

亚洲汽车

中国汽车：年中盘点；出口缓冲国内疲软，比亚迪和小米车型更新



刘恩意, CFA持证人
+852 2123 2606
eunice.lee@bernsteinsg.com



徐 Ethan
+852 2123 2634
ethan.xu@bernsteinsg.com

超出预期的出口保持行业销量坚挺。年初，在我们2026年展望报告中，我们同时指出了国内需求面临的阻力以及出口的良好前景。在盈利季开始前，我们评估行业表现时发现，国内需求比我们预期的要弱，而出口则显著超出了我们的预期。因此，行业批发销量好于预期。我们现在预测2026年中国乘用车批发销量约为2900-3000万辆，同比增长持平至-3%。我们预计国内零售需求将达到2000-2100万辆，同比下降11-13%，因为市场正在消化前几年被显著提前的需求，并且比较基数较高。出口仍然是关键的增长动力，我们预测海外出货量将达到850-900万辆，同比增长40-50%，这得益于新兴市场需求的强劲以及中国OEM在全球市场份额的持续增长。除了国内需求疲软，中国OEM还面临原材料成本上升的压力，我们预计这一阻力在第二季度盈利中会更加明显。同时，人民币升值可能为出口导向型OEM创造额外的盈利阻力，除非有效进行套期保值。

纯电动汽车市场份额扩大，插电式混合动力汽车增长放缓。电动汽车渗透率年初因补贴减少和购车税增加而开局疲软，但在美国与伊朗战争后从3月份开始反弹，并得益于新车型推出、价格竞争力和技术优势的支持。在电动汽车领域，我们观察到从插电式混合动力汽车向纯电动汽车的明显转变。2026年上半年整体电动汽车销量（纯电动汽车+插电式混合动力汽车）同比下降14.2%，主要受插电式混合动力汽车下降27.2%的拖累，而纯电动汽车仅下降6.1%，并在第二季度恢复增长（同比增长4.9%）。续航里程更长、充电速度更快的纯电动汽车正在缩小与插电式混合动力汽车的差距，同时政策支持也越来越多地倾向于纯电动汽车。我们预测2026年国内电动汽车销量同比增长1-3%，将电动汽车渗透率推至约62%。与此同时，电动汽车出口持续加速，预计同比增长65-75%，支持整体电动汽车批发出货量同比增长15-20%。

我们基于我们的 SOTP 136.00（旧值：RMB 124.00）估值，将比亚迪评级为“跑赢市场”，并将目标价定为1211.HK的港币130.00元（旧值：港币——）和002594.CH的人民币114.00元。该估值对应20倍（此前为18倍）的1年期前瞻市盈率。我们下调目标价，以反映销量和盈利预测的降低，这主要是由国内行业需求疲软所驱动。比亚迪是我们该行业的首选“跑赢市场”股票，得益于其国内市场份额的稳定、国际增长的加速，以及其外部电池业务的增长潜力。

我们给予小米“跑赢市场”评级，目标价定为1810.HK的港币38.00元（原：港币43.00元），此目标价基于我们的可比公司估值法（SOTP），相当于25倍1年期前瞻市盈率。我们下调目标价主要原因是：受内存升级影响，智能手机出货量和毛利率预测下调；以及受YU7动力减弱影响，电动汽车预测下调。小米的基本面在短期内仍面临挑战，内存价格下行压力影响智能手机业务，补贴削减则冲击物联网和电动汽车板块。然而，该股票正以16倍2027年预期市盈率（彭博数据）进行交易，低于其约25倍1年期前瞻市盈率的历史平均水平，且处于-1个标准差水平的17倍。我们认为，当前估值在12个月时间范围内提供了有吸引力的风险回报比。

伯恩斯坦行情表

股票代码	评分曲线	8月11日 2026		TTM	每股收益（报告）				报告市盈率（x）		
		关闭	价格	Rel.	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	
		完美曲线									
1211.HK (BYD)	港元	89.70	130.00	(50.7)%	CNY	3.58	4.15	5.57	21.5	18.6	13.8
OLD			136.00				4.90	6.90			
002594.CH (BYD)	人民币 (Rénmínbì)	90.12	114.00	(45.7)%	CNY	3.58	4.15	5.57	25.2	21.7	16.2
OLD			124.00				4.90	6.90			
1810.HK (Xiaomi)	港元	26.66	38.00	(68.9)%	CNY	1.62	0.93	1.41	14.1	24.8	16.3
OLD			43.00				1.02	1.77			
175.HK（吉利）	港元	18.20	25.00	(34.7)%	CNY	1.67	1.82	2.26	0.4	0.4	0.3
2333.HK (Great Wall-H)	M 港元	8.77	13.00	(68.9)%	CNY	1.16	1.21	1.40	0.4	0.4	0.4
2238.HK (GAC)	M 港元	2.24	3.00	(61.8)%	CNY	(0.85)	(0.13)	(0.01)	(2.3)	(14.8)	(302.6)
理想汽车	M美元	12.84	15.50	(68.0)%	CNY	1.13	(4.88)	2.27	76.6	(17.7)	38.2
2015.HK (Li Auto)	M 港元	49.06	61.00	(79.5)%	CNY	0.57	(2.44)	1.13	74.6	(17.3)	37.2
9866.HK (NIO)	M 港元	36.30	47.00	(36.5)%	CNY	(6.85)	(1.62)	(0.49)	(4.6)	(19.3)	(63.5)
蔚来（NIO）	M美元	4.82	6.00	(23.2)%	CNY	(6.85)	(1.62)	(0.49)	(4.7)	(20.1)	(66.1)
600104.CH (SAIC)	M人民币	10.30	15.00	(72.6)%	CNY	0.89	0.97	1.05	11.6	10.6	9.8
9868.HK (XPeng)	M 港元	45.74	78.00	(76.4)%	CNY	(0.60)	(1.02)	0.23	(65.7)	(38.7)	174.2
XPEV（小鹏汽车）	M美元	12.00	20.00	(65.2)%	CNY	(1.20)	(2.03)	0.45	(67.6)	(39.8)	179.2
亚细亚		1,926.85									
SPX		7,753.11									

价格目标变更 / 粗体显示的预估变更

0 - 表现优于市场, M - 市场表现, U - 表现低于市场, NR - 未评级, CS - 覆盖暂停 175. H K, 2333. HK 估值是 EV/销售额 (x); 2238. HK 估值是 调整后市盈率 (x); 来源: 彭博, 伯恩斯坦估计和分析。

投资影响

我们对该行业持谨慎态度。补贴减少以及电动汽车购置税上涨5%已减缓市场势头。这继2024-2025年强劲需求前移和高基数比较之后发生，而宏观逆风和消费者情绪疲软依然存在。行业还将面临原材料成本通胀的逆风压力。我们预计行业批发量将达到约2900-3000万辆，代表同比持平至下降3%。我们预测国内零售需求为2000-2100万辆，同比下降11-13%。出口应保持增长动力，达到850-900万辆，同比增长40-50%。

电动汽车的长期世俗增长前景依然稳固，尽管电动汽车转型在中国已进入大规模普及阶段，我们预测2026年国内电动汽车销量将同比增长约1-3%，推动电动汽车渗透率达到62%。电动汽车出口正稳步增长，预计2026年将同比增长约65-75%，使整体电动汽车批发出货量同比增长15-20%。我们相信国内市场竞争将保持激烈，海外市场作为战略增长机会日益重要。对于我们的电动汽车股，我们给予比亚迪和小米“跑赢市场”评级，给予小鹏汽车、理想汽车和蔚来“市场中性”评级。在我们覆盖的传统中国汽车制造商中，我们给予吉利“跑赢市场”评级，给予长城汽车、广汽汽车和上汽“市场中性”评级。

估值可比公司表

展品1：全球汽车可比公司表

	市值	EV销量			P/E			EV/EBITDA		EV/SALES		股息收益率		FCF收益率	EBIT%	ROCE	净债务 / EBITDA				
	\$m	\$m	m	CY	NTM+1	NTM+2	CY	NTM+1	NTM+2	CY	NTM+1	NTM+2	CY	FY+1	FY+2	FY+2	FY+1	FY+1	CY	FY+1	FY+2
BYD	115,830	129,404	4.6	19.8x	15.4x	13.0x	6.9x	5.9x	5.1x	1.0x	0.9x	0.8x	1.2%	1.2%	1.2%	5.9%	5.9%	15.0%	-0.1x	-0.4x	-0.8x
小米	89,592	80,496	0.4	22.5x	16.1x	12.2x	17.2x	12.4x	9.4x	1.2x	1.0x	0.8x	0.0%	0.0%	0.0%	6.2%	7.0%	12.5%	-0.2x	-0.9x	-0.8x
Li	13,401	6,798	0.4	n.a.	20.9x	12.4x	38.1x	6.0x	4.0x	0.4x	0.3x	0.3x	0.0%	0.0%	0.0%	7.1%	1.7%	3.0%	-54.5x	-9.5x	-7.1x
NIO	12,077	12,796	0.3	1,205.9x	29.4x	15.5x	12.1x	8.3x	6.6x	0.6x	0.5x	0.5x	0.0%	0.0%	0.0%	9.2%	1.2%	5.0%	-0.2x	-0.5x	-0.5x
小鹏	11,497	10,995	0.4	n.a.	64.9x	21.7x	n.a.	26.0x	13.1x	0.8x	0.6x	0.5x	0.0%	0.0%	0.0%	8.7%	0.1%	0.2%	14.1x	-5.1x	-3.7x
中国电动汽车	242,398	240,489	6.2	25.6x	16.9x	13.0x	9.8x	7.6x	6.3x	0.9x	0.8x	0.7x	0.6%	0.6%	0.6%	6.4%	5.1%	11.7%	-0.6x	-0.9x	-1.2x
吉利	25,624	24,293	3.0	8.1x	6.7x	5.7x	4.7x	4.0x	3.5x	0.4x	0.3x	0.3x	3.7%	3.7%	3.7%	17.0%	5.7%	21.9%	-1.6x	-1.8x	-2.0x
SAIC	17,827	29,125	4.5	10.9x	9.2x	8.0x	6.0x	5.3x	4.9x	0.3x	0.3x	0.3x	2.8%	2.8%	2.8%	6.4%	3.2%	4.0%	-2.9x	-2.8x	-2.3x
长城	17,176	16,567	1.3	11.1x	9.2x	7.9x	5.7x	5.1x	4.5x	0.4x	0.4x	0.4x	4.9%	4.9%	4.9%	7.8%	4.8%	10.1%	-0.8x	-0.6x	-0.7x
GAC	6,647	9,768	1.7	n.a.	n.a.	33.4x	n.a.	22.0x	10.4x	0.6x	0.5x	0.5x	0.0%	0.0%	0.0%	-9.2%	-5.2%	-4.6%	4.7x	-1.6x	-0.5x
中国OEM厂商	67,273	79,754	10.6	11.6x	9.0x	7.4x	6.2x	5.2x	4.6x	0.4x	0.3x	0.3x	3.4%	3.4%	3.4%	9.3%	3.6%	6.0%	-1.9x	-1.9x	-1.8x
Mercedes-Benz	\$ 52,325	27,296	2.2	9.0x	7.4x	6.7x	1.7x	1.5x	1.5x	0.2x	0.2x	0.2x	6.9%	6.9%	6.9%	9.7%	6.0%	3.9%	-2.3x	-2.0x	-2.1x
大众	\$ 43,853	42,330	9.0	4.4x	3.4x	3.0x	0.8x	0.8x	0.7x	0.1x	0.1x	0.1x	7.0%	7.0%	7.0%	12.7%	5.1%	3.5%	0.3x	0.3x	0.4x
BMW	\$ 42,074	30,050	2.5	8.9x	6.6x	5.5x	1.7x	1.5x	1.4x	0.2x	0.2x	0.2x	4.1%	4.1%	4.1%	10.3%	5.8%	3.7%	1.5x	1.5x	1.6x
斯特兰蒂斯	* 16,168	8,409	5.5	8.6x	4.4x	3.1x	0.7x	0.6x	0.5x	0.0x	0.0x	0.0x	0.4%	0.4%	0.4%	-0.7%	2.8%	4.8%	-0.9x	-0.2x	-0.4x
雷诺	\$ 9,805	41	2.3	5.0x	4.8x	4.6x	0.0x	0.0x	0.0x	0.0x	0.0x	0.0x	7.8%	7.8%	7.8%	15.8%	4.7%	3.0%	-1.3x	-1.4x	-1.2x
沃尔沃汽车	& 6,150	5,831	0.7	10.6x	6.5x	4.9x	1.8x	1.5x	1.3x	0.2x	0.2x	0.2x	0.0%	0.0%	0.0%	15.6%	3.5%	6.4%	-0.7x	-0.8x	-0.9x
欧盟原始设备制造商	170,375	113,957	22.1	6.8x	5.2x	4.4x	1.1x	1.0x	0.9x	0.1x	0.1x	0.1x	5.4%	5.4%	5.4%	10%	4.8%	3.7%	-0.2x	-0.1x	0.0x
GM	* 77,181	75,151	6.2	6.6x	6.4x	6.6x	3.4x	3.2x	3.1x	0.4x	0.4x	0.4x	0.8%	0.8%	0.8%	12.7%	8.4%	7.3%	-0.2x	-0.4x	-0.4x
Ford	* 55,826	52,980	4.4	7.6x	7.3x	6.8x	3.8x	3.6x	3.4x	0.3x	0.3x	0.3x	4.3%	4.3%	4.3%	5.7%	5.8%	5.9%	-0.1x	-0.2x	-0.3x
美国原始设备制造商	133,007	128,131	10.6	7.0x	6.7x	6.7x	3.5x	3.3x	3.2x	0.3x	0.3x	0.3x	2.3%	2.3%	2.3%	10%	7.1%	6.7%	-0.2x	-0.3x	-0.3x
特斯拉	* 1,306,826	1,280,043	1.6	231.7x	169.0x	116.4x	92.9x	73.9x	52.9x	12.1x	10.6x	9.0x	0.0%	0.0%	0.0%	-0.6%	5.4%	6.1%	-1.9x	-1.2x	-0.6x
利维安	* 23,730	25,224	0.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3.4x	2.1x	1.6x	0.0%	0.0%	0.0%	-14.7%	-27.6%	-33.5%	0.7x	4.1x	#####
清晰的	* 2,605	8,406	0.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	4.7x	2.3x	1.3x	0.0%	0.0%	0.0%	-104.3%	-69.5%	-41.7%	-0.4x	-1.3x	-5.1x
北极星	* 1,992	4,824	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1.3x	1.0x	0.7x	0.0%	0.0%	0.0%	-45.9%	-14.8%	59.8%	-4.1x	-5.2x	-39.5x
美国电动汽车	1,335,154	1,318,498	1.7	n.a.	984.3x	200.8x	160.9x	95.4x	56.5x	11.1x	9.4x	7.7x	0.0%	0.0%	0.0%	-1.1%	0.0%	0.0%	-2.8x	-1.4x	-0.5x
丰田	% 273,135	231,414	9.6	11.6x	10.7x	9.9x	6.1x	5.6x	5.2x	0.7x	0.7x	0.6x	3.5%	3.5%	3.5%	4.3%	8.1%	5.2%	5.5x	5.2x	4.7x
本田	% 48,150	103,781	2.7	15.0x	9.5x	7.6x	10.7x	8.2x	6.8x	0.7x	0.7x	0.7x	4.3%	4.3%	4.3%	2.5%	4.7%	4.3%	5.4x	4.6x	4.1x
铃木	% 25,012	28,394	3.6	9.4x	9.0x	8.4x	5.2x	4.8x	4.5x	0.7x	0.6x	0.6x	2.6%	2.6%	2.6%	7.2%	9.1%	13.1%	-0.6x	-0.7x	-0.9x
斯巴鲁	% 11,776	2,929	0.9	11.9x	9.9x	9.0x	1.3x	1.2x	1.1x	0.1x	0.1x	0.1x	4.6%	4.6%	4.6%	11.7%	4.1%	6.7%	-1.5x	-1.7x	-1.7x
尼桑	% 8,161	5,001	2.4	42.2x	9.3x	7.1x	1.4x	1.2x	1.0x	0.1x	0.1x	0.1x	0.0%	0.0%	0.0%	26.0%	2.0%	1.8%	12.5x	11.0x	9.9x
马自达	% 4,684	2,641	1.1	7.2x	5.8x	5.2x	1.6x	1.4x	1.3x	0.1x	0.1x	0.1x	4.7%	4.7%	4.7%	10.9%	3.1%	6.2%	-1.4x	-1.0x	-1.4x
三菱	* 3,215	4,155	1.0	17.5x	10.8x	8.6x	3.8x	3.4x	3.3x	0.2x	0.2x	0.2x	2.9%	2.9%	2.9%	1.0%	3.2%	7.8%	-0.6x	-0.8x	-0.9x
日本原始设备制造商	374,134	378,314	21.3	11.9x	10.2x	9.2x	6.1x	5.4x	4.9x	0.5x	0.5x	0.5x	3.5%	3.5%	3.5%	5.0%	6.2%	5.1%	4.8x	4.4x	4.0x
现代汽车	* 58,559	170,248	4.1	8.2x	7.3x	6.7x	13.9x	12.4x	11.5x	1.3x	1.2x	1.1x	2.8%	2.8%	2.8%	0.6%	6.5%	4.4%	8.7x	8.0x	7.5x
Kia	* 37,411	23,605	3.1	6.3x	5.7x	5.3x	2.5x	2.3x	2.1x	0.3x	0.3x	0.2x	5.0%	5.0%	5.0%	15.3%	8.6%	17.2%	-1.7x	-1.8x	-2.0x
韩国OEM厂商	95,971	193,853	7.3	7.3x	6.6x	6.1x	9.0x	8.1x	7.5x	0.9x	0.8x	0.8x	3.7%	3.7%	3.7%	6%	7.3%	6.6%	4.2x	3.8x	3.4x
法拉利	\$ 71,558	63,689	0.014	35.6x	32.5x	30.2x	18.4x	16.8x	15.6x	7.2x	6.7x	6.3x	1.1%	1.1%	1.1%	2.7%	30.5%	36.2%	0.0x	-0.1x	-0.2x
保时捷股份有限公司	\$ 46,923	45,432	0.3	22.8x	20.2x	15.5x	6.1x	5.7x	5.0x	1.1x	1.1x	1.0x	2.2%	2.2%	2.2%	5.7%	8.1%	7.6%	1.2x	1.3x	1.1x
阿斯顿·马丁	& 481	2,492	0.005	n.a.	n.a.	n.a.	6.5x	5.2x	4.6x	1.2x	1.2x	1.1x	0.0%	0.0%	0.0%	-24.7%	-0.8%	-0.7%	5.3x	4.5x	4.1x
豪华OEM	118,962	111,613	0.3	31.6x	27.8x	22.8x	9.9x	9.1x	8.1x	2.2x	2.1x	2.0x	1.5%	1.5%	1.5%	3.8%	11.8%	11.4%	1.0x	1.0x	0.8x
全球原始设备制造商（如电动汽车除外）	1,005,623	1,005,623	72.2	9.8x	8.3x	7.4x	4.0x	3.6x	3.4x	0.4x	0.4x	0.4x	3.4%	3.4%	3.4%	8%	5.8%	5.0%	1.4x	1.3x	1.2x
全球电动汽车	1,577,552	1,558,987	7.9	220.1x	100.7x	62.3x	47.7x	34.4x	25.3x	4.2x	3.6x	3.1x	0.1%	0.1%	0.1%	0%	3.5%	6.0%	-1.2x	-1.1x	-0.9x

定价日期：2026年8月11日；\$ 由伯恩斯坦的Stephen Reitman覆盖；&由伯恩斯坦的Harry Martin覆盖；%由伯恩斯坦的Akita Masahiro覆盖*伯恩斯坦未覆盖；计算出的EVs不包括金融债务来源：彭博，伯恩斯坦分析

细节

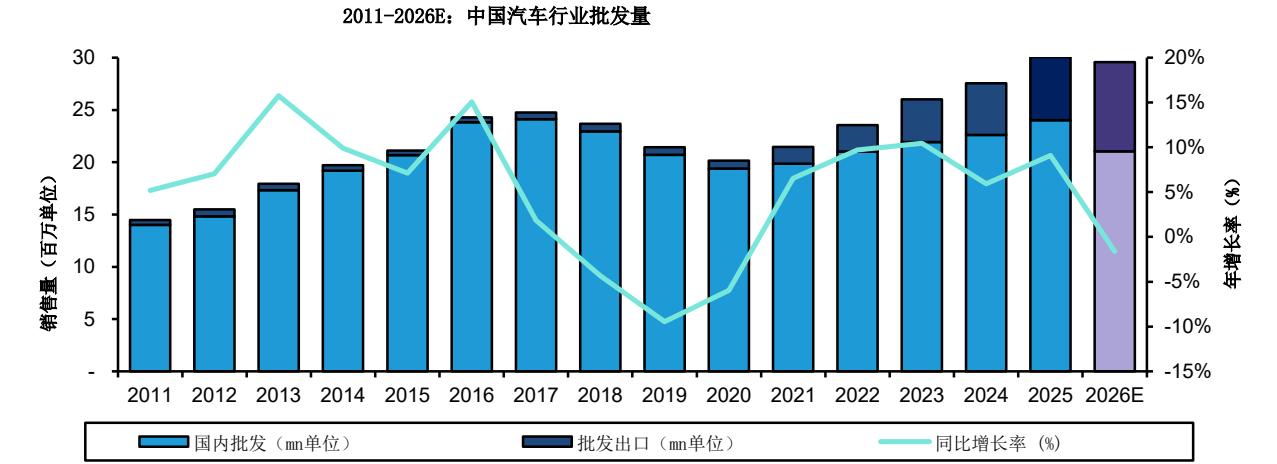
- 近期研究亮点：
- 2026年8月5日 - 电力革命：韧性——中国引领之处，中国仍所依赖之处： [绘制中国供应链自给自足图景](#)
- 2026年8月4日 - 中国智能手机追踪器（6月）：库存风险依然存在，但有所下降
- 2026年8月3日 - 中国汽车出口追踪器：2026年第二季度同比增长+79%——势头依然强劲，电动汽车现占出口总量过半
- 2026年7月16日 - 中国汽车：仍在寻找底部——6月国内销量同比增长-21%，电动车渗透率59%： [出口同比增长+80%](#)
- 2026年6月25日 - 电力革命：韧性——在掌控之中。2026年全球电动汽车预测。
- 2026年6月22日 - 中国汽车：为何汽车制造商正进入人形机器人领域——及其竞争优势
- 2026年3月19日 - 科技未来：VLA作为自动驾驶领域的下一个AI前沿
- 2026年2月5日 - 中国汽车：引擎之下的压力——金属和内存成本上涨挤压整车厂利润空间
- 2026年1月26日 - 中国汽车：长远视角——加速全球扩张
- 2026年1月6日 - 中国汽车：2026年展望——对国内不利因素持谨慎态度，出口前景光明

展品2：预计国内需求将持续疲软至2026年底，这是由于需求提前释放、高基数比较以及与去年相比补贴削减所致。

2026E							伯恩斯坦的观点
批发				零售			我们预计行业批发量将达到约29-30分钟单位，代表持平至同比-3%的增长。 预测国内零售需求为200-210万台。 同比降幅11-13%。出口应保持增长。 驾驶员，预计8.5-9万辆，同比增长40%-50%。 国内电动汽车需求应增长1-3%，受动力电池电动汽车需求疲软，购置税将上调至5%尽管仍低于ICE汽车10%的比例，但电动汽车销量2026年6月，渗透率达到了约60%，并且是预计到2026年将上升至约63%，较54%有所增长。 2025年，中国电动汽车批发交付量可能达到150万至20% in 2026, supported by exports.
中国乘用车				中国乘用车			
单位 (百万)	国内总出口			国内总进口			
	c.29-30	c.20.5-21.5	c.8.5-9	c.20-21	c.20-21	c.0.4	
同比增长率 (%)	- 0-3 %	- 11-14%	40-50%	- 11-13%	- 11-13%	-25%	
电动汽车				电动汽车			
单位 (百万)	国内总出口			国内总进口			
	c.18-18.5	c.13.5-14	c.4-4.5	c.12.5-13	c.12.5-13	c.0.02	
同比增长率 (%)	15-20%	5-7%	60-80%	1-3%	1-3%	nil.	
内燃机汽车				内燃机汽车			
单位 (百万)	国内总出口			国内总进口			
	c.11-12	c.7-7.5	c.4-4.5	c.7.5-8	c.7-7.5	c.0.4	
同比增长率 (%)	- 15-25%	- 30-40%	15-25%	- 30-35%	- 30-35%	-25%	

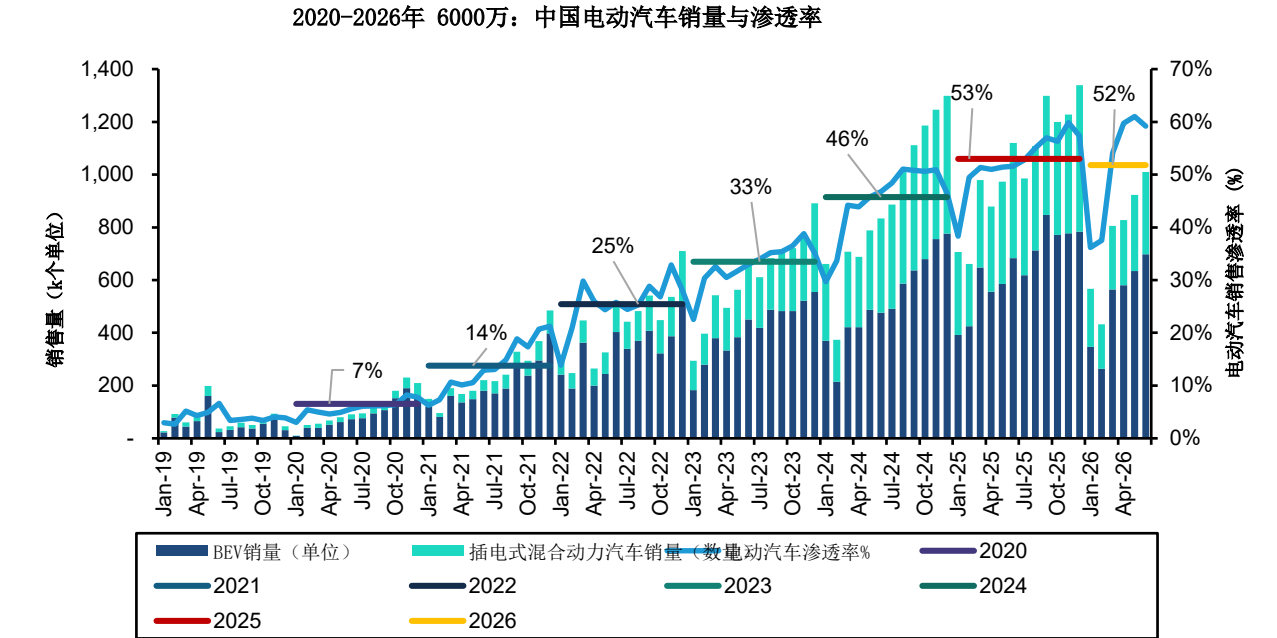
来源：CAAM，伯恩斯坦的估算与分析

展品三：我们预测2026年行业批发量约为2900万至3000万单位（与去年持平至下降3%），其中国内市场约为2000万至2100万单位（下降11%至13%），出口约为850万至900万单位（增长40%至50%）。



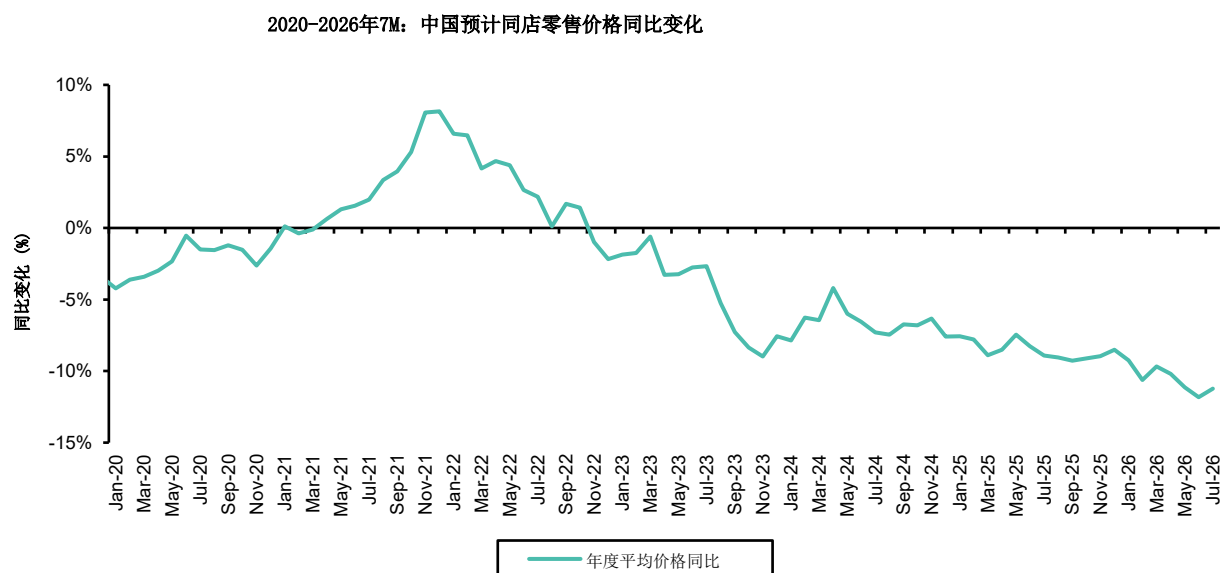
来源：CAAM，伯恩斯坦的估算与分析

图4：2026年上半年，整体电动汽车销量（纯电动汽车+插电式混合动力汽车）同比下降14. 2%，至46万辆，主要原因是插电式混合动力汽车销量同比下降27. 2%；纯电动汽车销量 modestly 下降6. 1%，并在第二季度恢复增长，同比增长4. 9%



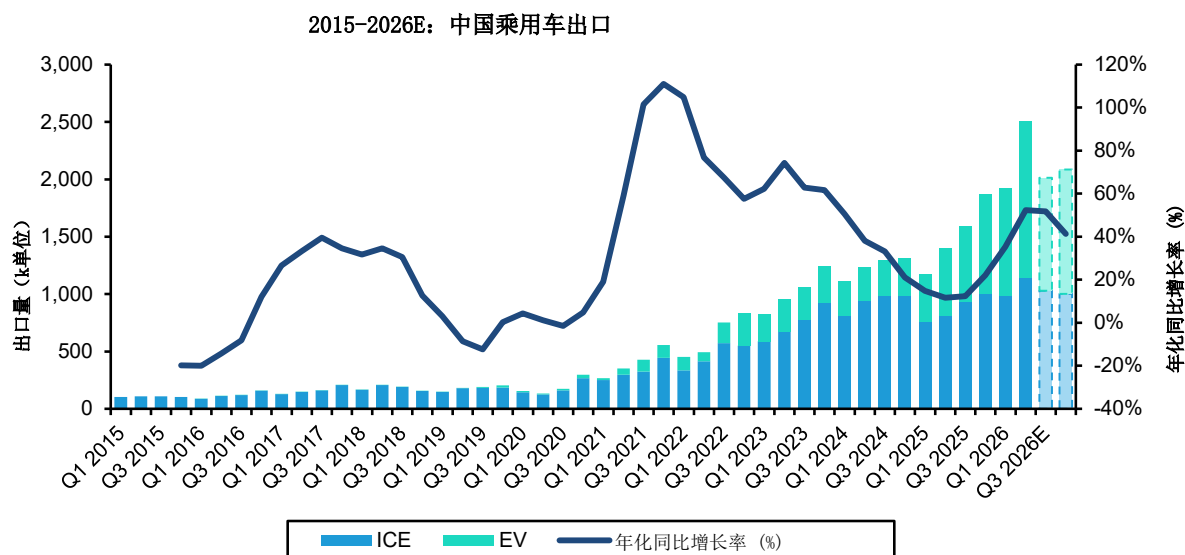
C. A. D. 和伯恩斯坦分析

展品5：受终端市场需求疲软影响，零售价格持续承压，同期比价格下降1173个基点。



C. A. D. 和伯恩斯坦分析

图6：2026年上半年，中国汽车出口保持强劲增长，同比增长72%，其中燃油车增长32%，电动车增长128%，预计下半年电动车出口势头将持续；插电混动车型在上半年表现尤为强劲，增长166%，纯电动车出口也强劲增长109%。

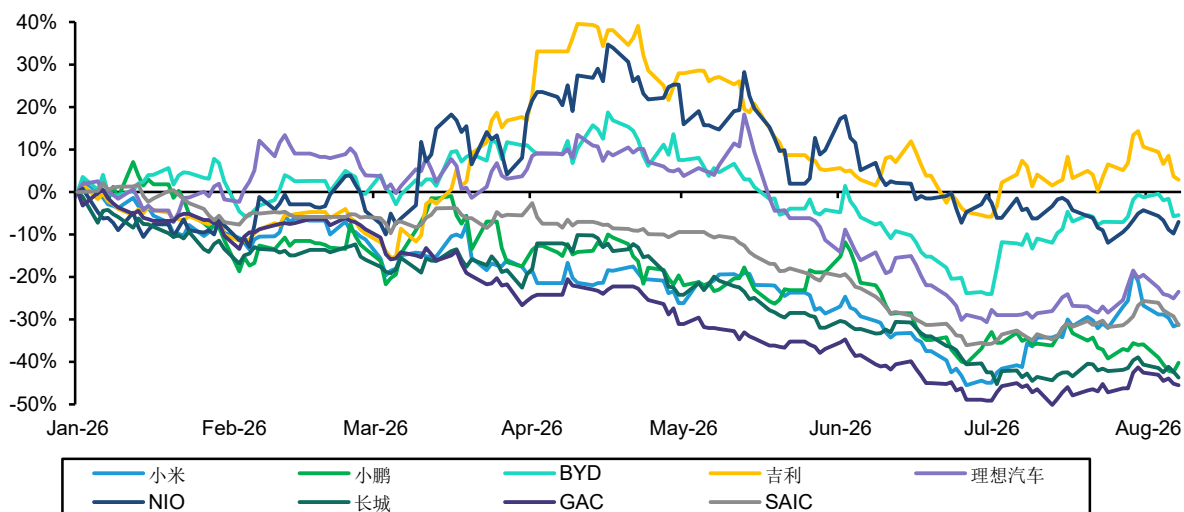


来源：CAAM，伯恩斯坦的估算与分析

七项展品：OEMs在2026年年初至今的表现普遍疲软，反映了国内需求疲软；随着海外业务拓展，吉利（+6.1%）和比亚迪（-3.4%）显著跑赢同行；蔚来位列第三，年初至今下跌7.1%，得益于强劲的产品周期。

日期价格变动 (%)

2026年至今：中国汽车制造商股票表现

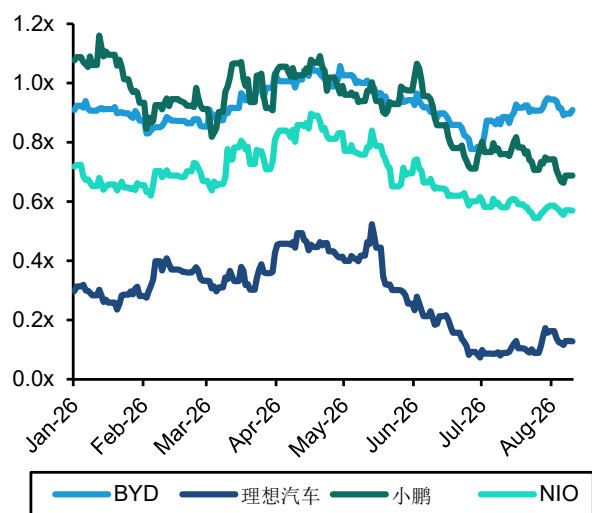


截至2025年8月8日收盘的股票表现更新。来源：彭博和伯恩斯坦分析

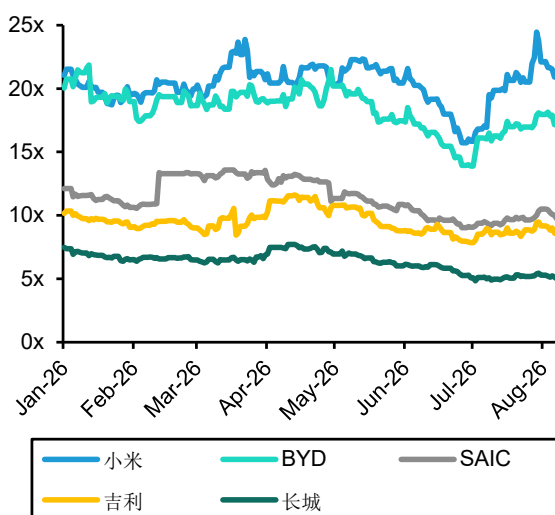
第八项展品：2026年第二季度，由于投资者资金流向人工智能相关股票，EV纯电动汽车领域经历了多次价格压缩，而持续疲软的国内需求继续影响市场情绪。

图9：在我们覆盖范围内的多数OEM厂商在2026年第二季度经历了多次降价。

2026年至今累计：1年期远期电动汽车/销量
中国代工厂



2026年至今累计：1年期远期市盈率
中国OEM厂商



彭博和伯恩斯坦分析

彭博和伯恩斯坦分析

第10项：建议摘要

	EV/Hardware	电动汽车纯投资	电动汽车纯投资	电动汽车纯投资	电动汽车纯投资	传统OEM	传统OEM	传统OEM	传统OEM	
	小米	BYD	理想汽车	小鹏	NIO	吉利	长城	长城	GAC	SAIC
股票代码	1810 港股 1211 港股 美股			XPY 美股	蔚来美国股票	175 港股	2333 港股 2238 港股 00104 股票			
评分	超给	超给	MARKET-PERFORM	MARKET-PERFORM	MARKET-PERFORM	超给	市场表现 市场表现 市场表现			
Closing price (Aug 10, 2026)	HK\$ 27.14	HK\$ 88.65	US\$ 12.37	US\$ 13.19	美元 4.81	HK\$ 18.52	港币8.94元	港币2.24元		人民币 17.23
目标价格	HK\$ 38.00	HK\$ 130.00	US\$ 15.50	US\$ 20.00	6.00美元	HK\$ 25.00	HK\$ 13.00	港币3.00元		人民币15.00元
上行/下行潜力	40%	47%	25%	52%	25%	35%	45%	34%		-13%
二价行情	n.a.	002594 H股 2015年		港股 9868	9868 港股	n.a.	601633 C 股票 601238 C 股票			n.a.
评分	n.a.	超给	MARKET-PERFORM	MARKET-PERFORM	MARKET-PERFORM	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Closing price (Aug 10, 2026)	n.a.	人民币92.65	HK\$ 48.96	HK\$ 51.30	HK\$ 37.72	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
目标价格	n.a.	人民币114.00元	HK\$ 61.00	HK\$ 78.00	HK\$ 47.00	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
上行/下行潜力	n.a.	23%	25%	52%	25%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
市值（亿美元）	168.6	109.6	26.1	18.9	8.5	21.4	15.5	4.3		26.6
企业价值（十亿美元）	159.5	115.3	13.3	15.3	6.7	19.4	15.4	1.5		17.8
收入（报告货币：人民币百万）										
2025A	457,287	803,965	112,313	76,720	87,488	345,232	222,824	96,542		656,244
2026E	458,414	942,000	110,811	95,742	125,506	386,018	235,825	101,480		657,598
2027E	539,845	1,070,504	127,232	115,042	136,903	434,422	250,121	111,637		683,875
2028E	628,226	1,176,082	139,854	128,705	149,712	451,616	265,762	116,730		704,329
2026-2028年复合年均增长率（CAGR）	11.2%	13.5%	7.6%	18.8%	19.6%	9.4%	6.0%	6.5%		2.4%
每股收益（报告货币：人民币）										
2025A	1.62	3.58	0.57	(0.60)	(6.85)	1.67	1.16	(0.85)		0.89
2026E	0.93	4.15	(2.44)	(1.02)	(1.62)	1.82	1.21	(0.13)		0.97
2027E	1.41	5.57	1.13	0.23	(0.49)	2.26	1.40	(0.01)		1.05
2028E	1.86	6.37	2.58	0.79	0.70	2.47	1.50	0.03		1.15
2026-2028年复合年均增长率（CAGR）	5%	21%	66%	n.a.	n.a.	14%	9%	na		9%
EV/sales										
2025A	2.5x	1.0x	0.8x	1.4x	0.5x	0.4x	0.5x	0.1x		0.2x
2026E	2.5x	0.9x	0.9x	1.1x	0.4x	0.4x	0.5x	0.1x		0.2x
2027E	2.1x	0.8x	0.7x	0.9x	0.3x	0.3x	0.4x	0.1x		0.2x
2028E	1.8x	0.7x	0.7x	0.8x	0.3x	0.3x	0.4x	0.1x		0.2x
P/E										
2025A	29.2x	24.1x	164.7x	n.a.	n.a.	9.1x	11.3x	n.a.		18.9x
2026E	50.7x	20.8x	n.a.	n.a.	n.a.	8.3x	10.8x	n.a.		17.1x
2027E	33.4x	15.5x	81.6x	314.5x	n.a.	6.7x	9.3x	n.a.		15.9x
2028E	25.2x	13.5x	35.9x	90.3x	n.a.	6.7x	8.7x	98.7x		14.5x
一致评级										
超越	83%		47%	81%	80%	96%	64%	29%	71%	
Market-Perform										
表现不佳	11%	5%	50%	13%	17%	4%	29%	47%	17%	
	7%	5%	3%	6%	3%	0%	7%	24%	13%	
Sell	3	2	1	2	1	0	2	4	3	
Hold	5	2	17	4	5	2	8	8	4	
Buy	38	33	16	25	24	45	18	5	17	
Sell	7%	5%	3%	6%	3%	0%	7%	24%	13%	
Hold	11%	5%	50%	13%	17%	4%	29%	47%	17%	
Buy	83%	89%	47%	81%	80%	96%	64%	29%	71%	

来源：彭博社、公司报告、伯恩斯坦估计和分析

第11项：中国电动汽车覆盖范围摘要

	覆盖 小米	覆盖 BYD	覆盖 理想汽车	覆盖 小鹏	覆盖 NIO	中国电动汽车市场
销售量（千件）						
2025A	411	4,545	406	429	326	15,537
2026E	548	4,841	426	504	443	18,126
2027E	765	5,360	474	576	506	20,249
2028E	939	5,855	526	656	558	21,864
2025-2028年复合年均增长率（CAGR）	32%	9%	9%	15%	20%	12%
总收入（人民币百万）						
2025A	457,287	803,965	112,313	76,720	87,488	
2026E	458,414	942,000	110,811	95,742	125,506	
2027E	539,845	1,070,504	127,232	115,042	136,903	
2028E	628,226	1,176,082	139,854	128,705	149,712	
2025-2028年复合年均增长率（CAGR）	11%	14%	8%	19%	20%	
毛利率（%）						
2025A	22.3%	17.7%	17.9%	18.9%	13.6%	
2026E	20.8%	19.3%	11.6%	18.9%	18.0%	
2027E	21.7%	20.6%	15.6%	19.6%	17.9%	
2028E	22.5%	20.8%	17.6%	20.2%	18.0%	
息税前利润（人民币百万）						
2025A	28,806	40,185	(521)	(2,771)	(14,041)	
2026E	19,213	45,691	(7,170)	(2,655)	(3,255)	
2027E	37,758	61,864	706	(292)	(786)	
2028E	51,602	70,661	4,144	969	2,522	
2025-2028年复合年均增长率（CAGR）	21%	21%	na	na	na	
息税前利润率（%）						
2025A	6.3%	5.0%	-0.5%	-3.6%	-16.0%	
2026E	4.2%	4.9%	-6.5%	-2.8%	-2.6%	
2027E	7.0%	5.8%	0.6%	-0.3%	-0.6%	
2028E	8.2%	6.0%	3.0%	0.8%	1.7%	
主要股票代码	1810 港股	1211 港股	利安股份	XPEV 美股	蔚来美国股票	
评分	O	O	M	M	M	
Closing price (Aug 10, 2026)	HK\$ 27.14	HK\$ 88.65	US\$ 12.37	US\$ 13.19	美元 4.81	
目标价格	HK\$ 38.00	HK\$ 130.00	US\$ 15.50	US\$ 20.00	6.00美元	
上行/下行潜力	40%	47%	25%	52%	25%	
二级行情	n.a.	002594 股票 CH	2015年香港股票	港股 9868	9866 港股	
评分	n.a.	O	M	M	M	
Closing price (Aug 10, 2026)	n.a.	人民币92.65	HK\$ 48.96	HK\$ 51.30	HK\$ 37.72	
目标价格	n.a.	人民币114.00元	HK\$ 61.00	HK\$ 78.00	HK\$ 47.00	
上行/下行潜力	n.a.	23%	25%	52%	25%	
市值（亿美元）	168.6	109.6	26.1	18.9	8.5	
企业价值（十亿美元）	159.5	115.3	13.3	15.3	6.7	

来源：彭博社、公司报告、伯恩斯坦估计和分析

比亚迪（1211.HK | 002594.CH）：跑赢，目标价港币130.00元 | 人民币114.00元

比亚迪是我们该行业的首选“超越表现”股，得益于其稳定国内市场份额、加速国际增长以及外部电池业务带来的增长潜力。

国内需求改善。 2026年3月其1.5MW闪充平台推出后，比亚迪已推出多款车型，如迪那Z9 GT、比亚迪汉唐和海狮06，配备新技术的这些车型备受市场青睐。与其第二代磷酸铁锂刀片电池相关的早期生产瓶颈似乎正在缓解，这将有助于加快未来几个月的车型推出和交付增长。在一二月份国内电动汽车市场份额下降至19%后，比亚迪在三月份反弹至23%，并在第二季度以来保持稳定，得益于其最新配备闪充技术的车型交付量逐步提升。虽然政策变化对插电混动车型需求造成压力，例如续航里程低于100公里CLTC标准的车型不再符合购置税优惠政策，但比亚迪正受益于产品组合的改善。2026年，比亚迪品牌在国内销量占比为81%，较2025年的90%有所下降，而高端品牌迪那和方仓宝的占比则提升至6%（自4%增加）和11%。

分别为6%（从6%开始）和6%。

国际增长依然强劲。 比亚迪将2026年海外交付目标从年初的150万辆上调至5月的170万至180万辆。我们认为有潜力超越此目标，接近190万辆。油价上涨以及由美伊冲突和霍尔木兹海峡关闭引发的航运路线中断，持续支持了多个市场的电动汽车采用。重要的是，比亚迪的海外成功不仅限于纯电动汽车，其插电式混合动力汽车产品也日益受到青睐。在第二季度，比亚迪在欧洲追踪到约8%的电动汽车市场份额，在东盟为12%，在大洋洲为33%，在拉丁美洲为48%。在澳大利亚，比亚迪2026年6月交付了18.9万辆汽车，仅次于丰田的19.1万辆，远超福特9.2万辆。虽然6月的业绩可能证明是特例，但我们相信比亚迪有能力在市场中维持前三名的排名。

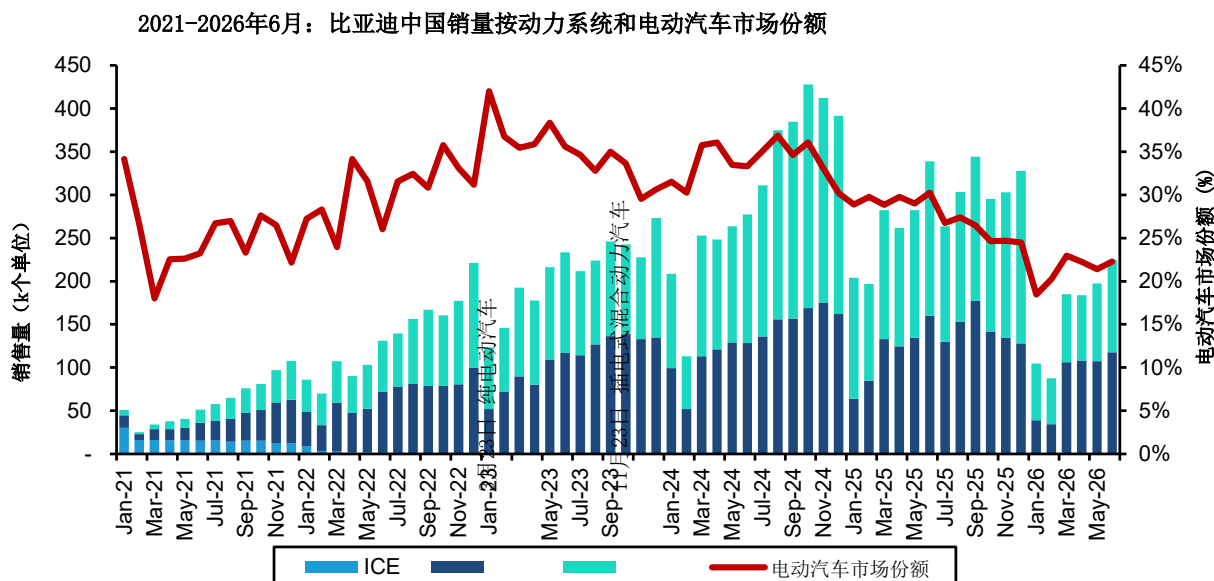
外部电动汽车和储能电池业务潜力巨大。 我们预计，比亚迪2026年上半年总电池出货量达到134GWh，其中对第三方OEM和储能项目的外部出货量占总量的50%以上。根据SNE Research数据，2026年上半年向外部OEM客户供应的电池装机量同比增长44%，小米、小鹏汽车和Mahindra & Mahindra为最大客户。根据ICC数据，比亚迪2026年5月储能电池出货量同比增长54%，使其成为全球第四大储能供应商，市场份额为7.7%。比亚迪还获得了中东多个大型储能项目，包括2025年2月与沙特电力公司签订的12.5GWh合同，以及2026年7月与马斯达尔就阿布扎比全天候项目签订的11.275GWh供应合同。我们认为，快速增长的外部电池业务仍然是盈利增长和估值提升被低估的驱动力。

我们根据我们的SOTP估值，将比亚迪评级为“跑赢大盘”，对1211.HK的目標價為港幣130.00元，對002594.CH的目標價為人民幣114.00元，相當於20倍1年期預期市盈率。我們調低了目標價（原為人民幣124.00元），以反映銷量減少和盈利預測的降低，這主要是由於國內行業需求疲軟所驅動。我們現在預測比亞迪在2026年和2027年的銷量將分別為490萬/540萬輛，包括國內銷量300萬/310萬輛和海外銷量190萬/230萬輛。我們降低了國內銷量預測，部分由於海外預期提升所抵銷。我們預計每股收益（EPS）在2026年和2027年將達到人民幣4.15元/人民幣5.57元。

相关研究重点：

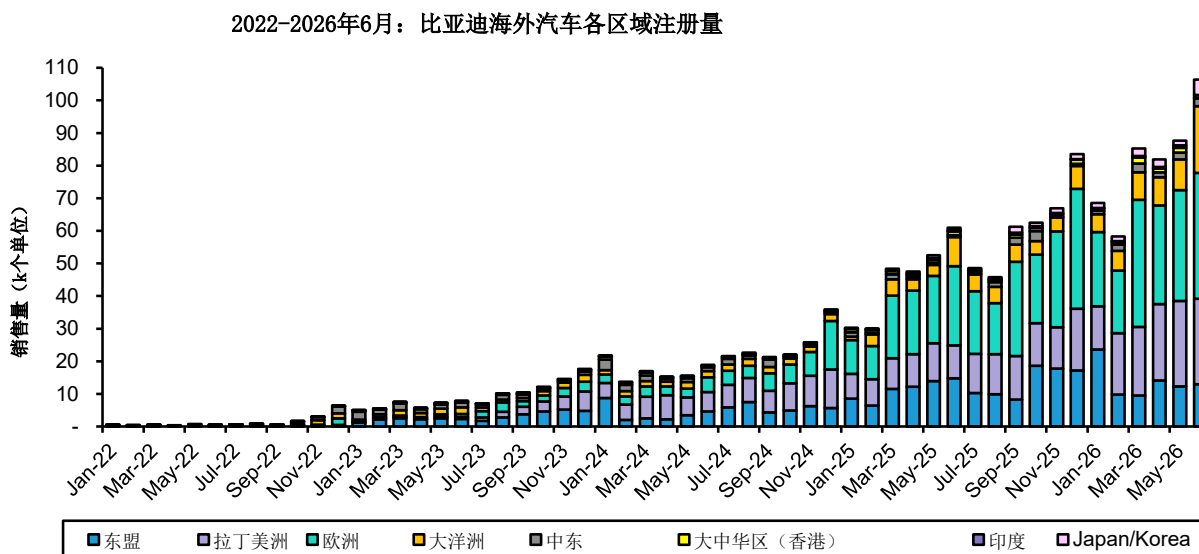
2026年3月30日 - 比亚迪：整合协同效应之力——垂直整合的力量
 2026年3月9日 - 比亚迪：9分钟行驶1000公里 现实检验——深圳之旅的收获
 2026年3月5日 - 比亚迪：9分钟充97%——刀片电池2.0和1.5MW闪充创下新速度纪录
 2026年1月13日 - 比亚迪：一位被低估的全球电池领导者
 2025年11月18日 - 比亚迪与丰田：比亚迪能否成为下一个丰田？

图12：比亚迪在国内电动汽车市场份额在1月和2月降至19%，然后在2026年3月反弹至23%，并在第二季度稳定下来，得益于配备比亚迪最新1.5MW快充技术的全新车型交付量逐步提升。



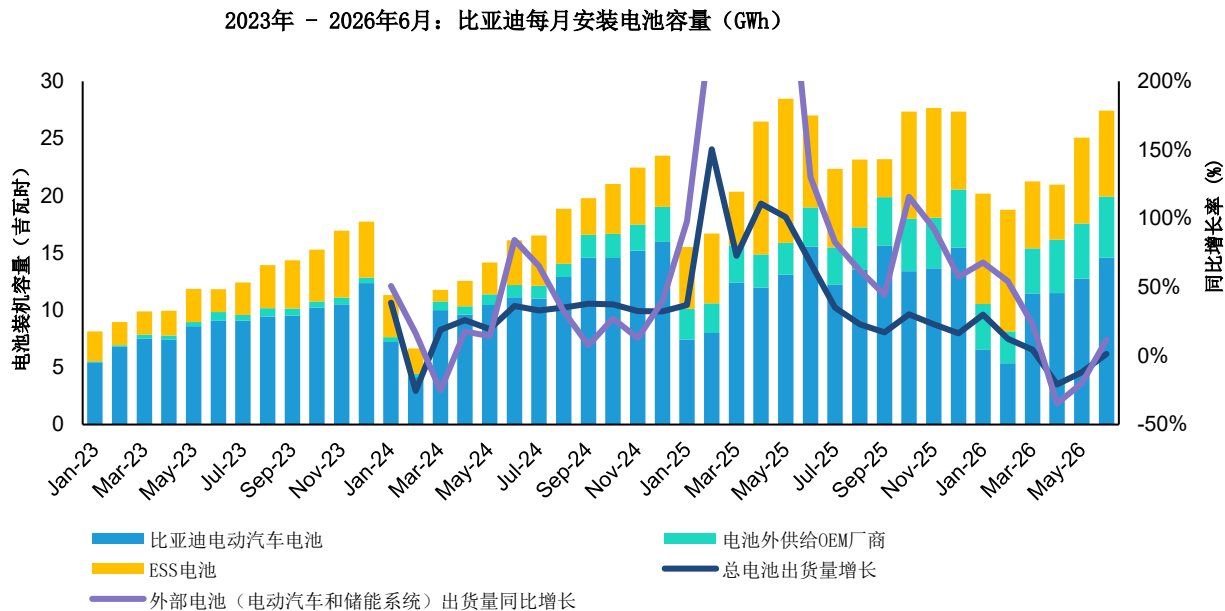
C. A. D. 和伯恩斯坦分析

展品13：比亚迪正稳步拓展海外市场：据我们估计，2026年第二季度，比亚迪在欧洲的电动汽车市场份额达到了8%，在东盟达到12%，在大洋洲达到33%，在拉美达到48%。



SNE和伯恩斯坦分析

图14：我们预计，2026年上半年比亚迪的总电池出货量达到134吉瓦时，其中对外出货量（供应第三方OEM和储能项目）占总装机量的比例超过50%。



来源：公司报告、SNE研究及伯恩斯坦分析

图15：比亚迪：估算摘要

比亚迪：估算变更摘要												
	收入（人民币百万）				净利润（人民币百万）				每股收益（人民币/股）			
	2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E
伯恩斯坦 - 新	803,965	942,000	1,070,504	1,176,082	33,761	38,857	52,159	59,636	3.58	4.15	5.57	6.37
伯恩斯坦 - 旧		942,000	1,083,241	1,205,468		39,224	59,176	69,146		4.19	6.32	7.39
新 vs. 旧		0%	-1%	-2%		-1%	-12%	-14%		-1%	-12%	-14%
共识		911,430	1,003,351	1,100,486		39,517	50,707	60,118		4.33	5.57	6.63
上坡 / 下坡		3%	7%	7%		-2%	3%	-1%		-4%	0%	-4%

来源：公司报告、彭博、伯恩斯坦的估计和分析

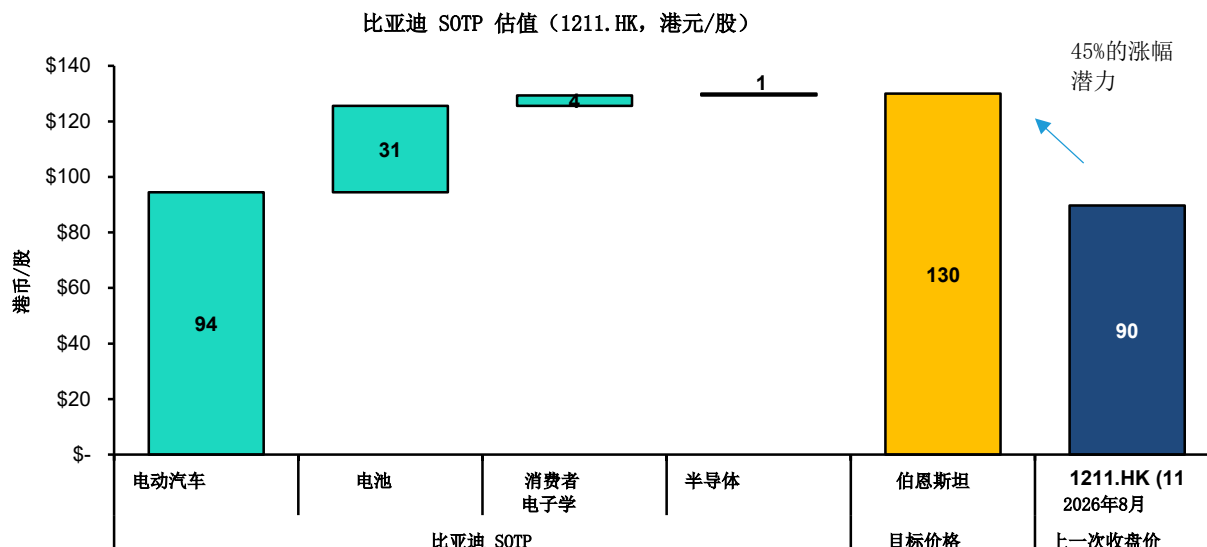
图16：比亚迪：SOTP估值

业务单元	Unit	评估方法	股权价值	评论
电动汽车	人民币百万	DCF	936,000	假设中国市场长期份额为20%，EBIT为8%，WACC为11%，长期增长率为2%
	人民币百万	市盈率	751,000	
	人民币百万	市盈率	712,000	
电池（对外客户）	人民币百万	DCF	293,000	假设外部销售额占2%市场份额，税前利润（EBIT）为10%，加权平均资本成本（WACC）为11%，长期增长率为2%
	人民币百万	市盈率	223,000	
	人民币百万	市盈率	20x 2027E P/E	
消费电子（贝达，285.HK）	人民币百万	市值	31,135	比亚迪持有比亚迪（285.HK）65.8%的股份。
半导体	人民币百万	上一次交易金额	5,000	与上一笔交易价值（100亿元人民币）相比：比亚迪在比亚迪半导体中持有72.3%的股份。
总权益价值	人民币百万		1,045,135	
净债务 /（现金）	人民币百万		28,763	
少数股东权益	人民币百万		13,256	
企业总价值	人民币百万		1,087,155	
伯恩斯坦12个月派息 - H股	HK\$/share		130.00	
当前H股的机遇	%		44%	
伯恩斯坦12个月A股期权	RMB/share		114.00	
当前A股的上行潜力	%		27%	

隐含的2027年预期市盈率倍数 20.0x

来源：彭博，伯恩斯坦的估计和分析

第17项展品：我们评估比亚迪的价值中，超过70%来自于电动汽车业务



来源：彭博，伯恩斯坦的估计和分析

小米 (1810.HK)：跑赢，目标价港币38.00元

小米的基本面在短期内仍面临挑战，内存价格走低给智能手机业务带来压力，而补贴的削减则影响了物联网和电动汽车业务。然而，该股票的交易市盈率仅为16倍（2027年预期）（彭博数据），低于其历史平均约25倍的一年期预期市盈率和17倍（-1个标准差）。我们认为，当前的估值在未来12个月内提供了一个有吸引力的风险回报比。

智能手机：小米是内存升级周期最受影响的智能手机供应商之一。根据Canalys的数据，全球智能手机出货量同比在第二季度下降了6%，而小米的出货量下降了26%（中国下降21%，国际市场下降28%）。这种表现很大程度上反映了小米对入门级市场的更大敞口。尽管面临销量压力，小米仍持续优化产品组合，削减低端SKU并提高价格。我们估计ASP同比增加超过20%，达到1300元人民币以上（环比持平或略有上升），这将智能手机收入同比降幅限制在9%，至410亿元人民币，而毛利率仍保持在8%以上。

展望未来，我们预计智能手机业务的压力将持续存在。虽然内存价格在第三季度预计将有所缓和，但定价仍呈上涨趋势，我们预计周期将在2027年下半年达到顶峰。因此，持续的组件成本通胀可能会对手机盈利能力造成压力，并限制短期内收入的复苏。我们现在预测小米智能手机出货量将在2026年同比下降20%，然后在2027年反弹3.5%。智能手机ASP预计将在2026年同比增长15%，在2027年增长1%。我们认为，在不实质性影响销量的情况下，ASP进一步增长的潜力正变得越来越有限。然而，从长期来看，我们仍然对小米的市场份额和高端化前景持乐观态度。事实上，当前的内存周期性上涨最终可能会加速小米向高端市场的转型，强化其近年来一直推行的高端定价和产品组合升级策略。虽然短期内令人痛苦，但从长远来看，这可能会对品牌定位和盈利能力产生结构性利好。

EV：小米在第二季度交付了10.4万辆汽车，其中约70%的销量来自新款SU7，其余来自YU7。YU7的需求降温速度超出预期，促使小米在5月底推出新款基础版车型和GT版车型以支持交付。即便如此，我们现在预计YU7将实现每月1.5万至2万辆的稳定交付量，低于我们之前预期的2.5万至3万辆。我们预测第二季度EV的平均售价（ASP）约为23万元人民币，环比下降，原因是SU7的占比提高且YU7的贡献降低，而毛利率保持稳定，约为20%。

小米2026年的交付目标55万辆正变得越来越具有挑战性。虽然仍然可以实现，但这需要无懈可击的执行以及新SkyNomad型号的快速放量。在2026年上半年交付了18.5万辆后，我们预计2026年下半年SU7和YU7的月交付量分别为2万至2.5万辆，并由新车型支持。我们还预计SkyNomad N90和N70从9月开始每月贡献2.5万至3万辆。实现公司的指引

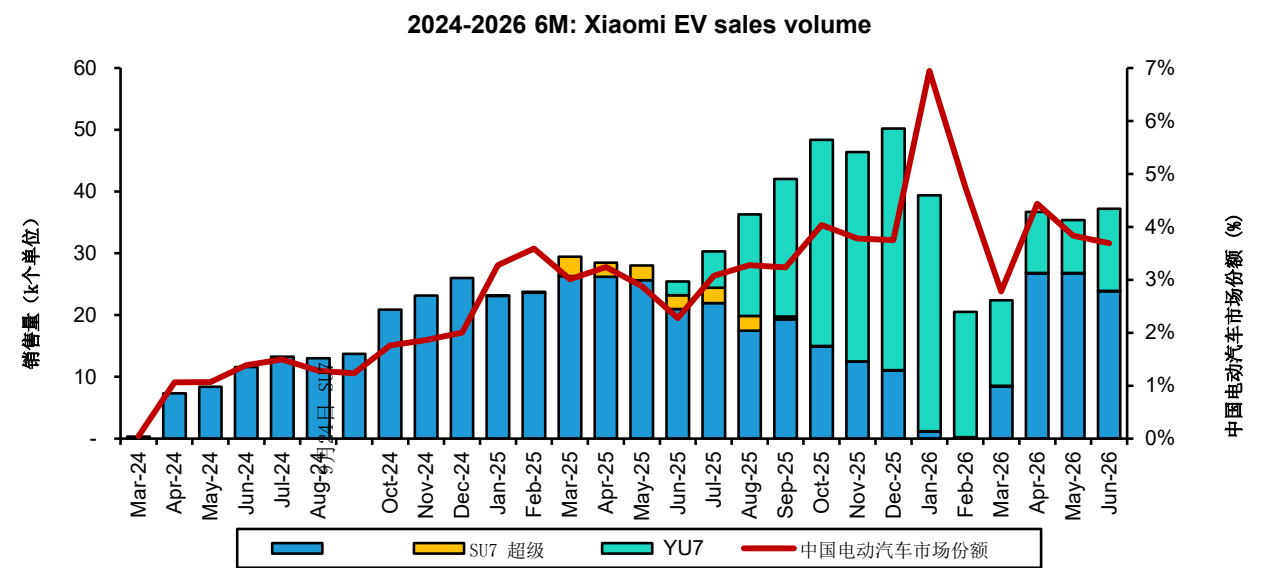
需要从9月初开始交付新款SUV，并随后迅速扩大规模。我们目前预测2026年交付54.8万辆，下行风险较大，随后是2027年的76.5万辆，主要受SkyNomad全年交付的推动。尽管存在短期执行风险，我们仍对小米的电动汽车业务持乐观态度，并认为海外扩张将带来显著的长远增长空间，该扩张计划定于2027年下半年启动，首站德国，并于2028年上半年拓展右舵车市场。

根据我们的SOTP估值法，我们将小米评级上调至跑赢市场，目标价定为1810. HK的港币38.00元（原目标价：港币43.00元），对应25倍1年期市盈率。我们下调目标价主要基于以下原因：2026年和2027年智能手机出货量和毛利率预测下调，以及2026年和2027年电动汽车销量预测下调，这主要源于预期中的YU7动力不足。我们预计2026年和2027年的每股收益（EPS）将分别达到0.93元人民币和1.41元人民币。

相关研究重点:

- 2026年8月4日 - [中国智能手机追踪器（6月）：库存风险依然存在，但有所下降](#)
- 2026年7月30日 [小米：SkyNomad N90 Max & N70 Max 发布 - 我们的看法](#)
- 2026年5月27日 - [小米Q1：在内存周期中展现韧性，基本面得到巩固——重申跑赢预期](#)
- 2026年4月27日 - [小米：2026投资者日要点——人工智能、海外市场、内存和类人机器人](#)
- 2026年3月19日 [小米：升级畅销SU7纯电轿车并推出MiMo-V2-Pro AI车型 - 快速了解](#)
- 2025年11月12日 - [小米：智能手机高端化进程顺利，但近期面临内存价格上涨带来的压力；下调目标价至57港元。](#)
- 2025年6月18日 - [小米：解码小米电动汽车的成功——产品、营销、品牌及生态](#)
- 2025年4月15日 - [小米电动汽车进化论：一个独特的协同生态系统，前景广阔的电动汽车；表现优于预期——港币55元](#)

第18项：小米在中国电动汽车市场的份额在2026年上半年增至4.2%，而2025年上半年为3.0%，2025年下半年为3.5%；小米从三月下旬开始交付新款SU7，并在五月下旬推出了新款YU7基础版和GT版本



C. A. D. 和伯恩斯坦分析

展品19：小米于3月19日发布新款SU7，于5月21日发布YU7 GT及标准版车型；小米计划从9月开始交付两款EREV SUV车型，即SkyNomad N70和N90。

品牌	Type	分类	2023				2024				2025				2026E				2027E			
			Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
小米																						
SU7	BEV	C级轿车																				
SU7 超级版	BEV	C级轿车																				
YU7	BEV	C级SUV																				
YU7 GT	BEV	C级SUV																				
天空旅者 N70	EREV	C级SUV																				
天空旅者 N90	EREV	D级SUV																				
SU7 L	BEV	E级轿车																				

公司披露、IHS及伯恩斯坦分析

第20项：关键运营指标预测摘要

人民币百万	当前估计			旧估计			新 vs. 旧		
	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
整体财务指标									
收入	458,414	539,845	628,226	498,073	625,084	720,503	-8.0%	-13.6%	-12.8%
年增长率 (YoY%)	0.2%	17.8%	16.4%	8.9%	25.5%	15.3%			
毛利润	95,558	117,385	141,124	109,062	143,051	168,426	-12.4%	-17.9%	-16.2%
毛利率%	20.8%	21.7%	22.5%	21.9%	22.9%	23.4%			
营业利润	25,777	40,087	53,931	29,635	52,880	67,784	-13.0%	-24.2%	-20.4%
毛利率%	5.6%	7.4%	8.6%	5.9%	8.5%	9.4%			
净利润	23,813	36,193	47,822	26,401	45,822	58,043	-9.8%	-21.0%	-17.6%
净利润率%	5.2%	6.7%	7.6%	5.3%	7.3%	8.1%			
基本每股收益	0.93	1.41	1.86	1.02	1.77	2.24	-9.4%	-20.7%	-17.2%
各细分业务板块的财务指标									
智能手机									
收入	170,454	178,803	202,584	172,400	193,587	213,522	-1.1%	-7.6%	-5.1%
毛利率%	8.1%	8.0%	10.0%	9.3%	10.0%	11.5%	-1.2ppt	-2.0ppt	-1.5ppt
物联网与生活方式产品									
收入	116,864	129,840	144,409	123,099	134,364	146,326	-5.1%	-3.4%	-1.3%
毛利率%	21.1%	23.0%	23.0%	22.9%	23.5%	23.5%	-1.8ppt	-0.5ppt	-0.5ppt
互联网服务									
收入	39,825	43,716	47,680	40,373	46,742	52,903	-1.4%	-6.5%	-9.9%
毛利率%	75.8%	76.0%	76.0%	76.0%	76.5%	76.5%	-0.2ppt	-0.5ppt	-0.5ppt
电动汽车及其他倡议									
收入	129,562	187,486	233,553	161,792	250,390	307,752	-19.9%	-25.1%	-24.1%
毛利率%	20.8%	21.3%	22.0%	21.2%	22.5%	22.4%	-0.4ppt	-1.2ppt	-0.4ppt
关键运营指标									
智能手机									
发货量	132	136	150	142	153	163	-7.2%	-10.7%	-7.7%
全球市场份额%	12.4%	12.6%	12.6%	13.4%	14.0%	14.6%			
平均售价 (人民币)	1,293	1,311	1,350	1,214	1,267	1,313	6.6%	3.5%	2.8%
EV									
销售额	547,755	765,200	939,200	641,156	1,000,000	1,189,000	-14.6%	-23.5%	-21.0%
ASP (人民币)	236,534	245,015	248,672	252,344	250,390	258,832	-6.3%	-2.1%	-3.9%

彭博，伯恩斯坦分析及估算

图21：小米：评估摘要

小米：估值变动概要								
	收入（人民币百万）				每股收益（人民币/股）			
	2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E
伯恩斯坦估计	457,287	458,414	539,845	628,226	1.62	0.93	1.41	1.86
伯恩斯坦 - 旧		498,073	625,084	720,503		1.02	1.77	2.24
新 vs. 旧		-8%	-14%	-13%		-9%	-21%	-17%
共识		462,703	547,421	641,289		0.96	1.34	1.70
上坡 / 下坡		-1%	-1%	-2%		-4%	5%	9%

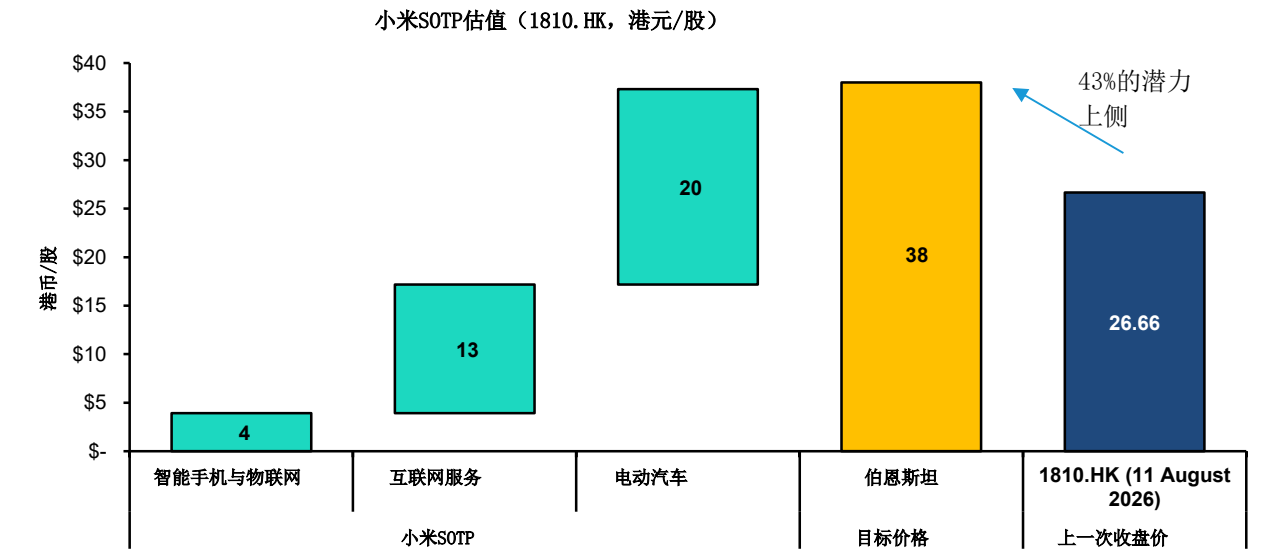
来源：彭博，伯恩斯坦的估计和分析

第二十二项展览：小米：SOTP估值

业务单元	Unit	方法	净资产收益率 (attributed to you 10)	多个	股权价值	评论
智能手机与物联网	人民币百万	市盈率	8,924	10x	89,240	10倍2027年市盈率，对标小米智能手机和物联网业务
	人民币百万	市盈率/息税前利润倍数	10,624	8x	84,991	8倍2027年EV/EBIT，对标小米智能手机和物联网业务
互联网服务	人民币百万	市盈率	20,052	15x	300,785	15倍2027E市盈率，参考小米互联网可比公司
	人民币百万	市盈率/息税前利润倍数	23,872	12x	286,462	12倍 2027E EV/EBIT，对标小米互联网可比公司
EV	人民币百万	DCF估值			500,092	假设中国市场份额为10%，中国外市场份额为5%，EBIT为8%，WACC为12%，长期增长率为2%
	人民币百万	市盈率		15x	507,227	基于2035年盈利，15倍退出市盈率，按12%加权平均资本成本折现
	人民币百万	EV/销售额倍数		2x	392,748	平均1年期（2倍）电动汽车销售倍数
总权益价值	人民币百万				884,398	
净债务/（现金）	人民币百万				(71,573)	
少数股东权益	人民币百万				467	
企业总价值	人民币百万				813,293	
已发行股份数量	mn				25,678	
每股估值（人民币）	RMB/share				34.40	
每股估值（港元）	HK\$/share				37.90	
伯恩斯坦12个月健康测试（港币）	HK\$/share				38.00	
当前价格的利好	%				40%	
隐含的2027年预期市盈率倍数					25x	

来源：公司披露、彭博及伯恩斯坦分析

展品23：我们估计智能手机与物联网、互联网服务以及电动汽车分别占小米估值的10%、35%和55%。



彭博和伯恩斯坦分析

附录 – 财务预测

第二十四项展品：比亚迪：财务预测

人民币百万	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
利润表						
收入	602,315	777,102	803,965	942,000	1,070,504	1,176,082
yoy%	42.0%	29.0%	3.5%	17.2%	13.6%	9.9%
销售成本	(490,399)	(626,047)	(661,305)	(760,121)	(850,515)	(931,702)
毛利润	111,916	151,056	142,660	181,878	219,989	244,380
毛利率%	18.6%	19.4%	17.7%	19.3%	20.6%	20.8%
税费	(10,350)	(14,752)	(13,581)	(14,395)	(16,359)	(17,972)
销售和分销成本	(15,371)	(24,085)	(26,185)	(32,903)	(37,392)	(41,080)
研发费用	(39,575)	(53,195)	(57,978)	(68,491)	(77,612)	(85,266)
管理费用	(13,462)	(18,645)	(20,200)	(24,877)	(26,763)	(29,402)
息税前利润（不含合营企业/联营公司收益）	33,159	40,379	24,717	41,211	61,864	70,661
息税前利润率（%）	5.5%	5.2%	3.1%	4.4%	5.8%	6.0%
营业利润	38,103	50,486	40,185	45,691	61,864	70,661
毛利率%	6.3%	6.5%	5.0%	4.9%	5.8%	6.0%
所得税前利润	37,269	49,681	39,753	45,742	61,364	70,161
所得税抵免/费用	(5,925)	(8,093)	(5,992)	(6,885)	(9,205)	(10,524)
年度利润	31,344	41,588	33,761	38,857	52,159	59,637
净利润率%	5.2%	5.4%	4.2%	4.1%	4.9%	5.1%
少数股东权益	1,303	1,334	1,142	992	1,331	1,522
公司股东利润	30,041	40,254	32,619	37,865	50,828	58,114
每股收益（人民币）	10.32	4.61	3.58	4.15	5.57	6.37
现金流量表						
年度利润	31,344	41,588	33,761	38,857	52,159	59,636
经营活动产生的净现金流	169,725	133,454	59,136	193,204	153,944	196,454
个人防护装备的采购	(122,094)	(97,357)	(156,808)	(122,460)	(139,165)	(135,249)
其他与投资活动相关的现金流量	(3,570)	(31,723)	(40,655)	(8,690)	(10,428)	(6,257)
投资活动产生的净现金流量 / （使用的净现金流量）	(125,664)	(129,079)	(197,463)	(131,150)	(149,593)	(141,506)
银行贷款的款项/偿还	18,073	(12,440)	64,786	20,000	20,000	20,000
其他与筹资活动相关的现金流	(5,256)	2,172	39,828	(5,676)	(7,503)	(7,428)
来自/用于筹资活动的净现金流	12,817	(10,268)	104,614	14,324	12,497	12,572
年初现金及现金等价物	51,182	108,512	102,257	75,425	151,804	168,651
现金及现金等价物汇率损失	451	(356)	(148)	-	-	-
年末现金及现金等价物	108,512	102,263	68,395	151,804	168,651	236,170
人民币百万	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
资产负债表						
资产						
Cash	109,094	102,739	75,425	151,804	168,651	236,170
金融资产	9,563	40,939	54,533	54,533	54,533	54,533
应收账款	61,866	62,299	37,005	58,177	66,113	72,633
应收账款融资	5,565	10,450	5,484	9,335	10,608	11,655
库存	87,677	116,036	138,421	146,240	163,630	179,250
其他流动资产	28,357	38,109	60,601	67,135	73,493	78,716
总流动资产	302,121	370,572	371,468	487,223	537,028	632,956
长期股权投资	8,238	10,206	13,057	15,668	18,802	20,682
固定资产	230,904	262,287	292,776	313,782	342,387	362,637
施工中	34,726	19,954	48,294	48,294	48,294	48,294
无形资产	37,236	38,424	41,485	63,522	86,109	102,595
其他非流动资产	66,322	81,912	116,651	122,729	130,023	134,400
总非流动资产	377,426	412,784	512,262	563,995	625,614	668,607
总资产	679,548	783,356	883,730	1,051,218	1,162,642	1,301,563
负债						
应付账款	194,430	241,643	186,742	229,078	233,018	255,261
应付账款	4,053	2,384	22,464	14,280	15,979	17,504
其他应付款项	164,973	144,989	119,483	172,850	188,744	206,761
未赚得收入 / 合同负债	34,699	43,730	51,471	60,308	68,535	75,295
其他流动负债	55,512	63,239	88,291	98,142	105,150	113,319
总当前负债	453,667	495,985	468,451	574,658	611,427	668,140
总非流动负债	75,419	88,682	156,739	179,163	201,660	224,232
总负债	529,086	584,668	625,191	753,822	813,087	892,371
股东权益	150,462	198,688	258,539	297,396	349,556	409,192
总负债和所有者权益	679,548	783,356	883,730	1,051,218	1,162,642	1,301,563

来源：公司，伯恩斯坦分析及预测

第 25 号展品：小米：财务摘要

人民币百万	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
利润表						
收入	270,970	365,906	457,287	458,414	539,845	628,226
yoy%	-3.2%	35.0%	25.0%	0.2%	17.8%	16.4%
销售成本	(213,494)	(289,346)	(355,481)	(362,855)	(422,459)	(487,102)
毛利润	57,476	76,560	101,806	95,558	117,385	141,124
毛利率%	21.2%	20.9%	22.3%	20.8%	21.7%	22.5%
研发费用	(19,098)	(24,050)	(33,132)	(37,696)	(37,789)	(40,835)
销售和市场费用	(19,227)	(25,390)	(33,214)	(31,629)	(33,740)	(39,264)
管理费用	(5,127)	(5,601)	(6,653)	(7,019)	(8,098)	(9,423)
EBIT	14,025	21,519	28,806	19,213	37,758	51,602
息税前利润率 (%)	5.2%	5.9%	6.3%	4.2%	7.0%	8.2%
营业利润	20,009	24,503	47,901	25,777	40,087	53,931
毛利率%	7.4%	6.7%	10.5%	5.6%	7.4%	8.6%
所得税前利润	22,011	28,127	49,647	28,593	43,087	56,931
所得税费用	(4,537)	(4,548)	(8,080)	(4,780)	(6,894)	(9,109)
年度利润	17,474	23,578	41,566	23,813	36,193	47,822
净利润率%	6.4%	6.4%	9.1%	5.2%	6.7%	7.6%
少数股东权益	(1)	(80)	(77)	58	88	116
公司股东利润	17,473	23,499	41,489	23,871	36,281	47,938
每股收益 (人民币) - 基本每股收益	0.70	0.95	1.62	0.93	1.41	1.86
每股收益 (人民币) - 稀释每股收益	0.69	0.93	1.57	0.90	1.36	1.80
现金流量表						
年度利润	17,474	23,578	41,566	23,813	36,193	47,822
Adjustments:	4,982	10,589	3,388	16,614	18,575	20,374
营运资金变动	17,319	3,995	(14,220)	5,634	(8,351)	6,495
经营活动产生的净现金流	41,300	39,243	34,142	46,061	46,417	74,690
个人防护装备的采购	(6,269)	(7,297)	(12,769)	(13,752)	(15,116)	(15,077)
其他与投资活动相关的现金流量	(28,900)	(29,634)	(58,910)	4,863	4,185	4,185
投资活动产生的净现金流量 / (使用的净现金流量)	(35,169)	(36,931)	(71,679)	(8,890)	(10,931)	(10,893)
银行贷款的款项/偿还	4,844	6,733	5,297	1,000	1,000	1,000
其他与筹资活动相关的现金流量	(5,349)	(10,708)	25,470	-	-	-
来自/用于筹资活动的净现金流	(505)	(3,976)	30,768	1,000	1,000	1,000
年初现金及现金等价物	80,447	86,471	84,928	78,183	116,354	152,839
现金及现金等价物汇率损失	398	120	23	-	-	-
年末现金及现金等价物	86,471	84,928	78,183	116,354	152,839	217,637
人民币百万	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
资产负债表						
资产						
Cash	38,425	39,138	31,493	69,664	106,150	170,947
库存	44,423	62,510	80,989	48,247	102,218	71,270
应收账款	12,151	14,589	15,240	14,902	20,594	20,714
其他流动资产	104,054	109,473	127,088	126,972	132,777	139,096
总流动资产	199,053	225,709	254,811	259,785	361,739	402,026
固定资产	13,721	33,661	26,914	65,086	101,571	166,368
无形资产	8,629	5,476	4,579	4,579	4,579	4,579
权益法投资	6,922	6,151	6,268	6,241	6,214	6,188
长期投资	60,200	14,589	15,240	14,902	20,594	20,714
其他非流动资产	35,723	117,569	200,284	172,338	135,925	76,700
总非流动资产	125,195	177,447	253,285	263,146	268,883	274,548
总资产	324,247	403,155	508,096	522,931	630,623	676,575
负债						
应付账款	62,099	98,281	110,699	88,125	143,359	123,546
其他应付款项和递延费用	25,615	36,372	35,352	36,085	42,013	48,441
从客户中提升	13,615	16,581	19,273	25,213	29,691	34,552
借用词	6,183	13,327	13,202	14,202	15,202	16,202
其他流动负债	8,076	10,824	13,879	13,879	13,879	13,879
总当前负债	115,588	175,385	192,405	177,505	244,145	236,621
借用词	21,674	17,276	22,921	22,921	22,921	22,921
递延所得税负债	1,494	1,282	2,401	2,601	2,601	2,601
保修条款	1,216	1,695	3,652	3,652	3,652	3,652
其他非流动负债	20,014	18,312	20,393	20,393	20,393	20,393
总非流动负债	44,398	38,565	49,367	49,567	49,567	49,567
总负债	159,986	213,950	241,773	227,072	293,712	286,188
股东权益	164,262	189,205	266,323	295,859	336,911	390,386
总负债和所有者权益	324,247	403,155	508,096	522,931	630,623	676,575

披露附录

I. 强制性披露

“Bernstein”或“公司”在这些披露中的指代关系如下：Bernstein Institutional Services LLC（自2024年4月1日起）、Sanford C. Bernstein & Co., LLC（2024年4月1日前）、Bernstein Autonomous LLP、BSG France S.A.（自2024年4月1日起）、盛博香港有限公司、Sanford C. Bernstein (Canada) Limited、Sanford C. Bernstein (India) Private Limited（印度证券交易委员会注册号：INH000006378）、Sanford C. Bernstein (Singapore) Private Limited、Sanford C. Bernstein Japan KK（サンフォード・C・バーンスタイン株式会社）以及受Société Générale非洲技术与服务中心雇佣、根据Bernstein与Société Générale之间达成的全球服务协议进行Bernstein研究的分析师。

伯恩斯坦是法国兴业银行（SG）和联博投资管理公司（L. P.，简称AB）组建的合资企业的一部分。除非另有说明，根据本披露的目的，提及伯恩斯坦的“关联公司”均指SG、AB及其各自的关联公司。

评估方法

本研究出版物涵盖六家或更多公司。关于估值方法及其他公司披露信息：请访问：<https://bernstein-autonomous.bluematrix.com/sellside/Disclosures.action>。或者，您也可以致信合规总监，Bernstein Institutional Services LLC，245 Park Avenue, New York, NY 10167。

风险

本研究出版物涵盖六家或更多公司。有关风险及其他公司披露信息：请访问：<https://bernstein-autonomous.bluematrix.com/sellside/Disclosures.action>。或者，您也可以致信合规总监，Bernstein Institutional Services LLC，地址：纽约市公园大道245号，邮编10167。

评级定义、基准和分布**股权评级定义****伯恩斯坦品牌**

伯恩斯坦品牌根据股票在未来12个月内的相对表现进行评级，该相对表现分别与以下指数进行比较：对于在美国和加拿大交易所上市的股票，与标普500指数比较；对于在欧洲交易所以及亚太地区以外的新兴市场交易所上市的股票，与彭博欧洲发达市场大中型股价格回报指数欧元版（EDME）比较；对于在日本交易所上市的股票，与彭博日本大中型股价格回报指数美元版（JPL）比较；对于在除日本外的亚洲交易所上市的股票，与彭博亚洲（除日本）大中型股价格回报指数（ASIAX）比较——除非另有说明。

伯恩斯坦品牌有三个等级的评级：

- 超越：该股票将跑赢市场指数超过15个百分点
- 市场表现：股票表现将与市场指数基本一致，偏差在±15个百分点以内。
- 表现不佳：该股票的表现将落后于市场指数15个百分点以上

覆盖率暂停：伯恩斯坦研究品牌下某公司的覆盖率已被暂停。评级及目标价暂时暂停，已不再有效，因此不应被信赖。

未评级：当当前无法准确评估该股票价值或准确预测公司表现时，会分配此评级。负责的分析师可继续发布关于该公司的研究报告，以向投资者更新事件和进展。

未覆盖（NC）表示未纳入覆盖范围的公司。

伯恩斯坦品牌股票评级是基于12个月的展望期。

自主品牌——普通股

自主品牌对普通股票的评级如下所示。我们的基准指数包括：用于欧洲成熟银行和支付行业的彭博欧洲600金融业价格回报指数（E600BK）和彭博欧洲新兴市场金融业大小盘价格回报指数（EDMFI）；用于欧洲保险公司的彭博欧洲600保险业价格回报指数（E600IN）；用于美国银行和支付行业的标普500和标普金融业；用于美国保险行业的S5LIFE；用于美国非寿险公司的标普保险精选行业指数（SPSIINS）；用于新兴市场银行、保险公司和支付行业的彭博新兴市场金融业大小盘价格回报指数（EMLSF）；以及用于日本金融业的彭博日本金融业大小盘价格回报指数（JPFILM）。评级是相对于行业（而非市场）而言的。

自主品牌有三个普通股评级类别：

- 超额跑赢（OP）：该股票将跑赢相关指数超过10个百分点
- 中性（N）：股票表现将与市场指数基本一致，偏差在 ± 10 个基点以内。
- 表现不佳（UP）：该股票的表现将落后于相关指数超过10个百分点

保障暂停：自主研究品牌下某公司的保障已暂停。评级及目标价位暂时暂停，已不再有效，因此不应被信赖。

未评级：当当前无法准确评估该股票价值或准确预测公司表现时，会分配此评级。负责的分析师可继续发布关于该公司的研究报告，以向投资者更新事件和进展。

被标记为“特性”（例如，“特性优于FOP”、“特性低于FUP”）的是我们的核心思想。

未覆盖（NC）表示未纳入覆盖范围的公司。

自主品牌的普通股评级基于一个12个月的时间范围。

自主品牌——优先股

自主品牌有三个优先股评级类别：

- 超额表现（OP）：预计该优先工具在未来六个月的总体回报将优于其他在同一行业或评级类别中运营发行人的优先证券。
- 中性（N）：预计该优先工具在未来六个月的总体回报将表现符合其他在相似行业或评级类别中运营的发行人的优先证券。
- 表现不佳（UP）：预计该优先工具在未来六个月的总体回报将表现不佳，低于同行业或同评级类别其他发行人的优先证券。

优先股的自主评级基于一个6个月的期限。

自主信用研究

本报告如包含根据《市场滥用条例》第3(1)(35)条定义的信用工具投资建议，则下方信息旨在履行其披露要求。

该报告还可能包含对其他自主或伯恩斯坦分析师就所提及发行人的股权证券所发表意见的引用。请注意，本报告作者发布的信用工具投资建议可能与本报告中涵盖该发行人的股权证券的分析师所发表的公开观点不同，反之亦然。

信用评级定义

自主品牌有三个信用评级类别：

- 信用超越（C-OP）：预期参考信用工具在未来六个月的总体回报将超越同类行业或评级类别其他发行人的债券信用利差。

- 信用中性 (C-N)：预期参考信用工具在未来六个月的总体回报将与在同一行业或评级类别中运营的其他发行人的债券信用利差保持一致。
- 信用表现不佳 (C-UP)：预计参考信用工具在未来六个月的总体回报将表现不佳，低于同行业或同评级类别其他发行人的债券信用利差。

自主信用评级基于一个6个月的展望期。

本报告作者所提出的所有投资建议清单及信用评级历史记录，如需可提供。

公司自行决定何时启动、更新和终止研究覆盖。公司建立、维护并依赖信息壁垒来控制信息在公司一个或多个领域（即私募方）内的流动，以及流入公司的其他部门、团队、小组或关联公司（即公募方）。

股权评级/投资银行服务分配

评级	市场操纵 《市场操纵条例》（MAR）以及 FINRA评级类别	全球评级 分布	投资银行 Relationships*
超越	BUY	51.2%	15.3%
市场表现（伯恩斯坦品牌） 中立（自主品牌）	HOLD	35.8%	16.2%
表现不佳	SELL	13.1%	13.6%

这些数据代表截至2026年6月30日，在每一项股权评级类别中，贝尔斯登的附属机构在过去12个月内为其提供投行业务的公司所占的百分比。所有数据按季度更新。

价格图表/评级和价格目标历史

本研究出版物涵盖六家或更多公司。有关价格图表及其他公司披露信息，请访问 [https:// bernstein-autonomous.bluematrix.com/sellside/Disclosures.action](https://bernstein-autonomous.bluematrix.com/sellside/Disclosures.action) 或致信 Bernstein Institutional Services LLC 合规总监，地址为：245 Park Avenue, New York, N Y 10167。

利益冲突

S G及其关联公司合计拥有[总发行股本/任何类别普通股证券]0. 5%或以上的权益，净[多头/空头]头寸为：长城汽车有限公司。

SG 及其关联公司对以下公司的某类普通股证券拥有1%或以上的权益：长城汽车有限公司

伯恩斯坦及其关联公司在过去十二个月内，就非投资银行业务的证券相关产品或服务，从以下客户处获得了报酬：比亚迪股份有限公司、吉利汽车控股有限公司和上汽集团股份有限公司。

伯恩斯坦公司的一家附属机构在过去十二个月里，就非投资银行业务的证券相关产品或服务，从以下客户那里获得了报酬：理想汽车公司。

其他事项

本报告中列出的分析师（们）的雇主法律实体（们）及其所在地，可通过其电话号码的国家代码确定，具体如下：

+1 伯恩斯坦机构服务有限责任公司；纽约，纽约，美国

+44 贝尔斯坦恩自主有限公司；英国伦敦

+212 Société Générale Africa Technologies & Services; 卡萨布兰卡, 摩洛哥

+33 BSG法国股份有限公司; 法国巴黎

+34 BSG法国股份有限公司; 西班牙马德里

+41 伯恩斯坦自主合伙企业; 瑞士日内瓦

+49 BSG法国股份有限公司; 德国法兰克福

+91 三角帆船 • 伯恩斯坦 (印度) 私人有限公司; 印度 孟买

+852 盛博香港有限公司 (Sanford C. Bernstein (Hong Kong) Limited); 中国香港

+65 Sanford C. Bernstein (新加坡) 私人有限公司; 新加坡

+81 三菱商事株式会社; 日本, 东京

若本报告由受雇于非美国附属机构的分析师编制, 则该等分析师 (除非下文另有明确说明), 并非Bernstein Institutional Services LLC的关联人士, 亦非美国证券交易委员会注册的证券商或经销商的关联人士, 且未获得FINRA的授权或具备资格成为研究分析师。因此, 该等分析师可能不受FINRA关于 (包括但不限于) 研究分析师与标的公司沟通、研究分析师与投资银行人员互动、研究分析师参与与投资银行业务相关的招揽及营销活动、研究分析师公开露面以及研究分析师账户持有的证券交易等限制的约束。

若本报告由受雇于 Société Générale Africa Technologies & Services (Société Générale集团旗下公司) 的研究分析师 (们) 编制, 则其系根据Bernstein与Société Générale之间达成的全球服务协议, 以Bernstein公司的名义编制。

认证

本报告列出的每位研究分析师, 主要负责本报告内容的撰写, 特此证明: 本出版物中表达的所有观点均准确反映了该分析师对所涉任何及所有证券或发行人的个人观点, 并且该分析师的任何部分薪酬, 现在或将来, 均未直接或间接与本出版物中的具体建议或观点相关。

II. 附加全球冲突信息披露

公司自行决定何时启动、更新和终止研究覆盖。公司建立、维护并依赖信息壁垒来控制信息在公司一个或多个领域 (即私募方) 内部以及流入公司其他部门、团队、小组或关联公司 (即公募方) 的信息流。

III. 其他重要信息及披露

“Bernstein” 和 “Autonomous” 研究产品采用独立的标识。

伯恩斯坦提供多种类型的研究产品, 包括但不限于 “自主” 和 “伯恩斯坦” 品牌下的基本面分析及定量分析。某一类型研究产品内的建议可能与另一类型研究产品内的建议有所不同, 这可能是由于不同的时间范围、方法论或其他原因造成的。此外, 在某一品牌下发布的研究产品中的观点或建议, 可能与在另一品牌下发布的同类研究产品中的观点或建议有所不同。两个品牌的研究评级系统及其他与这些评级系统相关的信息包含在上一部分。

• Autonomous作为独立业务单元, 隶属于以下实体: Bernstein Institutional Services LLC、Bernstein Autonomous LLP、盛博香港有限公司 (Sanford C. Bernstein (Hong Kong) Limited) 和 Sanford C. Bernstein (India) Private Limited。如需了解 “Autonomous” 品牌产品 (包括某些销售资料) 的相关信息, 请访问: www.autonomous.com。如需了解Bernstein品牌产品的信息, 请访问: www.bernsteinresearch.com。

分析师的薪酬基于其对研究业务的整体贡献, 这些贡献通过客户覆盖率、生产力以及投资理念的主动性和有效性来衡量。没有分析师的薪酬会基于其在特定领域的表现, 或其对该领域的贡献。

产生投行收入。

本报告由依据欧盟《2014年市场滥用条例》（编号596/2014，简称“MAR”）第3条第1款第34项第i目定义的独立分析师编制，且依据2018年《欧盟（脱欧）法案》，该条款作为英国国内法的一部分而适用。

致美国读者：Bernstein Institutional Services LLC（以下简称“Bernstein Institutional”）是一家在美国证券交易委员会（“SEC”）注册的经纪自营商，也是美国金融业监管局（“FINRA”）的成员。Bernstein Institutional在美国发行本出版物，并对该出版物的内容负责。若本材料包含对债务产品（s）的分析，则此类材料仅面向机构投资者，且不适用于为零售投资者准备的债务研究而制定的美国独立性和披露标准。

伯恩斯坦机构服务有限责任公司可能以自有账户身份，或作为另一人（包括关联方）的代理人，从事本报告中涉及的任何证券的买卖。本报告并非旨在满足任何特定个人、实体或账户的目标或需求。

致加拿大读者：若本出版物涉及一家加拿大居民公司，则由Sanford C. Bernstein (Canada) 有限公司在加拿大分发，该公司获得加拿大投资监管机构（Canadian Investment Regulatory Organization）的许可和监管。若本出版物涉及一家非加拿大居民公司，则由Bernstein Institutional Services LLC根据国际经销商豁免（International Dealers Exemption）在加拿大分发，该公司获得美国证券交易委员会（SEC）和金融业监管局（FINRA）的许可和监管。

本文件未经加拿大任何人接收，除非该人符合 NI 31-103 第 1.1 节中定义的“允许客户”资格。

致巴西的读者： Bernstein Institutional Services LLC编制，Banco BTG Pactual S. A.（“BTG”）负责在巴西分发本报告。

致英国读者：本出版物由Bernstein Autonomous LLP在英国发行或经批准发行，该公司由金融市场行为监管局授权并监管，总部位于伦敦EC2M 5SH的伦敦墙60号，电话+44 (0)20-7170-5000。英格兰和威尔士注册号：0C343985。

本文件仅供以下人员传阅：(i) 具备专业经验，能够处理《2000年金融服务与市场法》（以下简称“金融服务与市场法”）第19(5)条（《2005年金融推广（推广）令》（以下简称“金融推广令”）所涵盖投资相关事宜的人员（该令经修订），“金融推广令”），(ii) 属于《金融推广令》第49(2)(a)至(d)条所述人员（“高净值公司、非法人协会等”）的人员，(iii) 位于英国境外，或(iv) 就任何证券的发行或销售，可能合法地被传达或促使传达参与投资活动（根据《金融服务与市场法》第21条的定义）的邀请或引诱的人员（所有此类人员统称为“相关人士”）。本文件仅面向相关人士，非相关人士不得据此采取行动或依赖本文件。与本文件相关的任何投资或投资活动仅供相关人士参与，且仅与相关人士进行。

致欧洲经济区（EEA）成员国的读者：本出版物由BSG法国股份有限公司（BSG France SA）发行，该公司受欧洲银行管理局（ACPR）和金融市场管理局（AMF）的授权和监管。

致香港读者：本出版物由盛博香港有限公司（Sanford C. Bernstein (Hong Kong) Limited）在香港发行，该公司获得香港证券及期货 Commission（中央实体编号 AXC846）授权并受其监管，可进行第4类（证券投资建议）受监管活动，并须遵守SFC 公众纪录册（<https://www.sfc.hk/publicregWeb/corp/AXC846/details>）中提及的牌照条件。本出版物仅限《证券及期货条例》（第571章）中定义的专业投资者阅读。本报告的目的是仅为分析本报告所指的发行人，并非用于任何违反香港法律的目的。

致新加坡读者：本出版物由桑德·C·伯恩斯坦（新加坡）私人有限公司在新加坡分发，仅限新加坡证券与期货法案2001年（以下简称“SFA”）中定义的合格投资者或机构投资者。新加坡的收件人应就与本出版物有关或由此产生的事项，联系桑德·C·伯恩斯坦（新加坡）私人有限公司。桑德·C·伯恩斯坦（新加坡）私人有限公司受新加坡金融管理局监管，并根据SFA获得资本市场监管牌照，作为证券及集体投资计划等资本市场监管产品的交易持牌人，以及作为可豁免的财务顾问，提供证券分析及报告的咨询、发行及发布。桑德·C·伯恩斯坦（新加坡）私人有限公司在新加坡注册，公司注册号为20213710W，地址为新加坡018981滨海湾金融中心8号12-01室，电话+65-6326-7000。

致中华人民共和国读者：本文件所述证券并非正在发行或出售，亦可能不会直接或间接地在中华人民共和国（以下简称“中国”，不包括香港特别行政区、澳门特别行政区或台湾）发行或出售，以违反中国任何适用法律。

本文件不构成向任何在中国境内向其作出要约或邀请要约非法的个人出售或邀请购买任何证券的要约。

我们声明，本文件可能合法分发，或任何证券可能合法发行，均需遵守《中华人民共和国》的任何适用注册或其他要求，或根据其下可用的豁免，我们不对促进任何此类分发或发行承担任何责任。特别是，我们未采取任何行动，将允许在中国大陆进行任何证券的公开发行或本文件的分发。因此，通过本文件或任何其他文件，证券均未在中国大陆被发行或销售。除将导致符合任何适用法律法规的情况外，本文件、任何广告或其他招股材料均不得在中国大陆分发或发布。

致日本读者：本出版物由 Sanford C. Bernstein Japan KK (サンフォード・C・バーンスタイン株式会社) 在日本发行，该公司已在日本关东地方金融局注册为金融商品经营者（注册编号：关东地方金融局局长（FIB0）第3387号），并受金融服务局监管。同时，该公司也是日本投资管理协会的会员。本出版物仅限日本《金融商品取引法》第二条第三款第一项所定义的合格机构投资者阅读。

对于通过大和证券集团股份有限公司（“大和”）获得 Bernstein 网站访问权限的日本机构客户读者，您访问本文件不应被视为 Bernstein 正向您提供任何目的的投资建议。虽然 Bernstein 编制了本文件，但您的关系是，并将保持与大和的关系，Bernstein 与您既无任何合同关系，亦无任何义务。

致澳大利亚读者：盛博香港有限公司 (Sanford C. Bernstein (Hong Kong) Limited) 负责在澳大利亚分发研究报告。该公司根据美国法律受美国证券交易委员会监管，根据英国法律受英国金融行为监管局监管，这与澳大利亚的法律不同。就向批发客户提供以下金融服务而言，盛博香港有限公司 (Sanford C. Bernstein (Hong Kong) Limited) 根据2001年《公司法》免于持有澳大利亚金融服务许可证的要求：

- 提供金融产品建议；
- 经销金融产品；
- 推广一项金融产品；以及
- 提供保管或寄存服务。

致我印巴读者：本出版物由桑福德·C·伯恩斯坦（印度）私营有限公司（SCB印度）在印度发行，该公司根据2014年《证券交易委员会（研究分析师）条例》注册，作为一家研究分析师实体，获得印度证券交易委员会（“SEBI”）的许可和监管，注册号为INH000006378，并作为一家股票经纪公司，注册号为INZ000213537。SCB印度目前从事提供研究和股票经纪业务。欲了解更多信息，请访问www.bernsteinresearch.in。

- SCB印度是一家根据2013年《公司法》于2017年4月12日成立的私营有限公司，公司注册号为U65999MH2017FTC293762，注册地址位于印度马哈拉施特拉邦孟买Bandra Kurla Complex的CBI办公室附近，G座C-54和C-55号地块，第一国际金融中心4楼3A层（电话：+91-22-68421401）。

• 请就SCB印度（即关联公司/子公司）的详细信息发送电子邮件。

InCompliance@bernsteinsg.com.

[MUM-BERNSTEIN-](#)

截至本报告日期，SCB印度没有任何纪律处分记录。

除上述注明外，SCB印度及其关联公司（即子公司/分公司）、撰写本报告的研究分析师及其亲属。

- 不持有该目标公司的任何经济利益
- 不得拥有目标公司证券百分之一或以上的实际/ beneficial 所有权；
- 亦未就印度公司从事任何投行业务。

- 过去十二个月内，未管理或共同管理过任何印度公司的首次公开募股。
- 过去12个月内，未从该主体公司获得任何投资银行服务或商业银行服务的报酬；
- 过去十二个月，未从该主体公司获得经纪服务报酬；
- 未从相关公司或第三方获得任何报酬或其他利益，与报告中具体建议或观点相关；且
- 目前不作为所覆盖公司相关金融产品的做市商，但未来可能担任此角色。

截至本报告日期，该公司不存在任何利益冲突。

• 除上述注明外，目标公司在本研究报告分发日期前的十二个月内并非SCB印度的客户。在过去十二个月内，SCB印度及其关联公司（即子公司/集团子公司）均未从目标公司获得除投资银行、商业银行业务或经纪业务之外的产品或服务报酬。

本报告的主要研究分析师（若有）、分析师团队成员及其家庭成员并非所涵盖公司之官员、董事、雇员或顾问委员会成员。

• 我们的合规专员/投诉专员是鲁帕尔·塔拉蒂女士，她可以联系 +91-22-68421451，或 MUM-BERNSTEIN-InCompliance@bernsteinsg.com / Scbin-investorgrievance@bernsteinsg.com

• SCB印度的研究投资者宪章和条款与条件可在其网站获取，供您参考，网址为：Sanford C. Bernstein (India) Private Limited (<https://bernsteinresearch.in/>)。

• 免责声明：由 SEBI 颁发的注册许可以及由 NISM 颁发的认证，绝不意味着对中介机构的业绩保证，也不向投资者提供任何回报保证。证券投资受市场风险影响。投资前请仔细阅读所有相关文件。

致瑞士读者：本文件由Bernstein Autonomous LLP在瑞士提供或通过其提供，仅供瑞士集体投资计划法（“CISA”）第10条及相关集体投资计划条例的规定中定义的合格投资者使用，并严格遵循适用的瑞士法律和法规。本文件中提到的产品可能并不适合所有类型的投资者。本文件基于瑞士银行协会（SBA）于2008年1月发布的关于金融研究独立性的指令。

致中东地区的读者：Bernstein Autonomous LLP迪拜金融中心分行的主要办事处位于阿联酋迪拜金融中心（DIFC）的Gate Village 06。Bernstein Autonomous LLP迪拜金融中心分行受迪拜金融服务管理局（DFSA）监管，注册号为CL10040，获授权从事投资交易安排及金融产品咨询业务。所有沟通和服务均仅面向专业客户和市场交易对手方（DFSA规则书中定义）。除专业客户和市场交易对手方之外的人员，例如零售客户，并非我方沟通或服务的预期接收对象。

法律

所有研究报告均通过发布在我们公司密码保护的网站上（bernsteinresearch.com 和 autonomous.com）传递给客户。部分而非全部研究报告也会通过第三方供应商提供给客户，或作为便利措施通过其他电子方式重新分发给客户。

本出版物已根据公司关于投资研究利益冲突管理的政策进行出版和分发，该政策的副本可从Bernstein Institutional Services LLC合规总监处获取，地址为纽约市公园大道245号，邮编10167。有关Bernstein业务的额外披露和信息，请访问我们的网站www.bernsteinresearch.com。

此处所述的证券可能不符合在所有司法管辖区销售或向某些类别投资者销售的条件，前提是该许可概况与此处所注明的实体持有的许可证不一致。本文件仅供依法允许的范围内分发。本出版物不针对、不打算分发给或由任何公民或实体使用。

或居民，或位于任何地区、州、国家或其他司法管辖区，在这些地区，此类分销、发布、可用性或使用将违反法律或法规，或会使本协议中提到的任何实体或其子公司或附属公司在该司法管辖区内受到任何注册或许可要求。本出版物基于我们认为是可靠的公共来源，但我们不保证本出版物是准确或完整的。我们不会告知您所报告信息的任何变化或本协议中意见的任何变化。本出版物由本协议中提到的实体编制并发行，用于分发给有资格的对手方或专业客户。本出版物不是购买或出售任何证券的要约，也不构成投资、法律或税务建议。本协议中提到的投资可能不适合您。投资者必须根据其具体情况，在咨询其专业顾问后做出自己的投资决策。投资的价值可能会波动，以外币计价的投资可能会因汇率波动风险而价值波动。关于投资过去业绩的信息不一定是未来业绩的指导、指标或保证。

本报告专致并仅限于根据前述监管机构定义的“合格交易对手方”、“专业客户”、“机构投资者”和/或“专业投资者”的客户，不得重新分发予根据前述监管机构定义的零售客户。收到本报告的零售客户应注意，本报告中所述实体的服务对其不可用，且不应依赖本报告内容做出投资决策。因采取此类行为而产生的任何损失，所述实体不承担责任，因为所述实体未注册/授权/获得许可处理零售客户，且不会与零售客户建立任何合同协议/安排。本报告的提供以客户可能与所述实体签订的任何协议的条款和条件为准。所有研究报告均通过电子出版方式同时向合格客户发布至我们的客户门户。

本报告中的信息由Bernstein仅为我们的客户的内部业务用途而准备。客户可以仅为此有限用途而存储、展示、分析、重新格式化和打印本报告中的信息。未经Bernstein明确书面同意，客户不得以任何目的复制、修改、创作衍生作品、转售、反向工程、商业利用、分享或分发本报告中所包含的任何部分。这些限制包括提取数据或使用内容来开发指数或其他产品。此外，您不得使用本报告或本报告的任一部分来训练或微调任何第三方机器学习或人工智能系统，或将其用作任何此类系统的提示或输入。您还不得在未经Bernstein明确书面同意的情况下，就您自己的内部机器学习或人工智能系统执行上述任何行为。

伯恩斯坦可能会在其材料准备过程中使用人工智能工具。此类材料在发布前会由伯恩斯坦的研究分析师进行审阅。

本报告仅用于信息参考，基于我们认为是可靠的部分公开信息编制，但所提及实体不对其中包含的信息来源或数据的准确性、完整性、无误导性或其适用性作任何保证或陈述，即使所提及实体依赖的是信誉良好或值得信赖的数据提供者，本报告也不应被视为如此。所表达的观点仅为作者在材料上显示日期时的当前观点，我们不对报告信息的任何变化或本文中观点的任何变化提供咨询。

此处提及的兴业银行（Societe Generale）相关信息，均基于公开信息，系为比较目的而列，仅供参考，并不构成对兴业银行证券的看法或建议。

本出版物由本协议中提及的实体编制并发行，用于分发给符合条件的交易对手方或专业客户。本报告中的信息旨在供普遍传播，并不构成购买或出售任何证券、投资、法律或税务建议，也不构成任何前述监管机构定义的个人推荐。本报告未考虑个人投资者的特定投资目标、财务状况或需求。本报告未经任何前述监管机构审阅，也不代表任何前述监管机构的官方推荐。本报告中提及的投资可能不适合您。在接收推荐方作出购买投资产品的承诺之前，投资者必须与寻求财务顾问建议（关于投资产品的适用性）并考虑任何推荐接收方的具体投资目标、财务状况或特定需求后，自行做出投资决策。

本分析基于多项假设。不同的假设可能导致实质性不同的结果。本报告中的信息不构成任何出售、发行、购买或认购股份的要约，也不构成参与任何其他投资活动的要约。本报告中提到的任何证券或金融工具的价值可能因市场状况而波动。投资过去的业绩不一定能作为未来业绩的指引、指示或保证。本报告中研究分析师提到的未来业绩预测基于假设，这些假设可能因市场波动等不可预见因素而无法实现。对于以客户本国货币以外的外币计价的证券或金融工具，汇率变动将对其价值产生影响，可能有利也可能不利。在采取任何行动之前

本报告中的建议，收件人应考虑投资本报告中提到的相关证券或金融工具的适当性，并在必要时寻求独立的专业建议。

所描述的证券可能不符合在所有司法管辖区或向某些类别投资者销售的资格，前提是该许可概况与所注明的实体的持有的许可证不一致。本文件仅供依法许可时分发。本文件不针对、不打算分发给或供任何为任何地方域、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于该地方域、州、国家或其他司法管辖区，在该等分发、发布、可用性或使用将违反法律或法规或会使所注明的实体在该司法管辖区内受到任何监管或许可要求。

来源：彭博指数服务公司。BLOOMBERG®是彭博金融公司及其附属公司（统称“彭博”）的商标和服务标志。彭博或彭博的许可方拥有彭博指数的所有专有权利。彭博或彭博的许可方不认可或支持本材料，也不保证其中任何信息的准确性或完整性，也不对由此可能获得的结果做出任何明示或暗示的保证，并且在法律允许的最大范围内，均不对由此产生的任何损害或损失承担任何责任或义务。

本材料之任何部分均不得未经此处注明的相关实体事先同意而复制、分发、传输或以其他方式提供。版权所有：Bernstein Institutional Services LLC, Bernstein Autonomous LLP, BSG France S.A., Sanford C. Bernstein (Hong Kong) Limited 盛博香港有限公司, Sanford C. Bernstein (Canada) Limited, Sanford C. Bernstein (India) Private Limited (SEBI注册号: I NH000006378), Sanford C. Bernstein (Singapore) Private Limited 及 Sanford C. Bernstein Japan KK (サンフォード・C・バーンスタイン株式会社)。版权所有。此处包含的商标和服务标志为其各自所有者所有。任何未经授权的使用或披露均被严格禁止。若未经授权的使用导致此处注明的相关实体及以Bernstein和Autonomous品牌发布的任何研究产生任何诽谤和/或声誉风险，此处注明的相关实体有权采取法律行动。