对于新能源车产业链的要求和鼓励。因此，政府适当的政策引导有利于让中国企业在新能源车产业链发展中取得较为领先的位置。

图表 25：2022 下半年新能源车企车型价格调整措施整理

车企	调价政策	价格调整幅度	调整生效日期
特斯拉	2022/10： 特斯拉中国称，针对 2022 年 10 月 24 日后的新订单，对 Model 3 和 Model Y 全系降价。调整后的补贴后起售价：Model 3 为 26.59 万元；Model Y 为 28.89 万元。	降价 1.4-3.7 万元	2022/10/24
	2022/11： 11 月 8 日至 11 月 30 日，购买现车及合作保险机构车险组合并按期完成提车，尾款可减 8,000 元；12 月 1 日至 12 月 31 日，尾款可减 4,000 元。	尾款减 0.4-0.8 万元	2022/11/8
	2022/12： 12 月 7 日至 12 月 31 日，购买符合条件的特斯拉现车并完成交付，将额外享受 6,000 元福利。（在特斯拉官网下订的车型不享受该折扣，需找销售下单。）	6,000 元福利	2022/12/07
比亚迪	2022/11： 比亚迪发布《关于车型价格调整的说明》，上调王朝、海洋、腾势等相关新能源车型的指导价格，上调幅度为 2,000 元到 6,000 元不等。在 2023 年 1 月 1 日之前付定金签约的客户，将不受此次调价影响。	涨价 0.2-0.6 万元	2023/1/1
小鹏	2022/11： 推出限时保价政策，在 2022 年 12 月 31 日前完成定金支付的订单，将持续享受 2022 年国家新能源补贴，不受交付时间影响。由于上牌时间导致的补贴差额，公司将全力承担。	延续补贴	2022/11/30

资料来源：公开资料整理、浦银国际

图表 26：中国新能源汽车政策比较

政策类型	2022 年以前	2022 年
补贴	<p>2020/4: 财政部、工信部、科技部、发展改革委发布公告称，平缓补贴退坡力度和节奏，原则上 2020-2022 年补贴标准分别在上一年基础上退坡 10%、20%、30%。</p> <p>2020/12: 财政部、工信部、科技部、发展改革委发布公告称，2021 年，新能源汽车补贴标准在 2020 年基础上退坡 20%；城市公交等符合要求的车辆，补贴标准在 2020 年基础上退坡 10%。</p> <p>2014/8: 自 2014 年 9 月 1 日至 2017 年 12 月 31 日，对购置的新能源汽车免征车辆购置税。</p>	<p>2021/12: 财政部、工信部、科技部、发展改革委发布公告称，2022 年，新能源汽车补贴标准在 2021 年基础上退坡 30%；城市公交等符合要求的车辆，补贴标准在 2021 年基础上退坡 20%。2022 年新能源汽车购置补贴政策于 2022 年 12 月 31 日终止，2022 年 12 月 31 日之后上牌的车辆不再给予补贴。</p>
新能源汽车购置税	<p>2017/12: 自 2018 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日，对购置的新能源汽车免征车辆购置税。</p> <p>2020/5: 自 2021 年 1 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日，对购置的新能源汽车免征车辆购置税。</p>	<p>2022/9: 对购置日期在 2023 年 1 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日 期间内的新能源汽车，免征车辆购置税。</p>
燃油车购置税	N/A	<p>2022/5: 财政部、国家税务总局 31 日发布公告称，为促进汽车消费，支持汽车产业发展，对购置日期在 2022 年 6 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日 期间内且单车价格（不含增值税）不超过 30 万元的 2.0 升及以下排量乘用车，减半征收车辆购置税。</p> <p>5 月下旬，国务院常务会议进一步部署稳经济一揽子措施，提出阶段性减征部分乘用车购置税 600 亿元。</p>
双积分	<p>2017/9: 工信部、财政部、商务部、海关总署、原质检总局 5 部门发布《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》，对乘用车企业平均燃料消耗量、新能源汽车积分核算等内容进行公示，管理办法自 2018 年 4 月 1 日 起施行。</p> <p>2020/6: 工信部、财政部等对双积分政策进行修改，明确了 2021 年至 2023 年新能源汽车积分比例要求，分别为 14%、16%、18%，管理办法将从 2021 年 1 月 1 日 开始施行。</p>	<p>2022/6: 双积分政策再次被修改，主要修改内容概括为：2024-2025 年积分比例提升、单车积分下降、油耗要求明显趋严、引入积分池。</p>

资料来源：公开资料整理、浦银国际

中国新能源车企布局日趋完善

• 中国新能源汽车新势力仍有较大增长空间

今年中国新能源汽车市场中，比亚迪的表现相对突出。市场份额来看，比亚迪的表现从去年到今年呈现出一路上扬的强势态势，从去年年底 20% 左右的份额一路增长到接近 30%。尤其在今年 4 月份，国内汽车供应链严重受阻的情况下，比亚迪借助自身垂直一体化的优势，将短期新能源车销量份额提升到 37.9% 的历史高度。这也造就了比亚迪在今年热销车型的霸榜（图表 28）。

相比之下，其他新能源车企的份额表现相对较弱，整体呈现份额稳定甚至下滑（图表 27），在造车新势力（蔚来、小鹏、理想、零跑、威马等前 6 家新势力）上尤为突出。这 6 家新势力车企的份额 2021 年位于 12%-15% 的水平，今年份额整体则下行至 10% 以下。

我们认为，在车企初期阶段，由于在售车型数量较少，因而新势力的新老产品周期的迭代对于销量有影响。同时，新车型初期产能爬坡也会造成交付量的波动。

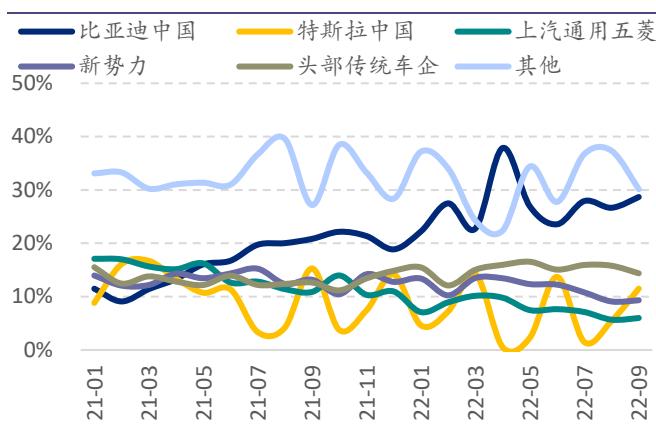
以蔚来为例，由于去年没有新上市的车型，蔚来的汽车交付表现持续低于行业平均水平。在今年 ET7 逐步交付之后，蔚来的汽车交付量开始提升。蔚来今年新发布车型交付量占比已经从 7-8 月的 25%-33% 迅速提升到 10-11 月的 69%-78%，是比较重要的交付量推动力。在今年的交付量增速上，蔚来率先完成触底向上。

理想第二代增程式平台，已经推出的 L9 也帮助理想的月交付量从 8 月低点的 4,000 多辆，突破到 11 月 1.5 万辆的新高。小鹏 800V 高压快充平台的 G9，也会带动其 12 月交付量过万。

从明年来看，蔚来、小鹏、理想、零跑都有比较详细的新车型规划（图表 29）。在蔚小理新一代平台，在自动驾驶、交互方式以及补能体验方面，都具备软硬件层面的巨大升级，改善用户体验。新平台的升级带来新的产品，推动销量提升。自动驾驶中最不可或缺的图像感知硬件配置都会得到明显改善（图表 30）。

最后，从大方向来判断，新势力整体目前占据的中国市场份额仍然较小，当前约为 10%。因此，即使以份额翻倍成长的空间来看，也是达到 20% 左右。以比亚迪、特斯拉以及传统车企份额也有增长空间作为预判前提，也依然有充足的市场空间给这些新势力车企。目前，以上势力以外的其他份额大概有 30%。我们认为中国车企相较于合资、外资车企，未来份额增长空间更为充足。

图表 27: 中国新能源乘用车销量份额



注：新势力包含蔚来、小鹏、理想、零跑、威马等共 6 家车企，其中威马部分为浦银国际预测数据

资料来源：乘联会、公开资料整理、浦银国际

图表 28: 中国 2022 年 1-10 月新能源乘用车销量排行榜

车型	2022 年 1-10 月销量 (辆)	2021 年 1-10 月销量 (辆)	同比
比亚迪宋	341,401	64,405	430.1%
宏光 MINI	338,318	304,495	11.1%
比亚迪秦	287,417	131,238	119.0%
特斯拉 Model Y	233,503	106,236	119.8%
比亚迪汉	211,011	90,784	132.4%
比亚迪海豚	152,149	9,030	1584.9%
比亚迪元 Plus	126,154	NA	NA
比亚迪唐	108,890	33,403	226.0%
特斯拉 Model 3	101,848	112,173	(9.2%)

资料来源：乘联会、浦银国际

图表 29: 蔚来、小鹏、理想、零跑 2023 年新增车型及计划

车企	新增车型计划
蔚来	1) SUV: 2023、2024 年分别推出一款 SUV 2) 轿跑: 2025、2026 年分别推出一款轿跑
小鹏	1) P7 改款 2) B 级车: 明年下半年推出 3) C 级车
理想	1) 增程: 2023-2025 年, 每年都有增程 SUV 的新车型推出, 主力价位段为 20-50 万元 2) 纯电: 2023-2025 年, 每年都有纯电 SUV 的新车型推出
零跑	1) 增程: 计划 4Q22 推出 C11 增程版, 2023 年中推出 C01 增程版 2) 改款: 2023 年, 推出 T03、C11、C01 改款 3) 长期规划: 2023-2025 年, 共推出 2 款纯电轿车/轿跑/微型车、4 款纯电 SUV、1 款纯电 MPV

资料来源：公司资料、浦银国际

图表 30: 蔚来 ET5、小鹏 G9、理想 L9、特斯拉 Model Y 车载摄像头数量比较

	蔚来 ET5	小鹏 G9	理想 L9	特斯拉 Model Y
摄像头	11	11	11	8
雷达	18	19	14	12
毫米波雷达	5	5	1	-
超声波传感器	12	12	12	12
激光雷达	1	2	1	-
摄像头+雷达	29	30	25	20

资料来源：公司资料、浦银国际

• 中国新能源车企布局海外，奠定长期增长

与中国智能手机出海占据海外份额类似，中国新能源汽车也有望带动中国汽车的出口。虽然中国的新能源汽车市场未来几年增速高、红利厚，但是加速布局海外市场，也是中国新能源车企成长的必经之路。而在新能源汽车行业发展的初期布局海外，则更加容易享受海外增长红利。

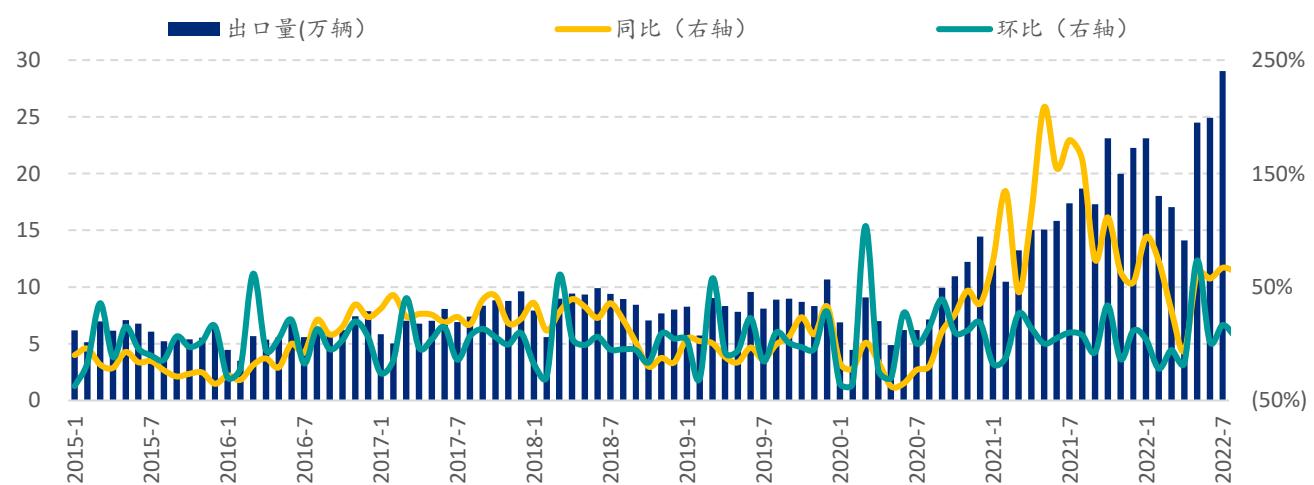
2021 年，中国汽车出口量开始大幅增长，出口汽车 200 万辆，同比增长 101%。伴随着中国新能源汽车销量渗透率加速上升，今年中国汽车出口量持续快速增长。今年 1-10 月中国汽车出口量达到 245 万辆，同比增长 55%（图表 31），远高于中国汽车总销量增速。

如上文所述，欧洲新能源汽车行业需求增长也很快，是全球新能源汽车市场另一大重要推动力。因而，欧洲也成为中国造车新势力出海的第一站。例如，在欧洲的挪威市场，蔚来、小鹏都已有车型交付（图表 32）。

因此，中国头部造车新势力，在抢夺中国市场的同时，也已经在积极布局海外市场。这也是相比占据中国低端车型的企业，蔚来、小鹏、理想的优势所在。更高端的产品，会与更高的产品力相辅相成，共同为出口提供利润空间。

中短期来看，中国车企会借助中国的产能出口海外。但是，汽车产业的本地供应也具备较强的经济效益。因而从中长期的维度，我们看好中国汽车品牌依托中国的本土优势，借鉴特斯拉全球设立工厂的策略，提升海外市场份額。

图表 31：中国汽车出口量



资料来源：中汽协、Wind、浦银国际

图表 32：中国车企出口计划

股票代码	自主品牌	出口现状及战略
NIO.US/ 9866.HK	蔚来	李斌在 2022 NIO DAY 上表示，2022 年公司产品与全体系服务将在德国、荷兰、瑞典、丹麦正式落地。同时，公司计划到 2025 年，为全球超过 25 个国家和地区的用户提供服务。
9868.HK/ XPEV.US	小鹏汽车	2022 年 2 月，公司宣布进军荷兰和瑞典市场。 2022 年 4 月，公司在丹麦的直营体验店正式开业，并公布小鹏 P5 在挪威、荷兰、瑞典、丹麦市场的预计起订价。
LI.US/ 2015.HK	理想汽车	2021 年 5 月，沈亚楠表示，公司长远目标要成为全球化汽车科技企业，研究海外市场的产品、渠道的相关团队已经建立。
1211.HK/ 002594.CH	比亚迪股份/ 比亚迪	2022 年 10 月，比亚迪海外乘用车出口达到 1.23 万辆，首次超过 1 万辆大关。 2022 年 12 月，公司表示将于 2023 年 1 月 31 日，在日本推出电动 SUV 车型 ATTO3。
9863.HK	零跑汽车	2021 年，公司开始进行 T03 产品欧盟准入认证的工作。 2022 年 9 月，零跑首批 T03 汽车出口以色列。

资料来源：公开资料整理、浦银国际

注：零跑 4Q21、理想 3Q22 数据未披露

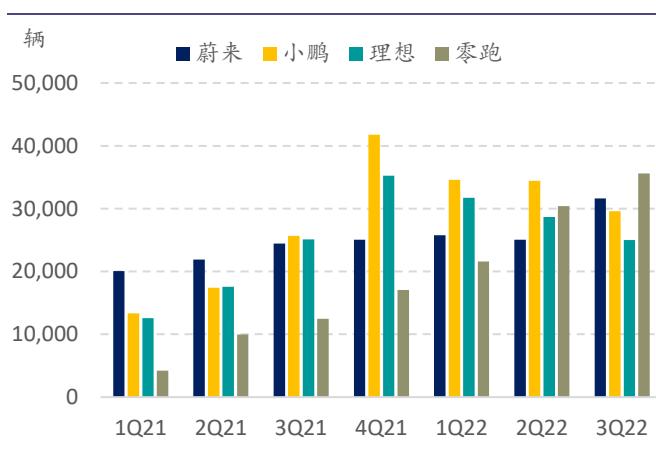
● 造车新势力横向比较

我们认为，从未来五年的时间维度看，蔚来、小鹏、理想、零跑都可以充分享受新能源汽车行业高增速。从收入增速的维度看，这几家差异度比较小。因而建议投资人可以将造车新势力作为整体打包配置，作为新能源汽车的行业配置。

首先，由于新能源汽车行业增速快，行业规模大，可以容纳众多玩家。因此，我们认为蔚来、小鹏、理想、零跑都具备享受行业红利的基本条件。这几家车企在车型、价格定位存在一定差异，目前错位竞争更多，直接竞争相对较少。

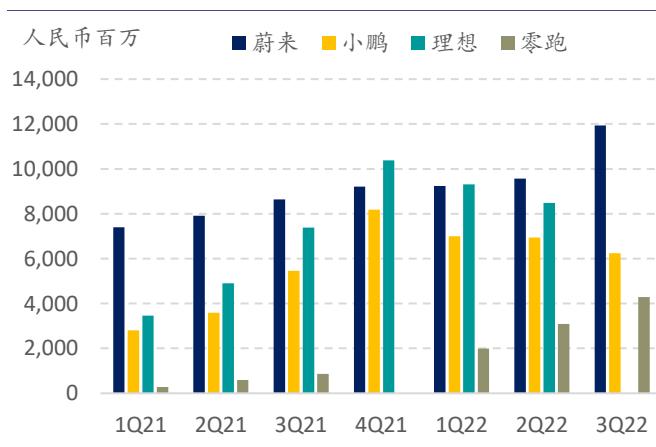
其次，因蔚来、小鹏、理想、零跑都有充裕的资金，可为车企在研发、渠道、营销的投入做好铺垫，助力新能源汽车销量成长。同时，各家车企也开始控制费用和资金的投入，通过更好地管理现金流不断提升盈利能力。

图表 33：汽车销量



资料来源：公司公告、浦银国际

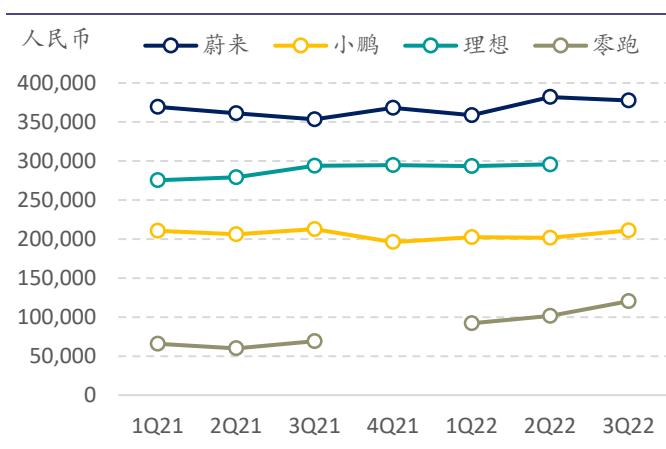
图表 35：汽车销售收入



注：零跑 4Q21、理想 3Q22 数据未披露；

资料来源：公司公告、浦银国际

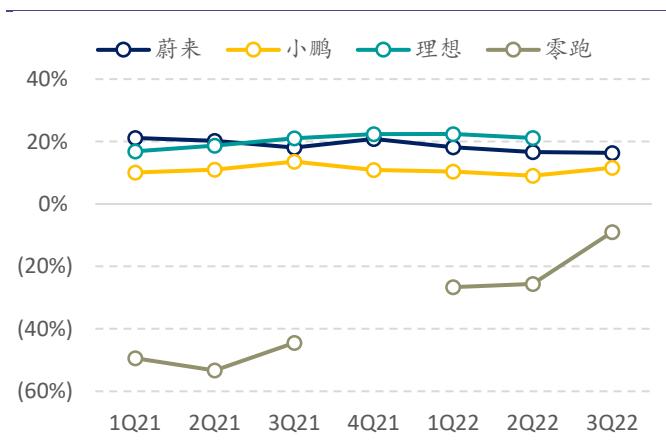
图表 34：汽车均价



注：零跑 4Q21、理想 3Q22 数据未披露；

资料来源：公司公告、浦银国际

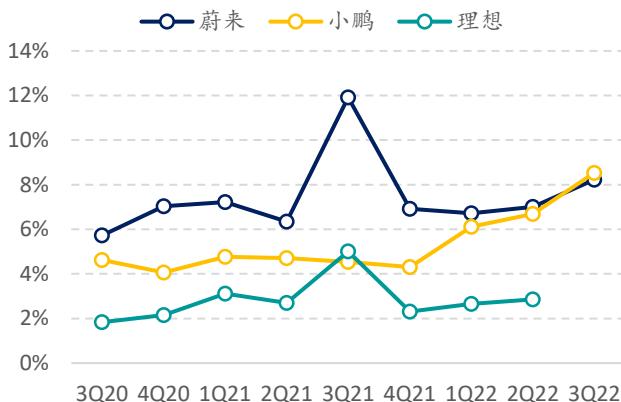
图表 36：汽车板块毛利率



注：零跑 4Q21、理想 3Q22 数据未披露；

资料来源：公司公告、浦银国际

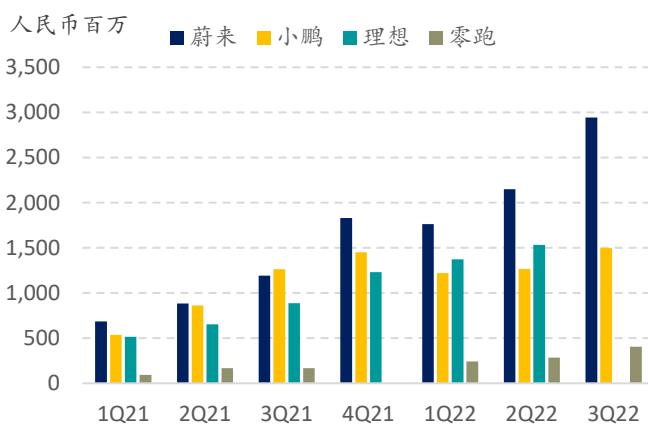
图表 37: 软件服务与其他收入占比



注：理想 3Q22 数据未披露；

资料来源：公司公告、浦银国际

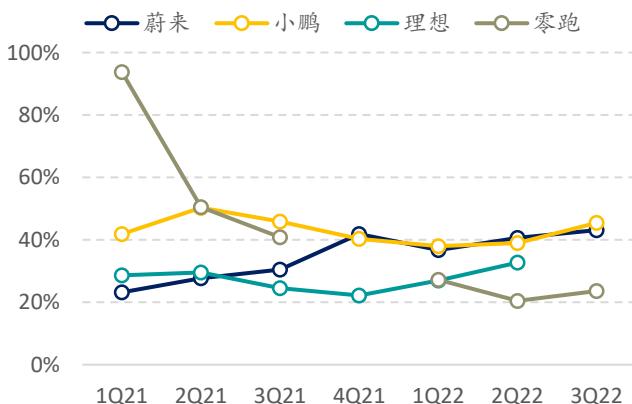
图表 39: 研发费用



注：零跑 4Q21、理想 3Q22 数据未披露；

资料来源：公司公告、浦银国际

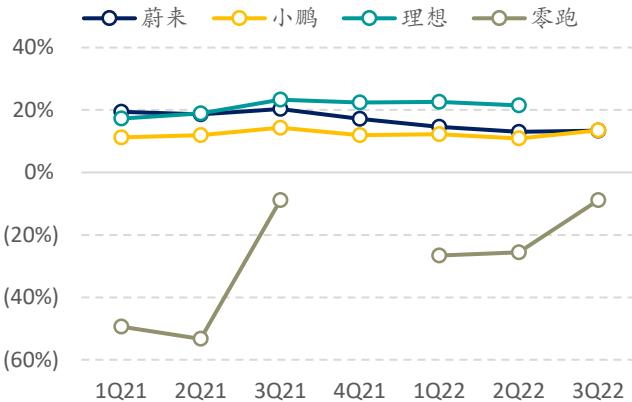
图表 41: 营业费用率



注：零跑 4Q21、理想 3Q22 数据未披露；

资料来源：公司公告、浦银国际

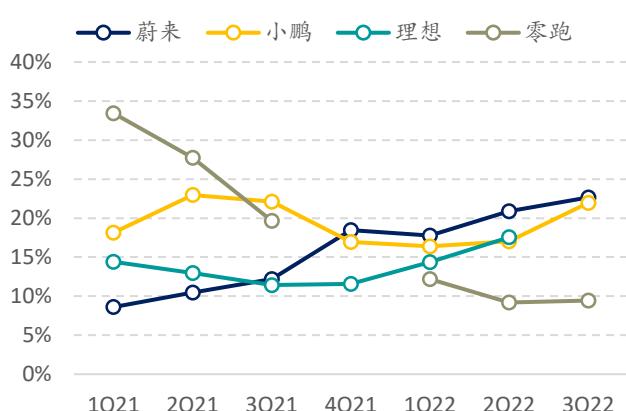
图表 38: 公司综合毛利率



注：零跑 4Q21、理想 3Q22 数据未披露；

资料来源：公司公告、浦银国际

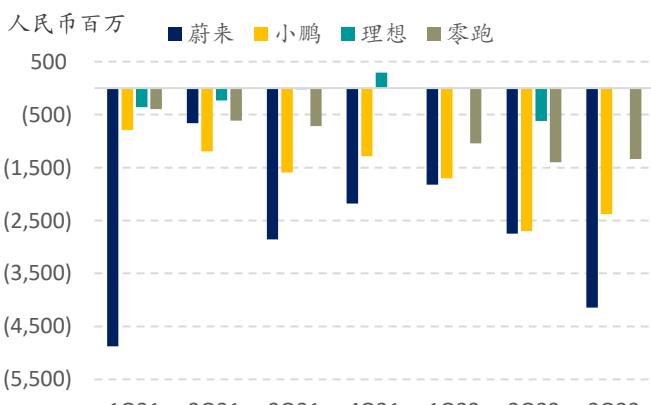
图表 40: 研发费用率



注：零跑 4Q21、理想 3Q22 数据未披露；

资料来源：公司公告、浦银国际

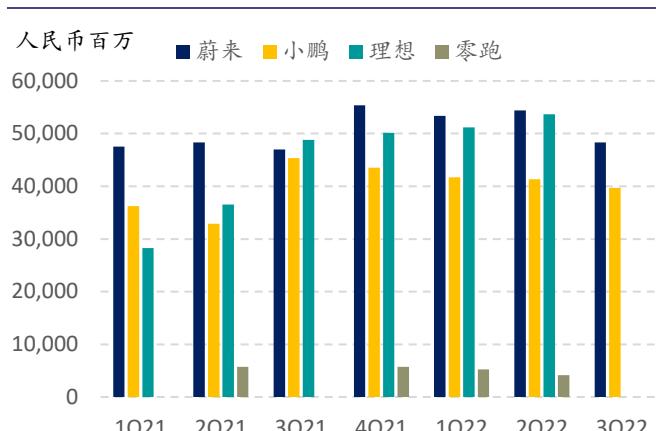
图表 42: 净利润



注：零跑 4Q21、理想 3Q22 数据未披露；

资料来源：公司公告、浦银国际

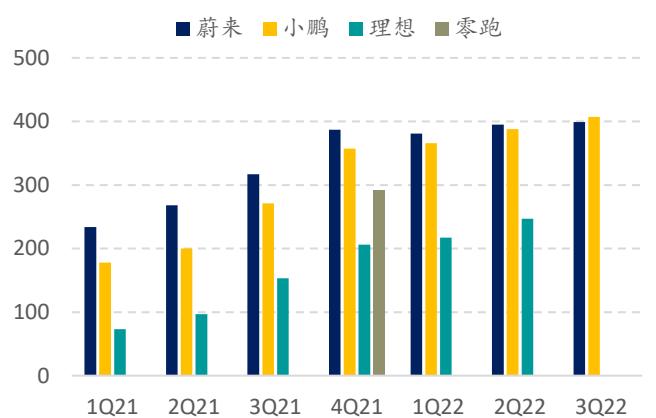
图表 43: 现金及现金等价物



注：部分季度数据未披露；

资料来源：公司公告、浦银国际

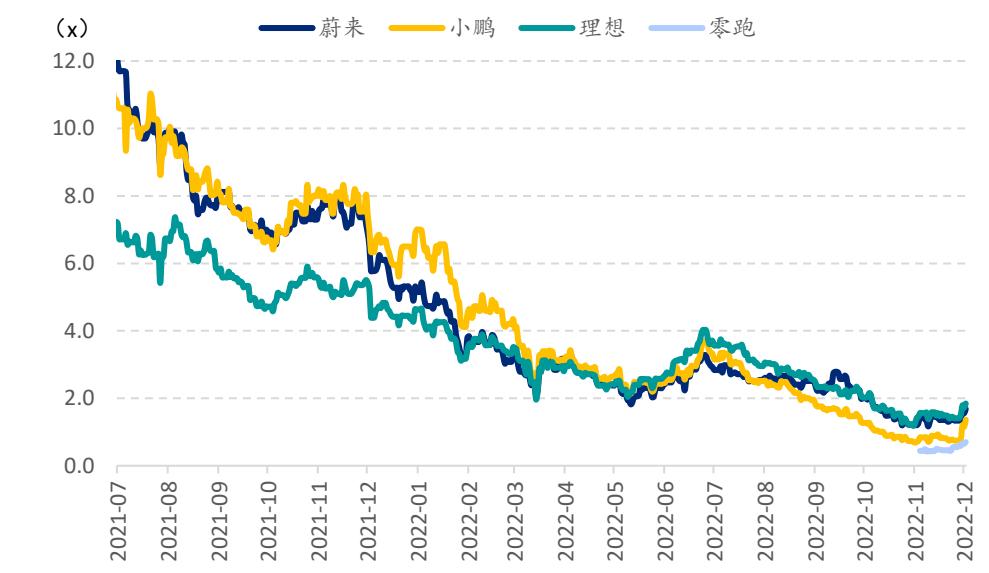
图表 45: 零售门店数量



注：零跑、理想部分季度数据未披露；

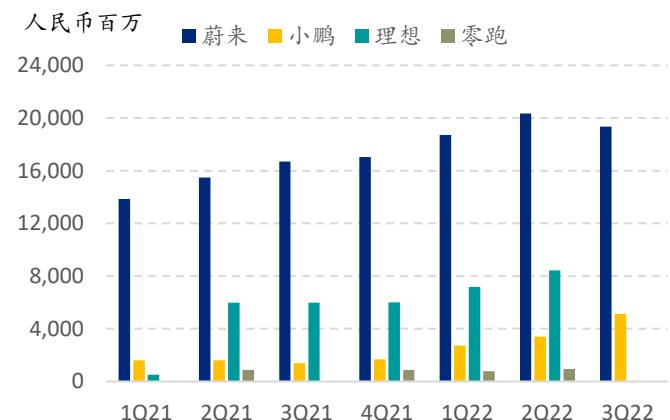
资料来源：公司公告、浦银国际

图表 47: 蔚来、小鹏、理想、零跑市销率估值比较



资料来源：Bloomberg、浦银国际

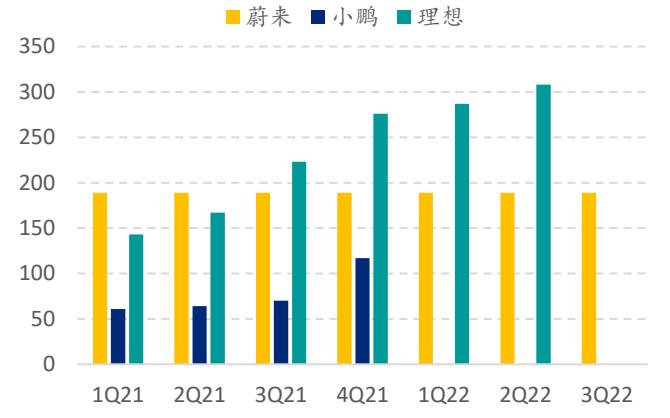
图表 44: 短期与长期借款



注：部分季度数据未披露；

资料来源：公司公告、浦银国际

图表 46: 服务门店数量



注：蔚来包括服务门店和交付中心，小鹏不包含授权店，部分季度数据未披露；

资料来源：公司公告、浦银国际

● 新能源车企估值

今年造车新势力的市销率估值呈一路下滑趋势，从年初的 5x-7x 一路下滑至此前低点的 0.7x-1.4x 之间。零跑的市销率甚至曾一路下探至 0.4x 的低点。回顾今年，我们认为新势力估值大幅持续下降的主要原因在于：

首先，作为新兴行业，从起步阶段几倍成长逐步向两位数快速增长转变的过程中，起步阶段较高的估值也会向行业估值中枢靠拢。但是，业绩的高速增长会使得这些车企市值的下降幅度远远小于估值下降幅度。

其次，美联储加息叠加市场情绪脆弱会，使得二级市场资金回避于高成长高波动的板块，以规避市场下行风险。因此，新能源车，尤其是未盈利的造车新势力，估值大幅下行。

最后，今年造车新势力不同车企在不同阶段经历了车型新老交替带来的月度、周度交付量的大幅波动甚至下降，因此基本面对于估值的支撑不够牢固。

目前，造车新势力目前市销率估值区间为 0.7x-1.8x 之间。我们认为，当前估值处于高增速行业成长阶段谷底的位置。展望明年，这几家新势力有新车型支撑销量增速和份额增长。

同时，新势力车企也越发看重公司盈利能力，逐步将公司的可持续性发展提到更加重要的战略方向。因此，这也为更加长期的从市销率向市盈率估值体系的切换做好基本面的铺垫。

图表 48：蔚来美股市销率：当前 1.7x vs 历史均值 5.7x vs 历史均值以下 1 个标准差 0.7x



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 49：小鹏汽车美股市销率：当前 1.4x vs 历史均值 7.3x vs 历史均值以下 1 个标准差 2.3x



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 50: 理想汽车美股市销率: 当前 1.4x vs 历史均值 5.2x vs 历史均值以下 1 个标准差 2.7x



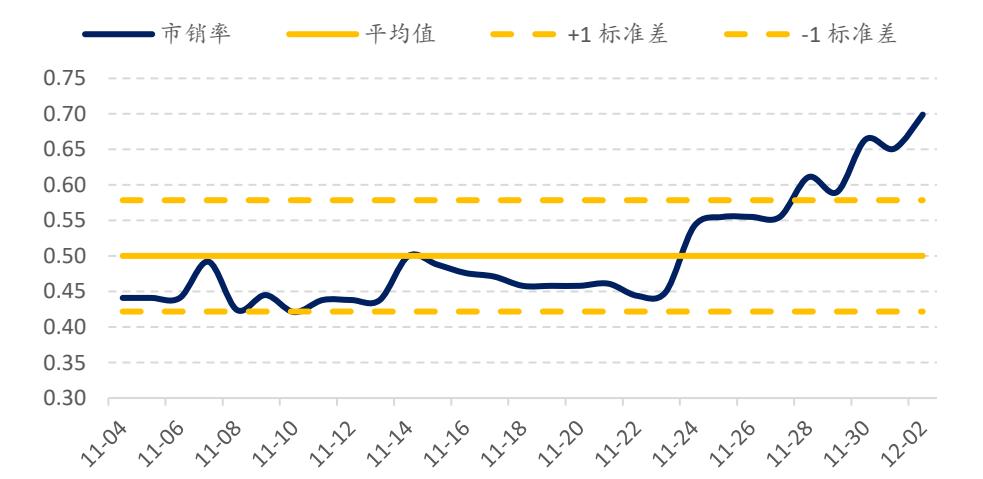
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 52: 比亚迪港股市销率: 当前 1.3x 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

图表 54: 零跑汽车市销率: 当前 0.70x vs 历史均值 0.50x vs 历史均值以下 1 个标准差 0.42x



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 51: 特斯拉市销率: 当前 5.4x vs 历史均值 5.8x vs 历史均值以下 1 个标准差 1.8x



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 53: 比亚迪 A 股市销率: 当前 1.1x 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

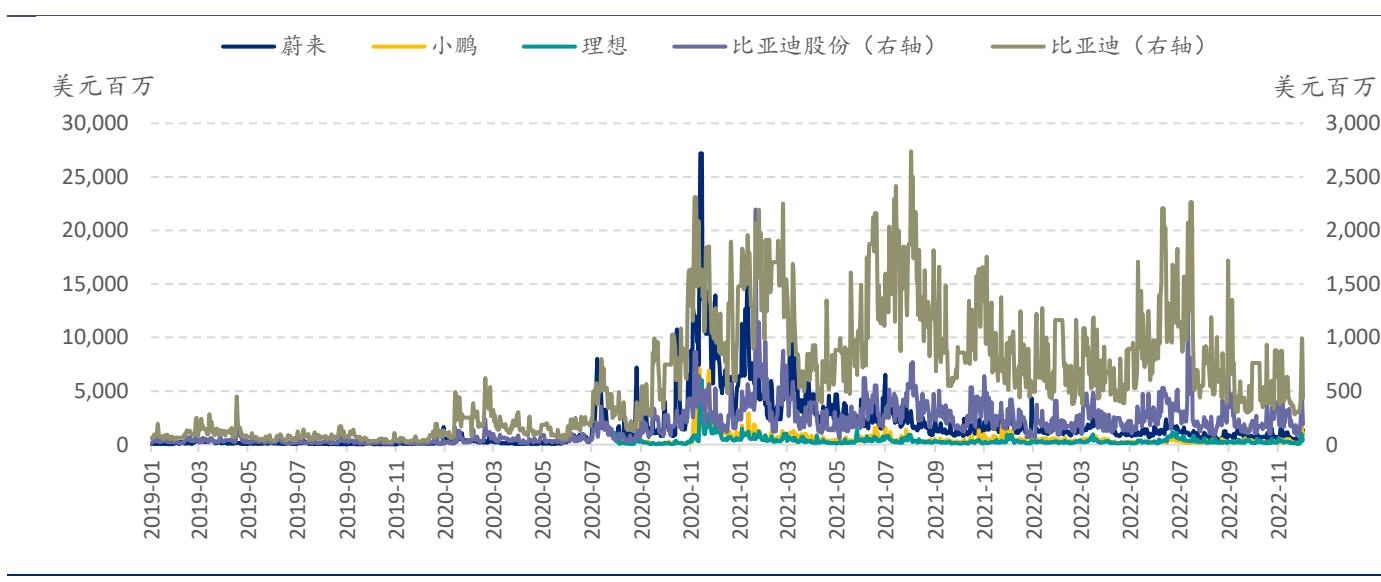
● 新能源车企股价及成交量

图表 55：新能源车企股价走势



资料来源：Bloomberg（截至 2022 年 12 月 2 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）、浦银国际

图表 56：股票交易额比较



资料来源：Bloomberg（截至 2022 年 12 月 2 日收盘）、浦银国际

● 新能源汽车行业可比公司估值

图表 57: 新能源汽车行业可比公司估值比较

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)		
					2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
新能源汽车													
TSLA US Equity	特斯拉	615,320	194.9	(45%)	91%	34%	24%	7.4	5.3	4.3	14.6	10.5	7.8
1211 HK Equity	比亚迪 (H)	94,374	191.4	(28%)	210%	50%	39%	1.7	1.2	1.0	4.7	3.8	3.1
002594 CH Equity	比亚迪 (A)	94,374	262.1	(2%)	220%	74%	39%	1.6	1.1	0.9	7.0	5.8	4.7
LI US Equity	理想	23,743	22.8	(29%)	84%	(90%)	118%	3.6	1.8	1.2	4.1	4.2	3.8
NIO US Equity	蔚来	21,934	13.1	(59%)	73%	(31%)	(81%)	3.0	1.6	1.2	5.9	7.9	8.6
2015 HK Equity	理想	21,724	81.1	(34%)	(15%)	(570%)	201%	3.3	1.6	1.0	3.3	3.0	2.7
9866 HK Equity	蔚来	20,103	93.7	0%	73%	(31%)	(81%)	2.8	1.5	1.1	5.4	7.3	7.9
XPEV US Equity	小鹏	9,869	11.5	(77%)	38%	(27%)	(44%)	2.3	1.3	0.9	2.7	3.2	3.7
9868 HK Equity	小鹏	8,639	39.0	(79%)	48%	(27%)	(49%)	2.0	1.1	0.8	1.7	1.7	1.7
9863 HK Equity	零跑汽车	3,487	23.8	(48%)	N/A	(22%)	(104%)	1.7	0.7	0.4	3.5	12.6	26.3
RIVN US Equity	RIVIAN	28,881	31.4	(70%)	(24%)	(16%)	(38%)	16.4	5.4	2.6	2.0	3.3	4.1
LCID US Equity	LUCID GROUP	17,056	10.2	(73%)	(28%)	20%	(27%)	23.3	6.8	3.7	6.3	6.7	6.3
RIDE US Equity	LORDSTOWN MOTORS	373	1.7	(50%)	(56%)	8%	24%	219.8	8.4	1.0	0.9	1.8	N/A
FFIE US Equity	法拉第未来	140	0.3	(94%)	46%	(8%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
平均								22.2	2.9	1.6	4.8	5.5	6.7
豪华汽车													
MBG GR Equity	戴姆勒	72,199	64.1	(5%)	7%	(10%)	2%	0.5	0.5	0.4	0.9	0.8	0.7
BMW GR Equity	宝马	59,085	85.2	(4%)	36%	(39%)	3%	0.4	0.4	0.4	0.7	0.7	0.6
RACE US Equity	法拉利	41,332	226.6	(12%)	15%	21%	14%	7.9	7.2	6.6	15.4	12.9	10.4
平均								2.9	2.7	2.5	5.7	4.8	3.9
海外品牌汽车													
7203 JP Equity	丰田	238,800	1,971.0	(6%)	38%	(1%)	14%	1.0	0.9	0.8	1.1	1.0	0.9
VOW GR Equity	大众	87,353	183.9	(29%)	18%	(7%)	8%	0.3	0.3	0.3	0.6	0.6	0.6
F US Equity	福特	55,724	13.9	(33%)	8%	(6%)	(9%)	0.4	0.4	0.4	1.3	1.2	1.1
GM US Equity	通用	56,686	39.9	(32%)	5%	(17%)	1%	0.4	0.4	0.3	0.8	0.8	0.7
7267 JP Equity	本田	44,015	3,272.0	1%	40%	10%	13%	0.4	0.3	0.3	0.5	0.5	0.5
005380 KS Equity	现代	27,739	169,000.0	(19%)	36%	3%	(1%)	0.3	0.2	0.2	0.6	0.5	0.5
平均								0.5	0.4	0.4	0.8	0.7	0.7
国产品牌汽车													
2333 HK Equity	长城	31,504	11.0	(59%)	41%	0%	20%	1.4	1.2	1.0	1.3	1.2	1.1
600104 CH Equity	上汽	24,945	15.1	(27%)	(20%)	15%	12%	0.2	0.2	0.2	0.6	0.6	0.6
200625 CH Equity	长安汽车	16,729	3.7	11%	79%	(4%)	13%	1.0	0.9	0.8	0.5	0.5	0.4
2238 HK Equity	广汽集团	14,716	5.5	(29%)	44%	15%	15%	1.0	0.9	0.7	0.5	0.5	0.4
平均								0.9	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6
动力电池													
300750 CH Equity	宁德时代	135,702	391.9	(33%)	89%	50%	33%	3.0	2.3	1.8	7.2	5.5	4.3
051910 KS Equity	LG化学	38,556	711,000.0	16%	(36%)	21%	35%	1.0	0.8	0.7	1.8	1.6	1.5
6752 JP Equity	松下	22,817	1,252.0	(1%)	54%	(0%)	17%	0.4	0.4	0.4	1.1	0.9	0.8
002074 CH Equity	国轩高科	8,222	32.6	(36%)	26%	218%	48%	2.4	1.4	1.1	2.7	2.6	2.5
平均								1.7	1.2	1.0	3.2	2.6	2.3
软件公司													
MSFT US Equity	微软	1,901,040	255.0	(24%)	22%	1%	17%	9.6	8.9	7.9	10.6	8.6	6.6
ORCL US Equity	甲骨文	224,725	83.4	(4%)	6%	4%	13%	5.3	4.5	4.2	N/A	N/A	25.8
SAP US Equity	SAP	137,629	112.0	(20%)	(29%)	15%	9%	4.2	3.9	3.7	N/A	N/A	N/A
688111 CH Equity	金山办公	16,694	255.3	(4%)	5%	39%	34%	29.5	22.3	16.9	13.6	11.7	9.9
600588 CH Equity	用友	10,992	22.6	(37%)	(46%)	66%	49%	7.4	6.0	4.9	7.6	7.5	7.0
268 HK Equity	金蝶	5,930	13.3	(45%)	45%	(43%)	(121%)	8.3	6.6	5.3	5.7	5.9	5.8
平均								10.7	8.7	7.2	9.4	8.4	11.0
功率半导体													
600745 CH Equity	闻泰科技	9,805	55.5	(57%)	(7%)	37%	26%	1.2	1.0	0.8	1.9	1.7	1.5
688396 CH Equity	华润微电子	9,942	53.1	(18%)	13%	9%	18%	6.8	5.7	4.8	3.6	3.2	2.8
603290 CH Equity	斯达半导	8,098	334.5	(12%)	106%	35%	36%	20.5	13.9	10.0	10.1	8.8	7.4
IFX GR Equity	英飞凌	44,245	32.2	(21%)	72%	9%	7%	3.0	2.7	2.6	3.1	2.6	2.3
ON US Equity	安森美	31,584	73.0	8%	86%	(14%)	10%	3.8	3.9	3.7	5.1	4.0	3.2
平均								7.1	5.4	4.4	4.8	4.0	3.4
海外科技公司													
AAPL US Equity	苹果	2,351,379	147.8	(17%)	9%	2%	9%	6.0	5.8	5.5	42.3	38.5	31.1
GOOG US Equity	谷歌	1,302,541	100.8	(30%)	(12%)	14%	17%	5.6	5.1	4.5	5.0	4.4	4.0
AMZN US Equity	亚马逊	960,282	94.1	(44%)	(60%)	132%	47%	1.9	1.7	1.5	6.5	5.3	4.0
META US Equity	Meta	327,440	123.5	(63%)	(24%)	2%	29%	2.8	2.7	2.4	2.6	2.2	1.8
NFLX US Equity	奈飞	142,589	320.4	(47%)	(4%)	4%	21%	4.5	4.2	3.8	7.0	5.8	4.9
平均								4.2	3.9	3.5	12.7	11.2	9.2
中国科技互联网公司													
700 HK Equity	腾讯	364,440	296.0	(33%)	(10%)	21%	17%	4.6	4.2	3.7	2.9	2.5	2.2
9988 HK Equity	阿里巴巴	230,794	84.8	(29%)	(28%)	10%	15%	1.9	1.8	1.7	1.8	2.0	1.9
3690 HK Equity	美团	133,610	168.0	(25%)	(105%)	1212%	136%	4.3	3.4	2.7	7.5	6.9	5.9
1810 HK Equity	小米	32,375	10.1	(46%)	(57%)	36%	25%	0.8	0.7	0.7	1.6	1.5	1.3
002230 CH Equity	科大讯飞	10,862	33.0	(37%)	3%	41%	33%	3.3	2.6	2.0	4.2	3.7	3.2
平均								3.0	2.5	2.1	3.6	3.3	2.9

注：E = Bloomberg 一致预测，股价截至 2022 年 12 月 2 日

资料来源：Bloomberg，公司公告，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关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。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。本报告仅提供给合资格投资者(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在过去 12 个月内并没有任何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。

浦银国际证券机构销售团队

周文硕

tallan_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

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

