



新能源汽车行业投资手册系列报告（十）： 竞争不止，成长不息

对中国新能源车行业依然保持较为乐观的预期：我们根据 2024 年上半年的交付情况，调整零跑和理想的全年交付量预测至 25.1 万辆和 51.7 万辆。首先，零跑是当前我们在新能源汽车行业的首选，同时建议关注理想。这两家车企的新车型确定性相对高、交付量增长/恢复动能相对稳定，基本面交付量更加扎实，可以在激烈的行业竞争中更好抵御风险。其次，虽然我们下调了蔚来的盈利预测和小鹏的销量预测，但是这两家车企在近期订单及交付改善的基础上，有望在下半年新车型正式上市后持续改善。我们预计蔚来、小鹏 2024 年交付量分别达到 20.3 万辆/17.7 万辆，同比增长 27%/25%。考虑它们明年更多的新产品和收入对应更具空间的目标市销率，判断其在更长时间维度的上行空间更大。我们重申以上四家新能源车企的“买入”评级。

中国新能源车行业增量竞争持续，行业成长不息：我们维持对于中国新能源汽车行业增量竞争还将持续的判断。在新的发展阶段中，伴随着行业渗透率提升带来总盘扩大，规模效应释放车企更大的降本潜力。同时，新能源车优质供给增加，强产品周期下产品的快速迭代也给车企提供空间去做更多多元化的探索，而非内卷式价格战。因此，我们认为新能源车行业下半年销量增速仍将在去年的基础上实现较好的增长。

小幅上调中国新能源汽车销量和渗透率预测：我们上调 2024 年中国新能源乘用车销量预测至 1,136 万辆，同比增长 26%，对应全年渗透率 39.7%。4 月上半月，新能源乘用车零售渗透率为 50.4%，首次超过传统燃油乘用车。我们认为中国新能源汽车行业渗透率依然处于上扬阶段，今年的月度渗透率有望维持环比逐步爬升态势；预计在 2026 年，中国新能源乘用车渗透率将超过 50%，达到 52.4%。

估值：当前零跑市销率为 0.8x，理想美股市盈率为 18.2x，蔚来、小鹏美股市销率为 1.0x、1.0x；较年初的 1.1x、24.1x、1.6x、1.6x 有一定的下滑，估值较为健康，下行风险较小，估值恢复提升空间较大。

投资风险：国内外新能源汽车需求增速放缓，不及预期；中国新能源汽车行业渗透率增长未能如预期持续快速上扬；行业竞争加剧，价格战再次升温，拖累车企毛利率下滑；智能驾驶研发落地不及预期，超高压快充普及速度不及预期；复杂的宏观环境变化影响车企出海进度。

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	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
零跑汽车 (9863.HK)	▲ 35.3	29%	87%	86%	32%	(8%)	(6%)	(4%)
理想汽车 (LI.US)	▼ 24.5	24%	22%	27%	24%	(21%)	(24%)	(18%)
理想汽车-W (2015.HK)	▼ 95.6	21%	22%	27%	24%	(21%)	(24%)	(18%)
蔚来 (NIO.US)	▼ 5.9	19%	12%	38%	27%	(19%)	(8%)	(1%)
蔚来-SW (9866.HK)	▼ 48.5	18%	12%	38%	27%	(19%)	(8%)	(1%)
小鹏汽车 (XPEV.US)	▼ 9.6	15%	32%	49%	23%	(26%)	(32%)	(25%)
小鹏汽车-W (9868.HK)	▼ 37.6	15%	32%	49%	23%	(26%)	(32%)	(25%)

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

沈岱

首席科技分析师
 tony_shen@spdbi.com
 (852) 2808 6435

黄佳琦

科技分析师
 sia_huang@spdbi.com
 (852) 2809 0355

2024 年 6 月 11 日

理想汽车-W (2015.HK)

目标价 (港元) /潜在升幅 95.6/+21%
 目前股价 (港元) 79.0

买入

理想汽车 (LI.US)

目标价 (美元) /潜在升幅 24.5/+24%
 目前股价 (美元) 19.8

买入

蔚来-SW (9866.HK)

目标价 (港元) /潜在升幅 48.5/+18%
 目前股价 (港元) 41.2

买入

蔚来 (NIO.US)

目标价 (美元) /潜在升幅 5.9/+19%
 目前股价 (美元) 4.9

买入

小鹏汽车-W (9868.HK)

目标价 (港元) /潜在升幅 37.6/+15%
 目前股价 (港元) 32.8

买入

小鹏汽车 (XPEV.US)

目标价 (美元) /潜在升幅 9.6/+15%
 目前股价 (美元) 8.4

买入

零跑汽车 (9863.HK)

目标价 (港元) /潜在升幅 35.3/+29%
 目前股价 (港元) 27.4

买入

注：收盘价截至 2024 年 6 月 6 日
 资料来源：Bloomberg，浦银国际



扫码关注
 浦银国际研究

目录

投资建议总结	5
中国新能源车行业竞争不止，成长不息	8
小幅上调 2024 年销量预测，对行业渗透率维持上扬态势保持乐观预期	9
优质供给增加驱动增量市场充分竞争，车企多元化探索绕开囚徒困境陷阱	14
车企积极寻求新突破，自主化和智能化仍是重点	19
汽车行业月度销量	25
中国乘用车/新能源乘用车月度销量	25
中国新能源汽车渗透率和拆分	26
全球新能源汽车月度销量	27
汽车行业估值	28
汽车行业指数估值	28
新能源车企估值	29
新能源车企股价及成交量	30
造车新势力横向比较	31
新能源汽车行业可比公司估值	33
理想汽车（2015.HK，买入，目标价 95.6 港元；LI.US，买入，目标价 24.5 美元）	34
业绩回顾及预测调整	34
汽车月度交付量	37
分部加总估值	38
乐观与悲观情景假设	40
财务报表	42
蔚来（9866.HK，买入，目标价 48.5 港元；NIO.US，买入，目标价 5.9 美元）	43
业绩回顾及预测调整	43
汽车月度交付量	46
分部加总估值	47
乐观与悲观情景假设	49
财务报表	51
小鹏汽车（9868.HK，买入，目标价 37.6 港元；XPEV.US，买入，目标价 9.6 美元）	52
业绩回顾及预测调整	52
汽车月度交付量	55
分部加总估值	56
乐观与悲观情景假设	58
财务报表	60
零跑汽车（9863.HK，买入，目标价 35.3 港元）	61
业绩回顾及预测调整	61
汽车月度交付量	63
分部加总估值	64
乐观与悲观情景假设	66
财务报表	67

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: 新能源汽车行业公司盈利及目标调整总结	6
图表 3: 新能源汽车行业公司投资总结	6
图表 4: 新能源汽车公司销量份额预测比较	6
图表 5: 蔚来、小鹏、理想、零跑的汽车销售及预测	7
图表 6: 中国新能源乘用车销量及同比预测	10
图表 7: 中国新能源乘用车渗透率及预测	10
图表 8: 中国电动汽车充电桩保有量及净增量	10
图表 9: 2023 年至今国家层面新能源汽车支持政策及方向汇总	11
图表 10: 《汽车以旧换新补贴实施细则》具体细节及解读	12
图表 11: 《汽车以旧换新补贴实施细则》明确补贴范围和标准	12
图表 12: 2024 年 4 月以来, 地方政府关于汽车置换补贴的政策跟进情况	13
图表 13: 中国新能源汽车新车公告数量变化	16
图表 14: 近三年新能源汽车新车公告数量	16
图表 15: 覆盖新势力车企 2024 年新增车型及计划 (含改款)	16
图表 16: 小米汽车 SU7 与竞品车型配置比较	17
图表 17: 比亚迪主力车型荣耀版配置一览	18
图表 18: 中国新能源乘用车月度综合促销幅度变化走势	18
图表 19: 中国新能源乘用车零售渗透率 (分品牌类型)	21
图表 20: 中国新能源乘用车月度销量份额按照不同参与者拆分	21
图表 21: 中国新能源乘用车出口量: 4 月出口 11.5 万辆, 同比增长 26%, 环比下降 4%	22
图表 22: 覆盖新能源车企出海计划及现状	22
图表 23: 小鹏汽车与大众集团的技术合作逐步深入	23
图表 24: 中国乘用车 L2 级及以上 ADAS 功能装车率变化 (按动力类型划分)	23
图表 25: 中国新能源乘用车不同车型 L2 级及以上 ADAS 功能装车率变化 (按价格段划分)	23
图表 26: 新能源车企端积极布局城市领航辅助驾驶功能	24
图表 27: 新能源车企当前无图 NOA 进展	24
图表 28: 中国乘用车月度销量: 4 月销量 200.1 万辆, 同比增长 11%, 环比下降 11%	25
图表 29: 中国新能源乘用车月度销量: 4 月销量 80.6 万辆, 同比增长 32%, 环比下降 3%	25
图表 30: 中国新能源汽车/乘用车渗透率: 4 月新能源汽车渗透率 36.0%, 环比提升 3.3 个百分点	26
图表 31: 中国新能源汽车品种拆分: 4 月纯电动车占比 59.2%, 插电式混合动力汽车占比 40.8%	26
图表 32: 全球新能源汽车月度销量: 3 月销量 132.3 万辆, 同比增长 20%, 环比增长 63%	27
图表 33: 欧洲新能源汽车月度销量: 3 月销量 30.1 万辆, 同比下降 9%, 环比增长 42%	27
图表 34: A 股汽车指数市盈率	28
图表 35: A 股汽车指数市销率	28
图表 36: MSCI 世界汽车指数市盈率	28
图表 37: MSCI 世界汽车指数市销率	28
图表 38: 蔚来美股市销率: 当前 1.0x vs 历史均值 4.0x vs 历史均值以下 1 个标准差 -0.1x	29
图表 39: 小鹏美股市销率: 当前 1.0x vs 历史均值 5.0x vs 历史均值以下 1 个标准差 0.1x	29
图表 40: 理想美股市销率: 当前 0.9x vs 历史均值 3.8x vs 历史均值以下 1 个标准差 1.1x	29
图表 41: 零跑市销率: 当前 0.8x vs 历史均值 0.9x vs 历史均值以下 1 个标准差 0.7x	29
图表 42: 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	29
图表 43: 比亚迪市销率: 当前 0.8x vs 历史均值 1.3x vs 历史均值以下 1 个标准差 0.6x	29
图表 44: 新能源车企股价走势	30
图表 45: 股票交易额比较	30
图表 46: 汽车销量	31

图表 47: 汽车均价	31
图表 48: 汽车板块毛利率	31
图表 49: 营业费用率	31
图表 50: 研发费用	31
图表 51: 研发费用率	31
图表 52: 营业利润率	32
图表 53: 净利润	32
图表 54: 现金及现金等价物	32
图表 55: 中国新能源乘用车份额	32
图表 56: 市销率估值 (x)	32
图表 57: 新能源汽车可比公司估值比较	33
图表 58: 理想汽车 1Q24 业绩详情	35
图表 59: 理想汽车财务预测: 新预测 vs 前预测	36
图表 60: 理想汽车月度销量: 5月交付 35,020 辆, 同比增长 24%, 环比增长 36%	37
图表 61: 理想分部加总估值法 (2024 年)	38
图表 62: 浦银国际目标价: 理想汽车 (LI.US)	39
图表 63: 浦银国际目标价: 理想汽车-W (2015.HK)	39
图表 64: 理想汽车 (LI.US) 市场普遍预期	40
图表 65: 理想汽车 (LI.US) SPDBI 情景假设	40
图表 66: 理想汽车-W (2015.HK) 市场普遍预期	41
图表 67: 理想汽车-W (2015.HK) SPDBI 情景假设	41
图表 68: 蔚来 1Q24 业绩详情	44
图表 69: 蔚来财务预测: 新预测 vs 前预测	45
图表 70: 蔚来月度销量: 5月交付 20,544 辆, 同比增长 234%, 环比增长 32%	46
图表 71: 蔚来分部加总估值法 (2024 年)	47
图表 72: 浦银国际目标价: 蔚来-SW (9866.HK)	48
图表 73: 浦银国际目标价: 蔚来 (NIO.US)	48
图表 74: 蔚来-SW (9866.HK) 市场普遍预期	49
图表 75: 蔚来-SW (9866.HK) SPDBI 情景假设	49
图表 76: 蔚来-SW (NIO.US) 市场普遍预期	50
图表 77: 蔚来 (NIO.US) SPDBI 情景假设	50
图表 78: 小鹏汽车 1Q24 业绩详情	53
图表 79: 小鹏汽车财务预测: 新预测 vs 前预测	54
图表 80: 小鹏月度销量: 5月交付 10,146 辆, 同比增长 35%, 环比增长 8%	55
图表 81: 小鹏分部加总估值法 (2024 年)	56
图表 82: 浦银国际目标价: 小鹏汽车 (XPEV.US)	57
图表 83: 浦银国际目标价: 小鹏汽车-W (9868.HK)	57
图表 84: 小鹏汽车 (XPEV.US) 市场普遍预期	58
图表 85: 小鹏汽车 (XPEV.US) SPDBI 情景假设	58
图表 86: 小鹏汽车-W (9868.HK) 市场普遍预期	59
图表 87: 小鹏汽车-W (9868.HK) SPDBI 情景假设	59
图表 88: 零跑汽车 1Q24 业绩详情	62
图表 89: 零跑汽车财务预测: 新预测 vs 前预测	62
图表 90: 零跑月度销量: 5月交付 18,165 辆, 同比增长 51%, 环比增长 21%	63
图表 91: 零跑分部加总估值法 (2024 年)	64
图表 92: 浦银国际目标价: 零跑汽车 (9863.HK)	65
图表 93: 零跑汽车 (9863.HK) 市场普遍预期	66
图表 94: 零跑汽车 (9863.HK) SPDBI 情景假设	66
图表 95: SPDBI 科技行业覆盖公司	68

投资建议总结

我们小幅上调 2024 年中国新能源乘用车销量预测至 1,136 万辆，同比增长 26%，对应渗透率 39.7%。今年一季度中国新能源车行业迅速走出春节假期的季节性影响后，销量回升较为迅速。经过 2023 年的囚徒困境和逐渐走出阴影，新能源车企和产业链对于今年行业销量仍将保持较快增长的基本判断仍然大体不变。当前中国汽车指数市盈率 23.0x，较 2021 年年末下降 8.4x，较年初下降 2.1x，相对性价比开始凸显。

目前，行业优质供给仍在增加，涵盖新能源乘用车全细分市场，对各个价格段进行更加精细的挖掘，以驱动行业整体需求成长，加速取代传统燃油车的地位。目前行业整体需求的成长有足够的动能推动行业玩家基本面交付量逐渐上行，进而为股价上行提供动能。因此，我们依然认为中国新能源车企在进入新的竞争阶段后，面临的是需求同步成长的增量市场竞争。新势力的市销率估值都处于 0.8-1.0x 的历史低位，估值水位较为健康。

在供应端产品矩阵持续丰富的背景下，能够推出真正符合用户需求的新产品，并且通过多元化打法寻求更多增量出路的车企，或将在这场“新角逐”获得更大的机会。虽然我们略微下调零跑与理想 2024 年新能源车交付量预期，但调整后零跑、理想 2024 年的销量仍将分别实现 74%/37% 的同比增长和份额的较大提升。考虑到当下的竞争环境，新车型竞争力确定性相对高、并已经一定程度上接受市场验证的车企，销量动能的确定性也会较高。

零跑新车型 C16 上市后需求表现较好，目前公司整体在手订单储备较为充足。随着 2023 款老车型清库完成，叠加 C16 新车价格定位，预计公司毛利率表现从二季度开始向上改善。且作为首个实现反向合资的中国车企，独特的出海模式带来的销量贡献也将逐步释放，预计明年带来显著的销售增量。综合以上考量，零跑是目前我们在新能源车行业的首选。

另外，我们也建议关注理想，主要考虑到当前增程 L 系列车型销量爬升动能表现较好，带动月交付量继续增长；同时纯电 SUV 车型确认延期至 1H25 发布，释放战略方向不确定性的风险。经过公司指引和市场预期的调整，公司估值面和基本面先后调整。从风险回报看，当前理想上行空间大于下行风险。

我们下调蔚来、小鹏 2024 年销量预测，主要考虑到今年上半年的实际交付以及下半年新车型表现的相对不确定性。我们预计蔚来、小鹏 2024 年的汽车销量将分别达到 20.3 万辆和 17.7 万辆，同比分别增长 27%/25%。

目前蔚来的月交付量已经走出年初的低谷水平，第二品牌乐道的首款车型 L60 初步订单表现略好于预期；而小鹏下半年将迎来两款定位爆款的纯电动车型，进入新的产品周期。因此，从上行空间的角度来看，我们认为蔚来、小鹏处于新产品等待市场验证的过程中，一旦产品获得市场认可，带来销量提振进而带来规模效应，在更长时间维度上具备更大的估值上行空间。

图表 2: 新能源汽车行业公司盈利及目标调整总结

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	2024E	2025E	2026E
9863 HK Equity	零跑汽车	29.8	35.3	29%	18%	(8%)	(6%)	(4%)
LI US Equity	理想汽车	40.8	24.5	24%	(40%)	(21%)	(24%)	(18%)
2015 HK Equity	理想汽车-W	159.5	95.6	21%	(40%)	(21%)	(24%)	(18%)
NIO US Equity	蔚来	9.4	5.9	19%	(38%)	(19%)	(8%)	(1%)
9866 HK Equity	蔚来-SW	73.9	48.5	18%	(34%)	(19%)	(8%)	(1%)
XPEV US Equity	小鹏汽车	12.4	9.6	15%	(23%)	(26%)	(32%)	(25%)
9868 HK Equity	小鹏汽车-W	48.6	37.6	15%	(23%)	(26%)	(32%)	(25%)

注: LC = Local Currency, 当地货币; E=浦银国际预测; 截至 2024 年 6 月 6 日收盘价;

资料来源: 浦银国际

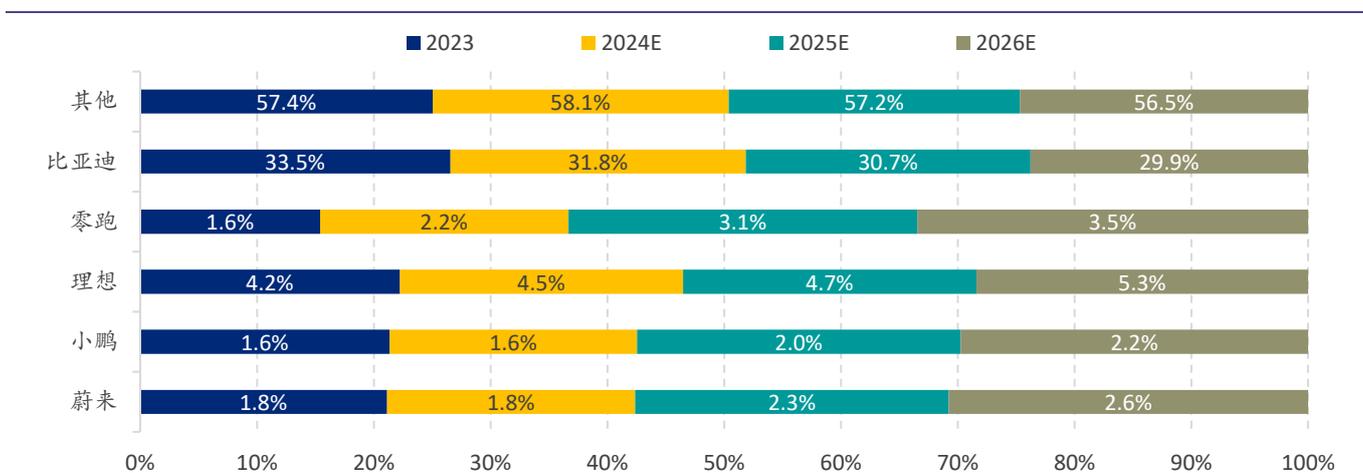
图表 3: 新能源汽车行业公司投资总结

股票代码	公司	现价 (LC)	目标价 (LC)	潜在升幅	2024E 销量增速	2024E 汽车毛利率	2024E 目标P/S (x)
NIO US Equity	蔚来	4.9	5.9	19%	27%	13.1%	1.5
9866 HK Equity	蔚来-SW	41.2	48.5	18%	27%	13.1%	1.5
XPEV US Equity	小鹏汽车	8.4	9.6	15%	25%	7.1%	1.6
9868 HK Equity	小鹏汽车-W	32.8	37.6	15%	25%	7.1%	1.6
LI US Equity	理想汽车	19.8	24.5	24%	37%	19.0%	1.2
2015 HK Equity	理想汽车-W	79.0	95.6	21%	37%	19.0%	1.2
9863 HK Equity	零跑汽车	27.4	35.3	29%	74%	5.7%	1.4
1211 HK Equity	比亚迪股份	229.2	232.2	1%	20%	22.0%	0.9
002594 CH Equity	比亚迪	238.5	248.4	4%	20%	22.0%	0.9

注: LC = Local Currency, 当地货币; 2024E=浦银国际预测; 截至 2024 年 6 月 6 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 4: 新能源汽车公司销量份额预测比较



注: E=浦银国际预测;

资料来源: 中汽协、Wind、浦银国际

图表 5：蔚来、小鹏、理想、零跑的汽车销售及预测

	2023	2024E	2025E	2026E
中国新能源乘用车销量 (万辆)	900	1,136	1,403	1,656
行业销量同比增速	38%	26%	23%	18%
蔚来				
销量 (辆)	160,038	203,103	316,908	428,312
销量同比增速	31%	27%	56%	35%
在中国新能源乘用车份额	1.8%	1.8%	2.3%	2.6%
营收 (百万人民币)	55,618	62,474	86,251	109,577
营收同比增速	13%	12%	38%	27%
汽车毛利率	9.5%	13.1%	16.2%	17.4%
目标市销率 (x)	1.3	1.5	1.1	0.8
小鹏				
销量 (辆)	141,601	177,172	286,265	362,442
销量同比增速	17%	25%	62%	27%
在中国新能源乘用车份额	1.6%	1.6%	2.0%	2.2%
营收 (百万人民币)	30,676	40,511	60,510	74,647
营收同比增速	14%	32%	49%	23%
汽车毛利率	(1.6%)	7.1%	10.4%	13.1%
目标市销率 (x)	2.0	1.6	1.1	0.9
理想				
销量 (辆)	376,030	516,702	662,086	882,196
销量同比增速	182%	37%	28%	33%
在中国新能源乘用车份额	4.2%	4.5%	4.7%	5.3%
营收 (百万人民币)	123,851	151,153	192,371	237,996
营收同比增速	173%	22%	27%	24%
汽车毛利率	21.5%	19.0%	20.9%	20.7%
目标市销率 (x)	1.4	1.2	0.9	0.7
目标市盈率 (x)	14.9	21.4	13.8	9.8
零跑				
销量 (辆)	144,155	250,999	435,352	575,788
销量同比增速	30%	74%	73%	32%
在中国新能源乘用车份额	1.6%	2.2%	3.1%	3.5%
营收 (百万人民币)	16,747	31,264	58,080	76,643
营收同比增速	35%	87%	86%	32%
汽车毛利率	0.5%	5.7%	9.6%	12.7%
目标市销率 (x)	2.3	1.4	0.8	0.6

注：E=浦银国际预测；

资料来源：公司公告、浦银国际

中国新能源车行业竞争不止，成长不息

在 2023 年上半年的[投资手册](#)中，我们对于中国新能源车行业所处的囚徒困境进行了分析，认为行业正在走出这一困境；而进入 2023 年下半年，我们判断中国新能源车进入[百花齐放](#)的时期，行业发展进入了新的阶段，供应、需求、竞争都将呈快速增长。站在 2024 年，我们重新审视当前的竞争形势，依然认为行业玩家不会再度落入“无效内卷”的囚徒困境之中。

从新能源车行业玩家来看，车企对各自的生态位有了更清晰的定义，而不是以盲目的集体降价互相倾轧。与新能源车相比，燃油车产品更新换代相对较慢，产品智能化程度不高，更多依赖于优惠的价格来持续吸引客户。而新能源车成本下探、“电比油低”的趋势，表明目标大众市场的诸多自主车企开始寻求加速替代传统燃油车，给燃油车厂商带来巨大压力；新势力对于智能化的积极推进，伴随着智能化硬件降本和技术迭代衍生的成本下行，也在昭示并非所有的价格竞争行为都是断臂求生的无奈之举。降价从简单的目的变成了一种选择性的手段。

目前看来，5 月以来行业价格竞争稍显缓和之势。到目前为止，车企端在老车型降价以及新车型价格冲击的手牌基本已打完，二季度持续高强度降价的可能性和空间均较为有限。价格竞争的缓和，利于消除消费者的观望心理，将购车意愿落实为新增订单。

而行业优质供给的增加，将通过建立用户心智、改善用户体验的方式，在需求端提升消费潜力。无论是 2024 年行业已发布或拟发布的新品总盘，还是当前纯电、插混领域已经登场的爆款单品，都极大地丰富了消费选择。车企在捕捉用户需求、促进产品共识并落地为新车型的过程中，为 C 端用户创造增量市场的不同需求。例如现今中国市场对于智驾的认知度和需求度，已经被供给端的优质供给大幅推升。

另外，面对当前国内市场的激烈竞争，本土车企也在积极寻求出海机遇，以期进入更广阔的全球市场。海外市场不同的竞争环境有望成为当前局面的突破口之一。尽管当前欧洲关税政策的不确定性在短期内或对中国车企出海带来负面影响，但长期全球可持续化的追求仍是大势所趋，中国车企在新能源车，特别是智能驾驶方面，技术的相对领先，仍是优势之一。

行业的持续成长为车企的生存和后续的增长提供了立足之本。进入下半年，车企端的强产品周期下产品和技术的快速迭代，也给车企提供空间去做更多元化的探索。而随着竞争逐渐充分，车企寻求供应链管理、技术降本等手段扩大降本潜力，辅以配置调整、定位下探、权益优惠等灵活的销售策略，将在相对健康的利润水平下实现销量增长。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。

小幅上调 2024 年销量预测，对行业渗透率维持上扬态势保持乐观预期

与去年年底的[预测](#)相比，我们小幅上调 2024 年中国新能源乘用车销量预测至 1,136 万辆，同比增长 26%，全年渗透率有望达到 39.7%，仍维持上扬态势。乘联会统计口径下，今年一季度新能源乘用车销量为 176.8 万辆，同比增长 34%，环比下降 31%，车市零售基本实现预期中的开门红走势。我们对于行业预测的调整，主要基于以下三点考量。

首先，车企一季度促销力度较大，叠加新车型持续发布共同发力，行业销量快速走出季节性因素影响。从中汽协数据来看，中国新能源乘用车行业销量虽然受到春节假期影响，2 月处于同比、环比下滑状态，但 3 月份由节后消费拉动，快速恢复至 83.2 万辆的高位。且 4 月依然维持在 80.6 万辆（图表 29）的较高水位，1-4 月累计销量同比增长 31.5%，行业整体增长态势较好。

细究行业销量变化的背后，中国新能源车竞争激烈似乎已经成为行业共识。春节假期结束后，以比亚迪推出荣耀版车型为典型代表的行业价格竞争再次升温，但从“油电同价”到“电比油低”中可以窥见新能源车对燃油车加速替代的趋势。该趋势亦可以从 1-4 月整体车市和新能源车市场销量数据在同、环比走势的夹角上得到印证。同时，车企新车型及改款产品密集发布，北京车展恢复举办也是一个良好契机，使行业维持较高的热度和活性，逐步激发消费者的消费热情。展望 6 月销量，尽管夏日淡季临近，但车企冲刺销量意愿仍在，且近期上市的热门车型订单表现依然较强。我们预期 6 月份新能源车行业销量将维持同、环比增长。

其次，以旧换新政策落地，中央、地方联手，补齐报废更新和置换更新补贴实施细则，有望催生增量需求。4 月 26 日，国家“[以旧换新](#)”的政策落地实施。6 月 3 日，官方信息显示财政部已下达 64.4 亿元的财政贴息和奖补资金，用于资金预拨。此外，地方政府也配套提供资金 47.58 亿元。针对报废更新“真金白银”的补贴，为消费者带来切实的购车实惠，同时金额上向新能源车倾斜，有助于缓解消费者观望情绪，推升新能源车的销量增长。

相应地，4 月以来，各级地方政府也陆续出台跟进政策措施（图表 12），在响应报废更新的基础上，为置换更新的刺激政策补位，且保持对新能源车不同程度的倾斜。虽然时限、金额各自略有不同，但置换补贴的领取要求相对容易满足，对于消费者吸引力较强，有利于逐步释放市场“淘汰更新”和“换购更新”的消费潜力。我们预计政策刺激衍生而来的增量需求将达到百万级。

此外，国家层面对于推动新能源汽车下乡“提速”。5 月 15 日，工信部等 5 部门联合印发《关于开展 2024 年新能源汽车下乡活动的通知》，指导活动进一步下沉到县域，并辐射周边乡镇；同时鼓励产业链企业积极参加，结合以旧换新和县域充换电设施补短板等支持政策制定促销方案，建立完善售后服务体系。下沉市场的广阔需求空间也有望得到更加充分的探索。

另外，中国新能源车渗透率逐月稳步上行，行业仍在加速渗透。根据电动汽车充电基础设施促进联盟，4月全国公共充电设施净增量6.8万台(图表8)，较去年同期增长2%。快速发展的充换电基础设施建设能够为新能源车提供更加方便快捷的补能体验，是实现电动化的重要催化之一。理想、小鹏在内的诸多车企，也认为加快建设补能设施对于提振销量具有重要意义。

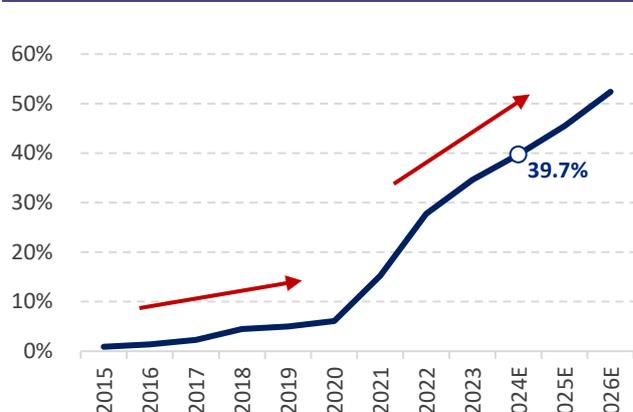
根据中汽协，进入2024年，中国新能源车渗透率月度数据环比逐步走高，4月渗透率40.3%已达历史次高点。我们对于中国新能源乘用车渗透率水平将在2024年、2025年和2026年维持上扬态势保持较为乐观的预期，预计年均渗透率将达到39.7%、45.5%、52.4%。

图表 6：中国新能源乘用车销量及同比预测



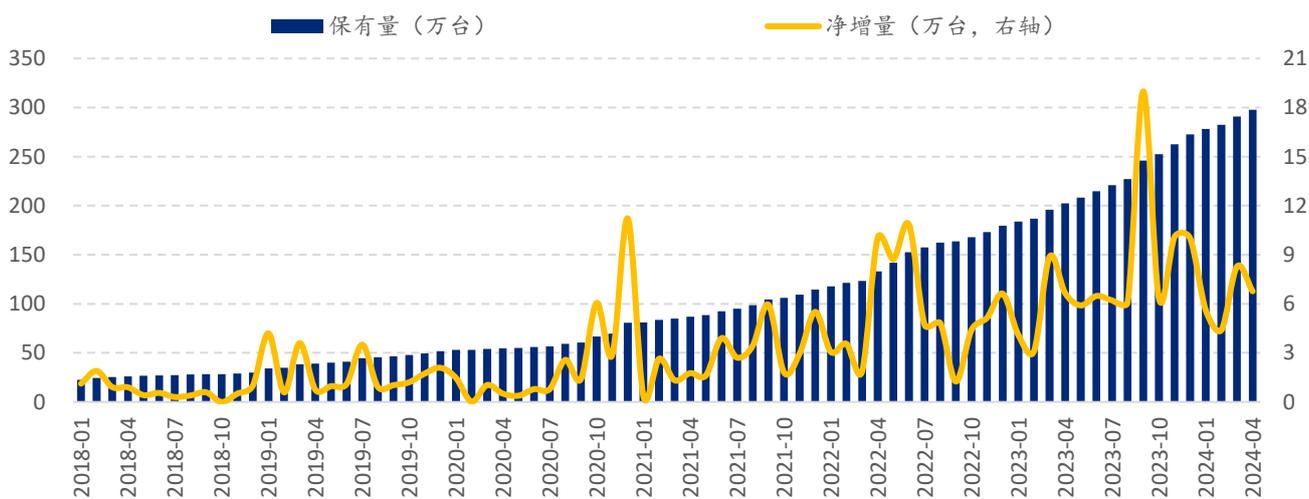
E=浦银国际预测；资料来源：中汽协、Wind、浦银国际

图表 7：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 8：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

图表 9：2023 年至今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 ，具体含 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》	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。包括： 1) “百城联动”汽车节 ：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。 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，推动新能源汽车下乡。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、发展改革委等 5 个部门	《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》	对购置于 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。
2024-04-03	中国人民银行、国家金融监督管理总局	《关于调整汽车贷款有关政策的通知》	明确金融机构在依法合规、风险可控前提下，根据借款人信用状况、还款能力等自主确定自用传统动力汽车、自用新能源汽车贷款最高发放比例。鼓励金融机构结合汽车以旧换新等细分场景，加强金融产品和服务创新，适当减免汽车以旧换新过程中提前结清贷款产生的违约金。
2024-04-26	商务部等 14 个部门	《汽车以旧换新补贴实施细则》	指定期间报废国三及以下排放标准燃油乘用车或 2018 年 4 月 30 日前注册登记的新能源乘用车，并购买符合节能要求乘用车新车的个人消费者，可享受 一次性定额补贴 ，补贴金额 7 千或 1 万元。
2024-05-15	工业和信息化部等 5 个部门	《关于开展 2024 年新能源汽车下乡活动的通知》	组织开展 2024 年 新能源汽车下乡活动 ，进一步下沉到县域，举行专场活动，辐射周边乡镇。鼓励产业链企业积极参加，结合以旧换新和县域充换电设施补短板等支持政策制定促销方案，建立完善售后服务体系。

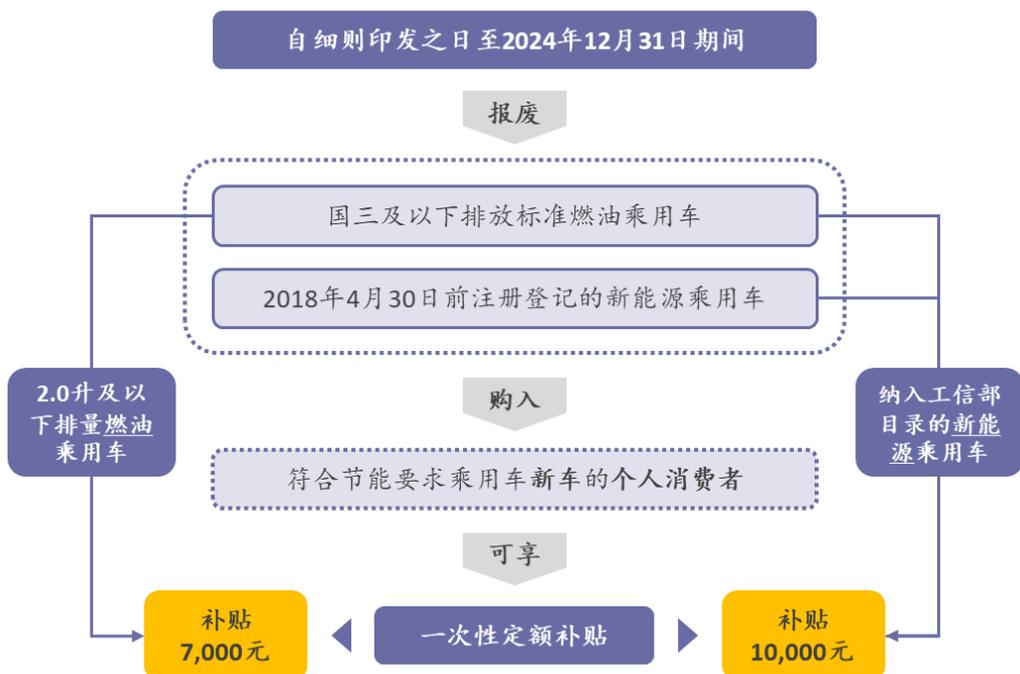
资料来源：政府网站、浦银国际整理

图表 10: 《汽车以旧换新补贴实施细则》具体细节及解读

项目	政策内容	具体细节及解读
政策范围	汽车报废更新	《推动消费品以旧换新行动方案》中明确要求安排资金支持汽车报废更新，鼓励有条件的地方支持汽车置换更新。本次细则针对汽车报废更新补贴的政策相关内容进行了说明。
资金来源	中央财政与地方政府联动	由中央财政和地方财政 总体按 6:4 比例共担 ，其中，对东部省份按 5:5 比例分担，对中部省份按 6:4 比例分担，对西部省份按 7:3 比例分担。地方负担的部分，由省级财政部门牵头负责落实到位。另外，财政部会向各省份预拨 70% 补助资金，用于支持地方启动相关工作。
补贴对象	个人消费者	仅针对个人消费者 ，意味着不含单位/企业用车以及运营车辆。个人用户也是目前乘用车保有量市场的主要构成部分，占比约 85%。
补贴力度	一次性定额补贴人民币 7,000/10,000 元	对报废燃油乘用车并购买符合要求燃油乘用车的，补贴 7,000 元 ；对报废燃油或新能源乘用车并购买新能源乘用车新车的，补贴 1 万元 。
报废车型	国三及以下排放标准燃油乘用车或 2018 年 4 月 30 日前注册登记的新能源乘用车	国三及以下排放标准燃油乘用车指在 2011 年 6 月 30 日前注册登记的汽油乘用车、2013 年 6 月 30 日前注册登记的柴油乘用车和其他燃料类型乘用车。其他燃料类型包括混合油、天然气、液化石油气、甲醇、乙醇、氢、生物燃料等。
更新车型	2.0 升及以下排量燃油乘用车新车和纳入工信部《减免车辆购置税的新能源汽车车型目录》的新能源乘用车新车	补贴范围统筹新能源车和燃油车，但新购新能源乘用车的补贴高于燃油乘用车，且报废新能源车后惟有购入新能源车才可领取补贴，有助于推升新能源乘用车销量增长动力。

资料来源：政府网站、乘联会、中汽协、浦银国际整理

图表 11: 《汽车以旧换新补贴实施细则》明确补贴范围和标准



注：“纳入工信部目录”指纳入工业和信息化部《减免车辆购置税的新能源汽车车型目录》；

资料来源：政府网站、浦银国际整理

图表 12: 2024 年 4 月以来, 地方政府关于汽车置换补贴的政策跟进情况

发布时间	城市	截止日期	具体措施
2024-04-09	上海市	2024-12-31	个人消费者报废或转让符合条件的小客车, 购买符合条件新车的可申请一次性补贴。其中, 购买燃油新车的补贴 2,800 元; 购买纯电动新车的补贴 10,000 元。
2024-04-16	江苏省 南京市	2024-06-30	补贴金额总量为 1 亿元, 购买新车补贴 1,000-4,000 元。如参与以旧换新, 在购买新车基础上还可以叠加 1,000 元/辆, 补贴最高可达 5,000 元/辆。
2024-04-26	广西壮族 自治区	发完即止	对个人消费者(不含变更登记)转让名下乘用车, 并购买乘用车新车, 给予 2,000-5,000 元“以旧换新”购车补贴, 名额 7,500 份。
2024-04-28	广东省	2024-08-31	对个人消费者在广东转让名下车辆, 并新购新能源车、符合国六排放标准的燃油车, 发放 2,000-8,000 元/辆的一次性购车消费券补贴。补贴标准分为三档, 每档新购新能源车补贴均高于燃油车。
2024-05-06	湖南省	2024-10-31	在湖南省内转出本人名下家用汽车, 并购买家用乘用车新车, 按统一发票金额分三档进行补贴, 金额 3,000-6,000 元/辆, 每档新购新能源车补贴均高于燃油车。
2024-05-06	山东省 济南市	2024-06-30	个人消费者转让本人名下在济南市注册登记的非营运性乘用车, 并购买乘用车新车的, 按汽车新车购买金额给予 1,000-5,000 元不等的置换补贴。
2024-05-06	重庆市	2024-12-31	对符合条件的消费者售卖旧乘用车并换购新能源乘用车新车的, 按车价分档给予每辆 2,000-3,000 元的市级财政资金补贴。
2024-05-13	宁夏回族 自治区	2024-12-31	对转让本人名下的乘用车, 并在区内购买、注册为非营运性质乘用车新车, 给予相应补贴。其中, 新购新能源车最高补贴 4,000 元/辆、新购燃油车最高补贴 3,000 元/辆。
2024-05-15	海南省	2024-09-30	个人消费者转让本人名下的符合条件的乘用车, 并购买新能源乘用车新车, 根据购买新车金额分三档给予一次性购车补贴, 金额在 3,000-6,000 元/辆。
2024-05-17	山东省 青岛市	发完即止	汽车置换更新安排资金 0.5 亿元, 对符合条件的个人消费者置换燃油乘用车最高补贴 6,000 元, 置换新能源乘用车最高补贴 8,000 元。
2024-05-29	湖北省	2024-12-31	安排财政资金 3 亿元用于补贴发放。转让本人名下湖北号牌小客车, 在湖北省购买小客车新车并在省内上牌, 可申请 2,000-7,000 元一次性补贴。同等价格档次中, 购买新能源汽车的消费者将比购买燃油车多获得 1,000 元的补贴。

资料来源: 政府网站、公开资料、浦银国际整理

优质供给增加驱动增量市场竞争，车企多元化

探索绕开囚徒困境陷阱

在 2023 年发布的两篇投资手册系列报告中，我们预测、见证了中国新能源车行业从[走出囚徒困境](#)，到进入[百花齐放](#)的新产品周期。也正如我们所判断的，在行业发展进入新阶段的过程中，供应端的竞争烈度增强伴随着需求端规模的扩容，行业整体保持激烈的增量竞争态势。

行业优质供给增加，产品矩阵的丰富叠加产品力的提升，刺激消费者需求增长。2023 年工信部全年发布《车辆生产企业及产品公告》共 12 批次，全年共计公示品牌 179 家，刨除重复申请公告车型外，全年车型总数 545 款，新车数同比增长 20%。进入 2024 年，已有超 20 家车企上市 30+款新车型。

行业总盘角度来看，市面上可供选择的新能源车型继续保持快速增长，行业主要玩家规划的车型矩阵正在逐步完善。据《晚点》不完全统计，中国市场上确定及拟定在 2024 年上市的新能源车型数量有 106 款，创下历年之最。新车几乎全覆盖了乘用车各细分市场，这也是车企供应端新能源车型产品矩阵日益丰富的体现。已发布车型中，纯电和插混均有“爆款”产生，带动细分领域消费者关注度及其订单转化率提升，加速取代传统燃油车的地位。

- **纯电：小米 SU7 带动纯电轿车领域热度持续提升。**从 3 月 28 日正式上市，到 4 月 3 日首次交付，小米 SU7 在 4 月、5 月分别完成了 7,058 台和 8,630 台的交付量。目前小米汽车已宣布工厂 6 月开双班，目标单月交付突破万台。伴随产品的热销，小米承诺 2024 年保底交付 10 万台，冲刺交付 12 万台，开启 SU7 的“爆款”征程。

过去两年，受制于电池成本高企和补能配套设施有待完善等因素的影响，插混车型的月销量同比增速表现一直好于纯电车型。而具体车型方面，中国市场的轿车份额呈现出持续下滑的趋势；SUV 车型市场占比则不断攀升，2023 年已占据 38% 的市场空间，势头强劲。但雷军在小米投资者日曾表示，并不认同市场上对于“纯电轿车属于小众市场”的主流观点。我们也认为随着动力电池能量密度的提升、电池布局结构的优化，动力电池对于乘员舱高度的占用减少，车企有能力推出满足消费者在乘坐空间、续航里程等多方面需求的纯电轿车。而我们在调研中也发现，随着“明星产品”小米 SU7 的成功，多款新势力纯电轿车受益于其流量溢出。

- **插混：比亚迪秦 PLUS DMi 为代表的系列荣耀版车型，持续提升性价比，深入燃油车企销量腹地。**2 月 19 日，比亚迪官宣秦 PLUS 和驱逐舰 05 荣耀版车型，随后 10 天内连推 8 款荣耀版车型（图表 17）。其中秦 PLUS DMi 荣耀版起售价进一步下探至 7.98 万元，聚焦于性价比，首次吹响“电比油低”的号角。秦 PLUS DMi 荣耀版起售价下调 1 万元后，长驱直入的是燃油车企的“大本营”。随后诸多跟进动作的自主品牌新能源车，也为新能源车加速取代燃油车份额的势力添砖加瓦。

从现实情况出发，我们认为二季度持续高强度降价的可能性和空间均较为有限，车企将绕开价格战的囚徒困境陷阱，回归促销战。诚然，2024 年一季度中国新能源车市场的降价潮相对较强，许多车型的价格竞争形式演变为直接突破原有价格的下限，以降低购车门槛。乘联会统计 3 月降价车型达到 37 款，其中以自主品牌与新势力为降价主力。

与新能源车相比，燃油车产品更新换代相对较慢，产品智能化程度不高，更多依赖于优惠的价格来持续吸引客户。新能源车成本下探、“电比油低”的趋势，势必将给燃油车厂商带来巨大压力。但由于目前燃油车的促销已经达到一定底线，而许多车企也在业绩会等公开渠道中表达出诸多行动的落脚点都依然是销量增长。到目前为止，车企端在老车型降价以及新车型价格冲击的手牌基本已打完，二季度持续高强度降价的可能性和空间均较为有限。

据乘联会统计，2024 年新能源车的促销幅度在 4 月达到 12.8% 的高位后，5 月份回落至 9.7%（图表 18），逐渐向 2023 年 9 月后的正常促销水平回归。我们预计随着 5 月份降价潮的减少，前文提及的优质新车供给增加情况下，降价后的新车供给到位，新能源车企的内卷式降价态势有所缓和，市场将逐步重回促销增量的常态化竞争局面，不会重新陷入 2023 年上半年的囚徒困境中。价格竞争依然持续，但预期车企将通过供应链管理、技术降本等手段扩大降本潜力，辅以配置调整、定位下探、权益优惠等灵活的销售策略提振销量。

一方面，随着新能源车渗透率的快速提升，新能源车的市场规模不断扩大。规模提升意味着固定资产和人员成本摊销的边际成本随之降低，成本优势应运而生。另外，上游动力电池原材料成本的下行也为车企向消费者让利的行为提供了一定的空间。另一方面，在新技术取代旧技术的演进过程中，包括车企本身和上游供应链的技术迭代也将扩大整车产品的降价潜力。

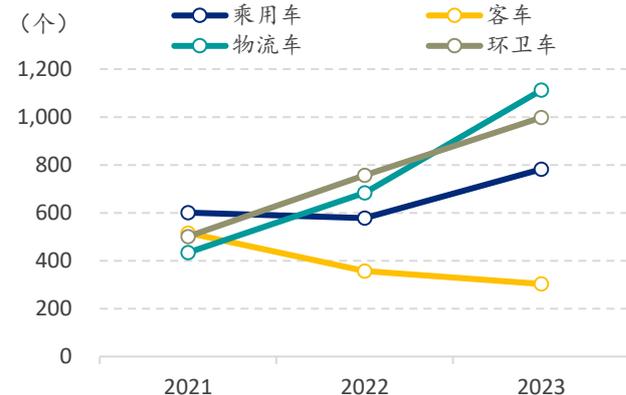
况且乘联会关于消费者对于价格战的态度调查显示，受访者中仅有 19.4% 认为价格战会刺激其购买决定。价格战对短期的销量促进的实际作用并不明显，反而在价格不稳定的情境之下，大部分消费者的观望情绪会异常浓重。而长期来看，消费观望最终会落实为现实的购买力，目前车企更大的重点是对消费者感知的捕捉和对用户体验感“查漏补缺”。

图表 13：中国新能源汽车新车公告数量变化



资料来源：电车汇、盖世汽车、浦银国际

图表 14：近三年新能源汽车新车公告数量



资料来源：电车汇、盖世汽车、浦银国际

图表 15：覆盖新势力车企 2024 年新增车型及计划（含改款）

车企	发布时间	新增车型安排	交付计划
蔚来	2024-02	<ul style="list-style-type: none"> NT2.0 平台现有车型换代：全系推出 2024 款，变动主要集中于智能化，进一步升级现有车型的智能硬件配置 	3 月开始交付
	2024-05	<ul style="list-style-type: none"> 乐道 L60：第二品牌乐道汽车发布，旗下首款车型 L60 同步亮相并开启预售，主打 25 万元级别家用纯电 SUV 市场 	9 月正式上市交付
小鹏	2024-01	<ul style="list-style-type: none"> X9：SEPA2.0 扶摇架构下的旗舰车型，定位超智驾大七座 MPV 	1 月开始交付
	2024-03	<ul style="list-style-type: none"> P7i 702 Max 鹏翼版：基于 702km 长续航版车型打造而来，针对外观和内饰均有不同程度的升级 	3 月开始交付
	2024-06	<ul style="list-style-type: none"> MONA：首款车型定位紧凑型纯电轿车，主打 AI 智驾的产品属性，售价在 15 万元左右 	三季度上市交付
	4Q24	<ul style="list-style-type: none"> F57：B 级轿车，定位 20-30 万价位区间的中大型纯电轿车 	/
理想	2024-03	<ul style="list-style-type: none"> MEGA：家庭科技旗舰 MPV，品牌首款 5C 高压纯电车型 	3 月开始交付
	2024-03	<ul style="list-style-type: none"> 2024 款 L9/8/7：对 L 系列车型进行配置的更新，为家庭用户打造 30 万元以上首选 SUV 	3 月开始交付
	2024-04	<ul style="list-style-type: none"> L6：家庭五座豪华中大型 SUV，提供 Pro 和 Max 两个版本 	4 月开始交付
零跑	2024-03	<ul style="list-style-type: none"> C10：首款全球化车型，LEAP3.0 代表产品，致力于为年轻消费者提供高品质、高性价比的智能电动 SUV 	3 月开始交付
	2024-03	<ul style="list-style-type: none"> 2024 款 C11/C01/T03：全家桶系列改款 	3 月开始交付
	2024-04	<ul style="list-style-type: none"> C16：全球首创 MPSUV，零跑旗下首款全场景多用途的中大型六座 SUV 车型，满配最高价不超过 20 万元 	6 月上市交付

资料来源：公开资料、浦银国际

图表 16：小米汽车 SU7 与竞品车型配置比较

	小米汽车 SU7	特斯拉 Model 3	小鹏 P7i	蔚来 ET5T	比亚迪 汉 EV	智界 S7
上市时间	2024-03	2023-09	2023-11	2024-02	2024-02	2023-11
厂商指导价 (人民币万元)	21.59-29.99	23.19-33.59	22.39-28.99	29.80-35.60	17.98-29.98	24.98-34.98
车身参数						
长 (mm)	4,997	4,720	4,888	4,790	4,995	4,971
宽 (mm)	1,963	1,848	1,896	1,960	1,910	1,963
高 (mm)	1,455	1,442	1,450	1,499	1,495	1,477
轴距 (mm)	3,000	2,875	2,998	2,888	2,920	2,950
风阻系数 (Cd)	0.195	0.22	0.24	0.25	0.233	0.203
性能参数						
最高车速 (km/h)	210	200	200	200	185	210
百公里加速时间	5.3s	6.1s	6.4s	4.0s	7.9	5.4s
最大扭矩 (N·m)	400	340	440	700	310	-
最大功率 (kW)	220 (299Ps)	194 (264Ps)	203 (276Ps)	360 (490Ps)	150 (204Ps)	215 (292Ps)
电池容量 (kWh)	73.6	60	64	75	60.48	62
百公里耗电量	15.9 kWh	-	13.6 kWh	16.2 kWh	13.2	12.4 kWh
纯电续航里程	CLTC: 700	CLTC: 606	CLTC: 550	CLTC: 530	CLTC: 506	CLTC: 550
智能硬件						
智能座舱芯片	高通 8295	AMD Ryzen	高通 8155	高通 8295	比亚迪 D100	华为麒麟
智能驾驶芯片	英伟达 Orin-N	特斯拉 FSD	英伟达 Orin-X	英伟达 Orin-X	-	华为 MDC 610
智驾芯片算力	84 TOPS	720 TOPS	254 TOPS	1016 TOPS	-	200 TOPS
车载智能系统	HyperOS	-	Xmart OS	Banyan 榕	DiLink	HarmonyOS
辅助驾驶操作系统	Xiaomi Pilot	Autopilot	XPILOT	NIO Aquila	DiPilot	HUAWEI ADS
车外摄像头数	11	7	11	11	6	10
毫米波雷达数	1	-	5	5	3	3
激光雷达数	0	-	0	1	0	0
参考图						

注：上表中的基本参数均采用对应车型中最低售价版本，即入门版本的参数信息（如有区别）；上市时间为最新改款（如有）发布时间

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

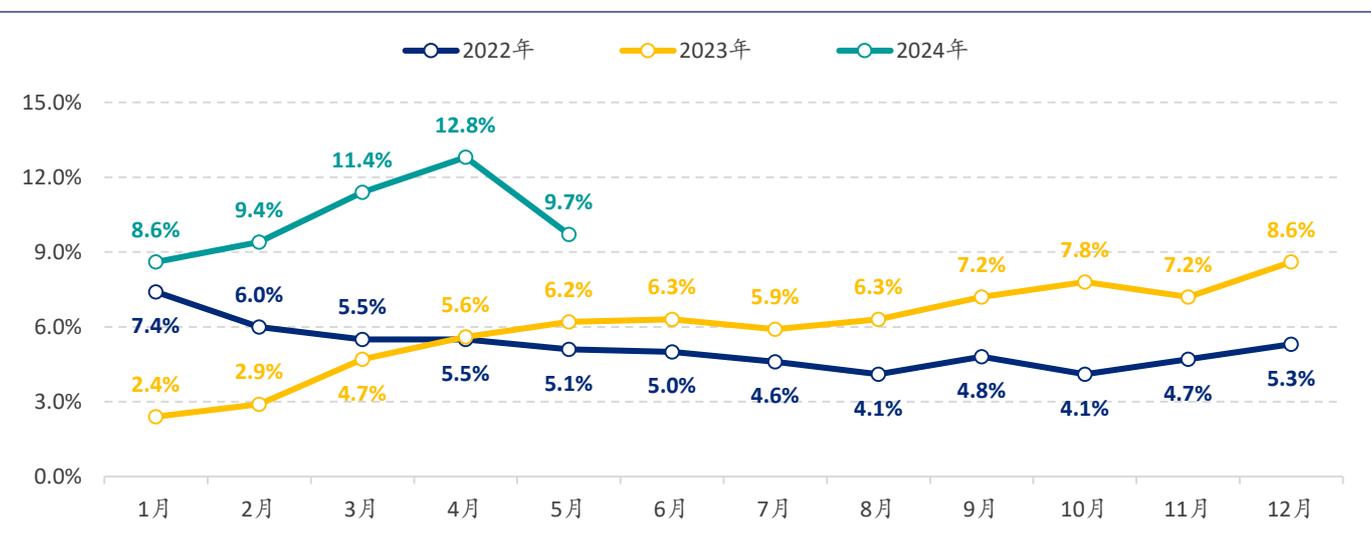
图表 17：比亚迪主力车型荣耀版配置一览

车型	海鸥	秦 PLUS DMi	驱逐舰 05	海豚	宋 Pro DMi	宋 PLUS DMi	汉 EV
动力类型	纯电	插混	插混	纯电	插混	插混	纯电
车型定位	小型车	紧凑型车	紧凑型车	小型车	紧凑型 SUV	紧凑型 SUV	中大型车
基本参数							
官方指导价 (人民币万元)	6.98-8.58	7.98-12.58	7.98-12.88	9.98-12.98	10.98-13.98	12.98-16.98	17.98-24.98
轴距 (mm)	2,500	2,718	2,718	2,700	2,712	2,765	2,920
最大扭矩 (N·m)	135	316	316	180	325	325	310
百公里加速时间	/	7.9s	7.9s	/	8.3s	8.2s	7.9s
电池容量 (kWh)	30.08	8.32	8.3	32.26	12.9	12.9	60.48
百公里耗电量	9.6kWh	11.7kWh	11.4kWh	11.1kWh	13.8kWh	13.8kWh	13.2kWh
百公里油耗 (L)	/	WTLC: 2.17	WTLC: 2.17 NEDC: 3.8	/	WTLC: 5.3	WTLC: 5.4 NEDC: 4.5	/
综合工况 纯电续航里程 (km)	CLTC: 305	NEDC: 55 WLTC: 46	NEDC: 55 WLTC: 46	CLTC: 302	NEDC: 71 WLTC: 59	NEDC: 71 WLTC: 55	CLTC: 506
参考图							

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、新出行、浦银国际

图表 18：中国新能源乘用车月度综合促销幅度变化走势



资料来源：崔东树公众号、乘联会、浦银国际

车企积极寻求新突破，自主化和智能化仍是重点

自主化：对内进一步抢占合资车企原有份额；对外加速出海成为新亮点。在当下中国新能源车市场激烈的竞争环境之中，自主品牌乘用车的国内销量仍存份额增长空间，抢占外资/合资厂商的份额是中国自主品牌的必经之路。今年4月，比亚迪的国内份额已突破40%。

向外寻求新的突破也是中国车企的破局解法之一。中国新能源乘用车出口销量的提升趋势依然明显，4月出口11.5万辆，同比增长26%（图表21）。中国新能源车在技术水平和产品竞争力上，特别是智能驾驶相关的探索方面仍领先于海外的大部分传统车企，海外市场的突破有望为车企带来新的销量贡献和盈利来源。自主车企和新势力都在寻求加速出海，积极探索本地化适应性开发，反向合资、技术合作成出海新模式。

- **反向合资：**零跑与Stellantis成立的合资公司零跑国际已于5月宣布完成所有必要性审批，正式成立并开启运营，计划2024年底前，依托Stellantis在欧洲的经销商网络，将零跑的海外销售网点拓展至200家，实践中国车企反向合资的出海新模式。
- **技术合作：**小鹏4月公告与大众汽车集团加深合作，签订电子电气架构技术战略合作框架协议，这表明小鹏在技术方面再次完成了先进性验证。长期而言，小鹏在海外看到了技术变现更大的想象空间（图表23）。

值得注意的是，虽然眼下欧盟有意向中国新能源车企增加关税，或带来短期需求波动，但当前众多国家都制定了明确的新能源车发展规划，短期波动难改新能源车的长期发展趋势。此外，中国新能源车产品的技术领先性及成本优势、地缘政治背景下对独联体国家市场空白的填补、南美等地区市场开拓及需求恢复，也将降低欧洲市场的变化带来的影响。

智能化：智能驾驶已成为车企新一轮竞争的重要筹码。在技术进步与用户心智逐步构建的共同驱动下，中国乘用车智能驾驶发展迅速，已然进入新篇章。在中国新能源车市场行业增长势头与价格竞争扰动并存的共识之下，能够体现产品竞争力和核心技术优势的智能驾驶相关功能，开始成为车企争相加码投入的方向乃至营销宣传的重点，车企间力图形成差异化的竞争优势。从去年11月的[广州车展](#)，到今年4月的[北京车展](#)，我们都能够明显感受到智能化是中国新能源汽车自主品牌的主流趋势之一。

行业层面，L2级及以上的智能辅助驾驶装车率提升显著。根据高工智能汽车，2024年1-4月，中国市场前装标配L2级及以上ADAS功能的乘用车共交付237.47万辆，同比增长38%，前装搭载率提升至43.49%。根据乘联会联合科瑞咨询发布的数据，2024年1-2月中国新能源乘用车L2级及以上的ADAS功能装车率达到62.5%，同比大幅提升16.5个百分点（图表24），且高价车型装车率表现明显高于低价车型，符合高阶辅助驾驶整套方案硬件成本仍较高的行业认识。但随着技术的进步，智能驾驶也在持续推进降本，包括规模扩大带来的硬件制造成本下降等，都有望推动渗透率进一步提升。

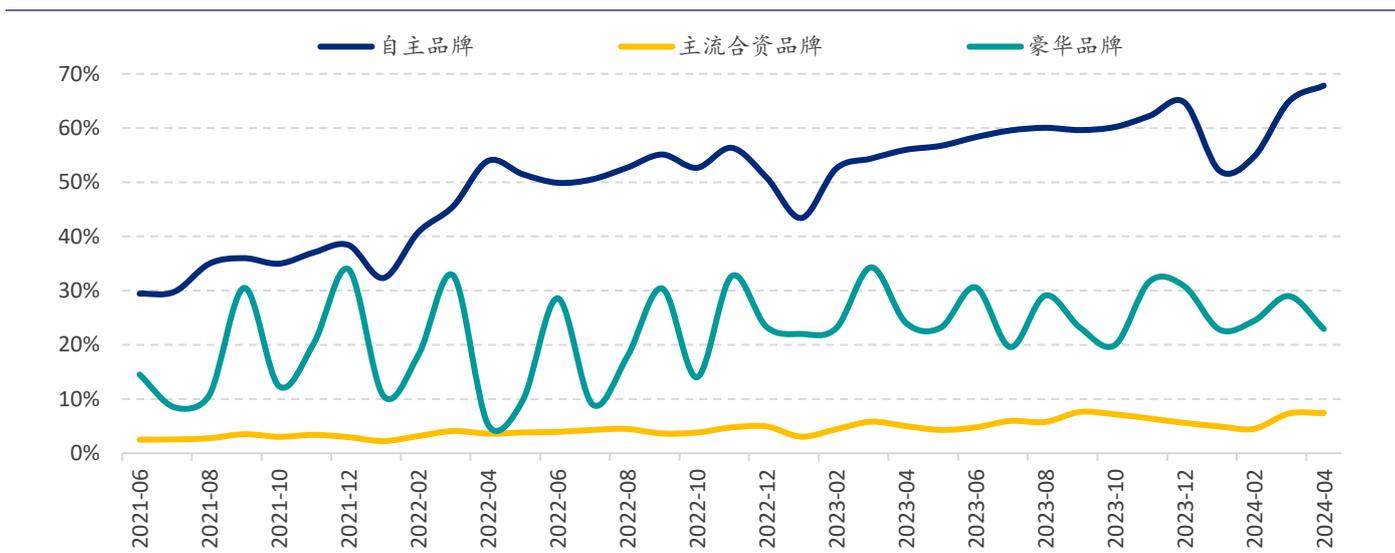
部分车企智驾版车型的销售占比也在逐渐爬升，以小米 SU7 的用户画像为例，官方 SU7 Max 的车型占比达到 43.17%。目前，以新势力为代表的新能源车企，也在加速实现高阶智驾主销价格段的向下渗透，如小鹏即将发布的 MONA 首款车型，定位全球 AI 智驾汽车普及者，将智驾功能下沉，身体力行“技术平权”。而更多高阶智驾功能车型的涌现和智能化硬件配置向更低价格段车型的渗透，也是中国新能源车市场优质供给增加的表现。

车企层面，智驾功能体验越来越成为用户购车的核心考量要素之一，驱动车企加速布局智驾相关业务。多家机构将 2023 年定义为城市 NOA 元年，而今车企继续积极推进城市 NOA 功能（图表 26），进展更新较快：小鹏 XNGP 城区智驾已完成 100%无图化，智驾可用范围里程翻倍，4 月以来，XNGP 城区智驾月度活跃用户渗透率达 82%；华为 ADS 2.0 无图智驾功能实现“全国都能开、有路就能开、越开越好开”，无图智驾功能在问界 M9 率先上车；蔚来全域领航辅助 NOP+城区路线全量推送，覆盖 726 座城市，用户规模超 23 万。

另外，相较于高速 NOA，城市应用场景的智能驾驶需要面对更加复杂的路况环境，对感知方案的要求更高，传统的高精地图受限于更新频率低、采集成本高，无法满足城市智驾处理复杂路况的及时响应需求，导致许多车企开始转向不依赖于高精地图的无图 NOA 方案。而今城市智驾无图 NOA 功能开拓方面，则以小鹏和华为系的鸿蒙智行较为领先（图表 27）。

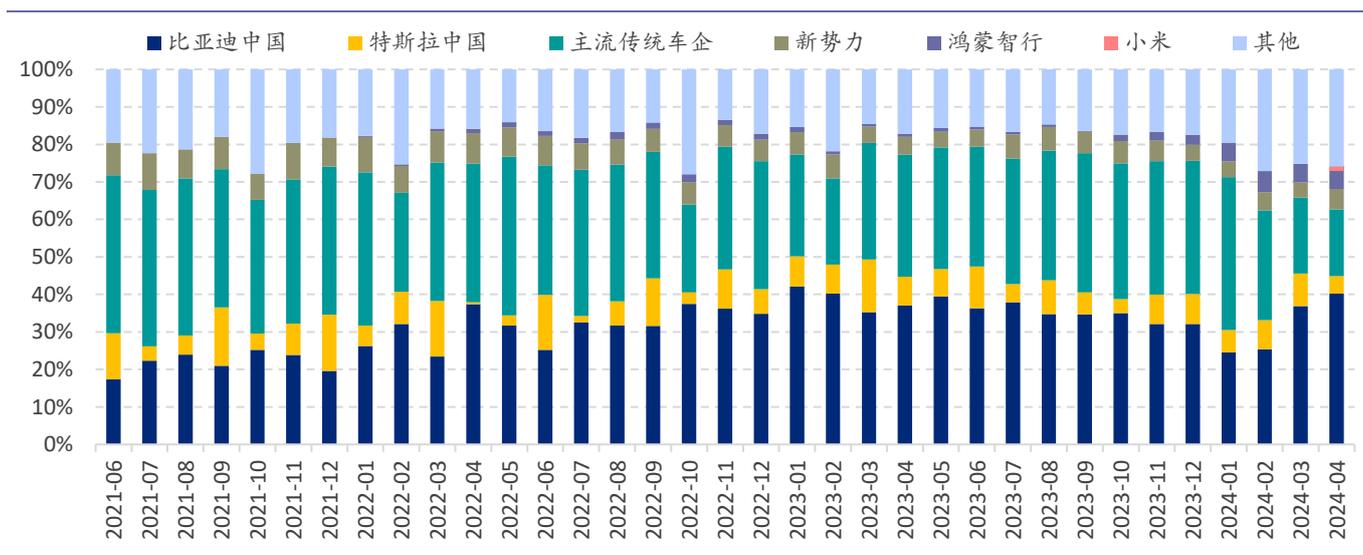
政策层面，智能网联汽车准入和上路通行试点正在有序开展，有望加速自动驾驶产业化进程。虽然基于当前技术发展的阶段和法规要求，L2 级别的智能驾驶是各车企竞逐的核心战场，但是部分定义为 L2+级的车型其实已经配备 L3 相关功能。而工信部等四部门有序开展的智能网联汽车准入和上路通行试点，有望推动中国智能网联新能源汽车产业高质量发展。

图表 19：中国新能源乘用车零售渗透率（分品牌类型）



资料来源：乘联会、Wind、浦银国际

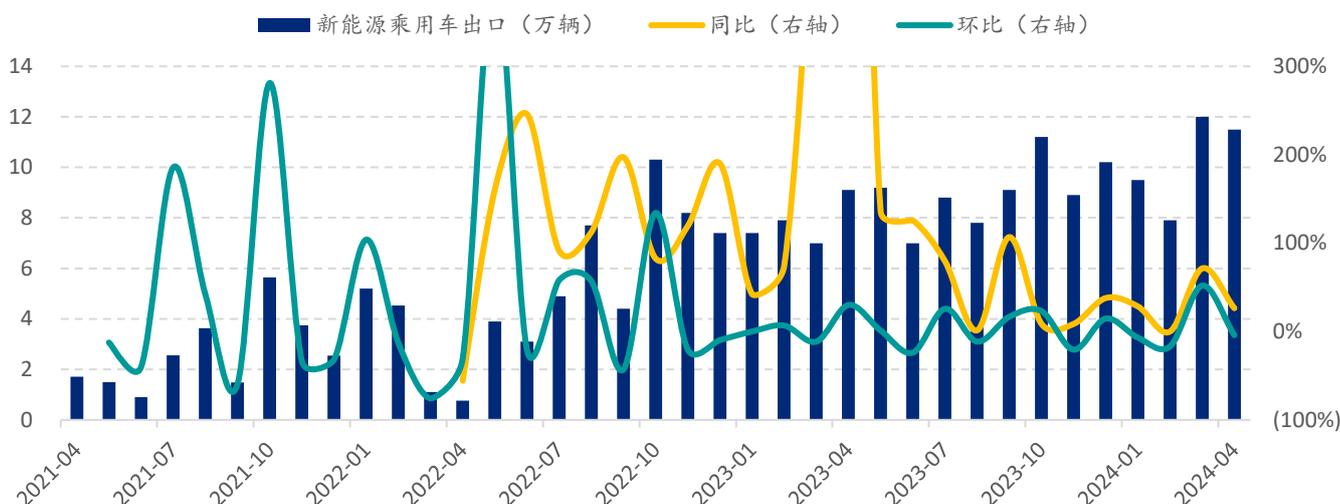
图表 20：中国新能源乘用车月度销量份额按照不同参与者拆分



注：新势力包含蔚来、小鹏、理想、零跑、哪吒5家车企；鸿蒙智行包括目前已上市交付的问界、智界；

资料来源：乘联会、Wind、公开资料、浦银国际

图表 21: 中国新能源乘用车出口量: 4月出口 11.5 万辆, 同比增长 26%, 环比下降 4%



资料来源: 乘联会、浦银国际

图表 22: 覆盖新能源车企出海计划及现状

车企	出海现状及战略
蔚来	<ul style="list-style-type: none"> 2023年6月, 蔚来宣布 ET5 旅行版将于 6 月 15 日全球同步上市。 2024年6月, 蔚来在业绩会上表示会在今年晚些时候, 于中东市场正式开始提供产品和服务, 相关准备工作都在进展中。而对于欧洲关税相关的情况, 公司将会根据具体情况再做调整和决定。
小鹏	<ul style="list-style-type: none"> 2023年9月, 2024款 G9 开启国际版的欧洲四国(挪威、瑞典、荷兰、丹麦)交付。 2024年2月, 与阿联酋、埃及等的经销商集团达成战略合作, G6、G9 将于 Q3 在阿联酋上市销售; P7、G9 将于 Q2 在约旦、黎巴嫩交付, 将于 Q3 在埃及交付。 2024年3月, 与泰国经销商集团 Neo Mobility Asia 建立长期战略合作伙伴关系, 正式进军东盟市场。 2024年4月, 宣布正式进军港澳市场, 重点车型包括 G9、X9、G6 及 P7i 等。
理想	<ul style="list-style-type: none"> 2023年8月和11月, 公司均在业绩会上表示, 在2025年之前会聚焦国内, 集中资源实现在中国市场的销量目标, 在获得一定份额之后才会考虑出海。 2024年2月, 公司表示, 考虑到公司通过平行出口的方式在海外形成了一定销量, 为满足用户对售后服务的需求, 出海时间相对提前。今年会进入中亚和中东, 建立自己的售后服务体系, 计划 Q4 真正开始到海外运营。5月, 公司在业绩会上表示中东和中亚的建设现在正在进行。
比亚迪	<ul style="list-style-type: none"> 2023年, 比亚迪正在全球大规模扩张, 已进入挪威、新加坡、巴西、德国、泰国、越南、哥伦比亚、日本等市场, 在东南亚市场表现亮眼。 2024年1月, 比亚迪第一艘汽车船“BYD EXPLORER NO.1”, 装载比亚迪新能源车 3,874 台, 开启欧洲首航之行。当月, 比亚迪乌兹别克斯坦工厂正式投产。 2024年下半年到2026年, 比亚迪的海外产能将开始爬坡, 初期阶段总产能为 70-80 万辆。
零跑	<ul style="list-style-type: none"> 2023年9月, 零跑首款全球车型 C10 于慕尼黑车展亮相。 2023年10月, 零跑公告与 Stellantis 集团形成战略合作, 依托 Stellantis 集团在全球其它市场的成熟商业布局, 大力提升零跑汽车在当地市场的销量, 首先从欧洲市场开始。 2024年5月, Stellantis 集团和零跑汽车宣布合资公司已完成所有必要性审批, 正式成立并开启运营。合资公司零跑国际将于今年9月起在法国、意大利、德国等欧洲 9 国率先推出相关车型, 计划 2024 年底将欧洲销售网络拓展至 200 家; 2025/26 年将达到 500 家。

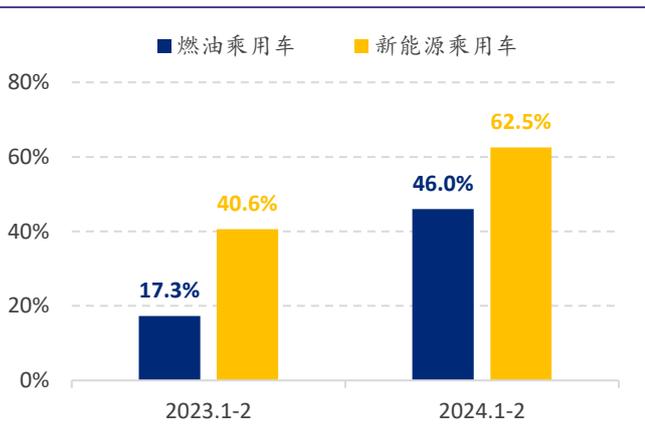
资料来源: 公开资料、浦银国际整理

图表 23: 小鹏汽车与大众集团的技术合作逐步深入

公布时间	合作内容	具体细节
2023-07	建立长期战略合作关系，基于 G9 共同开发两款 B 级电动车型	大众以每股 (ADS) 15 美元的价格入股小鹏，合计约 7 亿美元，占小鹏流通股比例的 4.99%，已于 2023 年 12 月完成交割。 双方建立长期战略合作关系，基于小鹏 G9 的平台以及自动驾驶软件能力，联合开发两款面向中国市场的 B 级纯电车型。两款车将使用大众品牌，预计 2026 年投产。
2024-03	签订平台与软件战略合作联合开发协议，并订立联合采购计划	小鹏与大众签订技术合作协议，聚焦双方共同开发的两款大众品牌 B 级车（其中首款产品为 SUV 车型），将加速两款车型联合研发。另外，也为双方更广泛、深入的战略合作奠定了坚实的基础。 作为联合开发协议的重要组成部分，双方还就车型及平台的共用零部件订立了联合采购计划，希望整合双方规模优势，依托大众世界级的供应链能力，合力降低平台成本，充分发挥战略合作的协同效应，提升共同开发的 B 级纯电车型的产品竞争力。
2024-04	签订电子电气架构技术战略合作框架协议	双方为大众汽车在中国市场的电动车平台联合开发行业领先的电子电气架构，平台将集成小鹏最新一代基于中央计算和域控制器的电子电气架构 EEA3.5。 联合开发的电子电气架构将集成到大众在中国的 CMP 平台上，预计从 2026 年起应用于在中国生产的大众汽车品牌电动车型。

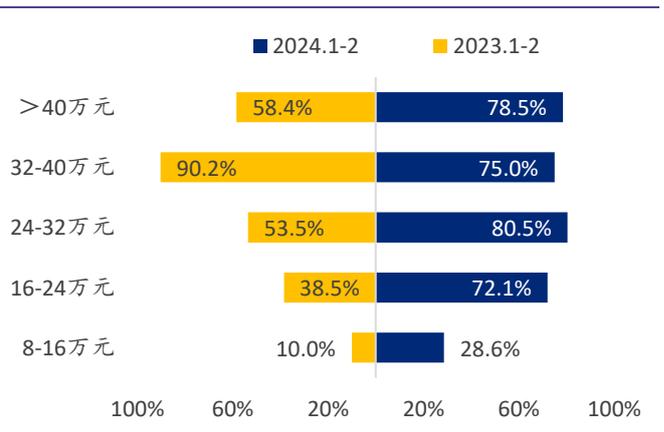
资料来源：公司公告、浦银国际

图表 24: 中国乘用车 L2 级及以上 ADAS 功能装车率变化 (按动力类型划分)



资料来源：乘联会、科瑞咨询、浦银国际

图表 25: 中国新能源乘用车不同车型 L2 级及以上 ADAS 功能装车率变化 (按价格段划分)



资料来源：乘联会、科瑞咨询、浦银国际

图表 26: 新能源车企端积极布局城市领航辅助驾驶功能

品牌	功能名称	智能化代表车型	当前覆盖城市	未来规划	功能详情
蔚来	NOP+	全系车型	726 (99%的地级市和县级市)	2025 年将智驾可用指数提升到 80%，安全指数提升到 10	在城区、高速、换电等多种场景中完成智能驾驶任务，包括但不限于自主调速、选择最优车道、施工绕行等
小鹏	NGP	G6、G9、X9	299	2024 年完成全国所有区域的城市高阶智驾覆盖	自动识别红绿灯通过路况、自动超车、自动限速调节、最优车道选择、上下匝道、变道自动紧急避让等
理想	NOA	L9/8/7/6 MEGA	110+	期待 AD Pro 升级和 AD Pro 3.0	支持自主变道超车、出入匝道、响应信号灯路口通行、出入环岛、避让绕行施工障碍物等
零跑	NAP	C10、C16	/	正在积极筹备中	暂未开通城市 NAP 功能
小米	NOA	SU7	10 (核心区域的主要道路)	2024 年 8 月实现全国主要城市开通	十字路口无保护右转、复杂 T 字路口右转、斑马线礼让行人、借道通行、十字路口无保护左转等
华为	NCA	问界 M9 智界 S7	全国	自动驾驶能力依托多车型矩阵并且随时间推移大幅提升	车道巡航辅助增强、侧向障碍物防碰撞、智能跟随车辆限速、特种车辆模型识别智驾状态岛、代客泊车等
比亚迪	NOA	腾势 N7	1 (深圳)	2024 年内开放全国	自动紧急制动辅助系统、前向碰撞预警系统、自适应巡航、遥控驾驶、遥控泊车功能等

资料来源：公司官网、公司官方微信公众号、公开资料、浦银国际整理

图表 27: 新能源车企当前无图 NOA 进展

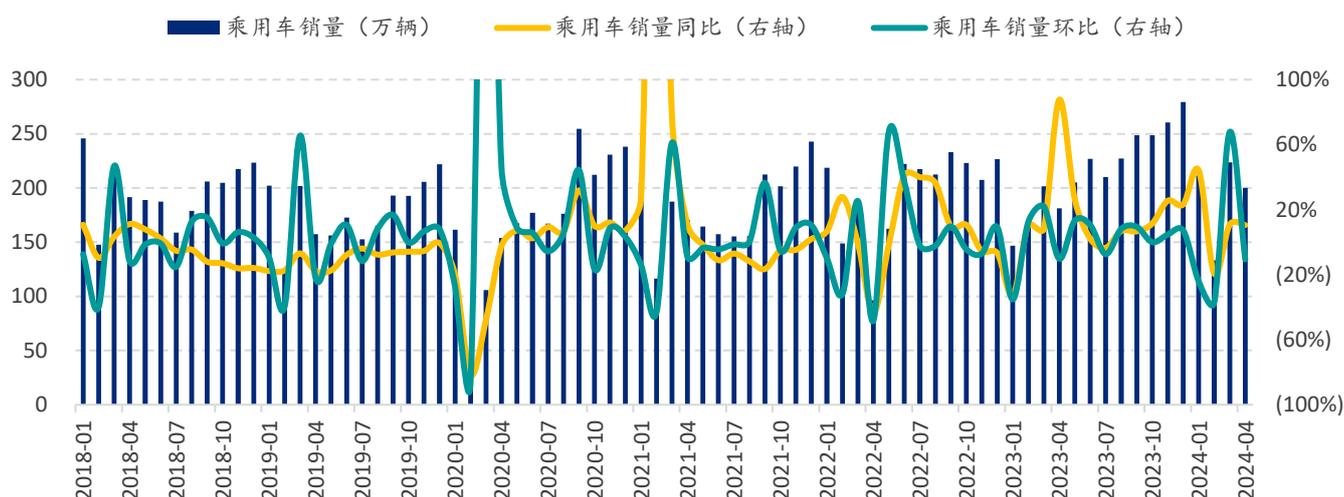
品牌	代表车型	高速 NOA	城市 NOA	不依赖高精地图	无图开放区域	当前进展
小鹏		● 标配	● 标配	✓	支持城区智驾的区域	2024 年 5 月，XNGP 城区智驾已完成 100% 无图化，智驾可用范围里程翻倍。2024 年三季度，将实现全国每条路都能开，全面实现无图。
理想		● 标配	● 标配	✓	部分城市	全国道路通用的无图版城市 NOA 已于 5 月开启千人规模用户公测，预计今年三季度通过 OTA 升级向全量 AD Max 用户推送无图城市 NOA
华为		● 标配	○ 选配	✓	全国	2024 年 3 月，问界全系车型通过 OTA 升级，新增不依赖高精地图的城区智驾领航辅助功能 (City NCA)。
小米		○ 选配	○ 选配	✗	/	采用轻地图方案，在部分复杂场景，会结合先验信息来优化该功能的表现，其余场景可通过车端实时感知和规划来完成。
比亚迪		● 标配	○ 选配	✗	/	2024 年 1 月，通过 OTA 升级向所有选购高阶智驾全享包用户推送高速 NOA；城市 NOA 于 3 月落地，首批开放包括深圳在内的一批主要城市。

资料来源：公司官网、新出行、公开资料、浦银国际整理

汽车行业月度销量

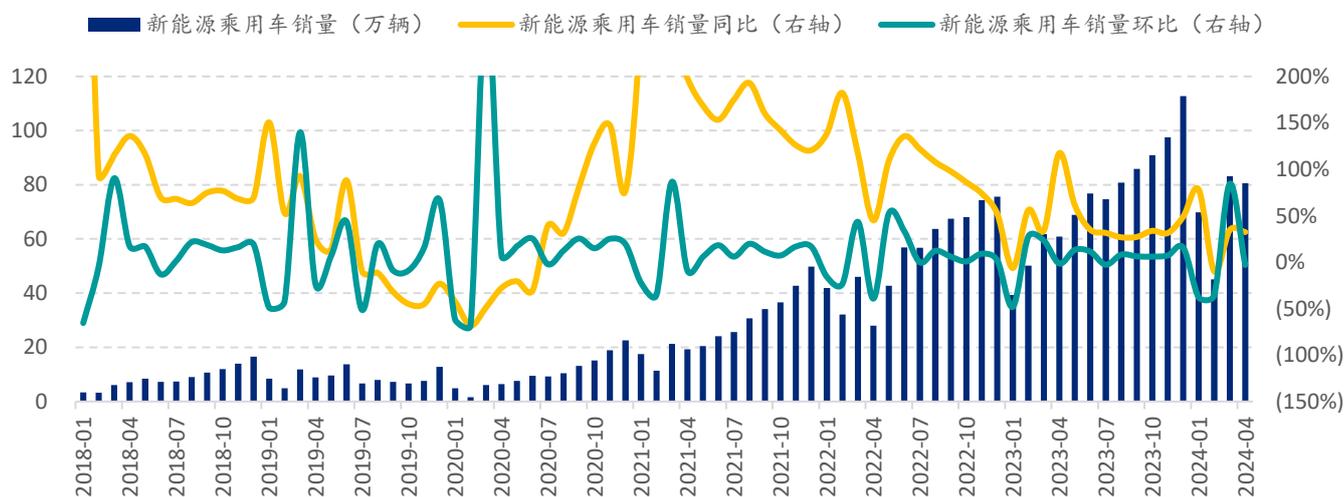
中国乘用车/新能源乘用车月度销量

图表 28：中国乘用车月度销量：4月销量 200.1 万辆，同比增长 11%，环比下降 11%



资料来源：中汽协、Wind、浦银国际

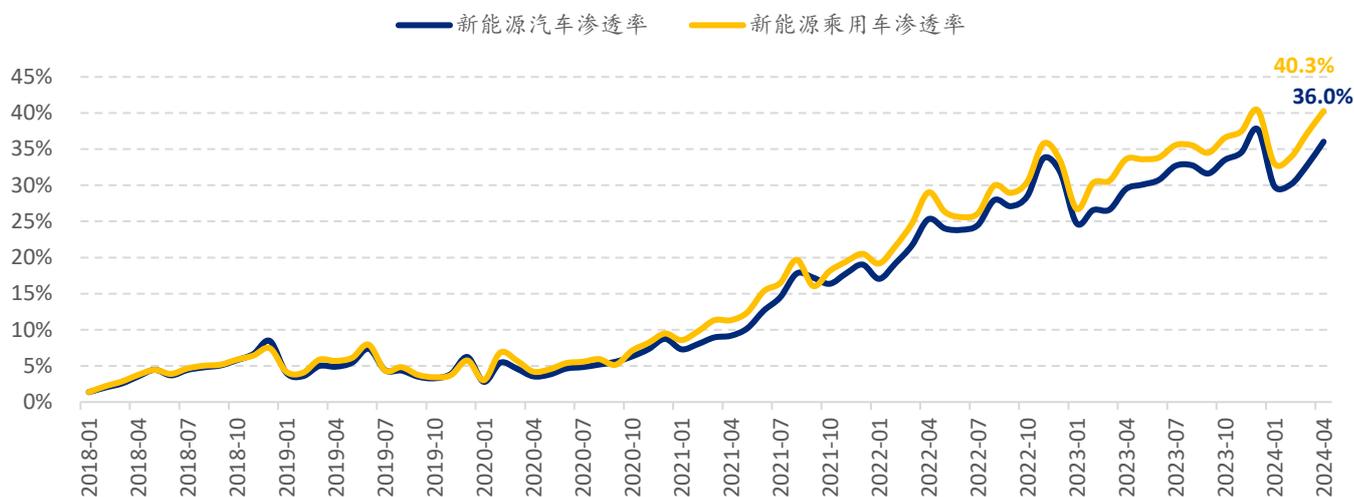
图表 29：中国新能源乘用车月度销量：4月销量 80.6 万辆，同比增长 32%，环比下降 3%



资料来源：中汽协、Wind、浦银国际

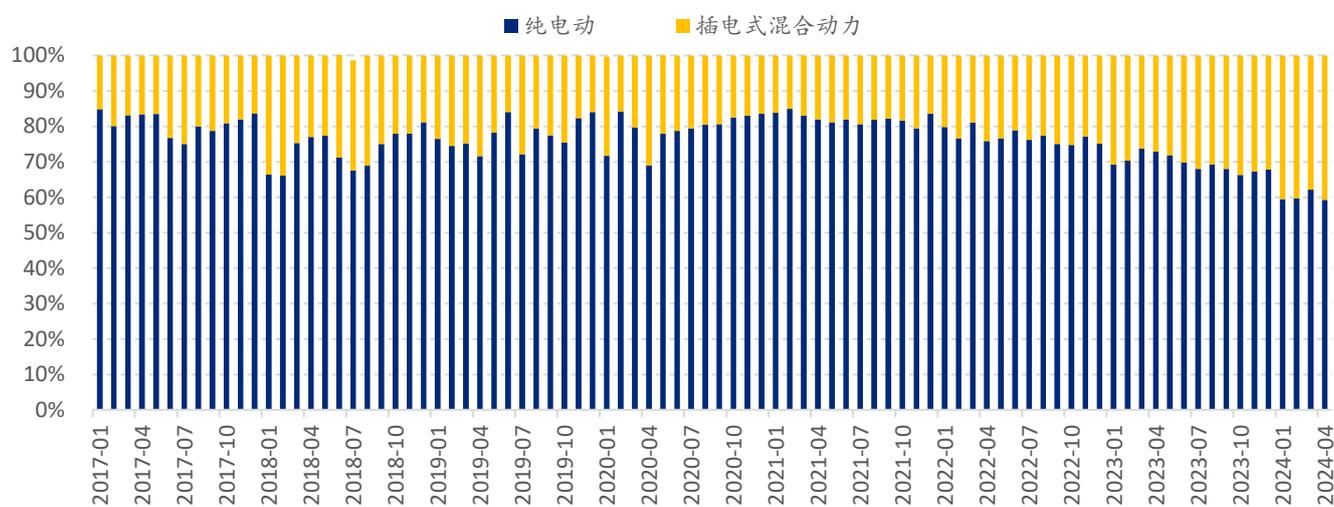
中国新能源汽车渗透率和拆分

图表 30: 中国新能源汽车/乘用车渗透率: 4月新能源汽车渗透率 36.0%, 环比提升 3.3 个百分点



资料来源: 中汽协、Wind、浦银国际

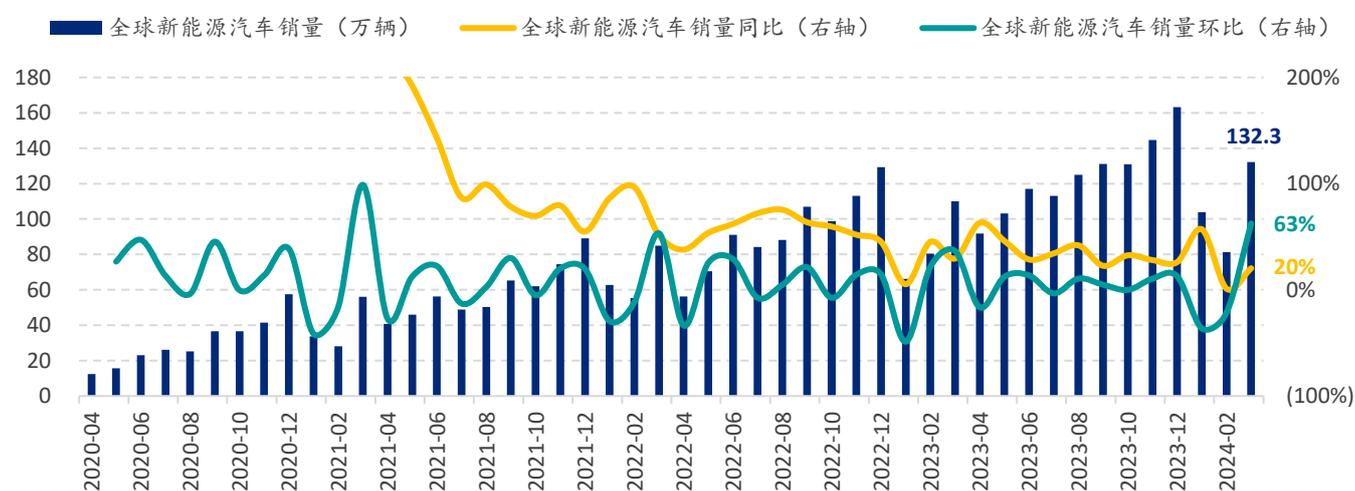
图表 31: 中国新能源汽车品种拆分: 4月纯电动车占比 59.2%, 插电式混合动力汽车占比 40.8%



资料来源: 中汽协、Wind、浦银国际

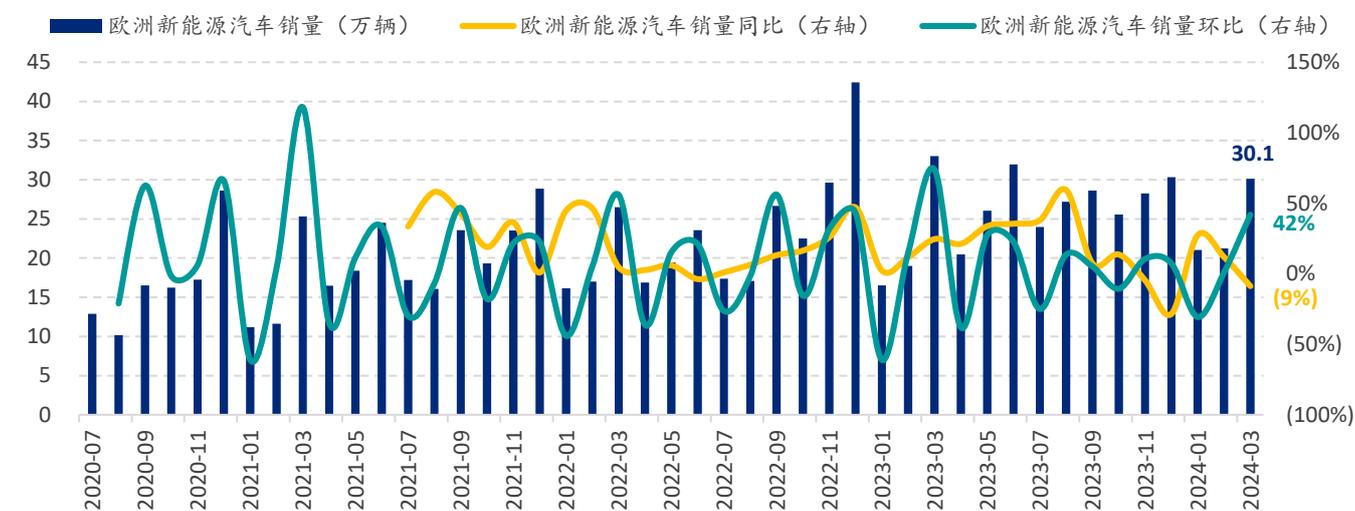
全球新能源汽车月度销量

图表 32: 全球新能源汽车月度销量: 3月销量 132.3 万辆, 同比增长 20%, 环比增长 63%



资料来源: Marklines、Bloomberg、浦银国际

图表 33: 欧洲新能源汽车月度销量: 3月销量 30.1 万辆, 同比下降 9%, 环比增长 42%

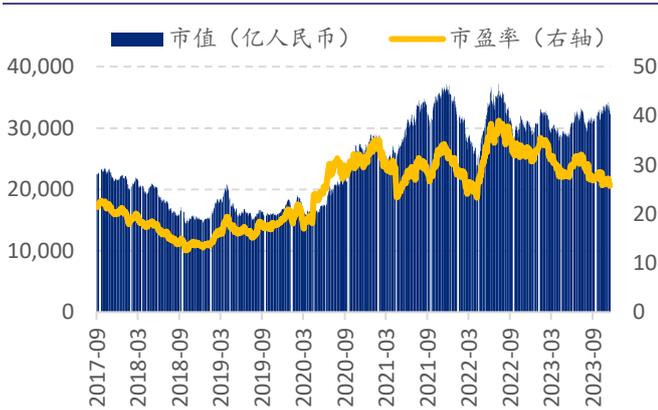


资料来源: Marklines、Bloomberg、浦银国际

汽车行业估值

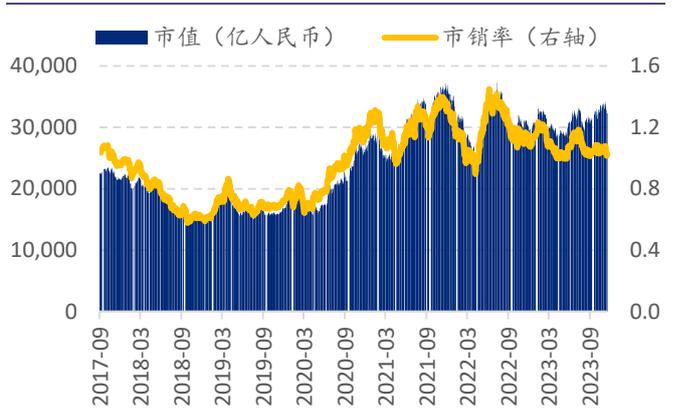
汽车行业指数估值

图表 34: A 股汽车指数市盈率



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 35: A 股汽车指数市销率



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 36: MSCI 世界汽车指数市盈率



资料来源: Bloomberg、浦银国际

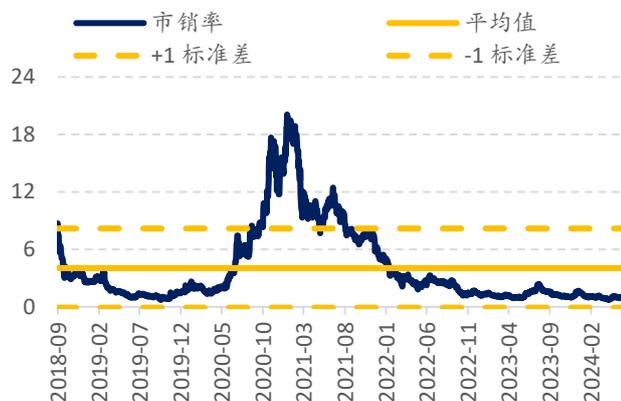
图表 37: MSCI 世界汽车指数市销率



资料来源: Bloomberg、浦银国际

新能源车企估值

图表 38: 蔚来美股市销率: 当前 1.0x vs 历史均值 4.0x 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 40: 理想美股市销率: 当前 0.9x vs 历史均值 3.8x vs 历史均值以下 1 个标准差 1.1x



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 42: 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 39: 小鹏美股市销率: 当前 1.0x vs 历史均值 5.0x 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 41: 零跑市销率: 当前 0.8x vs 历史均值 0.9x vs 历史均值以下 1 个标准差 0.7x



资料来源: Bloomberg、浦银国际

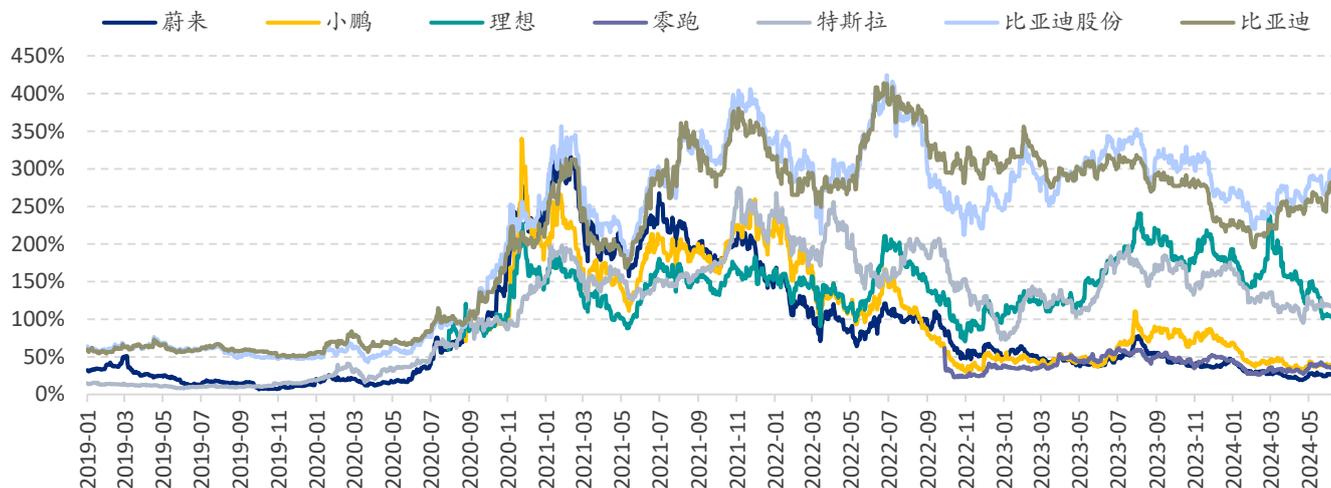
图表 43: 比亚迪市销率: 当前 0.8x vs 历史均值 1.3x vs 历史均值以下 1 个标准差 0.6x



资料来源: Bloomberg、浦银国际

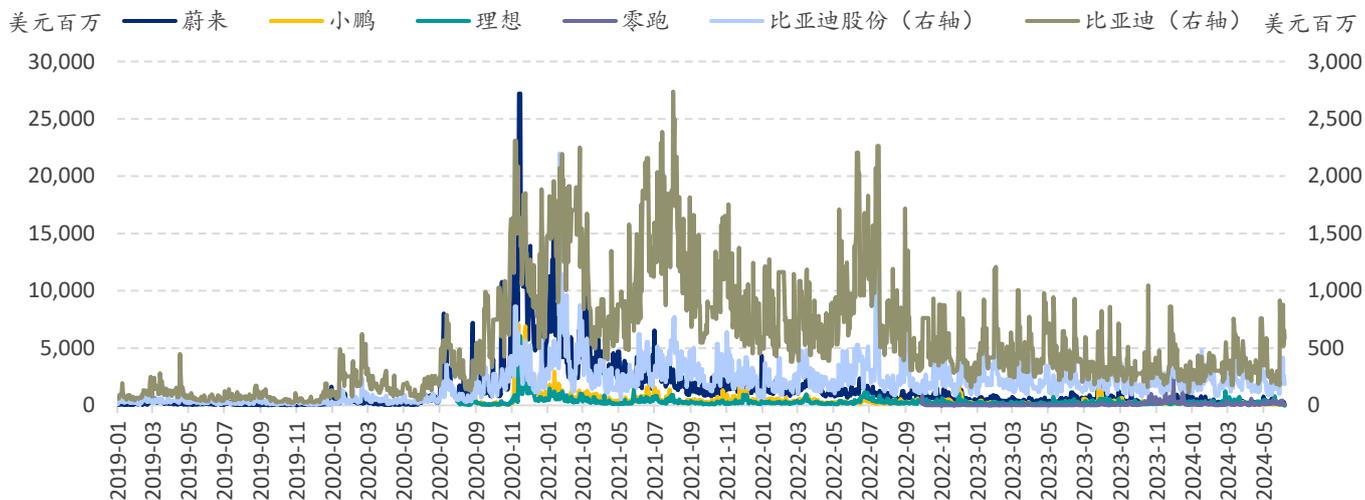
新能源车企股价及成交量

图表 44: 新能源车企股价走势



注：截至 2024 年 6 月 6 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

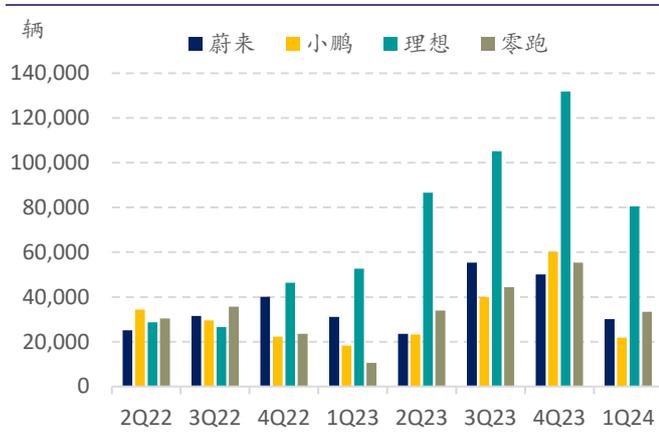
图表 45: 股票交易额比较



注：截至 2024 年 6 月 6 日收盘；
资料来源：Bloomberg、浦银国际

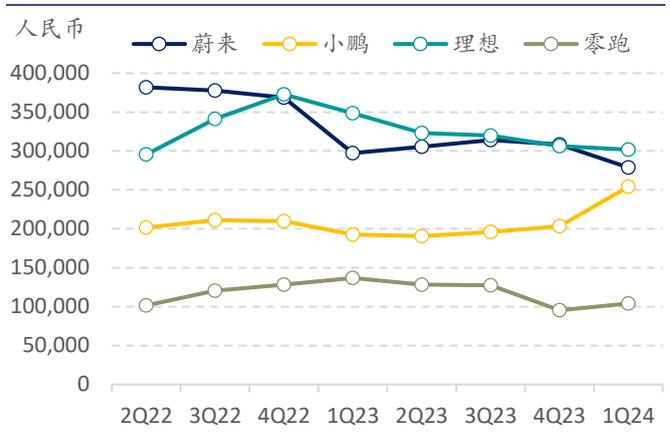
造车新势力横向比较

图表 46: 汽车销量



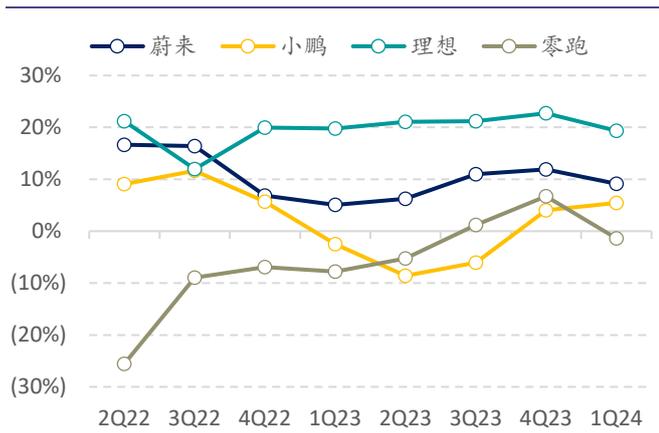
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 47: 汽车均价



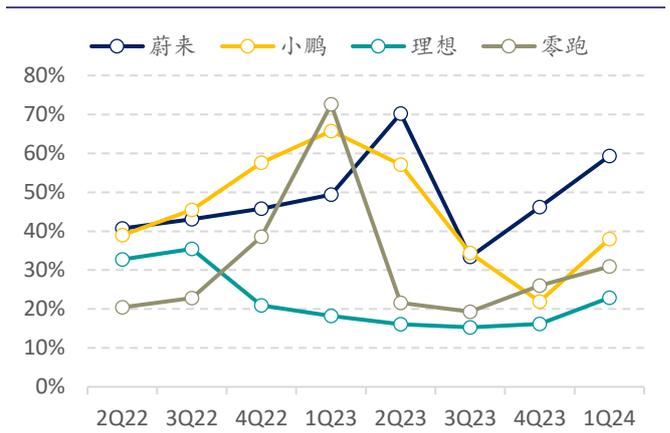
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 48: 汽车板块毛利率



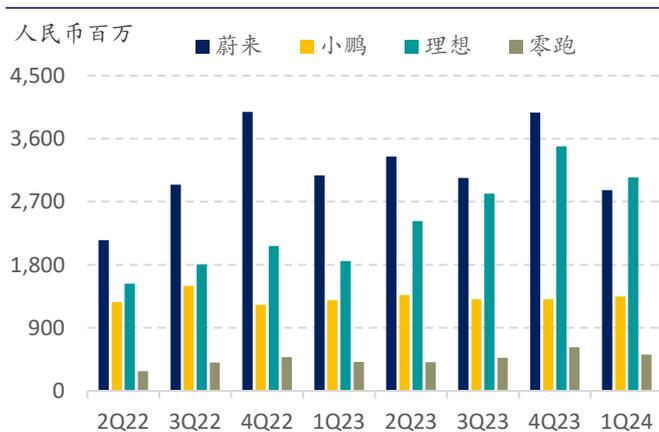
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 49: 营业费用率



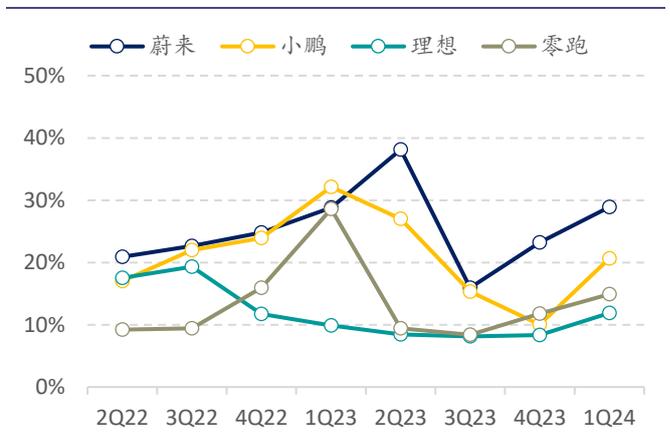
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 50: 研发费用



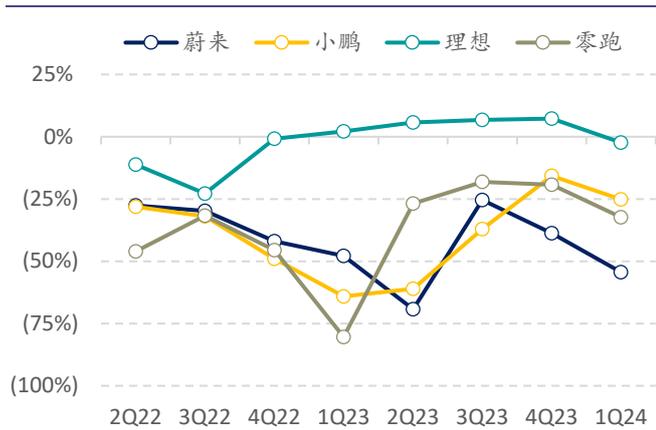
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 51: 研发费用率



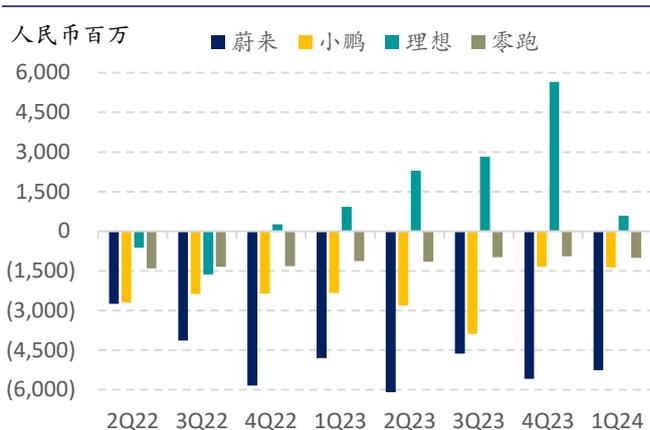
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 52: 营业利润率



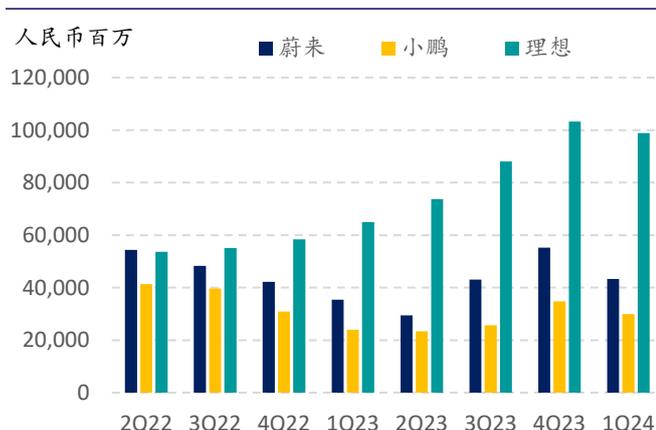
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 53: 净利润



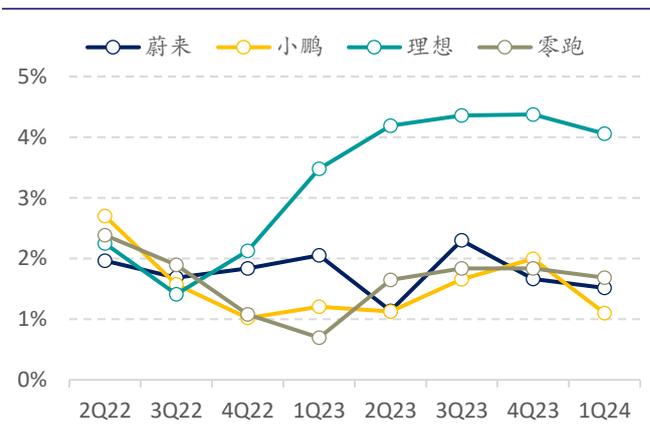
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 54: 现金及现金等价物



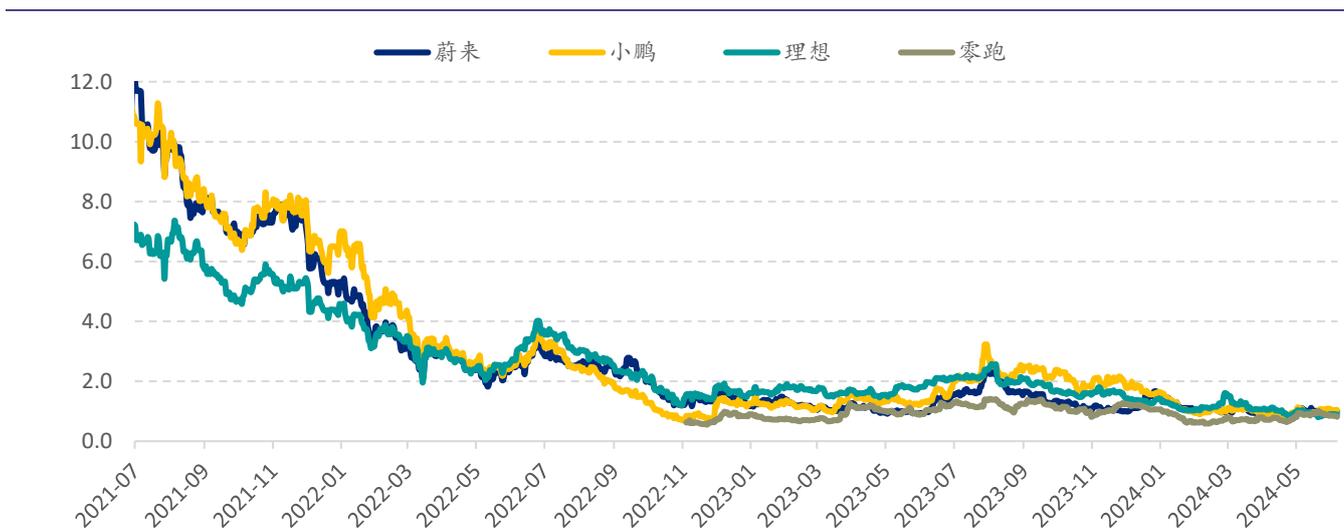
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 55: 中国新能源乘用车份额



资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 56: 市销率估值 (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 57: 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)		
					2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
新能源汽车													
TSLA US Equity	特斯拉	558,109	175.0	(30%)	(20%)	34%	39%	5.6	4.8	4.0	8.2	7.1	6.0
1211 HK Equity	比亚迪 (H)	91,859	233.4	9%	11%	(83%)	20%	0.9	0.7	0.7	3.7	3.0	2.6
002594 CH Equity	比亚迪 (A)	91,859	240.8	22%	21%	(83%)	21%	0.9	0.8	0.7	4.0	3.3	2.7
NIO US Equity	蔚来	10,999	5.3	(42%)	(21%)	(91%)	(53%)	1.2	0.8	0.7	4.7	10	14
9866 HK Equity	蔚来	11,010	41.6	(43%)	(21%)	(91%)	(53%)	1.2	0.8	0.7	4.7	10	14
XPEV US Equity	小鹏	7,889	8.4	(43%)	(48%)	(93%)	(107%)	1.3	0.8	0.7	2.3	2.2	1.8
9868 HK Equity	小鹏	7,924	32.7	(42%)	(48%)	(93%)	(107%)	1.3	0.8	0.7	2.3	2.2	1.9
LI US Equity	理想	21,337	20.1	(46%)	(4%)	(79%)	36%	1.0	0.8	0.6	2.7	2.3	1.9
2015 HK Equity	理想	21,452	79.1	(46%)	(4%)	(79%)	36%	1.0	0.8	0.6	2.7	2.3	1.9
9863 HK Equity	零跑汽车	4,691	28.2	(21%)	(28%)	(96%)	(352%)	1.1	0.6	0.4	3.4	3.0	2.1
RIVN US Equity	RIVIAN	11,396	11.5	(51%)	(19%)	(47%)	(18%)	2.4	1.7	1.1	2.1	2.5	2.5
RIDE US Equity	LORDSTOWN MOTORS	N/A	N/A	(80%)	(30%)	(54%)	(41%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
FFIE US Equity	法拉第未来	234	0.5	(23%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
LCID US Equity	LUCID GROUP	6,437	2.8	(34%)	(19%)	(15%)	(42%)	8.9	3.8	1.9	2.0	2.5	3.7
平均								2.2	1.4	1.1	3.6	4.2	4.7
豪华汽车													
MBG GR Equity	戴姆勒	74,636	65.5	5%	(11%)	14%	9%	0.4	0.4	0.4	0.7	0.7	0.6
BMW GR Equity	宝马	63,463	91.8	(9%)	(12%)	9%	4%	0.4	0.4	0.4	0.6	0.6	0.5
RACE US Equity	法拉利	76,209	422.4	25%	15%	21%	11%	10.7	9.9	9.2	18.9	15.9	13.7
平均								3.8	3.6	3.3	6.7	5.7	5.0
海外品牌汽车													
7203 JP Equity	丰田	331,518	3,218.0	24%	90%	(99%)	3%	1.2	1.1	1.1	1.4	1.2	1.1
VOW GR Equity	大众	66,199	128.2	8%	(2%)	18%	15%	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
F US Equity	福特	48,188	12.1	(1%)	4%	(1%)	2%	0.3	0.3	0.3	1.0	1.0	0.9
GM US Equity	通用	52,025	45.6	27%	24%	3%	0%	0.3	0.3	0.3	0.8	0.6	0.6
7267 JP Equity	本田	56,833	1,668.0	14%	44%	(99%)	6%	0.4	0.4	0.4	0.7	0.6	0.6
005380 KS Equity	现代	N/A	264,000.0	30%	3%	(100%)	4%	0.3	0.3	0.3	0.7	0.6	0.6
平均								0.4	0.4	0.4	0.8	0.7	0.7
国产品牌汽车													
600104 CH Equity	上汽	22,595	14.2	5%	(2%)	(85%)	4%	0.2	0.2	0.2	0.6	0.5	0.5
2333 HK Equity	长城	25,494	12.3	22%	51%	(84%)	12%	0.8	0.7	0.6	1.3	1.1	1.0
2238 HK Equity	广汽集团	10,064	3.3	(10%)	(14%)	(84%)	0%	0.5	0.5	0.4	0.3	0.2	0.2
200625 CH Equity	长安汽车	15,826	3.7	(16%)	(19%)	(82%)	14%	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
平均								0.5	0.5	0.4	0.6	0.6	0.5
动力电池													
300750 CH Equity	宁德时代	124,364	204.1	27%	12%	(83%)	20%	2.1	1.8	1.5	3.8	3.2	2.7
051910 KS Equity	LG化学	N/A	374,500.0	(25%)	11%	(100%)	48%	0.5	0.4	0.3	0.8	0.8	0.7
6752 JP Equity	松下	21,153	1,360.5	(3%)	116%	(100%)	17%	0.4	0.4	0.4	0.8	0.7	0.6
002074 CH Equity	国轩高科	4,856	20.2	(6%)	59%	(80%)	19%	0.9	0.7	0.6	1.4	1.3	1.2
平均								1.0	0.8	0.7	1.7	1.5	1.3
软件公司													
MSFT US Equity	微软	3,151,372	424.0	13%	23%	13%	18%	12.9	11.2	9.8	11.7	9.2	7.1
ORCL US Equity	甲骨文	337,050	122.6	16%	11%	12%	14%	6.3	5.8	5.3	43.0	18.7	11.0
SAP US Equity	SAP	231,880	188.8	22%	(4%)	44%	26%	6.2	5.7	5.0	N/A	N/A	N/A
688111 CH Equity	金山办公	16,970	267.8	(15%)	28%	(82%)	30%	21.6	16.6	13.1	10.9	9.4	8.1
600588 CH Equity	用友	5,012	10.6	(40%)	(800%)	(46%)	84%	3.3	2.8	2.5	3.5	3.4	3.2
268 HK Equity	金蝶	3,806	8.3	(27%)	(89%)	(238%)	118%	4.1	3.5	3.0	3.2	3.1	2.8
平均								9.1	7.6	6.4	14.5	8.8	6.4
功率半导体													
IFX GR Equity	英飞凌	52,432	37.3	(1%)	(30%)	38%	22%	3.2	2.8	2.6	2.6	2.3	2.1
ON US Equity	安森美	32,069	74.5	(11%)	(21%)	19%	23%	4.4	4.1	3.6	3.4	2.9	2.6
600745 CH Equity	闻泰科技	5,020	29.8	(30%)	(9%)	(82%)	10%	0.5	0.5	0.4	0.9	0.8	0.8
688396 CH Equity	华润微电子	6,908	37.8	(15%)	9%	(82%)	(0%)	4.5	3.9	3.7	2.2	2.0	1.9
603290 CH Equity	斯达半导	3,000	88.1	(32%)	17%	(83%)	18%	4.6	3.6	3.0	3.0	2.6	2.2
平均								3.4	3.0	2.7	2.4	2.1	1.9
海外科技公司													
AAPL US Equity	苹果	3,003,487	195.9	2%	9%	9%	5%	7.8	7.3	7.1	43.5	41.1	22.6
GOOG US Equity	谷歌	2,177,761	177.1	26%	27%	14%	12%	7.3	6.7	6.0	6.3	5.1	4.2
AMZN US Equity	亚马逊	1,886,513	181.3	19%	42%	21%	20%	3.0	2.7	2.4	6.9	5.3	4.3
META US Equity	Meta	1,255,887	495.1	40%	41%	14%	13%	7.9	7.0	6.2	6.6	5.2	4.3
NFLX US Equity	奈飞	280,244	650.3	34%	52%	20%	19%	7.2	6.5	5.8	12.1	9.8	8.1
平均								6.6	6.0	5.5	15.1	13.3	8.7
中国科技互联网公司													
700 HK Equity	腾讯	459,637	380.8	30%	27%	(84%)	13%	5.0	4.6	4.2	3.4	2.9	2.5
9988 HK Equity	阿里巴巴	190,985	77.0	2%	18%	(87%)	12%	1.5	1.4	1.3	1.3	1.5	1.3
3690 HK Equity	美团	89,976	112.6	37%	46%	(80%)	30%	2.0	1.7	1.5	3.7	3.0	2.4
1810 HK Equity	小米	57,544	17.7	13%	(6%)	(84%)	20%	1.3	1.1	1.0	2.3	2.1	1.9
002230 CH Equity	科大讯飞	13,418	42.4	(9%)	16%	(80%)	279%	4.1	3.4	2.9	5.4	5.1	4.9
平均								2.8	2.4	2.2	3.2	2.9	2.6

注: E = Bloomberg 一致预测, 截至 2024 年 6 月 6 日;

资料来源: Bloomberg、公司公告、浦银国际

理想汽车 (2015.HK, 买入, 目标价 95.6 港元; LI.US, 买入, 目标价 24.5 美元)

业绩回顾及预测调整

理想汽车 1Q24 业绩:

- 营业收入为人民币 256.34 亿元, 同比增长 36%, 环比下降 39%。汽车销售收入为人民币 242.52 亿元, 同比增长 32%, 环比下降 40%。
- 交付量为 80,400 辆, 同比增长 53%, 环比下降 39%。汽车平均售价人民币 30.2 万元, 同比下降 13%, 环比下降 2%, 主要受到公司价格策略调整和产品结构变化的影响。
- 综合毛利率为 20.6%, 同比微增 0.2 个百分点, 环比下降 2.8 个百分点。汽车销售毛利率为 19.3%, 同比下降 0.4 个百分点, 环比下降 3.4 个百分点, 略不及我们的预期。
- 营业亏损为人民币 5.85 亿元, 同比、环比均由正转负。营业费用率为 22.9%, 同比增长 4.7 个百分点, 环比增长 6.7 个百分点。
- 净利润为人民币 5.93 亿元, 同比下降 36%, 环比下降 90%。净利润表现不及一致预测。

理想汽车 2Q24 经营指引:

- 交付量预计为 10.5 万-11.0 万辆, 指引中位数同比增长 24%, 环比增长 34%。根据指引中位数计算, 6 月交付量 46,693 辆, 同比增长 43%, 环比增长 33%。
- 营业收入区间预计为人民币 299 亿元-314 亿元。指引中位数同比增长 7%, 环比增长 20%, 不及一致预测。

业绩会要点:

- **销量目标:** 公司维持 3 月份调整后的全年销量指引。管理层表示 L6 目前新增订单动能良好, 带动 L9/8/7 系列订单也在持续改善, L 系列销量大概率在 7、8 月份回到 5 万台/月。
- **毛利率目标:** 管理层表示 2Q 将是理想在今年最艰难的一个季度, 二季度汽车销售毛利率约 18%。后续毛利率的改善将很大程度依赖于 L 系列销量爬升带回的规模效应。

- **产品规划:** 纯电系列车型延迟发布, 纯电 SUV 将在明年上半年进行发布, 主要考虑到需要建设更多自营超充桩和升级/增加具有更多展位的综合店和商场店, 预计明年上半年可以满足条件。
- **渠道建设:** 调整零售中心建设目标, 管理层表示因为自然到期等原因, 会关闭一些现有的店铺, 年末门店数量预计不及 800 家。
- **充电网络建设:** 目前已开放超过 404 座超充站, 公司目标年底前在全国高速公路和城市开放超过 10,000 根超充桩。

图表 58: 理想汽车 1Q24 业绩详情

人民币百万	1Q24	1Q23	同比	4Q23	环比
营业收入	25,634	18,787	36%	41,732	(39%)
毛利润	5,284	3,830	38%	9,787	(46%)
营业利润 (损失)	(585)	405	NM	3,036	NM
净利润 (损失)	593	930	(36%)	5,658	(90%)
基本每股收益 (人民币)	0.60	0.95	(37%)	5.72	(90%)

利润率	1Q24	1Q23	百分点	4Q23	百分点
毛利率	20.6%	20.4%	0.2	23.5%	(2.8)
营业费用率	22.9%	18.2%	4.7	16.2%	6.7
营业利润率	(2.3%)	2.2%	(4.4)	7.3%	(9.6)
净利率	2.3%	4.9%	(2.6)	13.6%	(11.2)

收入 人民币百万	1Q24	1Q23	同比	4Q23	环比
汽车销售	24,252	18,327	32%	40,379	(40%)
其他销售和服务	1,382	460	201%	1,353	2%
总收入	25,634	18,787	36%	41,732	(39%)

毛利率	1Q24	1Q23	百分点	4Q23	百分点
汽车销售	19.3%	19.8%	(0.4)	22.7%	(3.4)
其他销售和服务	43.0%	45.2%	(2.2)	45.1%	(2.1)
综合毛利率	20.6%	20.4%	0.2	23.5%	(2.8)

汽车销售	1Q24	1Q23	同比	4Q23	环比
汽车销量	80,400	52,584	53%	131,805	(39%)
汽车均价 (人民币)	301,636	348,534	(13%)	306,356	(2%)
汽车销售收入 (人民币百万)	24,252	18,327	32%	40,379	(40%)
单车利润 (人民币)	7,370	17,680	(58%)	42,928	(83%)

资料来源: 公司公告、浦银国际

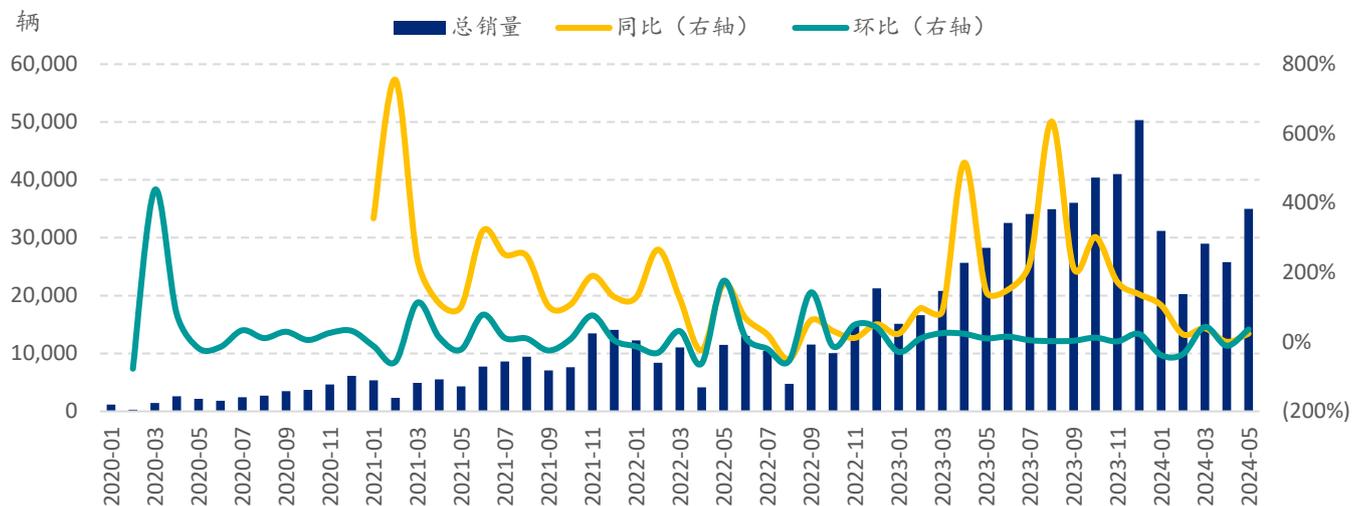
图表 59：理想汽车财务预测：新预测 vs 前预测

人民币百万	2024E			2025E			2026E		
	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	151,153	191,081	(21%)	192,371	253,461	(24%)	237,996	291,725	(18%)
毛利润	30,578	40,040	(24%)	42,307	55,142	(23%)	53,947	65,428	(18%)
经营利润（损失）	4,740	13,098	(64%)	10,787	19,978	(46%)	17,436	25,372	(31%)
净利润（损失）	8,226	15,174	(46%)	12,764	21,286	(40%)	17,920	25,871	(31%)
基本每股收益（元）	8.28	15.33	(46%)	12.85	21.50	(40%)	18.04	26.13	(31%)
利润率			百分点			百分点			百分点
毛利率	20.2%	21.0%	(0.7)	22.0%	21.8%	0.2	22.7%	22.4%	0.2
营业费用率	17.1%	14.1%	3.0	16.4%	13.9%	2.5	15.3%	13.7%	1.6
营业利润率	3.1%	6.9%	(3.7)	5.6%	7.9%	(2.3)	7.3%	8.7%	(1.4)
净利率	5.4%	7.9%	(2.5)	6.6%	8.4%	(1.8)	7.5%	8.9%	(1.3)

资料来源：浦银国际预测

汽车月度交付量

图表 60: 理想汽车月度销量: 5月交付 35,020 辆, 同比增长 24%, 环比增长 36%



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。考虑到公司 2023 年已实现全年盈利, 且单车盈利能力良好, 我们转而使用市盈率进行估值。我们预测理想 2024 年的汽车销售、其他收入的净利润增速分别为 -31% 和 -12%, 分别给予 21.8x 和 18.0x 的市盈率, 得到 24.5 美元的目标价, 维持“买入”评级, 潜在升幅 24%。

同时, 我们采用 7.2348 的美元/人民币汇率及 0.9277 的港元/人民币汇率, 得到 95.6 港元的目标价, 维持“买入”评级, 潜在升幅 21%。

图表 61: 理想分部加总估值法 (2024 年)

人民币百万	净利润	净利润增速	目标市盈率	估值
汽车销售	7,404	(31%)	21.8	161,403
其他收入	823	(12%)	18.0	14,841
合计	8,226	(30%)	21.4	176,243
股数 (百万)				993
目标价 (人民币)				177
美元/人民币				7.2348
目标价 (美元)				24.5
港元/人民币				0.9277
目标价 (港元)				95.6

资料来源: 浦银国际预测

图表 62：浦银国际目标价：理想汽车 (LI.US)



注：截至 2024 年 6 月 6 日收盘价；
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 63：浦银国际目标价：理想汽车-W (2015.HK)



注：截至 2024 年 6 月 6 日收盘价；
资料来源：Bloomberg、浦银国际

乐观与悲观情景假设

图表 64: 理想汽车 (LI.US) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 65: 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: 35.9 美元 (概率: 15%)

- 中国新能源乘用车, 特别是插电混动, 市场需求增速高于预期, 强力推动理想汽车销量;
- 理想 L6 订单增速快于预期, L9/8/7 销量恢复速度快于预期, 推动汽车平均售价和毛利率提升;
- M 系列纯电 SUV 如期发布, 市场反响好于预期;
- 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: 15.6 美元 (概率: 10%)

- 新能源汽车行业需求波动, 拖累销量增速;
- L6 订单增长持续性不及预期;
- 纯电系列车型发布时间晚于预期, 带来销量增长的不确定性;
- 自动驾驶落地速度较慢。

资料来源: 浦银国际预测

图表 66: 理想汽车-W (2015.HK) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 67: 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: 139.9 港元 (概率: 15%)

- 中国新能源乘用车, 特别是插电混动, 市场需求增速高于预期, 强力推动理想汽车销量;
- 理想 L6 订单增速快于预期, L9/8/7 销量恢复速度快于预期, 推动汽车平均售价和毛利率提升;
- M 系列纯电 SUV 如期发布, 市场反响好于预期;
- 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: 60.8 港元 (概率: 10%)

- 新能源汽车行业需求波动, 拖累销量增速;
- L6 订单增长持续性不及预期;
- 纯电系列车型发布时间晚于预期, 带来销量增长的不确定性;
- 自动驾驶落地速度较慢。

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	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	45,287	123,851	151,153	192,371	237,996
营业成本	(36,496)	(96,355)	(120,575)	(150,064)	(184,048)
毛利润	8,790	27,497	30,578	42,307	53,947
营业支出	(12,445)	(20,090)	(25,838)	(31,521)	(36,512)
销售、行政及一般费用	(5,665)	(9,768)	(12,459)	(14,880)	(17,288)
研发费用	(6,780)	(10,586)	(13,380)	(16,640)	(19,224)
营业利润 (损失)	(3,655)	7,407	4,740	10,787	17,436
营业外收支	1,496	3,045	4,946	4,230	3,647
利息收入/(支出)净额	870	1,997	3,859	3,143	2,560
投资收益	-	-	-	-	-
其他收益	626	1,048	1,087	1,087	1,087
除税前溢利 (损失)	(2,159)	10,452	9,686	15,017	21,083
所得税	127	1,357	(1,460)	(2,253)	(3,162)
持续经营业务净利润	(2,032)	11,809	8,226	12,764	17,920
非持续经营净利润	-	-	-	-	-
持续经营与非持续经营净利润 (损失)	(2,032)	11,809	8,226	12,764	17,920
其他	-	-	-	-	-
净利润 (损失)	(2,012)	11,704	8,226	12,764	17,920
基本股数 (ADS, 百万)	971	984	993	993	993
摊销股数 (ADS, 百万)	971	1,058	1,066	1,066	1,066
基本每股收益 (元)	(2.07)	11.90	8.28	12.85	18.04
摊销每股收益 (元)	(2.07)	11.07	7.71	11.97	16.80

现金流量表

人民币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动产生的现金流量净额	7,380	50,694	4,742	27,748	36,020
持续经营业务净利润	(2,032)	11,809	8,226	12,764	17,920
折旧及摊销	1,214	1,805	2,616	3,828	5,238
汇兑(收益)/损失	3	15	-	-	-
利息费用	30	18	3,859	3,143	2,560
其他营业活动现金流	1,206	(141)	(3,859)	(3,143)	(2,560)
营运资金变动	6,960	37,187	(6,100)	11,155	12,862
应收账款(增加)/减少	72	(95)	(14)	(16)	(17)
存货(增加)/减少	(5,920)	(1,248)	(34)	(35)	(35)
应付账款增加/(减少)	10,563	31,849	(6,052)	11,206	12,914
其他经营资金变动	2,245	6,681	-	-	-
投资活动产生的现金流量净额	(4,365)	(12)	(14,262)	(17,292)	(21,213)
资本支出	(5,123)	(6,223)	(13,069)	(15,979)	(19,769)
取得或购买长期投资	(762)	(198)	-	-	-
银行存款增加	(165)	(9,906)	-	-	-
短期投资	1,686	16,316	(1,193)	(1,313)	(1,444)
其他	-	-	-	-	-
融资活动产生的现金流量净额	5,639	185	571	3,149	3,325
借款	3,080	(1,001)	571	3,149	3,325
发行股份	2,552	1,174	-	-	-
发行债券	-	-	-	-	-
外汇损益	1,270	45	-	-	-
现金流量净流量	9,925	50,911	(8,950)	13,605	18,133
期初现金及现金等价物	30,493	40,418	91,330	82,380	95,985
期末现金及现金等价物	40,418	91,330	82,380	95,985	114,118

资产负债表

人民币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	40,418	91,330	82,380	95,985	114,118
短期投资	18,031	11,933	13,127	14,439	15,883
应收账款	48	144	158	174	191
存货	6,805	6,872	6,906	6,941	6,976
其他流动资产	1,690	4,247	4,247	4,247	4,247
流动资产合计	66,992	114,526	106,818	121,786	141,415
固定资产-物业, 厂房及设备	11,188	15,745	26,198	38,349	52,879
土地使用权	3,539	5,939	5,939	5,939	5,939
无形资产	833	864	864	864	864
长期投资	1,484	1,595	1,595	1,595	1,595
其他非流动资产	2,502	4,798	4,798	4,798	4,798
资产总计	86,538	143,467	146,213	173,332	207,491
短期借款	391	6,975	6,046	7,695	9,520
应付账款	20,024	51,870	45,818	57,024	69,938
其他流动负债	6,958	13,897	13,897	13,897	13,897
流动负债合计	27,373	72,743	65,762	78,616	93,355
长期借款	9,231	1,747	3,247	4,747	6,247
其他非流动负债	4,748	8,402	8,402	8,402	8,402
负债合计	41,352	82,892	77,411	91,766	108,005
夹层股本	-	-	-	-	-
留存收益	-	-	8,226	20,991	38,911
股本及股本溢价	-	-	-	-	-
其他权益	-	-	-	-	-
股东权益合计	45,186	60,575	68,802	81,566	99,486
负债及股东权益合计	86,538	143,467	146,213	173,332	207,491

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营运指标增速					
营业收入增速	67.7%	173.5%	22.0%	27.3%	23.7%
毛利润增速	52.6%	212.8%	11.2%	38.4%	27.5%
营业利润增速	259.3%	NM	(36.0%)	127.6%	61.6%
净利润增速	526.0%	NM	(29.7%)	55.2%	40.4%
盈利能力					
净资产收益率	(4.5%)	19.5%	12.0%	15.6%	18.0%
总资产报酬率	(2.3%)	8.2%	5.6%	7.4%	8.6%
投入资本回报率	(6.3%)	12.1%	5.2%	9.8%	12.9%
利润率					
毛利率	19.4%	22.2%	20.2%	22.0%	22.7%
营业利润率	(8.1%)	6.0%	3.1%	5.6%	7.3%
净利润率	(4.5%)	9.5%	5.4%	6.6%	7.5%
营运能力					
现金循环周期					
应收账款周转天数	1	0	0	0	0
存货周转天数	42	26	21	17	14
应付账款周转天数	147	136	148	125	126
净债务 (净现金)	(30,797)	(82,607)	(73,087)	(83,543)	(98,351)
自由现金流	1,048	44,597	(4,468)	14,913	18,812

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

蔚来 (9866.HK, 买入, 目标价 48.5 港元; NIO.US, 买入, 目标价 5.9 美元)

业绩回顾及预测调整

蔚来 1Q24 业绩:

- 营业收入为人民币 99.09 亿元, 同比下降 7%, 环比下降 42%, 略低于一致预期。其中, 汽车销售收入为人民币 83.81 亿元, 同比下降 9%, 环比下降 46%。其他销售收入为人民币 15.27 亿元, 同比增长 5%, 环比下降 8%。
- 交付量为 30,053 辆, 同比下降 3%, 环比下降 40%。汽车平均售价同比下降 6%, 环比下降 10%, 主因一季度产品切换期间折扣增加以及 ET5 和 ET5T 销售占比提升的影响。
- 综合毛利率为 4.9%, 同比增长 3.4 个百分点, 环比下降 2.6 个百分点, 表现大体符合市场预期。汽车销售毛利率为 9.2%, 同比增长 4.1 个百分点, 主要来自单位物料成本的下降; 环比下降 2.7 个百分点。
- 营业亏损为人民币 53.94 亿元, 同比扩大 6%, 环比收窄 19%。营业费用率为 59.4%, 同比增长 10.0 个百分点, 环比增长 13.1 个百分点。
- 净亏损为人民币 52.58 亿元, 净亏损同比扩大 9%, 环比收窄 6%。净亏损程度大致符合一致预期。

蔚来 2Q24 经营指引:

- 交付量预计为 5.4 万-5.6 万辆。指引中位数同比增长 134%, 环比增长 83%, 好于一致预期。根据中位数计算得出的 6 月交付量 18,836 辆, 同比增长 76%, 环比下降 8%。
- 营业收入区间预计为 165.87 亿-171.35 亿人民币。指引中位数同比增长 92%, 环比增长 70%, 好于一致预期。

业绩会要点:

- 汽车毛利率: 一季度毛利率水平符合落于此前指引区间。随着 NIO 月度销量的恢复, 公司预计二季度毛利率将回到双位数水平, 并在三、四季度持续实现改善。6 月份收窄短期促销政策后, 下一阶段的重要任务是在保证销量稳步提升的情况下, 优化毛利率。

- **费用指引：**维持 Non-GAAP 研发投入 30 亿元/季度指引。同时，基于目前的预测，管理层认为 2024 年 SG&A 费用率不会超过 20%。
- **品牌及产品规划：**第二品牌乐道将在明年发布第二款车型，定位适合稍大家庭的中大型 SUV。第三品牌 Firefly 则定位精品小车，瞄准 20 万元以下的市场，首款车型将在明年上半年早些时候正式交付。
- **出海情况：**欧洲市场方面，公司将根据欧盟的最新动作调整策略和方向。中东市场方面，公司表示会在今年晚些时候正式提供产品和服务，相关准备工作都在进展中。
- **补能网络建设：**公司将从 6 月份开始正式部署四代换电站，兼容蔚来和乐道品牌。管理层预计年底可供乐道用户使用的换电站将远超 1,000 座。考虑到公司在全国的充换电网络已基本形成，公司表示下一步换电站的部署将更多基于促进销售目的进行搭建。

图表 68：蔚来 1Q24 业绩详情

人民币百万	1Q24	1Q23	同比	4Q23	环比
营业收入	9,909	10,676	(7%)	17,103	(42%)
毛利润	488	162	201%	1,279	(62%)
营业利润 (损失)	(5,394)	(5,112)	6%	(6,625)	(19%)
净利润 (损失)	(5,258)	(4,804)	9%	(5,593)	(6%)
基本每股收益 (人民币)	(2.57)	(2.91)	(12%)	(3.18)	(19%)

利润率	1Q24	1Q23	百分点	4Q23	百分点
毛利率	4.9%	1.5%	3.4	7.5%	(2.6)
营业费用率	59.4%	49.4%	10.0	46.2%	13.1
营业利润率	(54.4%)	(47.9%)	(6.6)	(38.7%)	(15.7)
净利率	(53.1%)	(45.0%)	(8.1)	(32.7%)	(20.4)

人民币百万	1Q24	1Q23	同比	4Q23	环比
汽车	8,381	9,224	(9%)	15,439	(46%)
其他	1,527	1,452	5%	1,664	(8%)
总收入	9,909	10,676	(7%)	17,103	(42%)

毛利率	1Q24	1Q23	百分点	4Q23	百分点
汽车	9.2%	5.1%	4.1	11.9%	(2.7)
其他	(18.4%)	(21.0%)	2.6	(33.6%)	15.2
综合毛利率	4.9%	1.5%	3.4	7.5%	(2.6)

汽车销售	1Q24	1Q23	同比	4Q23	环比
汽车销量 (辆)	30,053	31,041	(3%)	50,045	(40%)
汽车均价 (人民币)	278,885	297,171	(6%)	308,497	(10%)
汽车收入 (人民币百万)	8,381	9,224	(9%)	15,439	(46%)

资料来源：公司公告、浦银国际

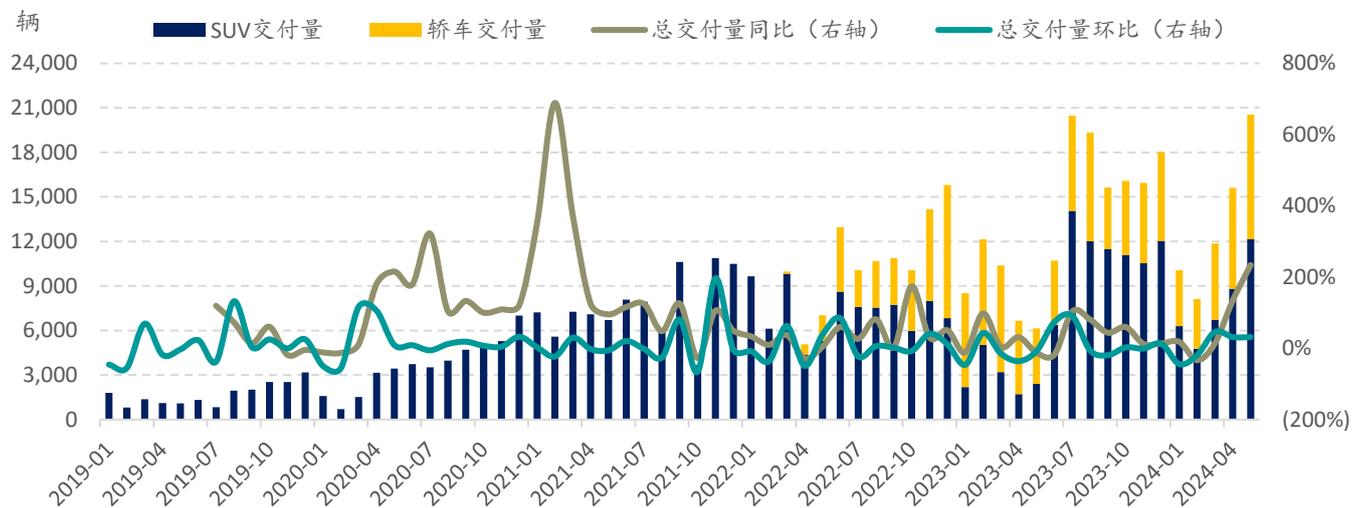
图表 69：蔚来财务预测：新预测 vs 前预测

人民币百万	2024E			2025E			2026E		
	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	62,474	77,228	(19%)	86,251	94,165	(8%)	109,577	111,048	(1%)
毛利润	6,204	13,473	(54%)	12,036	17,068	(29%)	17,270	20,572	(16%)
营业利润（损失）	(19,224)	(13,210)	46%	(11,337)	(10,585)	7%	(6,032)	(10,617)	(43%)
净利润（损失）	(18,766)	(11,597)	62%	(10,086)	(8,699)	16%	(4,770)	(9,375)	(49%)
基本每股收益（元）	(9.18)	(7.08)	30%	(4.93)	(5.31)	(7%)	(2.33)	(5.73)	(59%)
利润率	百分点			百分点			百分点		
毛利率	9.9%	17.4%	(7.5)	14.0%	18.1%	(4.2)	15.8%	18.5%	(2.8)
营业费用率	40.7%	34.6%	6.2	27.1%	29.4%	(2.3)	21.3%	28.1%	(6.8)
营业利润（损失）率	(30.8%)	(17.1%)	(13.7)	(13.1%)	(11.2%)	(1.9)	(5.5%)	(9.6%)	4.1
净利（损失）率	(30.0%)	(15.0%)	(15.0)	(11.7%)	(9.2%)	(2.5)	(4.4%)	(8.4%)	4.1

资料来源：浦银国际预测

汽车月度交付量

图表 70: 蔚来月度销量: 5月交付 20,544 辆, 同比增长 234%, 环比增长 32%



资料来源: 公司公告、浦银国际

分部加总估值

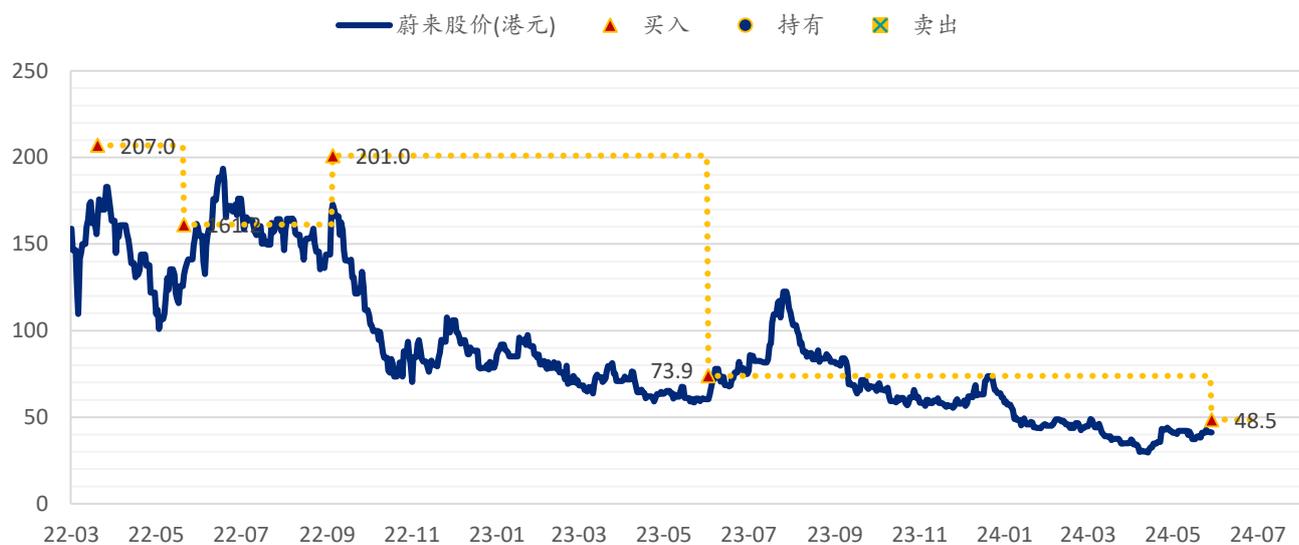
我们采用 SOTP (Sum of Total Parts, 分部加总法) 对蔚来进行估值预测。我们预测蔚来 2024 年的汽车销售和其他销售的收入增速分别为 13% 和 3%，分别给予 1.2x 和 4.0x 的市销率，得到 5.9 美元的目标价，维持“买入”评级，潜在升幅 19%。同时，对应计算得到 48.5 港元的港股目标价，维持“买入”评级，潜在升幅 18%。

图表 71: 蔚来分部加总估值法 (2024 年)

人民币百万	收入	收入增速	市销率	估值
汽车销售	55,895	13%	1.2	65,677
其他销售	6,579	3%	4.0	26,316
合计	62,474	12%	1.5	91,993
股数 (百万)				2,044
目标价 (人民币)				45

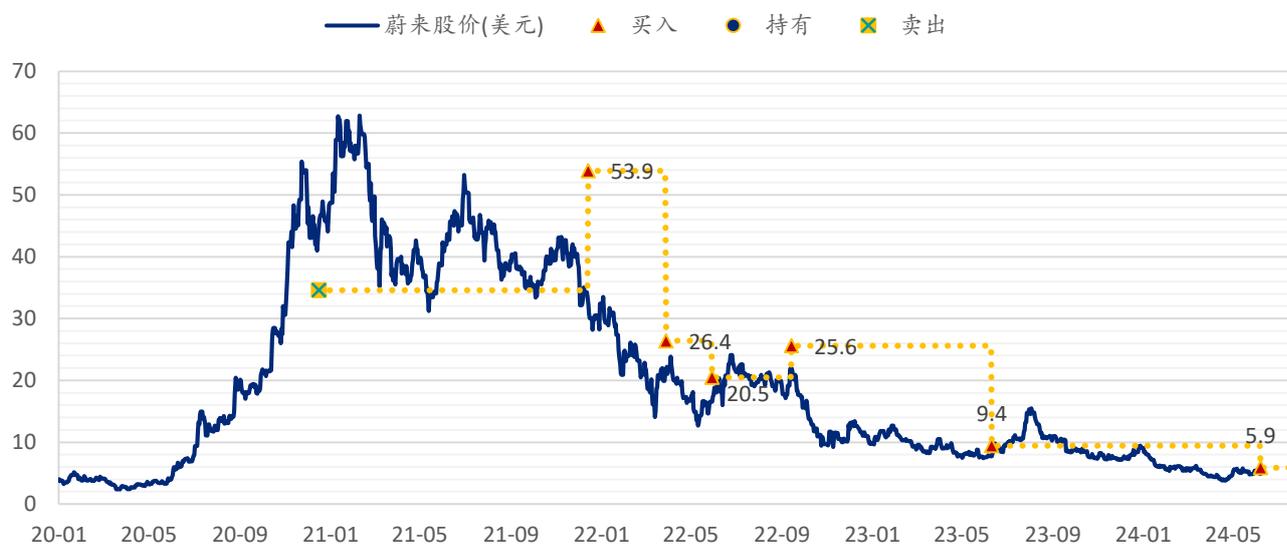
资料来源: 浦银国际预测

图表 72: 浦银国际目标价: 蔚来-SW (9866.HK)



注: 截至 2024 年 6 月 6 日收盘价;
资料来源: Bloomberg、浦银国际

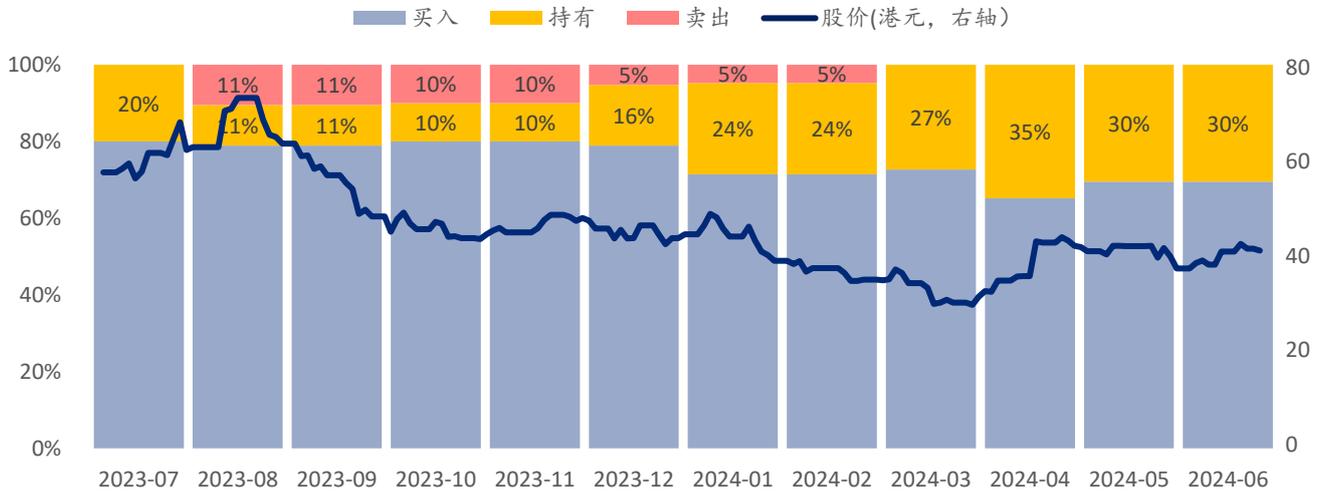
图表 73: 浦银国际目标价: 蔚来 (NIO.US)



注: 截至 2024 年 6 月 6 日收盘价;
资料来源: Bloomberg、浦银国际

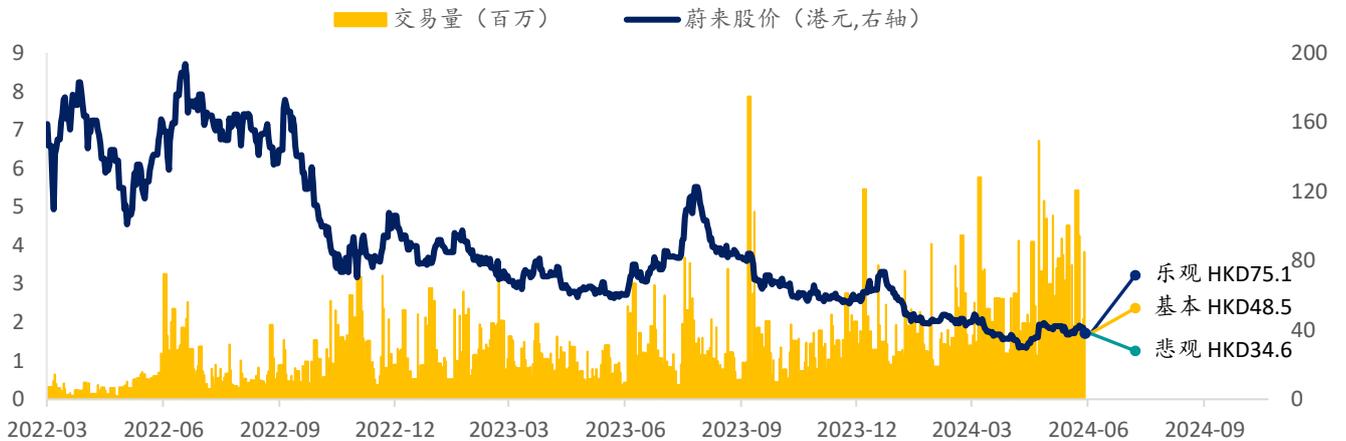
乐观与悲观情景假设

图表 74：蔚来-SW (9866.HK) 市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 75：蔚来-SW (9866.HK) SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：75.1 港元（概率：15%）

- 中国及海外新能源乘用车，市场需求增速高于预期，强力推动蔚来汽车销量；
- L60 正式上市后，订单增速快于预期，交付量表现好于预期，提振规模效应带来毛利率恢复；
- 销售人员效率提升，带动新增订单量提升；
- 换电站业务日服务单量持续提升，盈亏平衡。

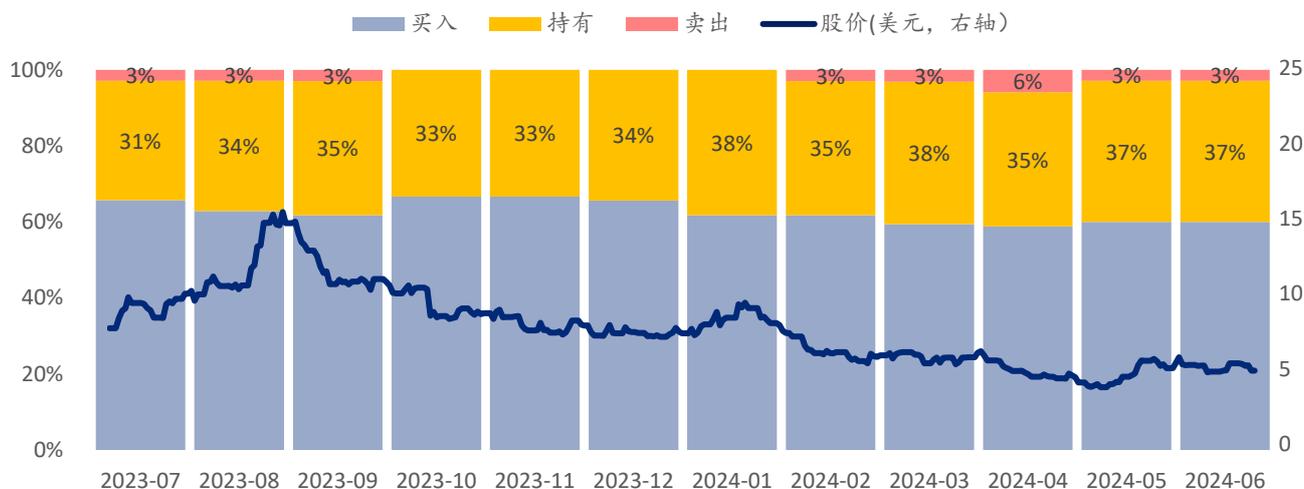
悲观情景：公司收入增长不及预期

目标价：34.6 港元（概率：15%）

- 新能源汽车行业需求波动，拖累销量增速；
- L60 订单增长表现不及预期，无法拉动销量增长，或 L60 订单蚕食 NIO 主品牌销量份额；
- 产品销售结构改善不及预期，拖累毛利率恢复；
- AI 及自动驾驶落地速度较慢。

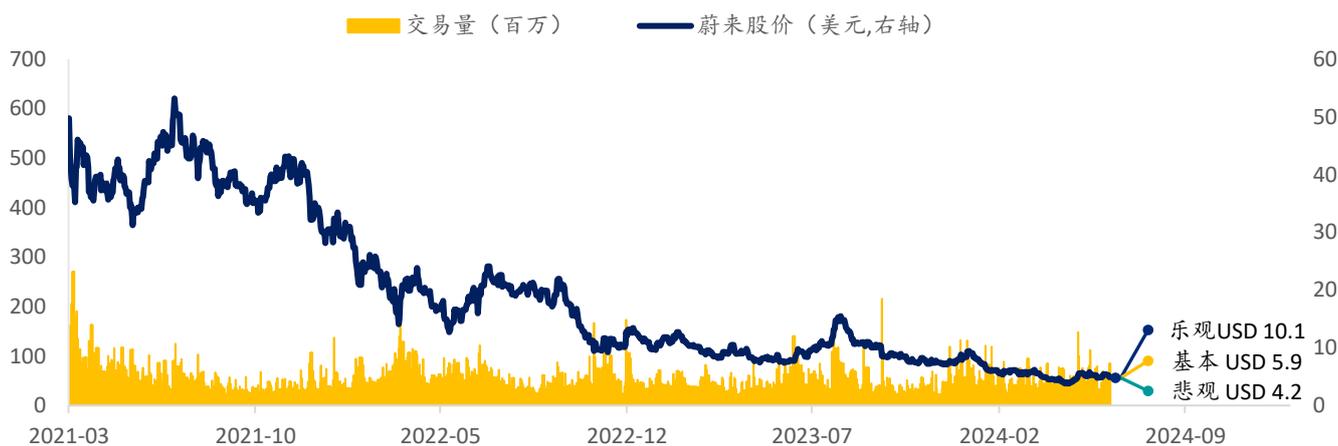
资料来源：浦银国际预测

图表 76: 蔚来-SW (NIO.US) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 77: 蔚来 (NIO.US) SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 10.1 美元 (概率: 15%)

- 中国及海外新能源乘用车, 市场需求增速高于预期, 强力推动蔚来汽车销量;
- L60 正式上市后, 订单增速快于预期, 交付量表现好于预期, 提振规模效应带来毛利率恢复;
- 销售人员效率提升, 带动新增订单量提升;
- 换电站业务日服务单量持续提升, 盈亏平衡。

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 4.2 美元 (概率: 15%)

- 新能源汽车行业需求波动, 拖累销量增速;
- L60 订单增长表现不及预期, 无法拉动销量增长, 或 L60 订单蚕食 NIO 主品牌销量份额;
- 产品销售结构改善不及预期, 拖累毛利率恢复;
- AI 及自动驾驶落地速度较慢。

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	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	49,269	55,618	62,474	86,251	109,577
销售成本	(44,125)	(52,566)	(56,270)	(74,215)	(92,307)
毛利润	5,144	3,052	6,204	12,036	17,270
经营支出	(20,785)	(25,707)	(25,428)	(23,373)	(23,302)
销售费用	(10,537)	(12,885)	(13,248)	(11,343)	(10,354)
研发费用	(10,836)	(13,431)	(12,096)	(11,946)	(12,865)
营业利润 (损失)	(15,641)	(22,655)	(19,224)	(11,337)	(6,032)
非经营收入	1,259	2,196	858	1,473	1,378
财务费用	1,026	1,806	573	299	156
其他	233	390	284	1,174	1,222
税前利润 (损失)	(14,382)	(20,459)	(18,366)	(9,864)	(4,654)
税务费用	(55)	(261)	(195)	(96)	11
税后利润 (损失) 含少数股东权益	(14,437)	(20,720)	(18,560)	(9,960)	(4,643)
少数股东权益	(157)	124	126	126	126
净利润 (损失)	(14,559)	(21,147)	(18,766)	(10,086)	(4,770)
基本股数 (百万)	1,637	1,637	2,044	2,044	2,044
摊销股数 (百万)	1,637	1,637	2,044	2,044	2,044
基本每股收益 (元)	(8.89)	(12.92)	(9.18)	(4.93)	(2.33)
摊销每股收益 (元)	(8.89)	(12.92)	(9.18)	(4.93)	(2.33)

资产负债表

人民币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	19,888	32,935	11,358	5,519	3,046
受限制资金	3,154	5,542	5,542	5,542	5,542
短期投资	19,171	16,810	15,970	15,171	14,413
应收账款和应收票据	5,118	4,658	4,709	5,851	6,690
存货	8,191	5,278	4,972	5,770	6,316
其他流动资产	3,627	5,157	3,214	2,831	2,181
流动资产合计	59,150	70,380	45,764	40,683	38,187
物业、厂房及设备	15,659	24,847	38,304	52,324	67,425
无形资产	-	30	30	30	30
其他非流动资产	15,099	16,639	16,639	16,639	16,639
总资产	96,264	117,383	106,773	116,316	129,584
短期借贷	5,277	9,821	12,277	15,346	19,183
应付账款和应付票据	25,224	29,766	31,864	42,025	52,270
其他流动负债	15,351	18,210	16,813	23,212	27,169
流动负债合计	45,852	57,798	60,954	80,583	98,621
长期借款	10,886	13,043	18,043	18,043	18,043
其他非流动负债	11,879	16,946	16,946	16,946	16,946
总负债	68,617	87,787	95,943	115,572	133,610
股本	94,593	117,717	117,717	117,717	117,717
储备	(68,878)	(90,325)	(109,091)	(119,177)	(123,947)
少数股东权益	221	189	189	189	189
其他	(1,850)	(1,850)	(1,850)	(1,850)	(1,850)
股东权益总额	27,647	29,596	10,830	744	(4,026)
总负债和股东权益	96,264	117,383	106,773	116,316	129,584

现金流量表

人民币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	(3,866)	(1,382)	(12,116)	8,966	12,569
税后利润 (损失) 含少数股东权益	(14,437)	(20,720)	(18,560)	(9,960)	(4,643)
折旧	2,852	3,378	3,752	4,049	3,872
其他营业活动现金流	(2,275)	6,714	(206)	(126)	(126)
营运资金变动	9,993	9,246	2,898	15,003	13,467
应收账款减少 (增加)	(2,320)	461	(51)	(1,142)	(839)
库存减少 (增加)	(6,135)	2,914	306	(799)	(545)
应付账款增加 (减少)	12,585	4,542	2,097	10,161	10,245
其他经营资金变动	5,864	1,329	546	6,783	4,606
投资活动现金流	10,385	(10,885)	(16,917)	(17,874)	(18,878)
资本支出	(6,973)	(14,341)	(17,209)	(18,069)	(18,973)
取得或购买长期投资	(279)	(422)	(549)	(604)	(664)
银行存款增加	-	-	-	-	-
短期投资	19,027	3,854	841	798	759
其他	(1,390)	23	-	-	-
融资活动现金流	(1,616)	27,663	7,455	3,069	3,837
借款	(1,632)	1,918	2,455	3,069	3,837
发行股份	-	20,962	-	-	-
发行债券	-	8,121	-	-	-
其他	15	(3,339)	5,000	-	-
外汇损益	(122)	70	-	-	-
现金及现金等价物净流量	4,781	15,466	(21,578)	(5,839)	(2,473)
期初现金及现金等价物	18,375	23,155	32,935	11,358	5,519
期末现金及现金等价物	23,155	38,622	11,358	5,519	3,046

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营运指标增速					
营业收入增速	36%	13%	12%	38%	27%
毛利润增速	(25%)	(41%)	103%	94%	43%
营业利润 (损失) 增速	248%	45%	(15%)	(41%)	(47%)
净利润 (损失) 增速	38%	45%	(11%)	(46%)	(53%)
盈利能力					
净资产收益率	(44%)	(74%)	(93%)	(174%)	291%
总资产报酬率	(16%)	(20%)	(17%)	(9%)	(4%)
投入资本回报率	(36%)	(44%)	(47%)	(33%)	(18%)
利润率					
毛利率	10%	5%	10%	14%	16%
营业利润率	(32%)	(41%)	(31%)	(13%)	(6%)
净利润率	(30%)	(38%)	(30%)	(12%)	(4%)
营运能力					
现金循环周期	(85)	(112)	(139)	(133)	(142)
应收账款周转天数	29	32	27	22	21
存货周转天数	42	47	33	26	24
应付账款周转天数	157	191	200	182	186
净债务 (净现金)	(6,879)	(15,613)	13,420	22,328	28,638
自由现金流	(9,768)	(24,372)	(29,782)	(10,354)	(7,667)

E=浦银国际预测

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 37.6 港元; XPEV.US, 买入, 目标价 9.6 美元)

业绩回顾及预测调整

小鹏 1Q24 业绩:

- 营业收入为人民币 65.48 亿元, 同比增长 62%, 环比下降 50%, 符合我们的预期。汽车销售收入为人民币 55.44 亿元, 同比增长 58%, 环比下降 55%。
- 交付量为 21,821 辆, 同比增长 20%, 环比下降 64%。汽车平均售价同比增长 32%, 环比增长 25%。
- 毛利率为 12.9%, 同比增长 11.2 个百分点, 环比增长 6.7 个百分点。汽车销售毛利率为 5.5%, 同比转正, 改善 7.9 个百分点, 环比增长 1.4 个百分点, 符合我们的预期。汽车毛利率受到来自下调 P5 销量预测后, 相关的存货减值及采购承诺亏损导致的影响约为 -3.2 个百分点。
- 营业亏损为人民币 16.46 亿元, 亏损同比收窄 36%, 环比收窄 20%。营业费用率为 38.0%, 同比下降 27.7 个百分点, 环比扩大 16.1 个百分点。
- 净亏损为人民币 13.68 亿元, 亏损同比收窄 41%, 环比略微扩大 2%。净亏损程度好于市场预期。

小鹏 2Q24 经营指引:

- 交付量预计为 2.9 万-3.2 万辆。指引中位数同比增长 31%, 环比增长 40%。根据指引中位数计算, 6 月交付量 10,961 辆, 同比增长 27%, 环比增长 8%, 保持环比小幅爬升。
- 营业收入区间预计为人民币 75-83 亿元。指引中位数同比增长 56%, 环比增长 21%。

业绩会要点:

- **销量指引:** 管理层表示有信心在今年四季度实现月交付量的同比大幅增长。同时, 公司希望二季度销量进入稳步上升的轨迹, 下半年随着 MONA 和 B 级轿车上市交付, 进一步提升销量。

- **毛利率指引：**公司表示 MONA 车型也将获得健康的正毛利，而新 B 级车的毛利率将高于除 X9 以外的现有车型，指引 2024 年公司综合毛利率水平维持低双位数水平。
- **软件服务收入：**今年一季度开始认列与大众合作的软件服务收入，规模达到数亿人民币，并预期接下来几个季度实现逐季增长。电子电气架构相关的收入将从 2H24 开始认列。
- **渠道优化：**包括下沉更多低线城市、增加 4S 店/综合店的比例，预计 3Q 销售门店数量会增加到 600 家，为更大规模的放量做好准备。
- **海外扩张：**公司今年会加快海外扩张，计划将海外销售网络从原先的北欧国家扩展到超过 20 个国家。公司指引本季度海外销量贡献占整体销量的 10%，全年海外销量预计达到小几万台。

图表 78：小鹏汽车 1Q24 业绩详情

人民币百万	1Q24	1Q23	同比	4Q23	环比
营业收入	6,548	4,033	62%	13,050	(50%)
毛利润	844	67	1159%	809	4%
营业利润 (损失)	(1,646)	(2,585)	(36%)	(2,053)	(20%)
净利润 (损失)	(1,368)	(2,337)	(41%)	(1,348)	2%
基本每股收益 (人民币)	(1.45)	(2.71)	(47%)	(1.51)	(4%)

利润率	1Q24	1Q23	百分点	4Q23	百分点
毛利率	12.9%	1.7%	11.2	6.2%	6.7
营业费用率	38.0%	65.8%	(27.7)	21.9%	16.1
营业利润率	(25.1%)	(64.1%)	39.0	(15.7%)	(9.4)
净利率	(20.9%)	(57.9%)	37.0	(10.3%)	(10.6)

收入 人民币百万	1Q24	1Q23	同比	4Q23	环比
汽车销售	5,544	3,514	58%	12,228	(55%)
软件服务与其他	1,004	520	93%	822	22%
总收入	6,548	4,033	62%	13,050	(50%)

毛利率	1Q24	1Q23	百分点	4Q23	百分点
汽车销售	5.5%	(2.5%)	7.9	4.1%	1.4
软件服务与其他	53.9%	29.6%	24.3	38.2%	15.7
综合毛利率	12.9%	1.7%	11.2	6.2%	6.7

汽车销售	1Q24	1Q23	同比	4Q23	环比
汽车销量	21,821	18,230	20%	60,158	(64%)
汽车均价 (人民币)	254,085	192,746	32%	203,270	25%
汽车收入 (人民币百万)	5,544	3,514	58%	12,228	(55%)

资料来源：公司公告、浦银国际

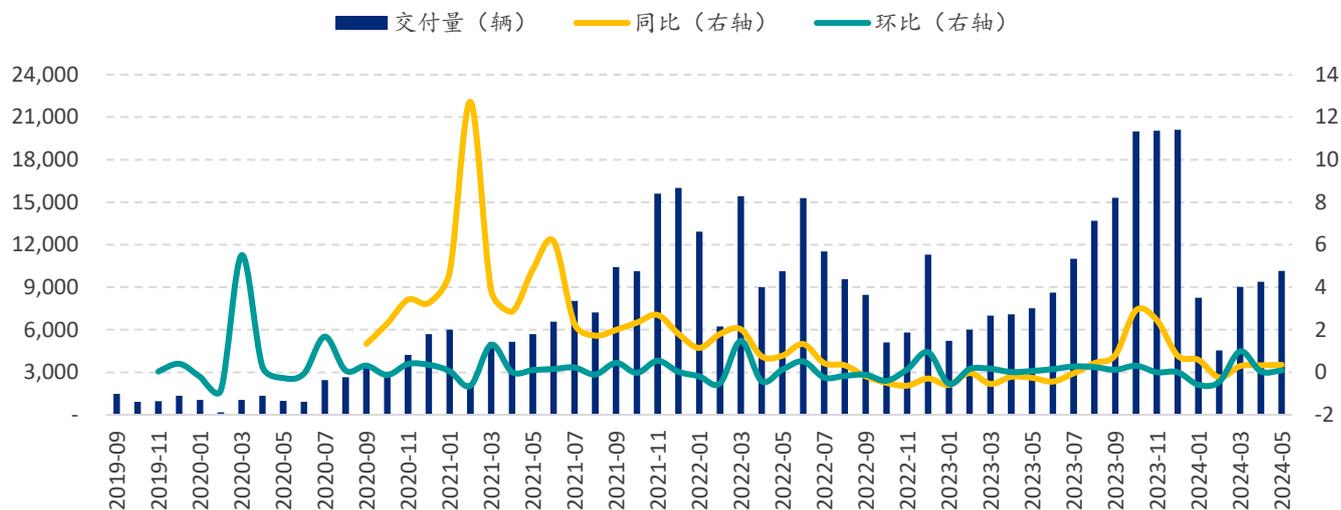
图表 79：小鹏汽车财务预测：新预测 vs 前预测

人民币百万	2024E			2025E			2026E		
	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	40,511	54,559	(26%)	60,510	88,925	(32%)	74,647	99,896	(25%)
毛利润	5,112	5,235	(2%)	9,190	12,023	(24%)	14,029	16,970	(17%)
经营利润（损失）	(7,346)	(9,356)	(21%)	(4,900)	(6,288)	(22%)	1,501	(1,266)	NM
净利润（损失）	(6,092)	(8,318)	(27%)	(3,535)	(5,164)	(32%)	2,920	(250)	NM
基本每股收益（元）	(6.46)	(9.13)	(29%)	(3.75)	(5.67)	(34%)	3.10	(0.27)	NM
利润率	百分点			百分点			百分点		
毛利率	12.6%	9.6%	3.0	15.2%	13.5%	1.7	18.8%	17.0%	1.8
营业费用率	30.8%	26.7%	4.0	23.3%	20.6%	2.7	16.8%	18.3%	(1.5)
营业利润率	(18.1%)	(17.1%)	(1.0)	(8.1%)	(7.1%)	(1.0)	2.0%	(1.3%)	3.3
净利率	(15.0%)	(15.2%)	0.2	(5.8%)	(5.8%)	(0.0)	3.9%	(0.3%)	4.2

资料来源：浦银国际预测

汽车月度交付量

图表 80: 小鹏月度销量: 5月交付 10,146 辆, 同比增长 35%, 环比增长 8%



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) 对小鹏汽车进行估值预测。我们预测小鹏 2024 年的汽车销售、服务及其他收入的收入增速分别为 27% 和 81%，分别给予 1.0x 和 5.9x 的市销率，得到 9.6 美元的目标价，维持“买入”评级，潜在升幅 15%。

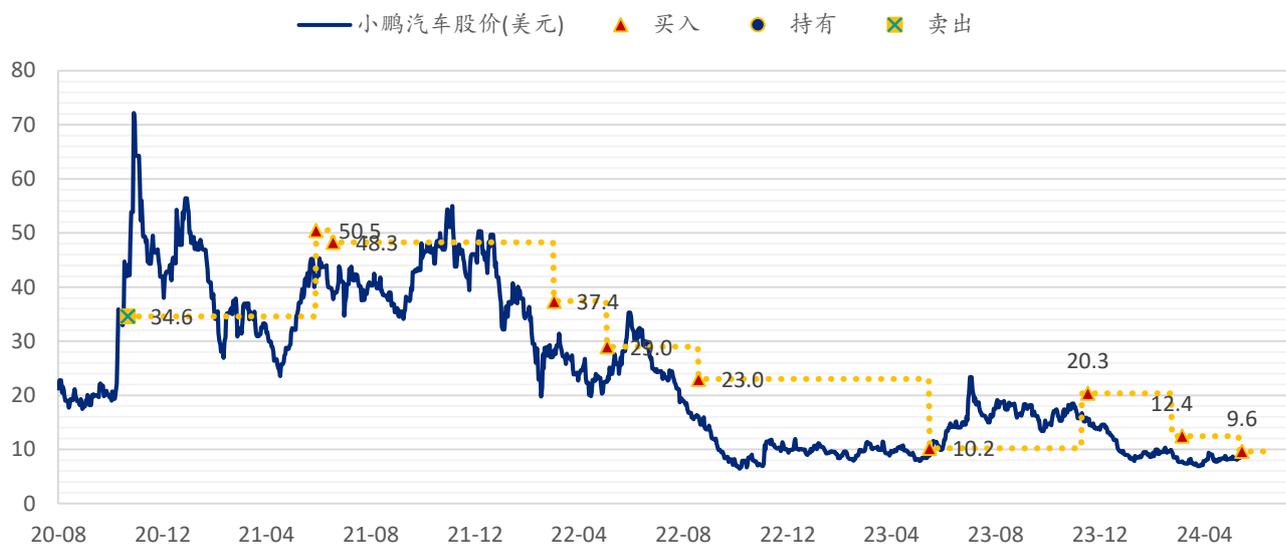
同时，我们采用 7.2455 的美元/人民币汇率及 0.9277 的港元/人民币汇率，得到 37.6 港元的目标价，维持“买入”评级，潜在升幅 15%。

图表 81：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	估值
汽车销售	35,681	27%	1.0	37,251
服务及其他	4,830	81%	5.9	28,497
合计	40,511	32%	1.6	65,748
股数（百万）				1,885
目标价（人民币）				34.9
美元/人民币				7.2455
目标价（美元）				9.6
港元/人民币				0.9277
目标价（港元）				37.6

资料来源：浦银国际预测

图表 82：浦银国际目标价：小鹏汽车 (XPEV.US)



注：截至 2024 年 6 月 6 日收盘价；

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 83：浦银国际目标价：小鹏汽车-W (9868.HK)

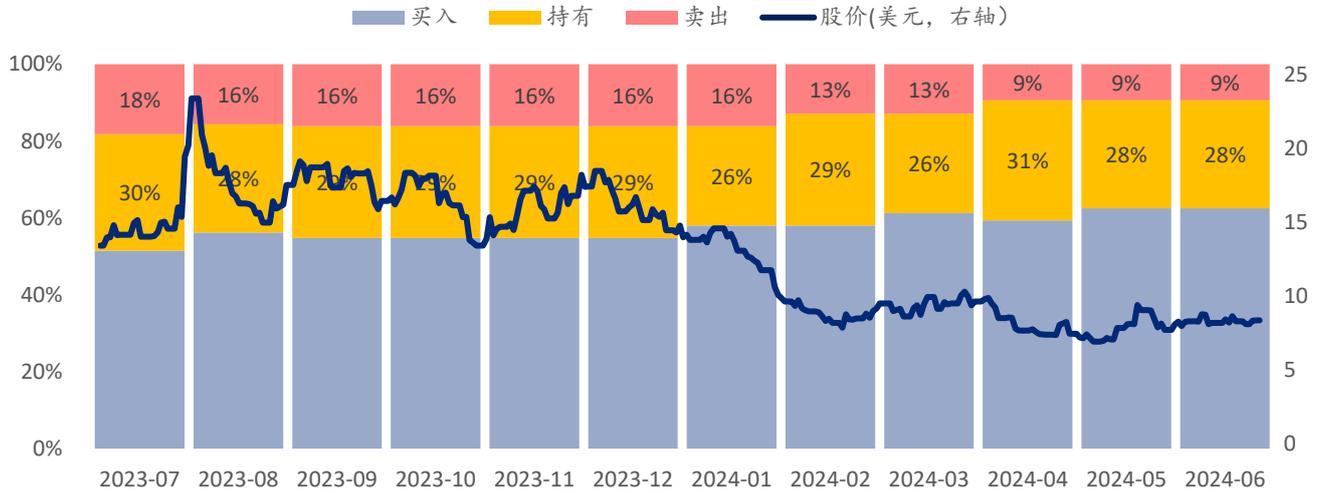


注：截至 2024 年 6 月 6 日收盘价；

资料来源：Bloomberg、浦银国际

乐观与悲观情景假设

图表 84: 小鹏汽车 (XPEV.US) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 85: 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: 16.2 美元 (概率: 15%)

- 中国及海外新能源乘用车, 市场需求增速高于预期, 强力推动小鹏汽车销量;
- MONA 及主品牌新车型发布后, 订单增速快于预期, 推动汽车平均售价和毛利率提升;
- 线下门店效率提升, 带动新增订单量提升;
- AI 及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: 5.2 美元 (概率: 15%)

- 新能源汽车行业需求波动, 拖累销量增速;
- MONA 及小鹏主品牌新车型发布后, 订单增长不及预期, 无法拉动销量增长及毛利改善;
- 线下门店扩张不及预期, 低线城市渠道建设进度较慢, 未能有效带动汽车销量;
- AI 及自动驾驶落地速度较慢, 友商追赶速度快。

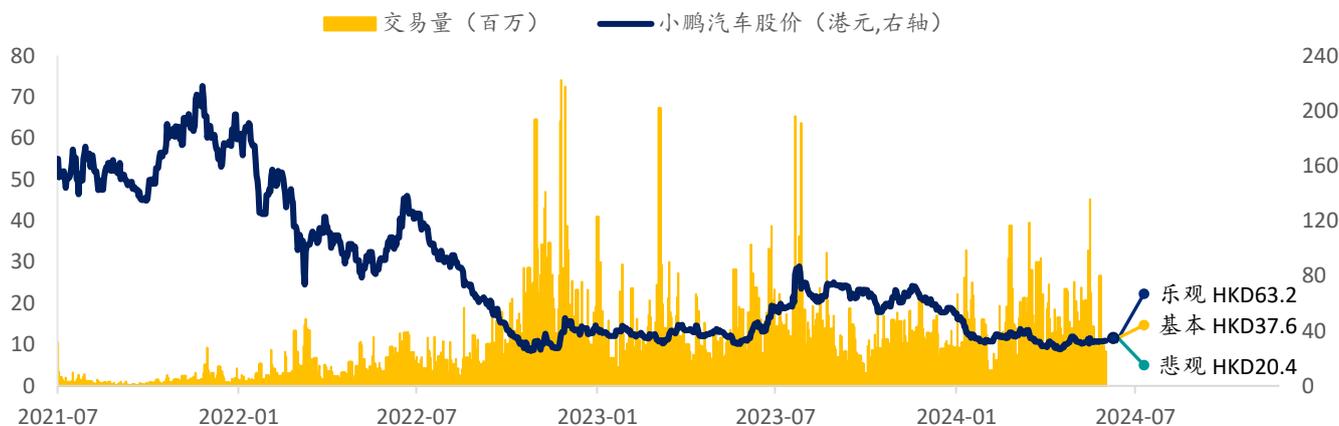
资料来源: 浦银国际预测

图表 86：小鹏汽车-W (9868.HK) 市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 87：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：63.2 港元（概率：15%）

- 中国及海外新能源乘用车，市场需求增速高于预期，强力推动小鹏汽车销量；
- MONA 及主品牌新车型发布后，订单增速快于预期，推动汽车平均售价和毛利率提升；
- 线下门店效率提升，带动新增订单量提升；
- AI 及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：20.4 港元（概率：15%）

- 新能源汽车行业需求波动，拖累销量增速；
- MONA 及小鹏主品牌新车型发布后，订单增长不及预期，无法拉动销量增长及毛利改善；
- 线下门店扩张不及预期，低线城市渠道建设进度较慢，未能有效带动汽车销量；
- AI 及自动驾驶落地速度较慢，友商追赶速度快。

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	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	26,855	30,676	40,511	60,510	74,647
营业成本	(23,767)	(30,225)	(35,399)	(51,320)	(60,619)
毛利润	3,088	451	5,112	9,190	14,029
营业费用	(11,794)	(11,341)	(12,458)	(14,090)	(12,527)
销售、行政及一般费用	(6,688)	(6,559)	(5,687)	(6,196)	(5,726)
研发费用	(5,215)	(5,277)	(7,021)	(7,895)	(6,801)
其他支出	109	495	249	-	-
营业利润 (损失)	(8,706)	(10,889)	(7,346)	(4,900)	1,501
营业外收支	(413)	496	1,281	1,365	1,419
利息收入/(支出)净额	927	991	1,273	1,325	1,379
衍生工具负债之公允价值收益	(1,376)	(538)	(32)	-	-
其他收益-非经营	36	42	40	40	40
除税前溢利	(9,118)	(10,394)	(6,065)	(3,535)	2,920
所得税	(25)	(37)	(27)	-	-
净利润	(9,139)	(10,376)	(6,092)	(3,535)	2,920
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	(9,139)	(10,376)	(6,092)	(3,535)	2,920
基本股数 (ADS, 百万)	856	870	943	943	943
摊销股数 (ADS, 百万)	856	870	943	943	943
基本每股收益 (元)	(10.67)	(11.92)	(6.46)	(3.75)	3.10
稀释每股收益 (元)	(10.67)	(11.92)	(6.46)	(3.75)	3.10

现金流量表

人民币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动产生的现金流量净额	(8,232)	956	(1,526)	5,445	9,145
净利润	(9,139)	(10,376)	(6,092)	(3,535)	2,920
折旧及摊销	1,411	2,107	2,092	2,083	2,095
汇兑(收益)/损失	1,460	(97)	-	-	-
利息费用	(238)	(352)	1,273	1,325	1,379
其他营业活动现金流	211	845	-	-	-
营运资金变动	(1,938)	8,829	1,200	5,573	2,752
应收账款(增加)/减少	(1,225)	1,173	(1,474)	(2,998)	(2,119)
存货(增加)/减少	(2,476)	(2,359)	(946)	(2,911)	(1,700)
应付账款增加/(减少)	1,861	7,956	3,802	11,700	6,833
其他经营资金变动	(98)	2,059	(182)	(218)	(262)
投资活动产生的现金流量净额	4,846	631	(1,929)	(2,122)	(2,120)
资本支出	(4,603)	(2,303)	(2,007)	(2,192)	(2,183)
取得或购买长期投资	(454)	(189)	-	-	-
银行存款增加	11,922	5,441	-	-	-
短期投资	1,626	524	78	70	63
其他	(3,645)	(2,843)	-	-	-
融资活动产生的现金流量净额	6,004	8,015	5,000	5,000	5,000
借款	6,006	2,996	5,000	5,000	5,000
发行股份	-	5,020	-	-	-
其他	(2)	-	-	-	-
外汇损益	462	(15)	-	-	-
现金流量净流量	3,079	9,588	1,544	8,324	12,025
期初现金及现金等价物	11,635	14,714	24,302	25,846	34,170
期末现金及现金等价物	14,714	24,302	25,846	34,170	46,195

资产负债表

人民币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	29,636	34,059	35,603	43,927	55,952
短期投资	1,262	781	703	633	570
应收账款	3,873	4,598	6,072	9,070	11,189
存货	4,521	5,526	6,472	9,383	11,083
其他流动资产	4,235	9,557	11,469	13,762	16,515
流动资产合计	43,527	54,522	60,319	76,775	95,308
固定资产-物业, 厂房及设备	10,607	10,954	10,908	10,967	11,016
资产使用权-非流动资产	1,955	1,456	1,450	1,458	1,464
土地使用权	2,748	2,789	2,778	2,793	2,805
无形资产	1,043	4,949	4,928	4,955	4,977
长期投资	2,295	2,085	2,085	2,085	2,085
其他非流动资产	9,316	7,407	7,407	7,407	7,407
资产合计	71,491	84,163	89,875	106,440	125,062
短期借款	3,181	5,253	5,753	6,253	6,753
应付账款	14,223	22,210	26,012	37,712	44,545
其他流动负债	6,711	8,648	10,378	12,453	14,944
流动负债合计	24,115	36,112	42,143	56,418	66,242
长期借款	4,613	5,651	10,151	14,651	19,151
其他非流动负债	5,852	6,072	6,072	6,072	6,072
负债合计	34,580	47,834	58,366	77,141	91,464
夹层权益	-	-	-	-	-
普通股	7	60	60	60	60
留存收益	(25,331)	(35,760)	(40,579)	(42,790)	(38,491)
其他综合收益	1,544	1,831	1,831	1,831	1,831
储备	60,691	70,198	70,198	70,198	70,198
股东权益合计	36,911	36,329	31,510	29,299	33,598
负债及股东权益合计	71,491	84,163	89,875	106,440	125,062

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营运指标增速					
营业收入增速	28%	14%	32%	49%	23%
毛利润增速	18%	(85%)	1033%	80%	53%
营业利润增速	32%	25%	(33%)	(33%)	NM
净利润增速	88%	14%	(41%)	(42%)	NM
盈利能力					
净资产收益率	(24.8%)	(28.6%)	(19.3%)	(12.1%)	8.7%
总资产报酬率	(12.8%)	(12.3%)	(6.8%)	(3.3%)	2.3%
投入资本回报率	(19.8%)	(22.4%)	(11.6%)	(5.0%)	8.1%
利润率					
毛利率	11.5%	1.5%	12.6%	15.2%	18.8%
营业利润率	(32.4%)	(35.5%)	(18.1%)	(8.1%)	2.0%
净利润率	(34.0%)	(33.8%)	(15.0%)	(5.8%)	3.9%
营运能力					
现金循环周期					
应收账款周转天数	44	50	48	46	50
存货周转天数	55	61	62	56	62
应付账款周转天数	204	220	249	227	248
净债务(净现金)	(21,842)	(23,155)	(19,700)	(23,023)	(30,048)
自由现金流	(5,301)	2,511	481	7,638	11,329

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 35.3 港元)

业绩回顾及预测调整

零跑 1Q24 业绩:

- 营业收入为人民币 34.86 亿元, 同比增长 142%, 环比下降 34%, 大体符合我们的预期。
- 交付量为 33,410 辆, 同比增长 218%, 环比下降 40%。汽车平均售价人民币 10.4 万元, 同比下降 24%, 环比增长 9%。
- 毛利率为-1.4%, 同比改善 6.4 个百分点, 环比下降 8.1 个百分点, 主因公司在 3 月发布 2024 款“全家桶”后, 对 2023 款老车型给予了平均 1.5-2 万元/台的终端折扣, 造成毛利率承压; 同时也受到行业价格竞争和季节性因素的影响。
- 营业亏损为人民币 11.26 亿元, 同比收窄 3%, 环比扩大 11%。营业费用率为 30.9%, 同比下降 41.6 个百分点, 环比增长 4.9 个百分点。
- 净亏损为人民币 10.13 亿元, 亏损同比收窄 11%, 环比扩大 7%, 表现不及市场预期。

业绩会要点:

- **国内销量目标:** 公司表示目前在手订单储备较为充足, “五一”假期期间新增订单超过 7,000 个, 将支持 5、6 月份销量环比提升, 二季度销量目标 5.4-6 万台。同时, 全年销量逐季变化的趋势与去年类似。
- **毛利率指引:** 一季度经销商返利调整后的毛利率约 7%-8%, 环比 4Q23 亦有所回落。随着 2023 款老车型清库完成, 预计二季度毛利率将明显回升。同时, 公司认为 C16 是一个提振毛利率的车型, 3Q 毛利率也有望环比 2Q 改善。
- **海外销量目标:** 零跑将在今年三季度末进入欧洲大部分市场, 2024 年海外销量目标 6,000-10,000 台; 2025 年目标销量 6-10 万台, 将努力冲击该指引区间上限。
- **海外渠道布局:** 渠道方面充分利用 Stellantis 的经销商网络, 预计 2024 年底在欧洲 9 个国家有 200 家经销商, 2025/26 年则达到 500 家。
- **车型规划:** 明年会有两款 A 级平台的两款紧凑车型上市。2025-2027 年, 公司计划国内每年平均推出 2-3 款车型, 海外市场每年则至少推出一款新车型。

图表 88：零跑汽车 1Q24 业绩详情

人民币百万	1Q24	1Q23	同比	4Q23	环比
营业收入	3,486	1,443	142%	5,278	(34%)
毛利润 (损失)	(48)	(113)	(57%)	355	NM
营业利润 (损失)	(1,126)	(1,160)	(3%)	(1,018)	11%
净利润 (损失)	(1,013)	(1,133)	(11%)	(947)	7%
基本每股收益 (人民币)	(0.76)	(0.99)	(24%)	(0.77)	(2%)

利润率	1Q24	1Q23	百分点	4Q23	百分点
毛利率	(1.4%)	(7.8%)	6.4	6.7%	(8.1)
营业费用率	30.9%	72.6%	(41.6)	26.0%	4.9
营业利润率	(32.3%)	(80.4%)	48.1	(19.3%)	(13.0)
净利率	(29.1%)	(78.5%)	49.5	(17.9%)	(11.1)

汽车销售	1Q24	1Q23	同比	4Q23	环比
汽车销量 (辆)	33,410	10,509	218%	55,328	(40%)
汽车均价 (人民币)	104,277	136,889	(24%)	95,361	9%
汽车销售收入 (人民币百万)	3,484	1,439	142%	5,276	(34%)

资料来源：公司公告、浦银国际

图表 89：零跑汽车财务预测：新预测 vs 前预测

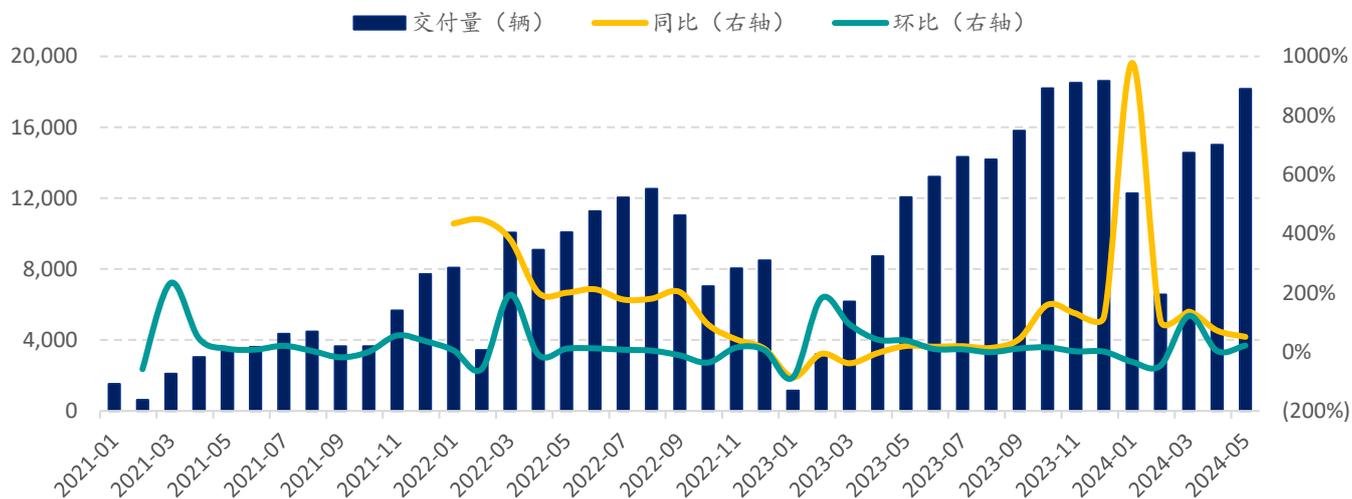
人民币百万	2024E			2025E			2026E		
	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异
营业收入	31,264	33,820	(8%)	58,080	61,495	(6%)	76,643	79,729	(4%)
毛利润 (损失)	1,790	2,683	(33%)	5,559	6,643	(16%)	9,733	11,033	(12%)
经营利润 (损失)	(3,854)	(2,880)	34%	(1,582)	(414)	282%	776	2,844	(73%)
净利润 (损失)	(3,702)	(2,726)	36%	(1,379)	(218)	531%	999	3,062	(67%)
基本每股收益 (元)	(2.72)	(2.01)	36%	(1.02)	(0.16)	531%	0.74	2.25	(67%)

利润率	百分点			百分点			百分点		
毛利率	5.7%	7.9%	(2.2)	9.6%	10.8%	(1.2)	12.7%	13.8%	(1.1)
营业费用率	18.1%	16.4%	1.6	12.3%	11.5%	0.8	11.7%	10.3%	1.4
营业利润率	(12.3%)	(8.5%)	(3.8)	(2.7%)	(0.7%)	(2.1)	1.0%	3.6%	(2.6)
净利率	(11.8%)	(8.1%)	(3.8)	(2.4%)	(0.4%)	(2.0)	1.3%	3.8%	(2.5)

资料来源：浦银国际预测

汽车月度交付量

图表 90: 零跑月度销量: 5月交付 18,165 辆, 同比增长 51%, 环比增长 21%



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、服务及其他收入增速分别为 87%和 23%，分别给予 1.4x 和 5.0x 的市销率,同时采用 0.9277 的港元/人民币汇率计算,得到 35.3 港元的目标价,维持“买入”评级,潜在升幅 29%。

图表 91: 零跑分部加总估值法 (2024 年)

人民币百万	收入	收入增速	市销率(x)	估值
汽车销售	31,247	87%	1.4	44,370
服务及其他	17	23%	5.0	86
合计	31,264	87%	1.4	44,456
股数 (百万)				1,359
目标价 (人民币)				32.7
港元/人民币				0.9277
目标价 (港元)				35.3

资料来源: 浦银国际预测

图表 92：浦银国际目标价：零跑汽车（9863.HK）



注：截至 2024 年 6 月 6 日收盘价；
资料来源：Bloomberg、浦银国际

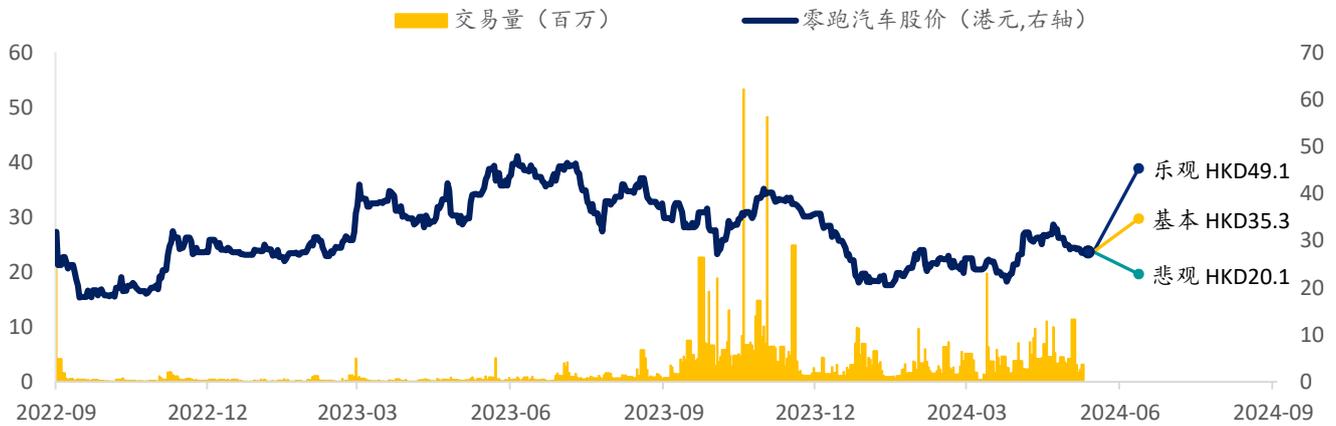
乐观与悲观情景假设

图表 93: 零跑汽车 (9863.HK) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 94: 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: 49.1 港元 (概率: 15%)

- 中国及海外新能源乘用车, 市场需求增速高于预期, 强力推动零跑汽车销量扩大;
- C 系列新车型和改款车型发布后, 订单增速快于预期, 推动销量规模继续提升, 毛利继续改善;
- 线下门店效率提升, 带动新增订单量提升;
- 智能驾驶研发进展较快, 企及行业头部水平。

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 20.1 港元 (概率: 15%)

- 新能源汽车行业需求波动, 拖累销量增速;
- 新车型及改款主力车型订单表现不及预期;
- 出海进度慢于预期, 欧洲关税相关政策影响公司在欧洲市场的扩张, 拖累公司销量成长;
- 渠道优化进度不及预期;
- 智能驾驶研发进度持续落后。

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	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	12,385	16,747	31,264	58,080	76,643
营业成本	(14,296)	(16,666)	(29,474)	(52,520)	(66,911)
毛利润 (损失)	(1,911)	80	1,790	5,559	9,733
营业费用	(3,315)	(4,458)	(5,644)	(7,142)	(8,956)
销售、行政及一般费用	(1,114)	(1,795)	(2,357)	(3,037)	(3,966)
研发费用	(1,411)	(1,920)	(2,451)	(3,012)	(3,459)
其他支出	51	115	150	150	150
营业利润 (损失)	(5,227)	(4,377)	(3,854)	(1,582)	776
营业外收支	118	161	153	205	224
利息收入/(支出)净额	106	157	135	162	162
衍生工具负债之公允价值收益	12	4	17	17	18
其他收益-非经营	-	-	2	25	44
除税前溢利	(5,109)	(4,216)	(3,701)	(1,378)	1,001
所得税	(0)	(0)	(1)	(2)	(2)
净利润	(5,109)	(4,216)	(3,702)	(1,379)	999
基本股数 (百万)	1,045	1,165	1,359	1,359	1,359
摊销股数 (百万)	1,045	1,165	1,359	1,359	1,359
基本每股收益 (元)	(4.89)	(3.62)	(2.72)	(1.02)	0.74
摊薄每股收益 (元)	(4.89)	(3.62)	(2.72)	(1.02)	0.74

现金流量表

人民币百万元	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
经营活动产生的现金流量净额	(2,400)	1,082	6,173	19,861	23,169
净利润	(5,109)	(4,216)	(3,702)	(1,379)	999
折旧	395	574	692	1,005	1,548
摊销	(13)	(5)	(5)	(5)	(5)
汇兑(收益)/损失	52	(9)	-	-	-
利息费用	5	23	-	-	-
其他经营活动现金流	813	774	-	-	-
营运资金变动	1,456	3,942	9,188	20,241	20,627
应收账款(增加)/减少	(904)	759	(544)	(851)	(282)
存货(增加)/减少	(1,026)	219	(865)	(1,330)	(325)
应付账款增加/(减少)	3,391	3,860	10,179	21,012	19,087
其他经营资金变动	(5)	(896)	418	1,411	2,148
投资活动产生的现金流量净额	(1,292)	(4,860)	(2,140)	(3,774)	(4,285)
资本支出	(1,371)	(1,306)	(2,439)	(4,043)	(4,527)
取得或购买长期投资	(47)	(98)	-	-	-
银行存款增加	(428)	(1,615)	-	-	-
短期投资	352	(2,022)	299	269	242
其他	202	181	-	-	-
融资活动产生的现金流量净额	6,355	8,552	2,460	4,885	4,483
借款	1,254	2,026	2,460	4,885	4,483
发行股份	-	-	-	-	-
其他	5,102	6,525	-	-	-
外汇损益	(53)	9	-	-	-
现金流量净流量	2,611	4,782	6,493	20,972	23,368
期初现金及现金等价物	4,338	6,949	11,731	18,225	39,196
期末现金及现金等价物	6,949	11,731	18,225	39,196	62,564

资产负债表

人民币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	8,852	16,619	23,112	44,084	67,451
短期投资	930	2,987	2,688	2,419	2,177
应收账款	1,685	926	1,470	2,321	2,604
存货	1,749	1,719	2,585	3,915	4,239
其他流动资产	422	436	523	628	753
流动资产合计	13,638	22,687	30,377	53,367	77,225
固定资产-物业, 厂房及设备	3,208	3,868	5,615	8,653	11,632
资产使用权-非流动资产	820	732	732	732	732
无形资产	447	450	455	460	465
长期投资	30	44	44	44	44
其他非流动资产	1,124	672	672	672	672
资产总计	19,268	28,453	37,896	63,928	90,770
短期借款	1,019	1,581	3,268	6,725	10,219
应付账款	5,987	9,847	20,026	41,038	60,124
其他流动负债	2,252	2,526	3,031	4,546	6,819
流动负债合计	9,257	13,954	26,325	52,309	77,163
长期借款	773	892	1,665	3,093	4,081
其他非流动负债	978	1,110	1,110	1,110	1,110
负债合计	11,009	15,955	29,099	56,511	82,354
普通股	1,143	1,337	1,337	1,337	1,337
留存收益	-	-	(3,702)	(5,081)	(4,083)
其他综合收益	7,116	11,161	11,161	11,161	11,161
股东权益合计	8,259	12,498	8,796	7,417	8,416
负债及股东权益合计	19,268	28,453	37,896	63,928	90,770

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
营运指标增速					
营业收入增速	295%	35%	87%	86%	32%
毛利润增速	38%	NM	2125%	211%	75%
营业损失增速	82%	(16%)	(12%)	(59%)	NM
净损失增速	80%	(17%)	(12%)	(63%)	NM
盈利能力					
净资产收益率	(66.0%)	(40.6%)	(34.8%)	(17.0%)	12.6%
总资产报酬率	(32.1%)	(17.7%)	(11.2%)	(2.7%)	1.3%
投入资本回报率	(52.0%)	(29.2%)	(28.1%)	(9.2%)	3.4%
利润率					
毛利率	(15.4%)	0.5%	5.7%	9.6%	12.7%
营业利润率	(42.2%)	(26.1%)	(12.3%)	(2.7%)	1.0%
净利润率	(41.3%)	(25.2%)	(11.8%)	(2.4%)	1.3%
营运能力					
现金循环周期					
应收账款周转天数	36	28	14	12	12
存货周期天数	32	38	27	23	22
应付账款周转天数	110	173	185	212	276
净债务(净现金)	(7,060)	(14,146)	(18,179)	(34,266)	(53,151)
自由现金流	(1,882)	1,629	8,617	23,909	27,701

E=浦银国际预测

资料来源: 公司资料、Wind、浦银国际预测

图表 95: 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/目标价/预测发布日期	行业
1810 HK Equity	小米集团-W	18.0	买入	23.6	13/5/2024	手机品牌
688036 CH Equity	传音控股	125.3	买入	179.4	26/2/2024	手机品牌
285 HK Equity	比亚迪电子	37.6	买入	36.7	1/3/2024	结构件、组装
600745 CH Equity	闻泰科技	29.3	买入	37.1	14/5/2024	ODM、功率半导体
002475 CH Equity	立讯精密	33.1	买入	34.5	24/10/2023	结构件、组装
300433 CH Equity	蓝思科技	15.9	买入	18.6	7/6/2024	结构件、组装
2018 HK Equity	瑞声科技	26.0	买入	28.8	25/3/2024	声学、光学器件
2382 HK Equity	舜宇光学科技	49.0	买入	80.8	10/11/2023	手机光学、车载光学
1478 HK Equity	丘钛科技	3.7	买入	5.1	10/11/2023	手机光学
603501 CH Equity	韦尔股份	100.2	买入	127.9	10/11/2023	手机 CIS、车载 CIS
NIO US Equity	蔚来	4.9	买入	5.9	11/6/2024	新能源汽车
9866 HK Equity	蔚来-SW	41.2	买入	48.5	11/6/2024	新能源汽车
XPEV US Equity	小鹏汽车	8.4	买入	9.6	11/6/2024	新能源汽车
9868 HK Equity	小鹏汽车-W	32.8	买入	37.6	11/6/2024	新能源汽车
LI US Equity	理想汽车	19.8	买入	24.5	11/6/2024	新能源汽车
2015 HK Equity	理想汽车-W	79.0	买入	95.6	11/6/2024	新能源汽车
9863 HK Equity	零跑汽车	27.4	买入	35.3	11/6/2024	新能源汽车
TSLA US Equity	特斯拉 (TESLA)	177.9	持有	202.9	26/1/2024	新能源汽车
1211 HK Equity	比亚迪股份	229.2	买入	232.2	28/3/2024	新能源汽车
002594 CH Equity	比亚迪	238.5	买入	248.4	28/3/2024	新能源汽车
981 HK Equity	中芯国际	18.1	买入	17.9	7/2/2024	晶圆代工
688981 CH Equity	中芯国际	46.8	买入	52.6	7/2/2024	晶圆代工
1347 HK Equity	华虹半导体	22.6	买入	20.6	10/5/2024	晶圆代工
688347 CH Equity	华虹公司	36.4	买入	43.6	10/5/2024	晶圆代工
688396 CH Equity	华润微	37.8	买入	64.9	20/9/2023	功率半导体
600460 CH Equity	士兰微	17.7	买入	30.5	20/9/2023	功率半导体
300373 CH Equity	扬杰科技	38.1	买入	43.4	25/10/2023	功率半导体
688187 CH Equity	时代电气 A	47.7	买入	53.4	27/10/2023	功率半导体
3898 HK Equity	时代电气 H	29.9	买入	38.7	27/10/2023	功率半导体
603290 CH Equity	斯达半导	90.8	买入	230.6	20/9/2023	功率半导体
605111 CH Equity	新洁能	38.2	买入	44.4	20/9/2023	功率半导体
688711 CH Equity	宏微科技	21.5	买入	67.1	20/9/2023	功率半导体

注: 截至 2024 年 6 月 6 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个人。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。

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

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

