



## 新能源汽车行业 2022 年展望：全球新能源汽车行业销量高速增长，中国车企品牌推动中国新能源汽车渗透率曲线加速上扬

- 全球新能源汽车行业高速增长，布局车企成长机会：**在中国和欧洲两个地区的推动下，全球新能源汽车行业维持高速增长。根据 IEA 的乐观预测，到 2025 年，全球新能源汽车销量将达到 2,000 万辆，约 17% 的渗透率，2020 年至 2025 年的复合增长率为 45%。由于中国新能源汽车行业增长拐点提前，我们认为未来几年，全球新能源汽车的销量依然有超预期的空间。我们重申蔚来(NIO.US)、小鹏(XPEV.US、9868.HK)、理想(LI.US)、比亚迪 A 股(002594.CH)和比亚迪港股(1211.HK)的“买入”评级。因为，这些新能源车企都有机会享受高于行业增速，是享受新能源汽车行业红利最直接的标的。由于特斯拉(TSLA.US)的估值趋势与中国造车新势力相向，预计估值水平会向中国新势力靠拢，维持“卖出”评级。
- 中国新能源汽车行业超预期成长：**今年中国新能源汽车行业销量渗透率屡次超预期，渗透率曲线加速上扬，行业爆发点提前到来。因此我们预计 2021 年和 2022 年中国新能源乘用车销量将达到 315 万辆和 467 万辆，同比增长 152% 和 48%，对应渗透率为 14.8% 和 23.4%。中国新能源汽车渗透率正处于“S”型发展的加速上扬阶段。在政策、供应、需求和资本的多方助力下，我们预计到 2025 年，中国新能源乘用车销量渗透率将达到 42.0%，2021-2025E 复合增长 29.7%。
- 中国新能源车企起点高、增速快，推动出海布局：**中国新能源汽车品牌已经完成“从 0 到 1”的艰难起步，可以充分享受行业增长红利。在中国新能源市场，今年 1-10 月，中国头部品牌份额取得 42.7% 的成绩，较 2020 年提升 10.4 个百分点，高于特斯拉 3.7 个百分点的提升。1-10 月，中国新能源汽车的高速发展也带动今年中国汽车出口量累计同比增长 117%。中国车企都积极布局海外新能源汽车市场，扩张增长红利。
- 估值：**在 2021 年上半年，新能源汽车龙头进入估值修复通道。部分中国造车新势力的估值，从 2021 年初的接近 20x 的市销率高点都向下调整至上市以来均值以下。目前，中国造车新势力市销率估值区间为 5x-8x，显著低于海外新能源汽车龙头特斯拉的 17x。我们认为，中国造车新势力估值下行风险较小，较为吸引人，适合作为布局新能源汽车行业成长的重要标的。
- 投资风险：**汽车半导体产能供需不平衡持续时间较长，严重拖累汽车行业销量。国内外疫情反复影响汽车行业供应。中国新能源汽车渗透率增长趋缓，未能如期高速爬升。行业竞争加剧，拖累车企销量和毛利率表现。自动驾驶研发不及预期，软件服务收入变现模式不确定增加。中国车企海外布局速度慢于预期。

### 沈岱

科技分析师  
 tony\_shen@spdbi.com  
 (852) 2808 6435

### 童钰枫

助理分析师  
 carrie\_tong@spdbi.com  
 (852) 2808 6447

### 林琰

研究部主管  
 sharon\_lam@spdbi.com  
 (852) 2808 6438

2021 年 12 月 01 日

### MSCI 中国汽车指数表现



截至 11 月 22 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际

### 相关报告：

《新能源汽车行业投资手册系列报告(四)：大幅上调中国新能源汽车销量及渗透率预测(含新势力 2Q21 业绩回顾)》(2021-09-06)

《新能源汽车与智能手机行业及供应链梳理比较：四大派系的初局混战》(2021-07-15)

《新能源汽车行业投资手册系列报告(三)：站在黄金十年的起点，从看跌到翻多，趁短期估值消化的间隙，享受长期基本面成长的红利》(2021-06-24)

《新能源汽车投资手册：站在黄金十年的起点，买还是不买？》(2020-12-14)



扫码关注浦银国际研究

# 目录

全球新能源汽车仍在高速增长起点 .....	5
中国新能源汽车行业：预计 2021 年至 2022 年渗透率加速向 20%以上提升 .....	8
中国新能源汽车渗透率加速上扬 .....	8
高端和低端车型共同引领中国新能源汽车成长 .....	11
中国汽车行业受到上游芯片影响较大 .....	13
中国汽车行业周期及估值 .....	15
中国新能源车企高速成长，加速出海扩张 .....	18
中国新能源汽车自主品牌份额较高 .....	18
中国新能源车企加速出海，有望推动中国汽车行业成长 .....	20
中国新能源车企都可受益于中国新能源汽车行业增长红利 .....	21
“电动三宝”——蔚来、小鹏、理想横向比较 .....	23
新能源车企估值 .....	26
新能源车企股价及成交量 .....	28
新能源汽车行业可比公司估值 .....	29

## 图表目录

图表 1: 全球新能源汽车销量及预测 .....	6
图表 2: 全球新能源汽车渗透率及预测 .....	6
图表 3: 全球新能源汽车月度销量: 10月销量 68.5 万辆, 环比增加 33%, 同比增加 99% .....	6
图表 4: 全球新能源汽车月度销量渗透率按照地区拆分: 欧洲、中国排名靠前 .....	7
图表 5: 欧洲新能源汽车月度销量: 10月销量 22.7 万辆, 环比增加 46%, 同比增加 42% .....	7
图表 6: MSCI 世界汽车指数市盈率: 当前 18.0x, 较 2020 年末上升 0.1x .....	7
图表 7: MSCI 世界汽车指数市销率: 当前 1.2x, 较 2020 年末上升 0.4x .....	7
图表 8: 中国新能源乘用车销量及同比预测 .....	9
图表 9: 中国新能源乘用车渗透率及预测 .....	9
图表 10: 中国新能源汽车月度销量: 10月销量 38.3 万辆, 环比增加 7%, 同比增加 135% .....	9
图表 11: 中国新能源乘用车月度销量: 10月销量 36.6 万辆, 环比增加 7%, 同比增加 142% .....	9
图表 12: 中国新能源汽车及新能源乘用车渗透率: 10月新能源汽车渗透率 16.4%, 新能源乘用车渗透率 18.2%, 分别较 2020 年年末提升 7.7 和 8.7 个百分点 .....	10
图表 13: 中国新能源汽车品种拆分: 10月纯电动车占比 81.4%, 插电式混合动力汽车占比 18.3% .....	10
图表 14: 中国电动汽车充电桩保有量及净增量 .....	10
图表 15: 中国 2021 年 1-10 月新能源乘用车销量排行榜 .....	12
图表 16: 蔚来、小鹏、理想未来两年预计发布车型 .....	12
图表 17: 中国 2021 年 1-10 月高端 SUV 销量排行榜 .....	12
图表 18: 中国 2021 年 1-10 月轿车销量排行榜 .....	12
图表 19: 中国 2021 年 1-10 月高端轿车销量排行榜 .....	12
图表 20: 新能源乘用车渗透率分等级 .....	12
图表 21: 中国汽车月度销量: 2021 年 10 月销量 233.3 万辆, 环比增长 13%, 同比下降 9% .....	13
图表 22: 中国乘用车月度销量: 2021 年 10 月销量 200.7 万辆, 环比增长 15%, 同比下降 5% .....	13
图表 23: 智能手机 SoC 芯片 3Q21 出货量 .....	14
图表 24: 2021 年 MCU 行业需求与台积电产出比较 .....	14
图表 25: 中国乘用车销量同比 vs 库存同比 .....	16
图表 26: 中国乘用车滚动 12 月销量同比 vs 12 个月库存均值同比 .....	16
图表 27: 中国汽车整车指数市盈率: 当前 44.6x, 较 2020 年末增长 4.0x .....	16
图表 28: 中国汽车整车指数市销率: 当前 1.4x, 较 2020 年末增长 0.2x .....	16
图表 29: 中国乘用车销量同比 vs 市盈率 .....	17
图表 30: 中国乘用车销量同比 vs 市销率 .....	17
图表 31: 蔚来、小鹏(美股)、理想汽车、特斯拉历史市销率比较 .....	17
图表 32: 中国新能源汽车销量份额 .....	19
图表 33: 中国乘用车自主品牌份额 .....	19
图表 34: 2021 年中国智能汽车竞争力指数榜 .....	19
图表 35: 中国 2021 年 1-10 月新能源乘用车销量排行榜 .....	19
图表 36: 中国汽车出口量 .....	20
图表 37: 中国车企出口计划 .....	21
图表 38: 新能源车企覆盖偏好性顺序 .....	22
图表 39: 汽车销量 .....	23
图表 40: 汽车均价 .....	23

图表 41: 汽车销售收入 .....	23
图表 42: 汽车板块毛利率 .....	23
图表 43: 软件服务与其他收入占比 .....	24
图表 44: 公司综合毛利率 .....	24
图表 45: 研发费用 .....	24
图表 46: 研发费用率 .....	24
图表 47: 营业费用率 .....	24
图表 48: 净利润 .....	24
图表 49: 现金及现金等价物 .....	25
图表 50: 短期与长期借款 .....	25
图表 51: 零售门店数量 .....	25
图表 52: 服务门店数量 .....	25
图表 53: 蔚来、小鹏、理想估值比较 .....	25
图表 54: 蔚来市销率: 当前 7.8x vs 历史均值 5.7x vs 历史均值以上 1 个标准差 10.5x .....	26
图表 55: 小鹏汽车美股市销率: 当前 7.9x vs 历史均值 11.0x vs 历史均值以上 1 个标准差 15.1x .....	26
图表 56: 理想汽车市销率: 当前 5.4x vs 历史均值 7.0x vs 历史均值以上 1 个标准差 8.9x .....	27
图表 57: 特斯拉市销率: 当前 16.8x vs 历史均值 5.5x vs 历史均值以上 1 个标准差 9.4x .....	27
图表 58: 比亚迪港股市销率: 当前 3.0x vs 历史均值 1.4x vs 历史均值以上 1 个标准差 2.0x .....	27
图表 59: 比亚迪 A 股市销率: 当前 2.9x vs 历史均值 1.3x vs 历史均值以上 1 个标准差 2.0x .....	27
图表 60: 新能源车企股价走势 .....	28
图表 61: 股票交易额比较 .....	28
图表 62: 新能源汽车可比公司估值比较 .....	29
图表 63: SPDBI 科技行业覆盖公司 .....	30



## 全球新能源汽车仍在高速增长起点

今年，全球新能源汽车销量保持高速增长。今年1-9月全球新能源汽车累计销量同比增长138%，并在9月创新高。虽然在7-9月全球新能源汽车同比增速较4月260%的高点回落至94%-115%的区间，但是依然维持了高于90%的增长。

中国和欧洲，是新能源汽车高速增长以及渗透率提升的最重要的推动力。2021年三季度，全球新能源汽车渗透率达到7.7%-10.0%的区间，较今年二季度的5.6%-7.7%继续环比增长，较去年三季度的3.4%-4.1%更是大幅成长。

其中，2021年三季度，欧洲的渗透率为11.6%-14.4%，中国的渗透率已开始超过欧洲，为13.7%-17.0%。欧洲的挪威、瑞典和荷兰的新能源汽车渗透率，是全球国家排名最靠前的，9月渗透率已分别达91.5%、53.9%和33.5%。而今年，中国新能源汽车的销量渗透率也多次超出市场预期。

根据IEA的乐观预测，到2025年，全球新能源汽车（包括纯电动和插电混动）的销量将达到1,998万辆，约17.0%的渗透率，2020年至2025年复合增长率约为45%。全球新能源汽车的渗透率有望从过去几年的缓慢增长，转向未来几年的快速成长。由于中国新能源汽车行业增长拐点提前，我们认为未来几年，全球新能源汽车的销量依然有超预期的空间。

在新能源市场，除了欧洲和中国发展比较快以外，美国的新能源汽车销量渗透率相对仍低，根据Marklines数据，2021年9月渗透率仅为5.3%。美国作为全球汽车市场非常大的一部分，也有提供全球新能源汽车销量超预期的空间。

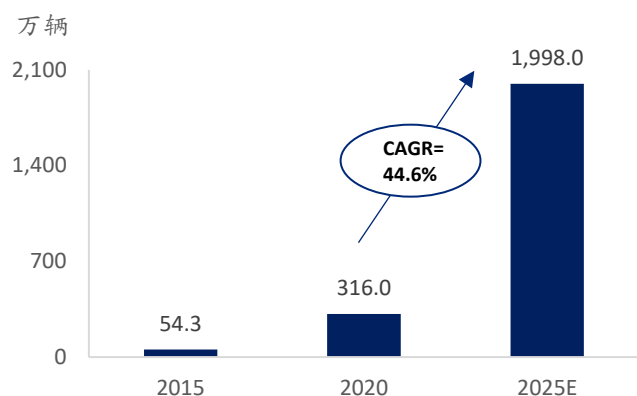
同时，全球投资人对新能源赛道的热情较高。在今年10月25日，特斯拉的市值首次突破1万亿美元。而在11月、7月刚刚上市的Rivian(RIVN.US)和Lucid(LCID.US)，截止11月22日市值都分别达到1052.6亿美元和841.6亿美元。这些海外新能源车企的车企市值都在快速接近或远超传统车企巨头的市值，如最大的传统汽车丰田，11月22日市值为2990.8亿美元。

这也使得全球汽车行业估值大幅上升。目前，全球汽车行业的市盈率和市销率分别达到18.0x和1.2x（截至11月22日），都高于行业均值以上2个标准差。当然，其中特斯拉的推动作用是最明显的。

我们认为新能源汽车行业在过去几年经历过摸索阶段后，现在处于成长的初期阶段。投资人更加看重车企新能源汽车的增速和份额增长，以及汽车智能化推进的进程。因而，市场目前更多以体现收入增速和软件收入体量的市销率作为新能源汽车的主要的估值方法。

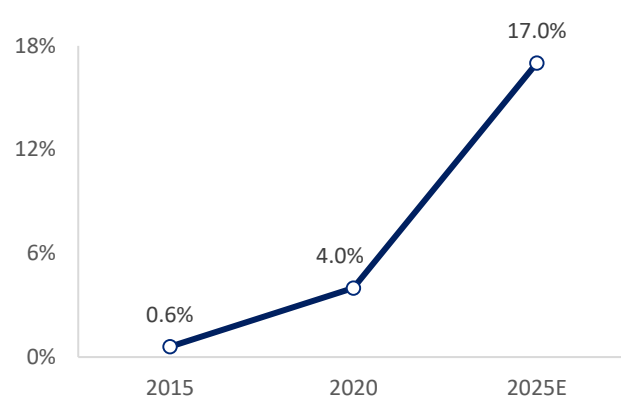
在未来 3-5 年，全球新能源汽车行业收入端，即销量，预计将保持高增长。同时，行业毛利率也有提升空间。这主要来自于全球产业规模增加带来的规模效应，以及企业大规模投入后效率的提升。因此，新能源汽车成本有改善的空间。但由于费用端的投入较大，包括销售、营销、渠道、研发等，营业利润改善空间相对有限。

图表 1: 全球新能源汽车销量及预测



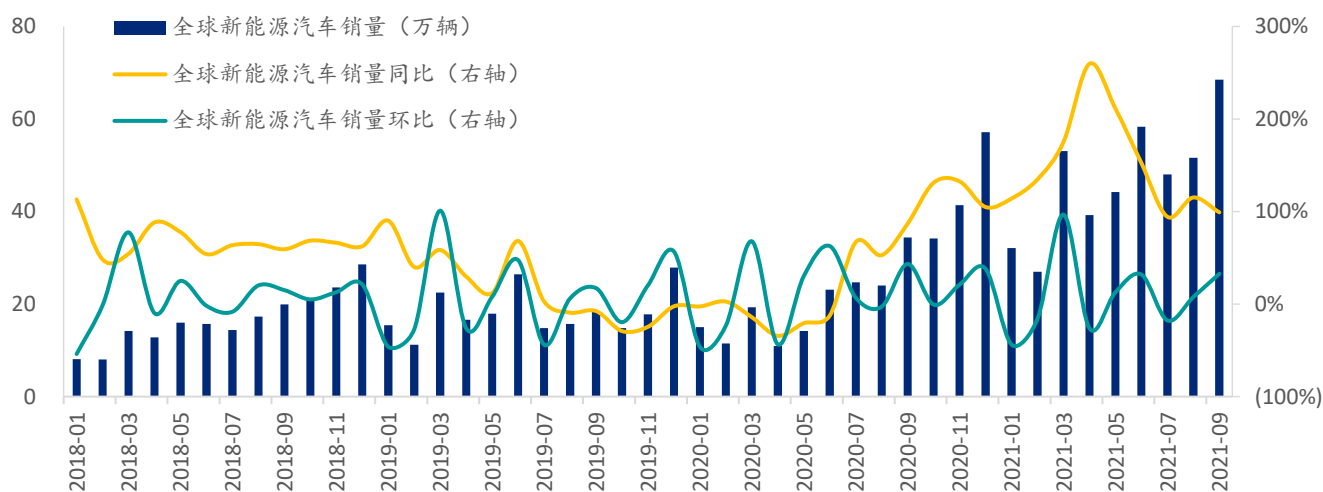
E=IEA 预测；资料来源：EV Volumes、IEA、浦银国际

图表 2: 全球新能源汽车渗透率及预测



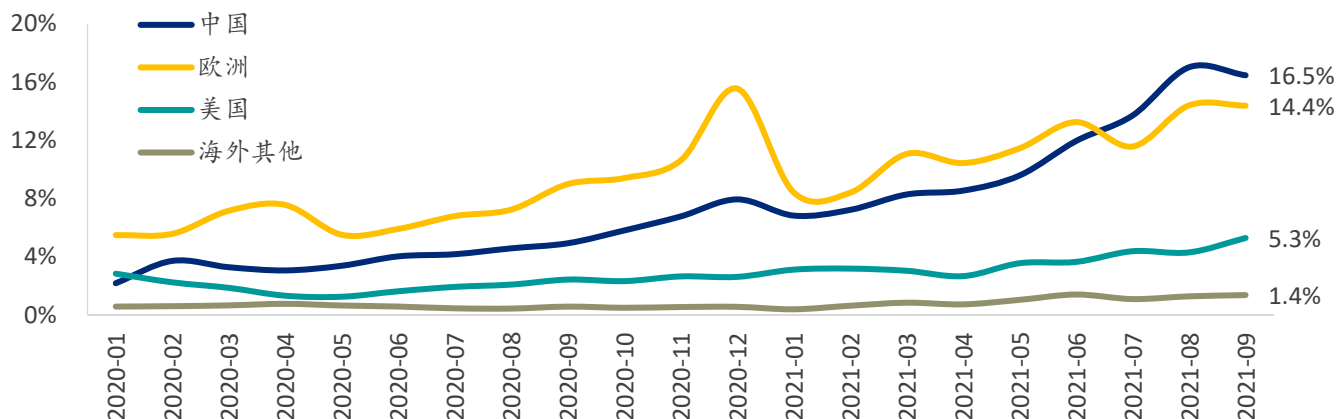
E=IEA 预测；资料来源：EV Volumes、IEA、浦银国际

图表 3: 全球新能源汽车月度销量：10月销量 68.5 万辆，环比增加 33%，同比增加 99%



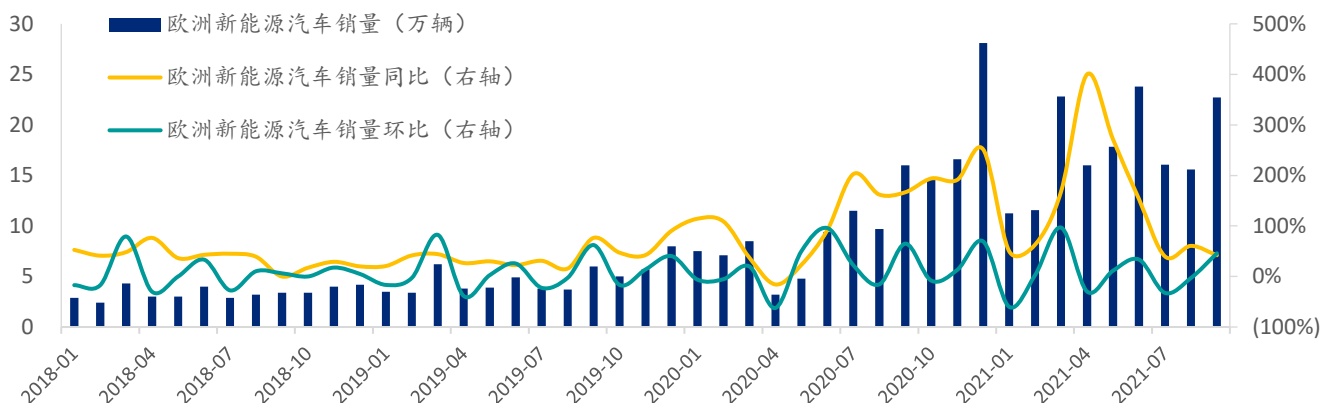
资料来源：INSIDEEVs、浦银国际

图表 4：全球新能源汽车月度销量渗透率按照地区拆分：欧洲、中国排名靠前



资料来源：Marklines、浦银国际

图表 5：欧洲新能源汽车月度销量：10月销量 22.7 万辆，环比增加 46%，同比增加 42%



资料来源：INSIDEEVs、浦银国际

图表 6：MSCI 世界汽车指数市盈率：当前 18.0x，较 2020 年末上升 0.1x



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 7：MSCI 世界汽车指数市销率：当前 1.2x，较 2020 年末上升 0.4x



资料来源：Bloomberg、浦银国际

# 中国新能源汽车行业：预计 2021 年至 2022 年渗透率加速向 20% 以上提升

## ● 中国新能源汽车渗透率加速上扬

今年中国新能源汽车渗透率屡次超预期，渗透率曲线加速上扬，行业爆发点提前到来。

今年 1-8 月，中国新能源汽车和中国新能源乘用车销量的渗透率连续 8 个月环比提升。在今年 8 月，中国新能源汽车渗透率达到 17.8%，中国新能源乘用车渗透率达到 19.8%。虽然 9 月、10 月渗透率略有下滑，但是新能源汽车和乘用车的渗透率都依然维持在 16.4% 和 18.2% 以上。

因此，在今年 9 月的[报告](#)中，我们也大幅上调这两年中国新能源乘用车的销量。目前，在 9 月预测的基础上，我们略微上调 2021 年和 2022 年中国新能源乘用车的销量至 315 万辆和 467 万辆，同比增长 152% 和 48%，对应渗透率为 14.8% 和 23.4%（图表 8 和图表 9）。维持中国 2025 年的新能源汽车销量渗透率 20% 的目标会提前到 2022 年实现的判断不变。

我们判断新能源汽车渗透率曲线会呈“S”型，与智能手机渗透率曲线类似。即行业发展初期，渗透率提升速度较慢；在初期摸索后，行业中期渗透率加速上升；行业进入成熟阶段后，渗透率提升速度会再次减慢至行业饱和。

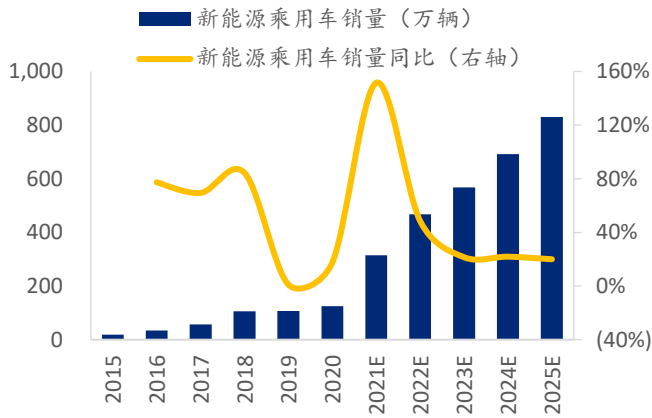
目前，中国新能源汽车行业正处于渗透率曲线“S”型的加速上扬阶段。在图表 12 的月度渗透曲线和图表 9 的年渗透率曲线都能清晰看到。我们认为中国新能源汽车行业加速上扬是多方力量共同作用的：

- **政策端：**新能源汽车符合中国政府在新能源、新技术、大消费等方向战略需求；
- **供应端：**传统车企、造车新势力、智能手机玩家、互联网巨头都有意愿参与到长期看三万亿美元的赛道，因而都比较愿意投放资源，卡位行业关键节点；
- **需求端：**中国消费者愿意为新能源汽车买单。新能源汽车的充电困难等痛点在加速改善，而驾驶体验和智能体验则超过传统燃油车体验，因为消费者购买意愿也比较强烈；
- **资本端：**投资人愿意在高成长行业倾斜资源，以享受行业成长的红利。

因此，我们对中国新能源汽车的未来保持高度乐观。2021 年仅只是中国新能源汽车行业加速成长的第一年。我们预计到 2025 年，中国新能源乘用车销量渗透率将达到 42%，因此未来 4-5 年，中国新能源汽车销量和渗透率都会维持高速增长。

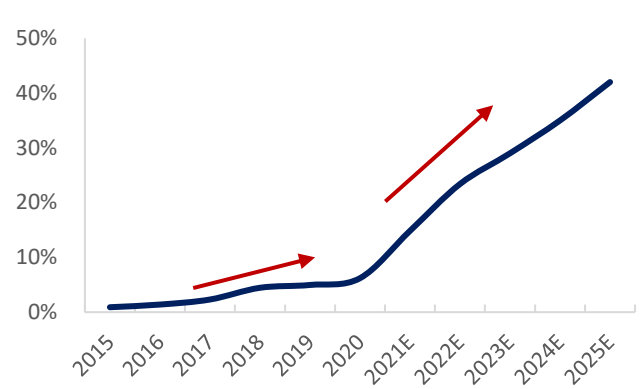


图表 8: 中国新能源乘用车销量及同比预测



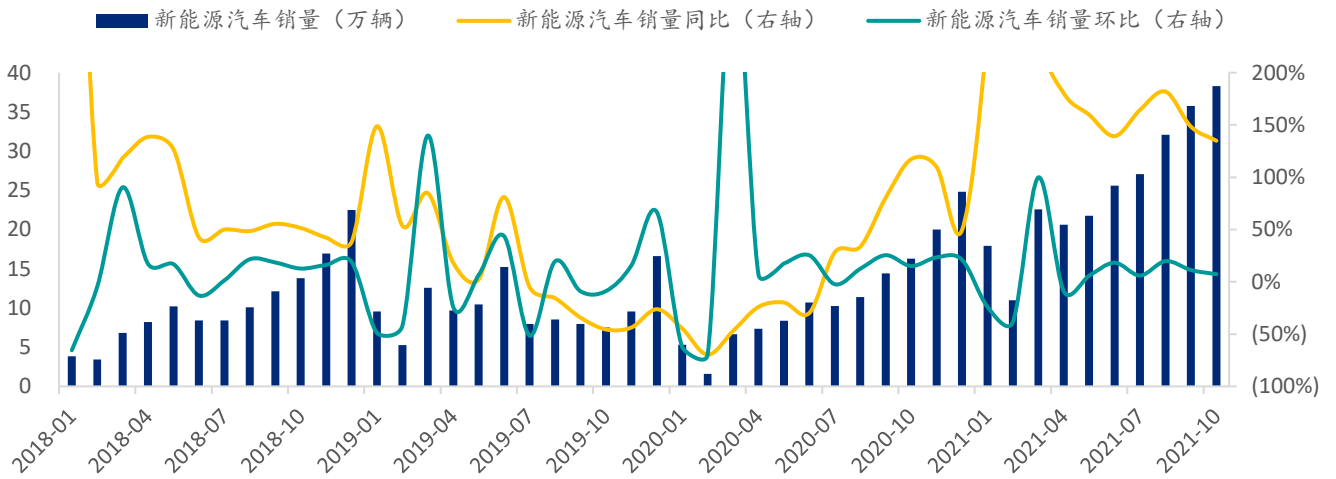
E=浦银国际预测; 资料来源: 中汽协、Wind、浦银国际

图表 9: 中国新能源乘用车渗透率及预测



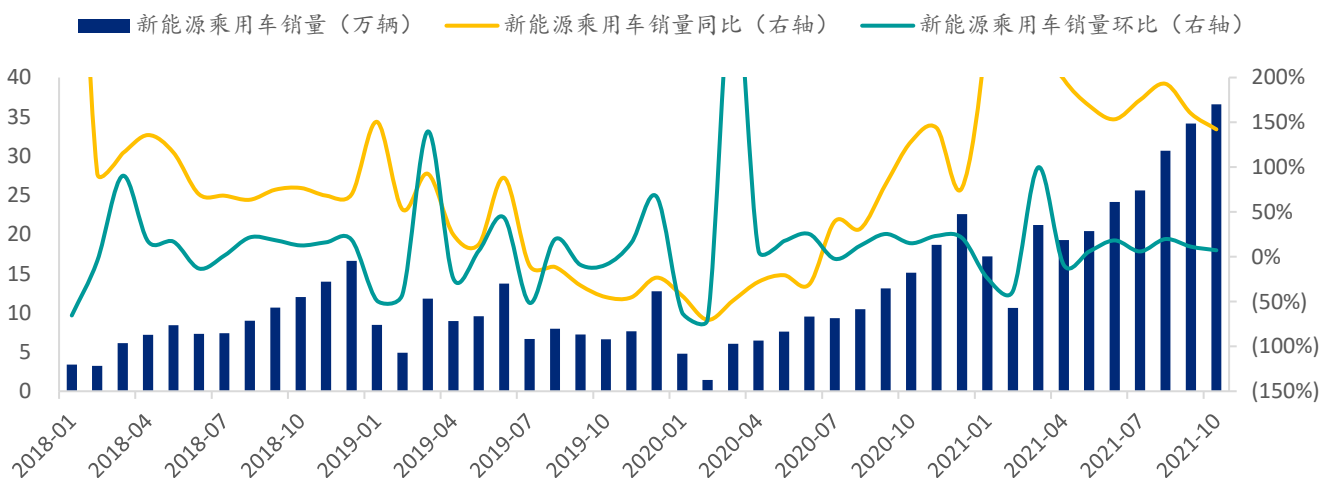
E=浦银国际预测; 资料来源: 中汽协、Wind、浦银国际

图表 10: 中国新能源汽车月度销量: 10月销量 38.3 万辆, 环比增加 7%, 同比增加 135%



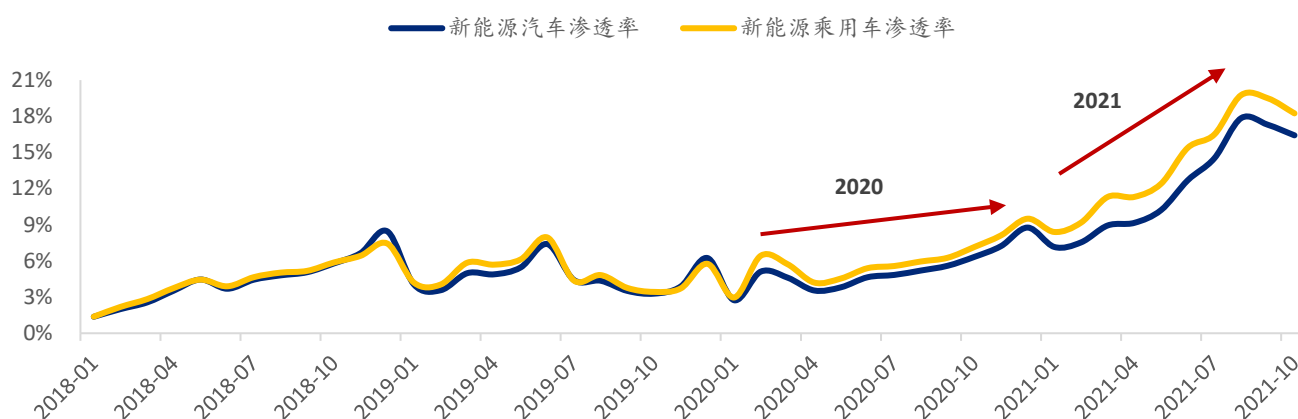
资料来源: 中汽协、Wind、浦银国际

图表 11: 中国新能源乘用车月度销量: 10月销量 36.6 万辆, 环比增加 7%, 同比增加 142%



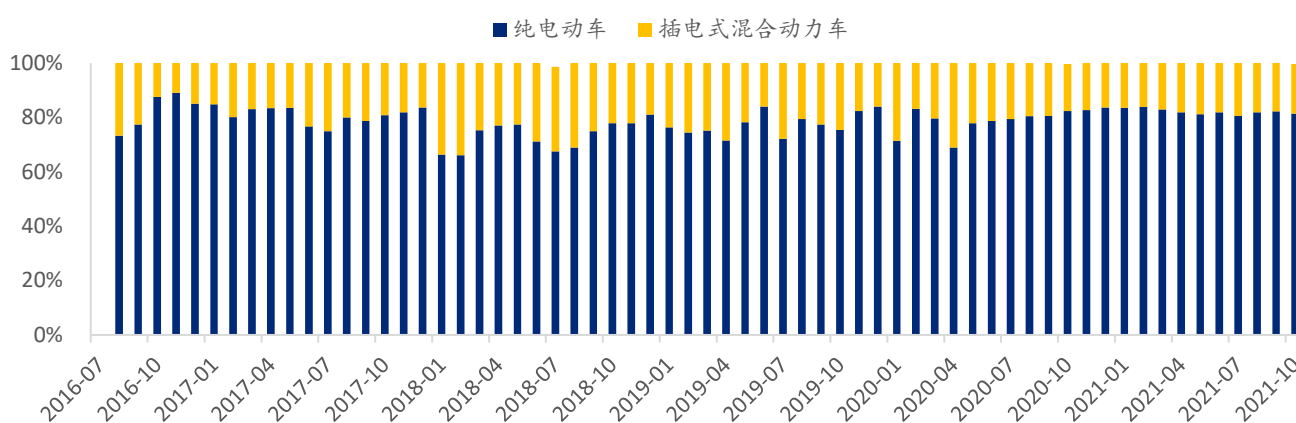
资料来源: 中汽协、Wind、浦银国际

**图表 12：中国新能源汽车及新能源乘用车渗透率：10月新能源汽车渗透率 16.4%，新能源乘用车渗透率 18.2%，分别较 2020 年年末提升 7.7 和 8.7 个百分点**



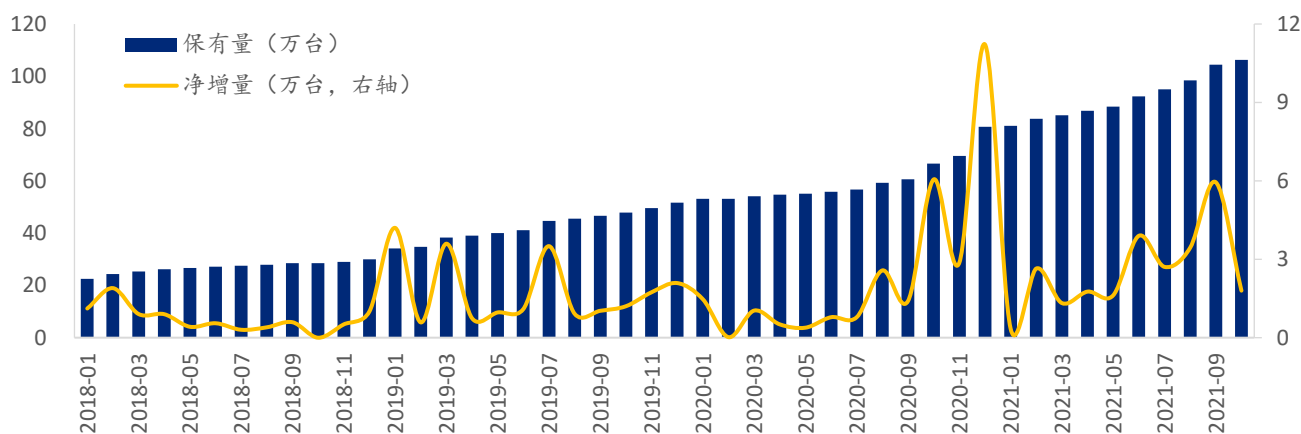
资料来源：中汽协、Wind、浦银国际

**图表 13：中国新能源汽车品种拆分：10月纯电动车占比 81.4%，插电式混合动力汽车占比 18.3%**



资料来源：中汽协、Wind、浦银国际

**图表 14：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

## ● 高端和低端车型共同引领中国新能源汽车成长

中国新能源乘用车的高速发展，主要来自两个驱动力：1) 高端，售价 20 万元人民币以上，主打长续航、智能化，2) 低端，售价 10 万元人民币以下，主打市内代步。

根据乘联会的数据，今年 A00 级车型中新能源乘用车渗透率已经接近 100%。B 级的渗透率次之，从 2020 年的 8.2% 快速上升到 2021 年 10 月的 21.4%。另外，根据乘联会公布的 2021 年 1-10 月中国新能源汽车销量排行榜，销量前五中，20 万元人民币以上的车型共有五款，包括特斯拉 Model 3、特斯拉 Model Y、比亚迪汉 EV、理想 ONE、小鹏 P7。10 万元人民币以下的车型共有五款，包括宏光 MINI、奔奔 EV、欧拉黑猫、科莱威 CLEVER、哪吒 V 等。另外五款车型则是在 10 万至 20 万元区间的。

**20 万元以上的车型，较多来自于头部的造车新势力和转型起步较早的传统车企。**这些车企在早期就着力解决新能源汽车体验痛点，并投入智能化提升产品差异化。造车新势力的蔚来、小鹏、理想也因此获得较高的品牌力。另外，车企借助资本力量，进行研发投入和渠道扩张，因而成长质量更高。

**发布 5 万以下的车型的车企则更注重差异化需求人群。**通过解决短途代步的痛点需求，而较好地避免电动车初期充电不方便的问题。而这部分车企也正是享受了行业发展的优势，由于新能源行业发展到加速阶段，三电系统成本较初期明显下降，带来的整车成本下降。五菱宏光 MINI 就是其中一例，它也是今年全球市场最畅销的新能源车型。当然，低价格段新能源汽车的放量，又可以反过来推动规模化，从而进一步降低行业生产成本。

在 2021 年 1-10 月的高端 SUV 全国销量排行榜中，特斯拉 Model Y、理想 ONE、蔚来 ES6 这三款新能源汽车分别排在第 4、第 5 和第 10 位。新能源 SUV 已经在高端市场有非常重要的位置。

**目前，新能源汽车行业还缺少 10 万-20 万价格段的爆款车型。**10 万至 20 万元全国销量排名靠前的车型，主要来自比亚迪的 DMI 平台。而在轿车和高端轿车全国销量排行中，暂未出现新能源汽车车型的身影（图表 19）。今年最畅销的轿车和 SUV 主力价格段都是在 10 万-20 万之间。因此，我们认为新能源汽车还需在供需两端同时发力。在需求端，努力提升充电补能体验，增强辅助自动驾驶的功能可用性，从而扩大用户群体；而在供应端，则需努力提升生产制造效率，降低生产成本，从而令 20 万元以上车型的配置能够应用到 20 万元以下车型。

由于轿车和 SUV 是中国乘用车最重要的两部分市场。因而，蔚来、小鹏、理想等中国头部造车新势力都在加速推出新车型，尽快完成轿车和 SUV 车型的初步覆盖。同时也在不同价格段发力，扩充用户基数。相对而言，由于比亚迪是传统车企快速转型，因而在供应端，即不同车型、不同价格段的车型覆盖速度上具备优势。

图表 15: 中国 2021 年 1-10 月新能源乘用车销量排行榜

车型	2021年1-10月销量 (辆)	2020年1-10月销量 (辆)	同比	厂商指导价 (万元)
宏光MINI	304,495	44,276	588%	2.88-4.86
特斯拉 (Model 3)	112,173	92,051	22%	25.17-33.99
特斯拉 (Model Y)	106,236	-	-	29.18-38.79
比亚迪秦PLUS DM-i	75,634	-	-	10.58-14.58
比亚迪汉EV	66,763	12,284	444%	20.98-27.95
理想ONE	62,919	21,852	188%	33.80
奔奔EV	59,537	6,850	769%	2.98-7.48
埃安 (Aion S)	58,162	35,145	66%	13.96-20.58
奇瑞eQ	57,555	24,719	133%	16.99-17.19
欧拉黑猫	51,166	27,301	87%	6.98-8.48
比亚迪宋DM	46,181	1,118	4031%	17.69-24.59
小鹏P7	45,271	8,892	409%	21.99-40.99
科莱威CLEVER	38,388	8,991	327%	4.50
比亚迪秦PLUS EV	38,148	-	-	12.78-17.48
哪吒V	37,339	-	-	5.99-12.08

资料来源: 乘联会、汽车之家、搜狐汽车、浦银国际

图表 17: 中国 2021 年 1-10 月高端 SUV 销量排行榜

车型	2021年1-10月销量 (辆)	2020年1-10月销量 (辆)	同比
宝马 X3	128,892	112,043	15%
奥迪 Q5	117,504	116,588	1%
奔驰 GLC	110,543	138,669	(20%)
特斯拉 (Model Y)	106,236	-	-
理想 ONE	62,919	21,852	188%
途昂	56,323	63,279	(11%)
沃尔沃 XC60	54,021	48,796	11%
奔驰 GLB	48,835	43,182	13%
凯迪拉克 XT6	43,961	52,864	(17%)
蔚来 ES6	31,822	23,066	38%

资料来源: 乘联会、浦银国际

图表 19: 中国 2021 年 1-10 月高端轿车销量排行榜

车型	2021年1-10月销量 (辆)	2020年1-10月销量 (辆)	同比
宝马 3 系	149,523	124,550	20.1%
宝马 5 系	148,126	129,471	14.4%
奥迪 A6	134,367	146,122	(8.0%)
奔驰 E 级	113,758	130,624	(12.9%)
奔驰 C 级	111,994	130,283	(14.0%)
奥迪 A4	107,720	107,839	(0.1%)
沃尔沃 S90	32,107	27,533	16.6%
红旗 H9	26,465	5,063	422.7%
凯迪拉克 CT6	15,964	18,045	(11.5%)
辉昂	7,846	6,304	24.5%

资料来源: 乘联会、浦银国际

图表 16: 蔚来、小鹏、理想未来两年预计发布车型

厂商	车型	预计交付时间	其他介绍
蔚来	ET7	2022	搭载二代电驱系统
蔚来	其他两款新车	2022	其中一款预计售价可低至 24 万元
小鹏	中大型 SUV	2022	对标蔚来 ES8
理想	X01	2022	纯电续航里程可达 200km
理想	首款纯电动车	2023	-

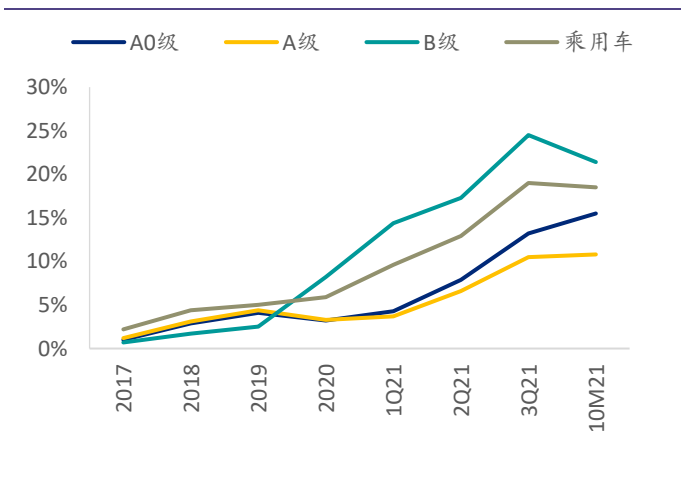
资料来源: 公开资料整理、浦银国际

图表 18: 中国 2021 年 1-10 月轿车销量排行榜

车型	2021年1-10月销量 (辆)	2020年1-10月销量 (辆)	同比
轩逸	420,128	412,742	2%
朗逸	356,918	353,729	1%
宏光 MINI	304,495	44,276	588%
卡罗拉	263,280	284,733	(8%)
全新英朗	234,935	231,570	1%
新宝来	218,782	260,024	(16%)
速腾	189,514	235,538	(20%)
雷凌	188,807	188,621	0%
凯美瑞	164,755	146,518	12%
帝豪	158,178	183,665	(14%)

资料来源: 乘联会、浦银国际

图表 20: 新能源乘用车渗透率分等级



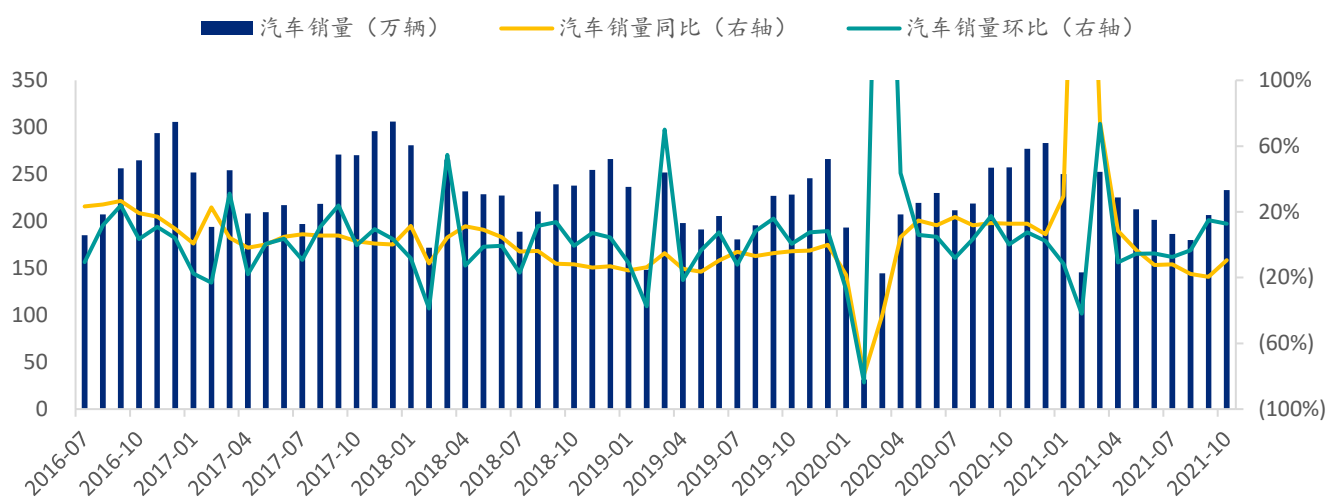
资料来源: 乘联会、浦银国际

## ● 中国汽车行业受到上游芯片影响较大

2021年中国汽车行业销量同比增速呈现前高后低。由于2020年同期疫情的导致的低基数，今年1-3月中国汽车销量同比高增长。今年4月，月销量同比增速下滑至11%，从5月开始，连续6个月同比销量下滑。

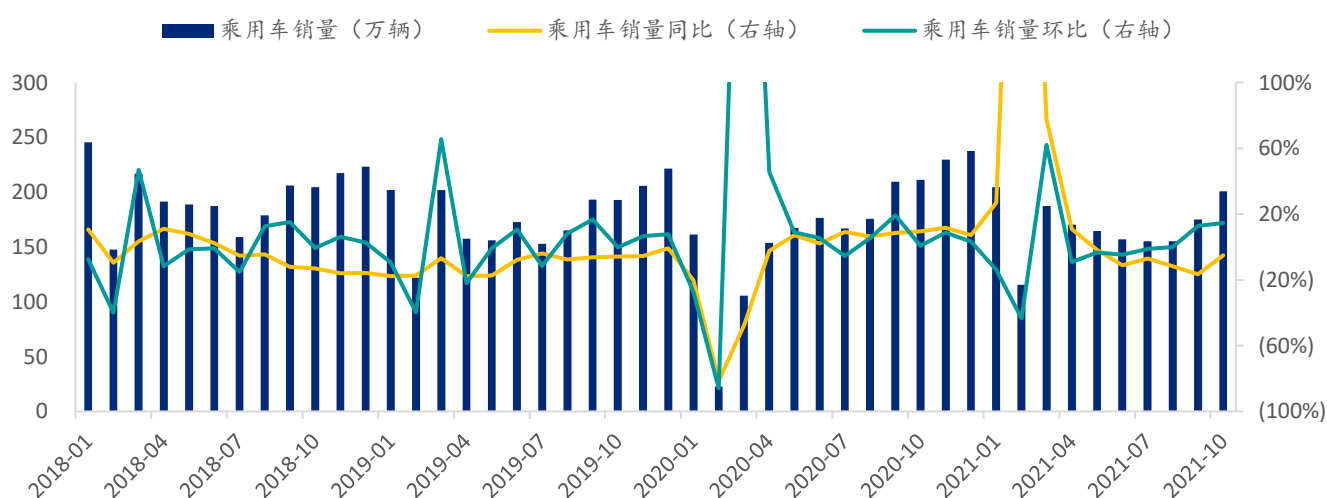
在今年9月，受到东南亚疫情影响导致的半导体封测厂产能下降，中国汽车销量同比大幅下降17%。10月之后，短期疫情扰动带来的影响才开始迅速缓解。

图表 21: 中国汽车月度销量：2021年10月销量233.3万辆，环比增长13%，同比下降9%



资料来源：中汽协、浦银国际

图表 22: 中国乘用车月度销量：2021年10月销量200.7万辆，环比增长15%，同比下降5%



资料来源：中汽协、浦银国际



但是，半导体产能紧缺导致的结构性“缺芯”得到显著缓解，依然需要时间，因此，不仅仅是汽车行业，在我们覆盖的智能手机供应链中也看到类似的“缺芯”现象。

我们认为这种结构性“缺芯”主要来自于供不应求和供需不匹配两方面。

- **供不应求：**主要由于新能源汽车、5G 手机对于算力需求更大，因而 C 端行业半导体需求本身有较高增长。而半导体的晶圆制造环节厂商扩产相对谨慎，并呈现阶梯扩张，因而产能扩张跟不上需求增长；
- **供需不匹配：**由于 2020 年疫情期间被抑制的需求在 2021 年集中释放，车企及汽车供应链未能及时调整以满足突增的需求。

今年的汽车 MCU 芯片就是典型的例子。尽管台积电已经大幅提升产出，但是依然无法满足部分车企的需求。不同的渠道商/车企/一级供应商在不同阶段不同程度的囤积该类芯片，也是加剧了“缺芯”问题。既有结构性需求导致的短缺，也有供需不匹配导致的短缺。

2021 年，各车企将更多有限的资源投入到新能源车型，以支撑新能源车型的成長，因此今年整体汽车销量下半年压力较大。整体来看，今年 1-10 月中国乘用车累计销量同比依然有 9% 的同比增长，处于复苏阶段。

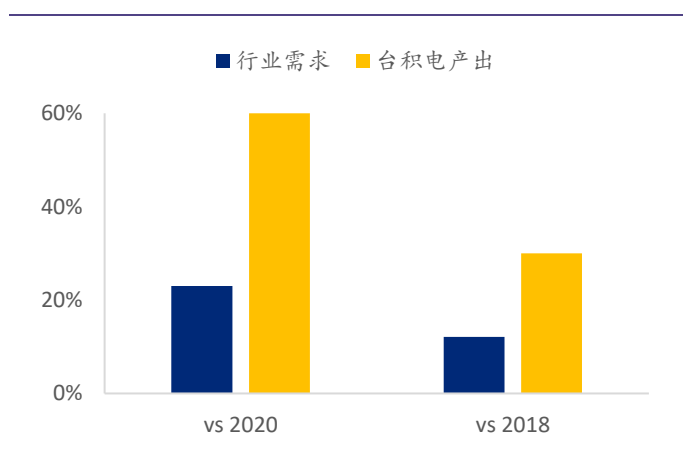
根据我们的渠道调研，上游芯片短缺的情况会在 2021 年四季度有环比改善，但是会延续到 2022 年上半年。至于是否会向明年下半年延续，还有待观察。我们会密切关注智能手机、汽车等行业的月度数据，若终端需求有较为明显的变化，都会影响“缺芯”持续的时间。

图表 23: 智能手机 SoC 芯片 3Q21 出货量

出货量 百万	3Q21	3Q20	同比	2Q21	环比
联发科	28.8	23.1	25%	26.4	9%
高通	28.8	21.8	32%	26.4	9%
苹果	9.4	8.1	15%	10.5	-10%
海思	5.8	24.8	-77%	7.5	-23%

资料来源：CINNO Research、浦银国际

图表 24: 2021 年 MCU 行业需求与台积电产出比较



资料来源：IC Insights、公司资料、浦银国际

## ● 中国汽车行业周期及估值

### 中国汽车行业复苏周期被拉长

根据中汽协的数据，中国乘用车月度销量同比增速在5月由正转负（图表25）。主要原因是疫情反复影响部分汽车半导体供应紧缺，因而波及整个汽车行业的交付。市场的能见度也大大降低。而本该持续增长的汽车行业库存，却在今年3月到7月加速下降，而8月、9月、10月库存同比分别下降38%、27%、36%，未能由负转正。

中国汽车行业库存持续下降，也一定程度延长了汽车周期行业复苏期的持续时间，迟迟未能迈入成长阶段。我们认为，在汽车行业产能从疫情影响中恢复后，中国乘用车月度销量同比增速会逐步翻正。

在汽车半导体供需不平衡的问题逐步得到解决后，中国汽车的库存同比也会止跌向上。当库存同比翻正时，中国汽车行业将会正式进入汽车周期的成长阶段。（汽车周期详情参见[新能源汽车首次覆盖报告](#)。）

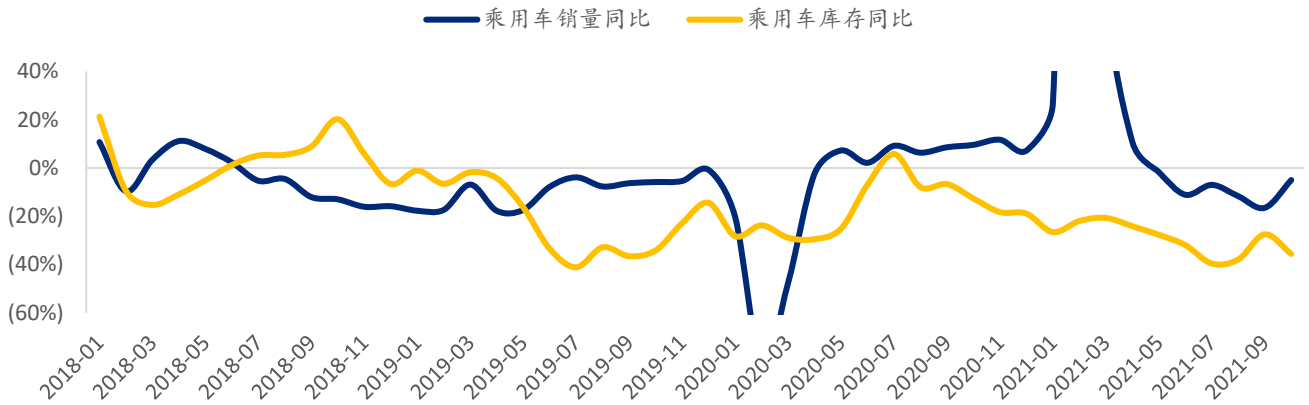
### 中国汽车行业估值中枢有望上移

中国汽车行业的市盈率和市销率都从今年5月9日的相对低点向上反弹。中国乘用车行业市销率甚至反弹至此前的高点。我们认为，主要原因在于中国汽车行业有望出现重新进入成长期的一个阶段，销量同比有望再次加速，受此带动，市场情绪会得到提振。而行业半导体产能供需平衡的时间点，对于当前汽车行业销量影响较为关键。

另外，由于中国新能源汽车销量渗透率持续超出市场预期，也推动了二级市场热情，从而推动估值上升。我们认为，中国的汽车行业估值中枢也有望因此上移。中国新能源汽车渗透率进入加速上升阶段，整个行业成长属性更强，可以弱化部分汽车周期的影响，因而，整体行业有估值向上的推动力。

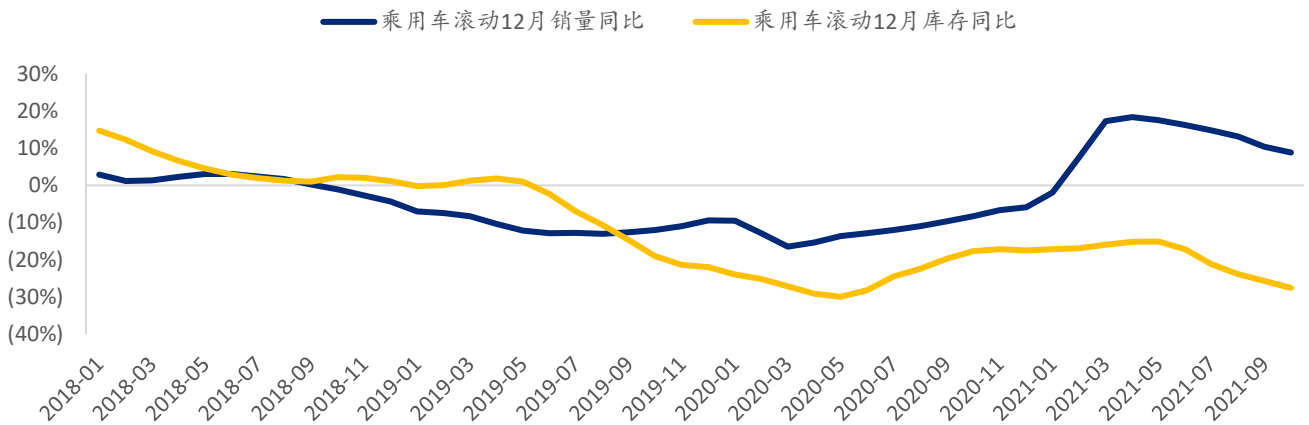
而且，对于造车新势力或者如比亚迪等新能源汽车占比非常高的车企，他们有较为充裕的资金、资源，会比较积极地投入研发，推动智能化发展。对于这些企业的估值，市场会更加看重车企新能源汽车的成长与智能化进程，这也是中国汽车行业估值提升的最要推动力，对于盈利的要求能力，未来几年则会保持相对较小。

图表 25：中国乘用车销量同比 vs 库存同比



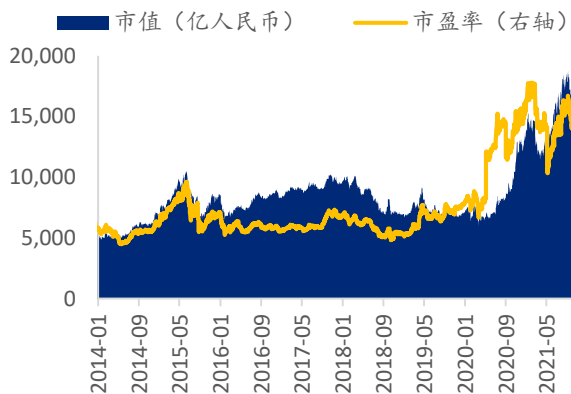
资料来源：中汽协、Wind、浦银国际

图表 26：中国乘用车滚动 12 月销量同比 vs 12 个月库存均值同比



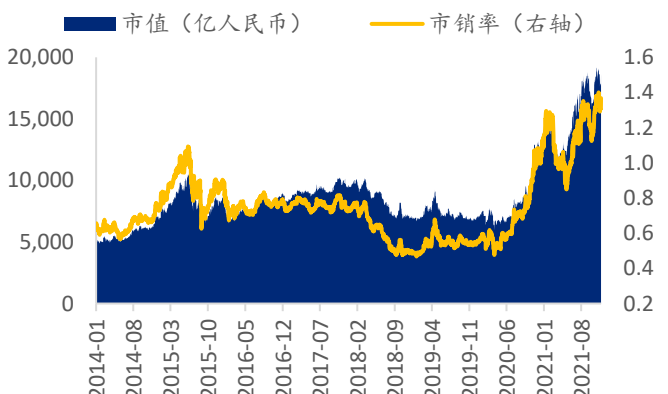
资料来源：中汽协、Wind、浦银国际

图表 27：中国汽车整车指数市盈率：当前 44.6x，较 2020 年末增长 4.0x



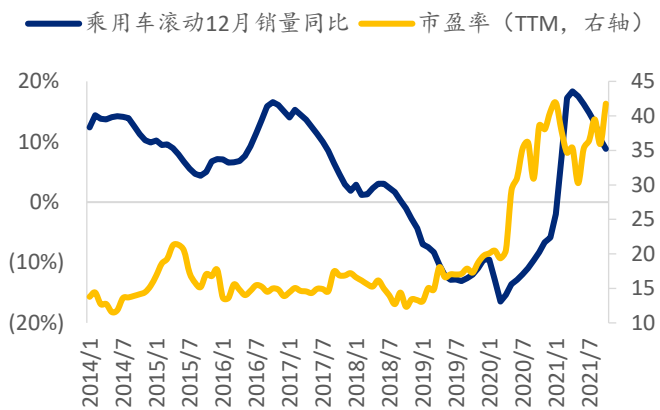
注：市盈率是过去 12 个月 (TTM) 动态市盈率  
资料来源：Wind、浦银国际

图表 28：中国汽车整车指数市销率：当前 1.4x，较 2020 年末增长 0.2x



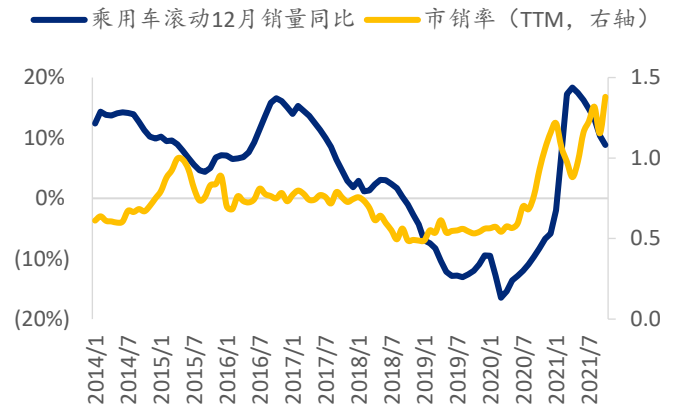
注：市销率是过去 12 个月 (TTM) 动态市销率  
资料来源：Wind、浦银国际

图表 29: 中国乘用车销量同比 vs 市盈率



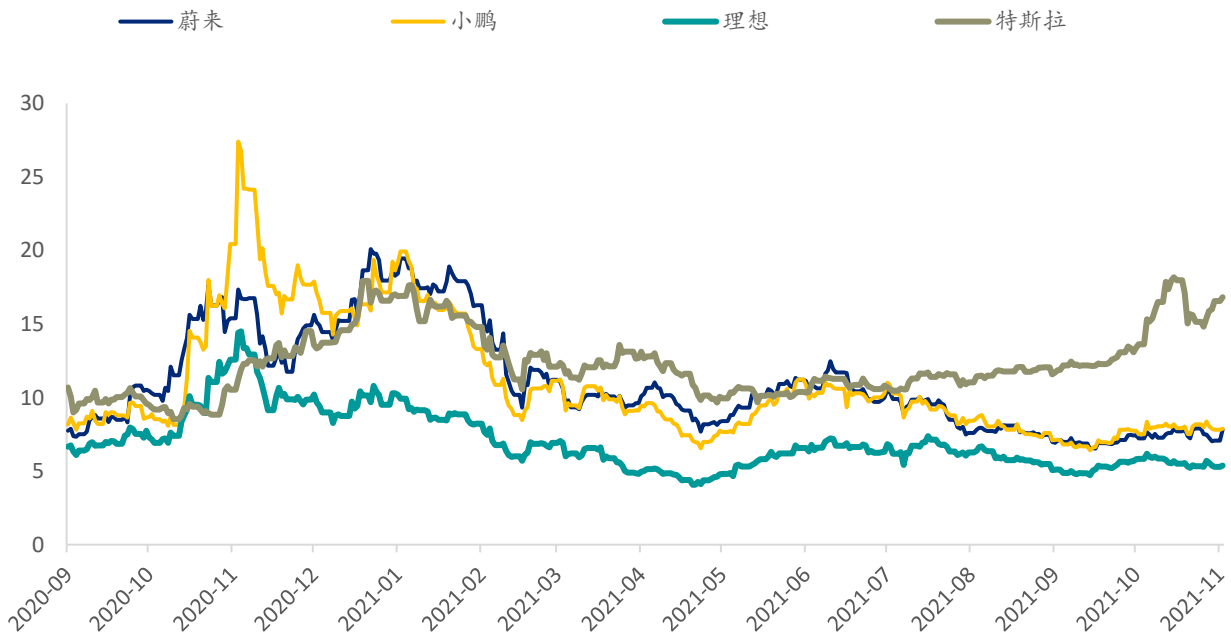
注: 市盈率是过去 12 个月 (TTM) 动态市盈率  
资料来源: Wind、浦银国际

图表 30: 中国乘用车销量同比 vs 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 31: 蔚来、小鹏 (美股)、理想汽车、特斯拉历史市销率比较



资料来源: Bloomberg、浦银国际

# 中国新能源车企高速成长，加速出海扩张

## ● 中国新能源汽车自主品牌份额较高

中国在新能源汽车行业发展处于全球靠前的位置。从 2015 年到 2020 年，中国新能源汽车销量一直都占据全球新能源汽车销量的 40% 以上。而中国的行业需求，也推动了本土新能源汽车品牌的发展。

我们认为，中国新能源汽车品牌的起点，比中国智能手机品牌更高。通过引入全球优秀的电子工业制造工厂，本土电子制造能力不断提升，而强大的电子制造能力又反哺了中国品牌。中国智能手机品牌的成长路径，是先打赢国内的基本盘，然后出口海外。目前，中国手机品牌依然在海外份额增长的道路上前进（详情参考[新能源汽车与智能手机行业深度比较报告](#)）。

与智能手机制造业引入苹果公司类似，中国的新能源汽车制造，也同样引入了海外发展最前沿的特斯拉。但是，与智能手机品牌成长有所不同，在新能源汽车爆发成长初期，中国新能源汽车品牌就已走完“从 0 到 1”的艰难起步阶段，因而可以更好地享受行业增长红利。

我们认为，这主要得益于以下几个方面：

- 与中国电子制造初期不同，中国目前已具备基础完善的传统汽车制造能力，有完整的供应链基础；
- 由于政府对新能源汽车行业的重视，我国行业起步时间较早，因而在电动汽车最重要零部件之一的电池，有世界级的中国供应商；
- 中国强大的电子制造能力，也为新能源汽车的智能化需求提供沃土，在制造资源、人才储备、技术能力等方面，都具有优势；
- 中国资本市场更加愿意为潜在的行业红利承担风险，推动了初创企业在新兴行业的成长。

据乘联会公布的数据，今年中国 1-10 月新能源汽车累计销量，比亚迪、特斯拉、五菱宏光排名前三，占据第一梯队份额，分别占中国新能源乘用车份额的 17.3%、14.6%、13.8%，分别同比增长 2.1、3.8、8.5 个百分点。蔚来、小鹏、理想三家中国头部造车新势力，则占据第二梯队，份额分别为 2.9%、2.8%、2.6%。中国造车新势力（包括蔚来、小鹏、理想、合众、零跑）合计份额达 11.6%，同比增长 2.9 个百分点。

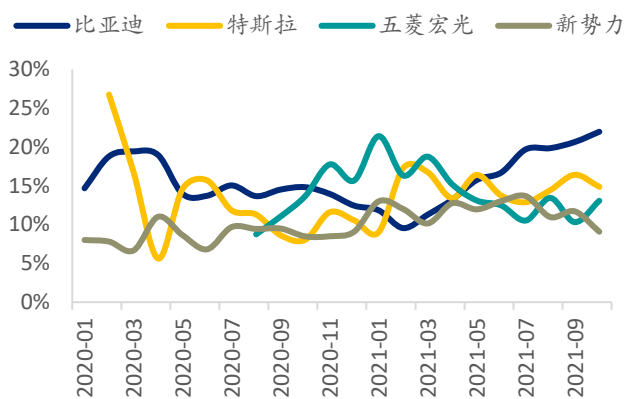


虽然海外龙头特斯拉在中国新能源汽车行业份额显著增长，但是五菱宏光、比亚迪和中国五大造车新势力的中国份额增长，都已超过了特斯拉。而其他传统外资车企在中国新能源汽车市场的发展则相对落后，份额有所下降。

中国新能源汽车起点更高，还由于不同与智能手机，中国新能源汽车不仅占据了低端份额，而且占据了高端份额。在今年1-10月高端SUV销量排行榜，造车新势力的理想ONE、蔚来ES6分别位列第五和第十，这是此前传统中国自主品牌特别难做到的。

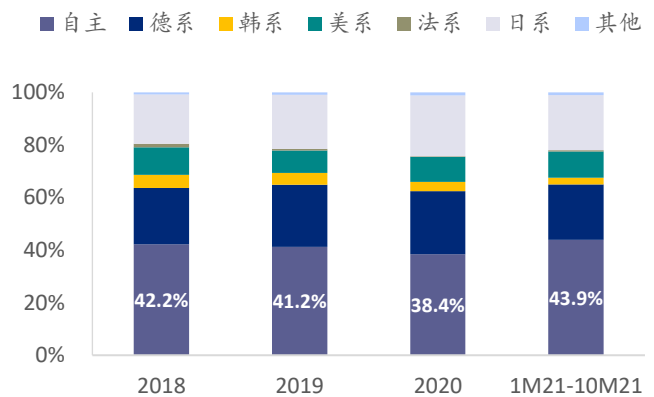
因此，我们对中国自主品牌在中国的发展表示乐观。中国新能源汽车市场的红利也会被更多中国品牌，如比亚迪、蔚来、小鹏、理想等新能源汽车企所分享。

图表 32: 中国新能源汽车销量份额



资料来源：乘联会、公开资料整理、浦银国际

图表 33: 中国乘用车自主品牌份额



资料来源：中汽协、浦银国际

图表 34: 2021 年中国智能汽车竞争力指数榜

特斯拉 Model S	82.7
红旗 E-HS9	80.9
蔚来 ES6	80.3
比亚迪汉 EV	79.3
小鹏 P7	78.8
极狐阿尔法 S	77
理想 ONE	74.4
岚图 Free	73.8
威马 W6	73.5

资料来源：中经智报库、浦银国际

图表 35: 中国 2021 年 1-10 月新能源乘用车销量排行榜

车型	2021年1-10月销量 (辆)	2020年1-10月销量 (辆)	同比	厂商指导价 (万元)
宏光MINI	304,495	44,276	588%	2.88-4.86
特斯拉 (Model 3)	112,173	92,051	22%	25.17-33.99
特斯拉 (Model Y)	106,236	-	-	29.18-38.79
比亚迪秦PLUS DM-i	75,634	-	-	10.58-14.58
比亚迪汉EV	66,763	12,284	444%	20.98-27.95
理想ONE	62,919	21,852	188%	33.80
奔奔EV	59,537	6,850	769%	2.98-7.48
埃安 (Aion S)	58,162	35,145	66%	13.96-20.58
奇瑞eQ	57,555	24,719	133%	16.99-17.19
欧拉黑猫	51,166	27,301	87%	6.98-8.48
比亚迪宋DM	46,181	1,118	4031%	17.69-24.59
小鹏P7	45,271	8,892	409%	21.99-40.99
科莱威CLEVER	38,388	8,991	327%	4.50
比亚迪秦PLUS EV	38,148	-	-	12.78-17.48
哪吒EV	37,339	-	-	5.99-12.08

资料来源：乘联会、浦银国际

## ● 中国新能源车企加速出海，有望推动中国汽车行业成长

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

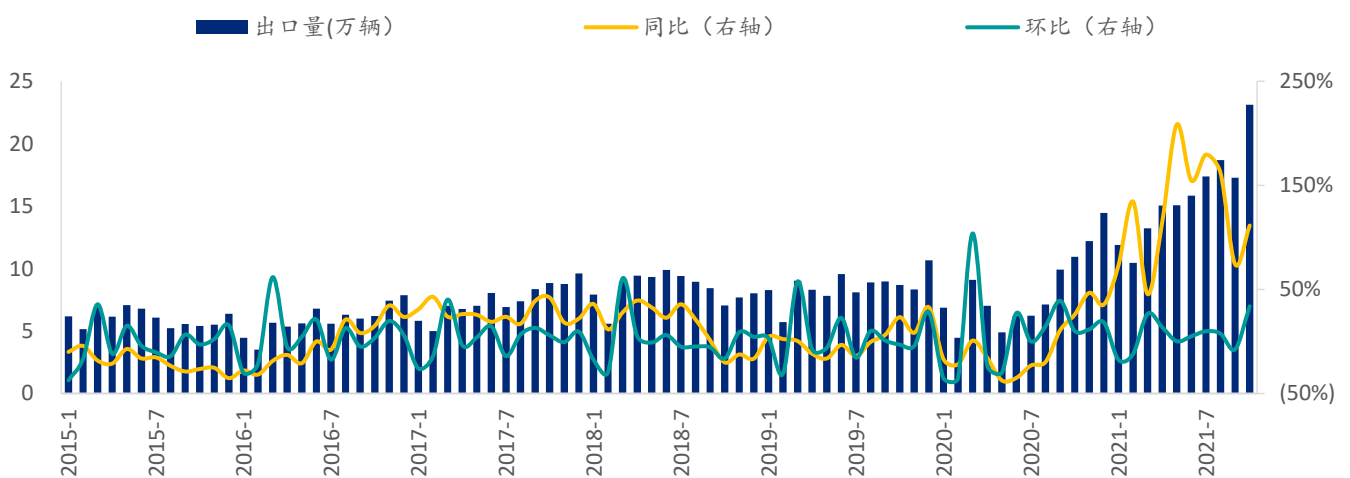
2019年和2020年，中国汽车出口量维持相对稳定，同比增长2%和-3%。然而，伴随着中国新能源汽车销量渗透率加速上升，中国汽车出口量也快速增长。今年1-10月中国汽车出口量达到158.0万辆，同比增长117%，与今年中国1-10月新能源汽车销量增速的174%接近。

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

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

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

图表 36：中国汽车出口量



资料来源：中汽协、Wind、浦银国际

图表 37：中国车企出口计划

股票代码	自主品牌	出口现状及战略
NIO.US	蔚来	2021年9月，首批ES8在挪威上正式交付。于10月1日，位于挪威奥斯陆的蔚来中心正式开业。蔚来表示，试驾过ES8的挪威用户中超过四分之一都会下单，比例远高于中国；ET7将于2022年正式进入挪威市场；2022年，将在挪威5座城市建设16座换电站。
9868.HK/ XPEV.US	小鹏汽车	2020年12月，首批G3（100辆）在挪威正式交付。该批出口挪威的100辆G3已向挪威28个城镇的用户完成交付；2021年2月，第二批G3（209辆）发往挪威；2021年8月，首批P7发往挪威。
LI.US	理想汽车	2021年8月，据媒体报道，理想汽车正考虑在欧洲建立生产基地，并计划在2022年推出全尺寸SUV。
1211.HK/ 002594.CH	比亚迪股份/ 比亚迪	2021年5月，比亚迪汽车宣布与挪威经销商RSA合作，推出搭载磷酸铁锂刀片电池的唐EV车型，作为开拓欧洲乘用车市场的首个试点。

资料来源：公开资料整理、浦银国际

## ● 中国新能源车企都可受益于中国新能源汽车行业增长红利

首先，从5年的时间维度看，新能源汽车行业依然在非常初期的阶段，行业增速高，并且市场空间大。所以，对于这个行业的企业而言，尤其对于新能源汽车布局较快的企业，有两个重要的判断。第一，新能源汽车行业可以容纳较多玩家，共同分享行业红利。第二，行业的高速增长给与企业一定的容错率，即使犯一些小错误，也有纠正的机会。所以，我们认为蔚来、小鹏、理想、比亚迪、特斯拉的基本面成长的确定性都比较高。

其次，由于这几家新能源车企业手头资金都比较充裕，都自愿进行海外布局与自动驾驶投入。在新能源汽车发展上，这几家企业都有希望领先其他家企业，包括规模更小的新势力，或者转型新能源速度相对慢一些的传统企业。

综上，从五年的时间维度看，单个企业短期的运营波动或者估值折价，反而更好的进入机会。从目前的情况下，我们认为短期内，蔚来、理想的股价弹性空间更大。

对于蔚来，短期内的工厂产线的切换确实影响到了单月的交付量，但是蔚来的渠道建设、新车型的推出，以及多品牌和海外布局，都在按照计划稳步推进中。因而，我们看好蔚来月度交付量的迅速恢复。

市场对于理想的估值分歧相对较大，主要因为相比蔚来、小鹏，理想推出纯电车型的时间会比较晚。但是，我们认为理想在新势力的地位依然稳定。

第一，理想的增程式的爆款能力确保了理想的份额。第二，增程式反而助推自动驾驶可以触及更加远距离的使用，促进数据训练。第三，理想加快了纯电车型的推出。因而，我们认为理想中期的估值弹性更大。

图表 38：新能源车企覆盖偏好性顺序

公司	蔚来	理想汽车	比亚迪	小鹏汽车	小鹏汽车-W	比亚迪股份	特斯拉
代码	NIO.US	LI.US	002594.CH	XPEV.US	9868.HK	1211.HK	TSLA.US
评级	买入	买入	买入	买入	买入	买入	卖出
目标价 (交易货币)	53.9	35.4	320.3	48.3	187.6	307.7	638.3
股价 (交易货币)	41.5	31.2	311.0	47.4	185.2	317.0	1,156.9
潜在下降空间	30%	13%	3%	2%	1%	(3%)	(45%)
目标估值(市销率)							
新能源汽车销售	6.0	5.5	5.5	6.0	6.0	5.5	6.0
公司整体	8.6	6.2	5.4	8.9	8.9	5.4	8.9
投资要点	我们看好蔚来在换电体系的持续深耕以及高端电动车领域的品牌力。短期内，工厂产线调整导致的出货量下降，提供较好进入机会。	我们看好理想借助增程式爆款的能力取得新能源汽车行业份额提升。相较于其他新势力，估值有提升空间。	比亚迪为国内新能源汽车龙头，公司较快的转型新能源让比亚迪在市场的份额快速增加。	小鹏汽车加速在电动不同价格领域车型的布局。长期布局自动驾驶、飞行器等科技长线方向。	小鹏汽车加速在电动不同价格领域车型的布局。长期布局自动驾驶、飞行器等科技长线方向。	比亚迪为国内新能源汽车龙头，公司较快的转型新能源让比亚迪在市场的份额快速增加。	全球智能电动车龙头，具备软硬件一体化与全球化能力。但是，估值较中国造车新势力背离较大，估值下行风险较高。

资料来源：收盘价截至 2021 年 11 月 22 日、浦银国际

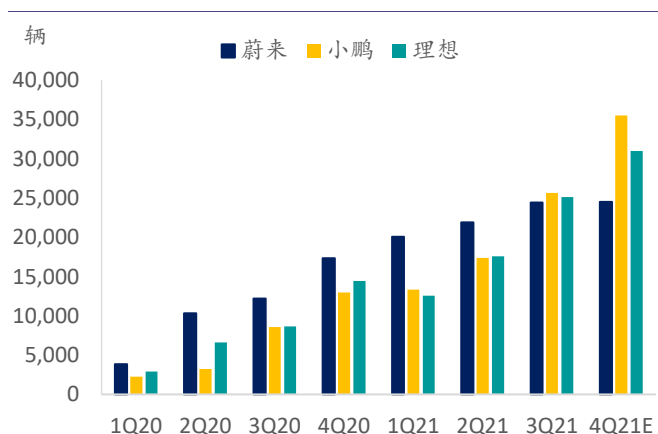
## “电动三宝”——蔚来、小鹏、理想横向比较

我们认为，从未来五年的时间维度看，蔚来、小鹏、理想都可以充分享受新能源汽车行业的高增速。从收入增速的维度看，三者差异度比较小。因而建议投资人可以三家打包配置，作为新能源汽车的行业配置。

首先，由于新能源汽车行业增速快，行业规模大，可以容纳玩家多。因此，我们认为蔚来、小鹏、理想都有享受行业红利的基本条件。

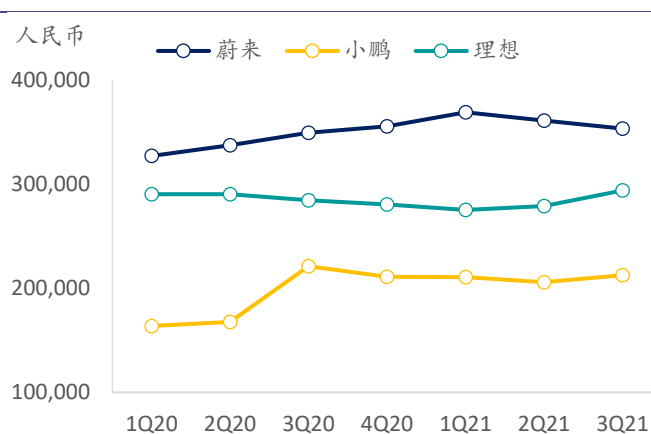
其次，由于蔚来、小鹏、理想都充裕的资金和强大的融资能力，可以为车企在研发、渠道、营销的投入做好铺垫，助力新能源汽车销量成长。

图表 39: 汽车销量



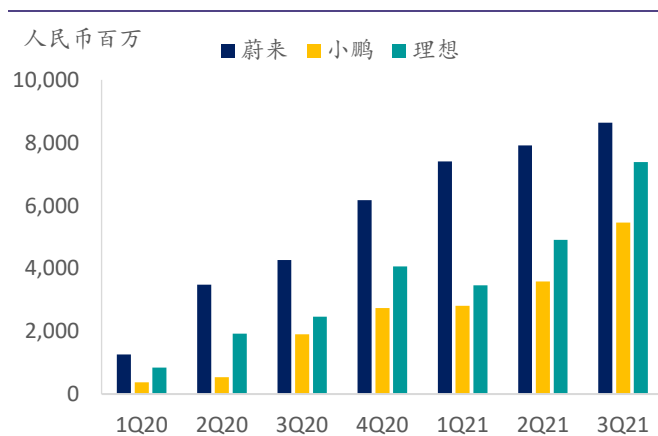
注：4Q21E=公司4Q21交付量指引中位数  
资料来源：公司公告、浦银国际

图表 40: 汽车均价



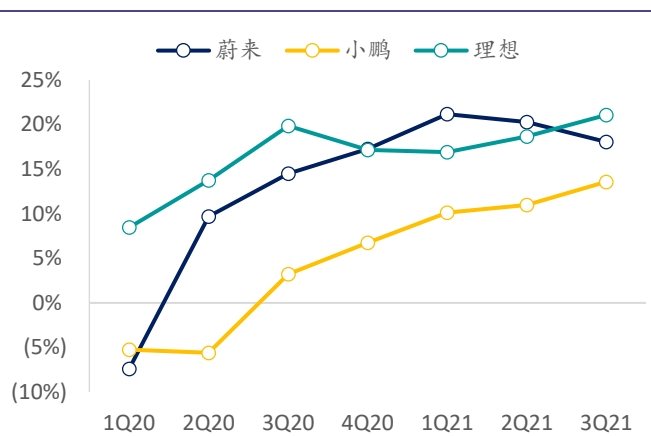
资料来源：公司公告、浦银国际

图表 41: 汽车销售收入



资料来源：公司公告、浦银国际

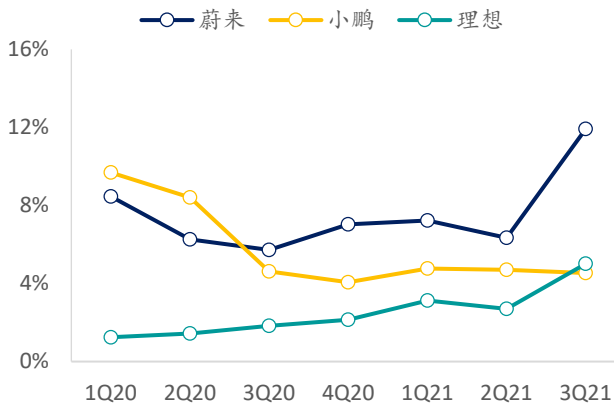
图表 42: 汽车板块毛利率



资料来源：公司公告、浦银国际

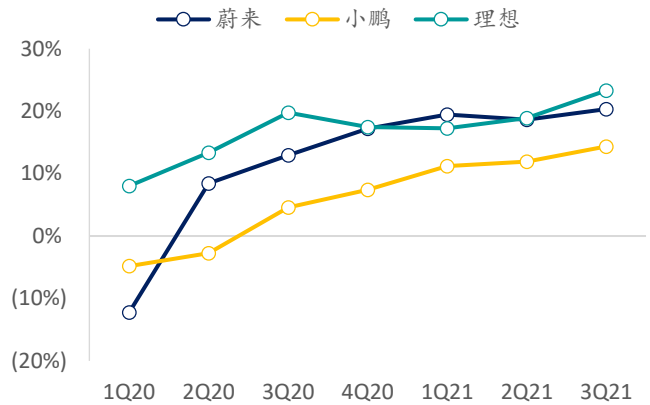


图表 43: 软件服务与其他收入占比



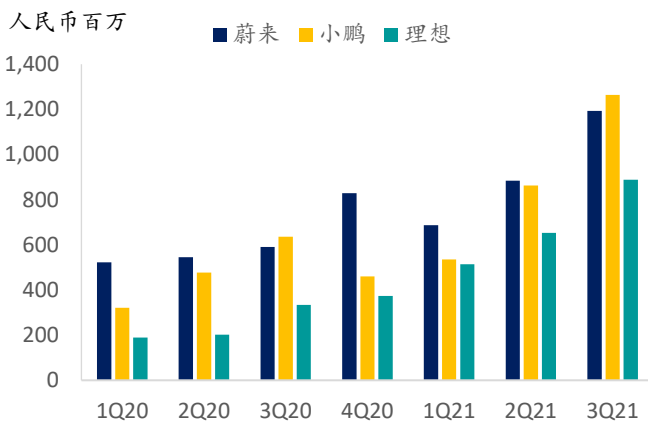
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 44: 公司综合毛利率



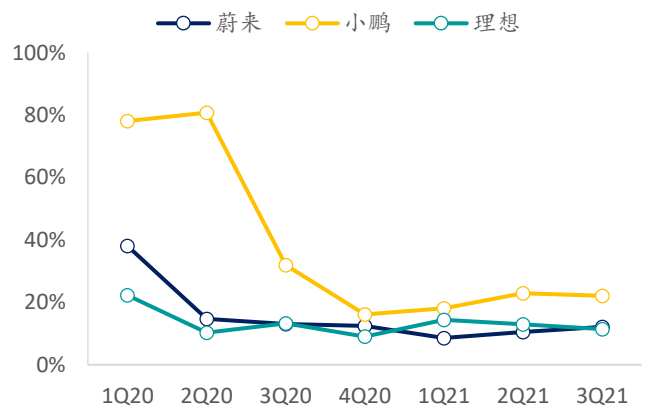
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 45: 研发费用



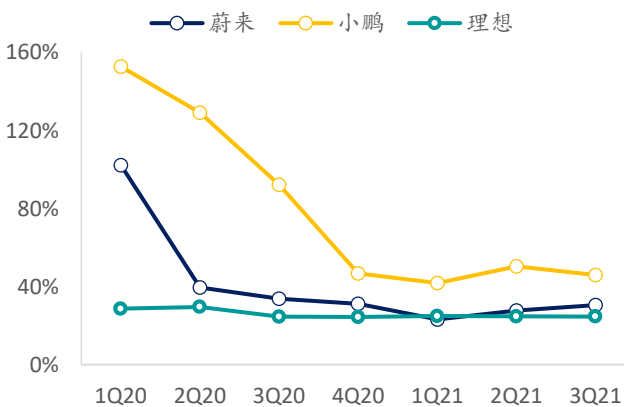
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 46: 研发费用率



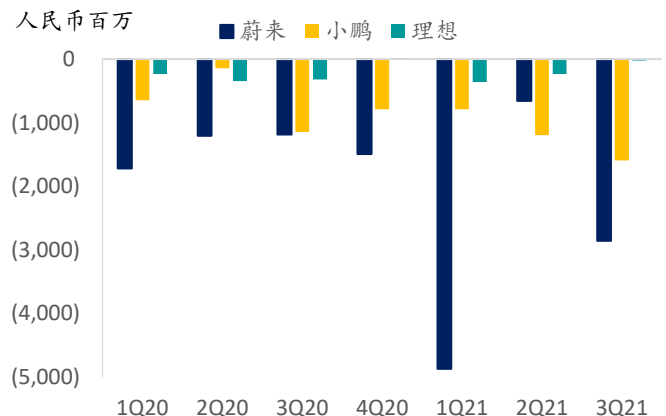
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 47: 营业费用率



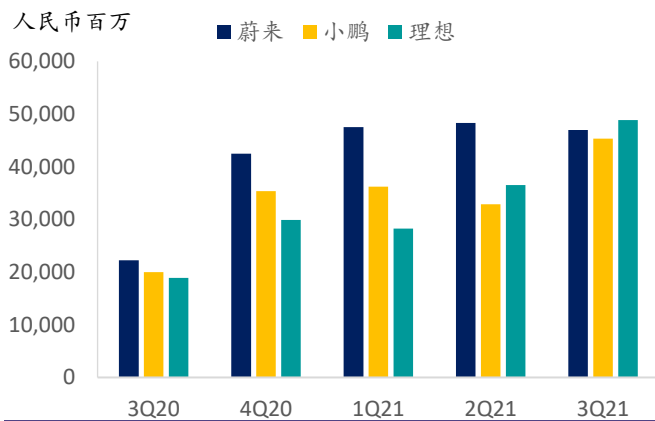
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 48: 净利润



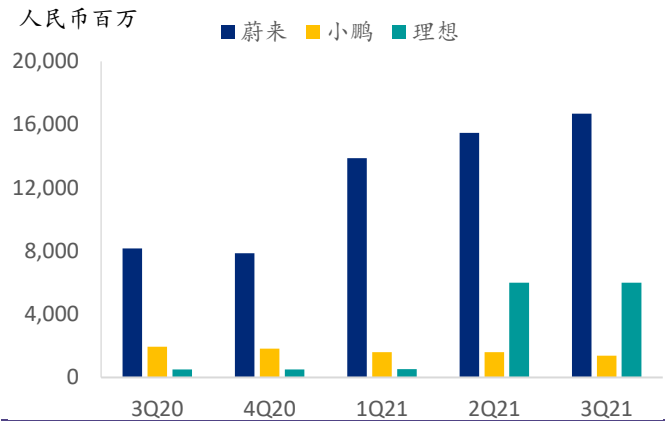
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 49: 现金及现金等价物



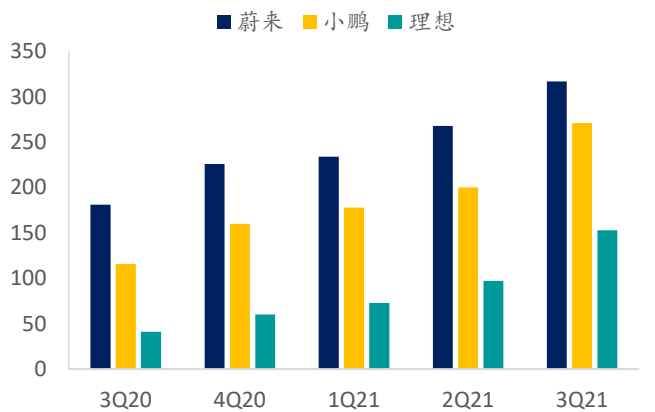
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 50: 短期与长期借款



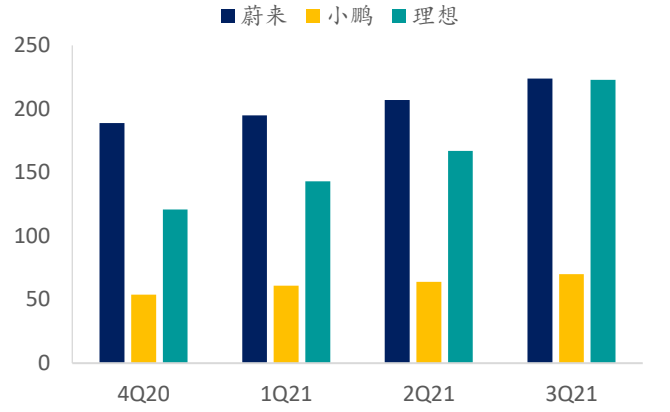
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 51: 零售门店数量



资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 52: 服务门店数量



注: 小鹏 3Q21 为浦银国际预测数据; 小鹏服务门店数量不包含授权店。  
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 53: 蔚来、小鹏、理想估值比较



资料来源: Bloomberg、浦银国际

## ● 新能源车企估值

新能源车企的估值在 2020 年的下半年快速上扬，主要受到汽车行业整体需求复苏以及新能源需求爆发增长的影响，并在 2020 年年底和 2021 年年初达到峰值。这也是我们在 2020 年年报，首次覆盖新能源汽车行业时，观点相对负面的原因。

在 2021 年上半年，这几家新能源汽车龙头进入估值修复通道。部分新势力的估值都向下调整至上市以来均值以下，因此我们在 2021 年上调蔚来、小鹏、理想的评级至“买入”。

2021 年下半年，比亚迪与特斯拉估值再次掉头向上，部分原因来自于中国地区中国新能源销量渗透率超市场预期。我们认为比亚迪的新能源汽车出货量持续有超预期空间，因而上调评级至“买入”。但是，对于特斯拉而言，我们认为其基本趋势与“蔚小理”三家类似，受益于行业需求增加和产能瓶颈，因而估值无法长期保持相向而行，因而维持特斯拉的“卖出”评级。

造车新势力目前市销率估值区间为 5x-17x 之间。我们认为，5x-6x 新能源汽车目标市销率合理。这个估值范围位于 2020 年 7-8 月时新能源汽车行业复苏初期阶段的估值，略高于蔚来、特斯拉上市以来 5x 出头估值，但是明显低于蔚来、小鹏、理想、特斯拉 2020 年 7 月之后 7x-12x 的市销率均值。

图表 54: 蔚来市销率:当前 7.8x vs 历史均值 5.7x vs 历史均值以上 1 个标准差 10.5x



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 55: 小鹏汽车美股市销率:当前 7.9x vs 历史均值 11.0x vs 历史均值以上 1 个标准差 15.1x



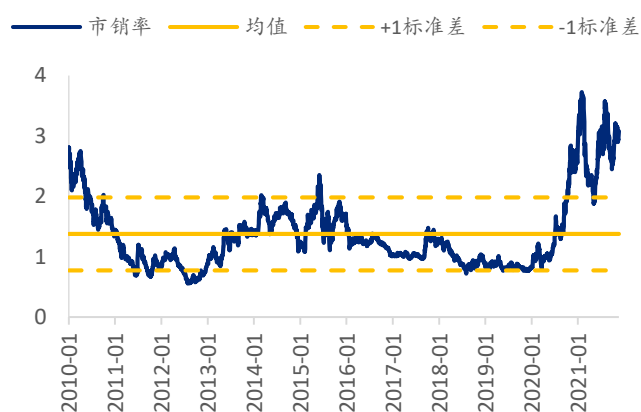
资料来源: Bloomberg、浦银国际

**图表 56: 理想汽车市销率: 当前 5.4x vs 历史均值 7.0x vs 历史均值以上 1 个标准差 8.9x**



资料来源: Bloomberg、浦银国际

**图表 58: 比亚迪港股市销率: 当前 3.0x vs 历史均值 1.4x vs 历史均值以上 1 个标准差 2.0x**



资料来源: Bloomberg、浦银国际

**图表 57: 特斯拉市销率: 当前 16.8x vs 历史均值 5.5x vs 历史均值以上 1 个标准差 9.4x**



资料来源: Bloomberg、浦银国际

**图表 59: 比亚迪 A 股市销率: 当前 2.9x vs 历史均值 1.3x vs 历史均值以上 1 个标准差 2.0x**



资料来源: Bloomberg、浦银国际

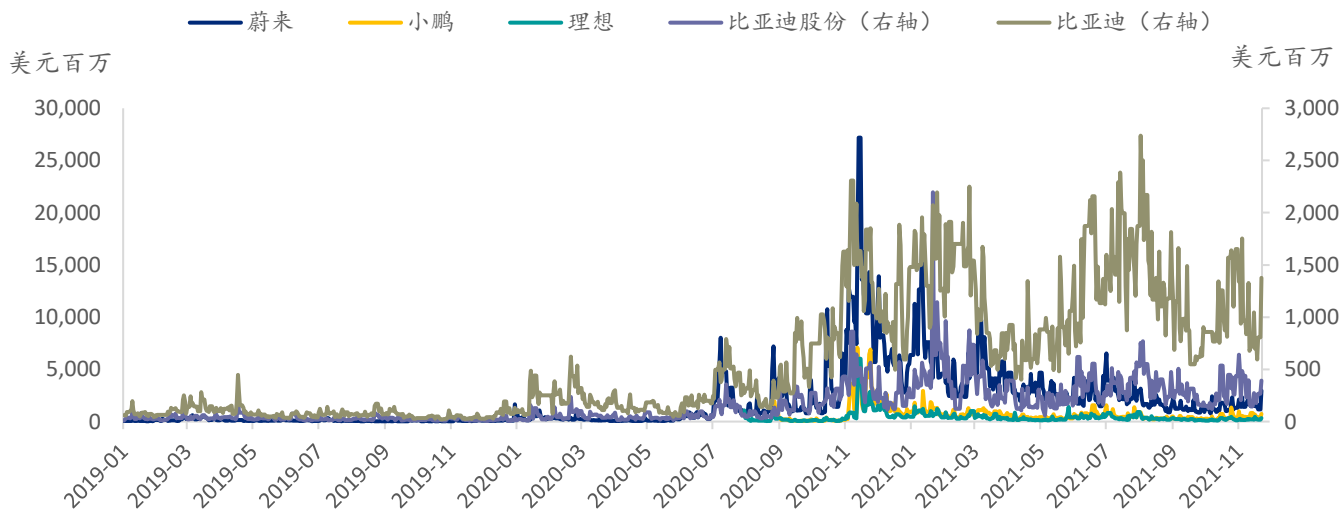
## ● 新能源车企股价及成交量

图表 60: 新能源车企股价走势



资料来源: Bloomberg (截至 2021 年 11 月 22 日收盘价, 以 2020 年 8 月 27 日收盘价作为基数 100% 计算股价变动)、浦银国际

图表 61: 股票交易额比较



资料来源: Bloomberg (截至 2021 年 11 月 22 日收盘)、浦银国际



## ● 新能源汽车行业可比公司估值

图表 62: 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/E (市盈率)			P/S (市销率)		
					2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
<b>新能源汽车</b>													
NIO US Equity	蔚来	71,574	41.49	(15%)	7%	(78%)	(309%)	N/A	N/A	138.2	12.4	7.3	4.7
XPEV US Equity	小鹏	40,554	47.39	11%	25%	(27%)	(75%)	N/A	N/A	N/A	14.0	7.2	4.5
LI US Equity	理想	32,215	31.19	8%	(27%)	(133%)	734%	N/A	1,096.0	131.4	9.0	5.4	3.4
TESLA US Equity	特斯拉	1,161,804	1,156.87	64%	162%	40%	34%	178.4	127.1	95.1	22.4	16.0	12.8
1211 HK Equity	比亚迪 (H)	133,002	317.00	56%	(2%)	64%	46%	153.7	94.0	64.1	3.8	2.9	2.3
002594 CH Equity	比亚迪 (A)	133,002	311.00	60%	(2%)	76%	45%	185.3	105.6	72.7	3.8	2.7	2.2
<b>平均</b>								<b>172.5</b>	<b>355.7</b>	<b>100.3</b>	<b>10.9</b>	<b>6.9</b>	<b>5.0</b>
<b>豪华汽车</b>													
DAI GR Equity	戴姆勒	109,289	90.82	57%	231%	2%	3%	6.9	6.8	6.6	0.5	0.5	0.5
BMW GR Equity	宝马	68,781	94.28	31%	183%	(13%)	5%	5.3	6.1	5.8	0.5	0.5	0.4
RACE US Equity	法拉利	50,697	275.30	20%	52%	12%	17%	53.9	48.1	41.1	10.1	9.2	8.3
<b>平均</b>								<b>22.0</b>	<b>20.3</b>	<b>17.8</b>	<b>3.7</b>	<b>3.4</b>	<b>3.1</b>
<b>海外品牌汽车</b>													
7203 JP Equity	丰田	299,077	2,105.00	31%	(5%)	37%	14%	14.3	10.5	9.2	1.2	1.0	1.0
VOW GR Equity	大众	133,315	276.40	62%	86%	14%	7%	9.4	8.2	7.7	0.4	0.4	0.4
GM US Equity	通用	93,006	64.06	54%	46%	3%	4%	9.1	8.9	8.6	0.7	0.6	0.5
7267 JP Equity	本田	51,931	3,292.00	14%	(8%)	35%	19%	11.4	8.4	7.1	0.4	0.4	0.3
005380 KS Equity	现代	39,250	218,500.00	14%	238%	13%	7%	8.5	7.5	7.1	0.4	0.3	0.3
F US Equity	福特	81,843	20.48	133%	(9460%)	3%	25%	10.6	10.2	8.2	0.6	0.5	0.5
<b>平均</b>								<b>10.6</b>	<b>9.0</b>	<b>8.0</b>	<b>0.6</b>	<b>0.5</b>	<b>0.5</b>
<b>国产品牌汽车</b>													
600104 CH Equity	上汽	38,206	20.88	(15%)	17%	14%	12%	9.1	8.0	7.1	0.3	0.3	0.2
2333 HK Equity	长城	76,185	36.70	38%	53%	49%	26%	33.0	22.1	17.6	3.4	2.5	2.1
200625 CH Equity	长安汽车	19,187	5.00	(12%)	(19%)	23%	20%	6.5	5.3	4.4	1.1	1.0	0.9
2238 HK Equity	广汽集团	22,448	8.19	(5%)	8%	31%	18%	9.3	7.1	6.0	1.9	1.6	1.4
<b>平均</b>								<b>14.5</b>	<b>10.6</b>	<b>8.8</b>	<b>1.7</b>	<b>1.3</b>	<b>1.2</b>
<b>动力电池</b>													
300750 CH Equity	宁德时代	248,592	681.00	94%	117%	73%	44%	135.2	78.3	54.5	14.5	8.8	6.0
051910 KS Equity	LG化学	45,401	765,000.00	(7%)	179%	(17%)	17%	13.7	16.6	14.2	1.1	1.0	0.8
6752 JP Equity	松下	29,501	1,380.50	16%	(19%)	56%	8%	19.4	12.4	11.5	0.5	0.4	0.4
002074 CH Equity	国轩高科	12,596	62.81	61%	27%	107%	51%	248.8	120.4	79.9	9.3	6.9	4.9
<b>平均</b>								<b>104.3</b>	<b>56.9</b>	<b>40.0</b>	<b>6.4</b>	<b>4.3</b>	<b>3.1</b>
<b>软件公司</b>													
688111 CH Equity	金山办公	19,405	268.78	(35%)	37%	35%	37%	105.0	77.8	56.9	36.8	27.1	20.1
268 HK Equity	金蝶	11,432	25.65	(19%)	96%	(52%)	(150%)	N/A	N/A	834.1	15.7	12.6	9.8
600588 CH Equity	用友	16,452	32.12	(27%)	22%	21%	36%	103.7	85.7	63.0	10.9	8.5	6.7
MSFT US Equity	微软	2,551,437	339.83	53%	37%	20%	12%	42.4	35.3	31.6	15.2	12.8	11.3
ORCL US Equity	甲骨文	258,634	94.61	46%	17%	5%	9%	20.7	19.6	18.0	6.3	6.0	5.8
SAP US Equity	SAP	167,027	135.96	4%	31%	(18%)	6%	17.7	21.5	20.3	5.2	5.0	4.6
<b>平均</b>								<b>57.9</b>	<b>48.0</b>	<b>170.6</b>	<b>15.0</b>	<b>12.0</b>	<b>9.7</b>
<b>功率半导体</b>													
603290 CH Equity	斯达半导	12,718	476.00	98%	86%	46%	40%	207.7	142.3	101.5	48.7	33.0	24.2
600745 CH Equity	闻泰科技	23,399	120.00	21%	17%	51%	33%	45.5	30.2	22.7	2.6	1.9	1.5
688396 CH Equity	华润微电子	14,462	69.95	12%	112%	11%	16%	43.0	38.8	33.5	10.0	8.5	7.4
IFX GR Equity	英飞凌	62,854	42.79	36%	83%	39%	12%	34.6	24.8	22.2	4.7	4.1	3.7
ON US Equity	安森美	26,587	61.71	89%	253%	16%	6%	21.6	18.6	17.5	4.1	3.8	3.5
<b>平均</b>								<b>70.5</b>	<b>50.9</b>	<b>39.5</b>	<b>14.0</b>	<b>10.2</b>	<b>8.1</b>
<b>海外科技公司</b>													
AAPL US Equity	苹果	2,641,758	161.02	21%	72%	2%	8%	28.1	27.7	25.7	7.2	6.9	6.5
AMZN US Equity	亚马逊	1,811,820	3,572.57	10%	20%	19%	41%	60.3	50.5	35.8	3.8	3.3	2.8
FB US Equity	Facebook	948,608	341.01	25%	45%	2%	16%	22.0	21.5	18.5	8.0	6.7	5.7
NFLX US Equity	奈飞	291,994	659.20	22%	67%	17%	26%	59.3	50.7	40.2	9.9	8.6	7.5
GOOG US Equity	谷歌	1,947,486	2,941.57	68%	103%	8%	16%	24.6	22.8	19.7	9.2	7.9	6.8
<b>平均</b>								<b>38.8</b>	<b>34.6</b>	<b>28.0</b>	<b>7.6</b>	<b>6.7</b>	<b>5.9</b>
<b>中国科技互联网公司</b>													
9988 HK Equity	阿里巴巴	381,764	137.10	(41%)	32%	(22%)	13%	12.9	16.6	14.7	3.2	2.6	2.2
700 HK Equity	腾讯	609,090	494.40	(12%)	5%	15%	22%	27.8	24.2	19.8	6.3	5.4	4.6
3690 HK Equity	美团	215,826	274.00	(7%)	(472%)	(96%)	(2936%)	N/A	N/A	77.0	6.6	4.8	3.7
1810 HK Equity	小米	67,041	20.90	(37%)	65%	15%	18%	18.2	15.8	13.4	1.2	1.0	0.8
002230 CH Equity	科大讯飞	20,854	57.88	42%	38%	34%	31%	70.5	52.4	39.9	7.0	5.4	4.2
<b>平均</b>								<b>32.4</b>	<b>27.2</b>	<b>33.0</b>	<b>4.9</b>	<b>3.8</b>	<b>3.1</b>

注: E = Bloomberg 一致预测, 股价截至 2021 年 11 月 22 日

资料来源: Bloomberg, 公司公告, 浦银国际

图表 63: SPDBI 科技行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (交易货币)	评级	目标价 (交易货币)	评级及目标价 发布日期	行业
1810 HK Equity	小米集团-W	20.9	买入	29.0	2021/8/31	手机品牌
688036 CH Equity	传音控股	172.9	买入	179.1	2021/8/31	手机品牌
285 HK Equity	比亚迪电子	30.2	买入	37.8	2021/8/31	结构件、组装
600745 CH Equity	闻泰科技	120.0	持有	119.8	2021/8/31	ODM、功率半导体
NIO US Equity	蔚来	41.5	买入	53.9	2021/6/25	新能源汽车
XPEV US Equity	小鹏汽车	47.4	买入	48.3	2021/7/15	新能源汽车
9868 HK Equity	小鹏汽车-W	185.2	买入	187.6	2021/7/15	新能源汽车
LI US Equity	理想汽车	31.2	买入	35.4	2021/6/25	新能源汽车
TSLA US Equity	特斯拉(TESLA)	1,156.9	卖出	638.3	2021/9/6	新能源汽车
1211 HK Equity	比亚迪股份	317.0	买入	307.7	2021/9/6	新能源汽车
002594 CH Equity	比亚迪	311.0	买入	320.3	2021/9/6	新能源汽车
2382 HK Equity	舜宇光学科技	234.4	买入	253.8	2021/8/31	手机光学、车载光学
1478 HK Equity	丘钛科技	11.8	买入	15.9	2021/8/31	手机光学
603501 CH Equity	韦尔股份	279.9	买入	305.9	2021/8/31	手机 CIS、车载 CIS

注: 截至 11 月 22 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附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

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

### 美国

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

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

### 英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和人士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人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

## 评级定义

### 证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

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

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

### 浦银国际证券机构销售团队

王奕旻

stephy\_wang@spdbi.com

852-2808 6467

### 浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah\_hua@spdbi.com

852-2808 6474

陈岑

angel\_chen@spdbi.com

852-2808 6475

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

