



新能源汽车行业投资手册系列报告（五）： 上游材料涨价对终端需求影响可控，略微 上调中国新能源乘用车销量预测（含蔚来、 小鹏、理想 4Q21 业绩回顾）

我们重申蔚来、小鹏、理想的“买入”评级。下调蔚来 2022/2023 年营收 17%/16%，下调蔚来美股（NIO.US）目标价至 26.4 美元，潜在升幅 24.7%；首次覆盖蔚来港股（9866.HK），目标价 207.0 港元，潜在升幅 32.9%。上调小鹏 2022/2023 年营收 30%/16%，下调小鹏美股（XPEV.US）目标价至 37.4 美元，潜在升幅 37.7%；下调小鹏港股（9868.HK）目标价至 146.2 港元，潜在升幅 40.9%。维持理想 2022/2023 年的营收预测，维持理想美股（LI.US）目标价 37.7 美元，潜在升幅 42.5%；维持理想港股（2015.HK）目标 150.4 港元，潜在升幅 45.8%。

维持并重申造车新势力的“买入”评级：我们对中国造车新势力依然保有较高乐观度。蔚来、小鹏、理想都将充分受益于中国及海外新能源汽车行业的高速成长。随着三家新势力在新车型、销售网点、充换电设施的拓展和扩张，各自汽车需求都将呈现高于行业成长的态势。同时，三家新势力都加紧扩张工厂产能，力求尽快减轻潜在的产业链瓶颈带来的生产压力，以缓解供不应求的局面。我们预计蔚来、小鹏、理想 2022 年汽车销量将分别同比增长 60%、79%、78%。目前，蔚来、小鹏、理想的市销率估值分别为 3.1x、3.1x、2.9x，较今年年初以及 2020 年 7 月以来的均值都有大幅回调，具有吸引力。建议投资及时布局。

略微上调中国新能源汽车销量和渗透率预测：我们略微上调 2022 年和 2023 年中国新能源乘用车销量至 511 万辆和 657 万辆，同比增长 53%和 29%，隐含新能源乘用车渗透率为 22.7%和 30.1%。我们维持 [2022 年展望报告](#) 中的观点，即中国新能源汽车渗透率曲线目前处于“S”型曲线的加速上扬阶段。中国新能源汽车行业在需求端、供应端、政策端都得到较好的支撑。我们认为这也为蔚来、小鹏、理想实现汽车销量目标提供强大的支持。

虽然车企传递上游材料涨价压力，调升汽车售价，但是这对新能源汽车行业需求影响有限：年初至今，新能源汽车零售价格的上调是行业普遍行为，主要是缓解上游原料价格的快速上涨。但是，从行业需求看，价格不是影响消费者选择新能源汽车的唯一原因。更低的使用成本以及智能化的体验都是新能源汽车的重要优势。所以，我们认为调价会造成车企短期的订单波动，但是不改中长期的需求增长。而且，蔚来、小鹏、理想的车型大都在 20 万人民币以上的价格区间，目标用户的价格敏感度更低，因而受到调价的影响更小。

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。中国新能源汽车需求拐点延后，渗透率未能如期爬升。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。车企大幅扩张，拖累利润改善，未来盈利的难度增加。

沈岱

科技分析师

tony_shen@spdbi.com

(852) 2808 6435

童钰枫

助理分析师

carrie_tong@spdbi.com

(852) 2808 6447

2022 年 3 月 30 日

蔚来（9866.HK）

目标价（港元）

潜在升幅/降幅

目前股价（港元）

买入

207.0

32.9%

155.8

蔚来（NIO.US）

目标价（美元）

潜在升幅/降幅

目前股价（美元）

买入

26.4

24.7%

21.2

小鹏汽车-W（9868.HK）

目标价（港元）

潜在升幅/降幅

目前股价（港元）

买入

146.2

40.9%

103.8

小鹏汽车（XPEV.US）

目标价（美元）

潜在升幅/降幅

目前股价（美元）

买入

37.4

37.7%

27.1

理想汽车-W（2015.HK）

目标价（港元）

潜在升幅/降幅

目前股价（港元）

买入

150.4

45.8%

103.2

理想汽车（LI.US）

目标价（美元）

潜在升幅/降幅

目前股价（美元）

买入

37.7

42.5%

26.5

注：收盘价截至 2022 年 3 月 28 日



扫码关注浦银国际研究

目录

投资建议总结	3
中国新能源汽车行业：车企传递上游成本至消费者不改行业高增长.....	6
汽车行业月度销量.....	9
中国乘用车/新能源乘用车月度销量	9
中国新能源汽车渗透率和拆分	10
全球新能源汽车月度销量	11
中国汽车行业周期.....	12
汽车行业估值	13
汽车行业指数估值.....	13
新能源车企估值.....	14
新能源车企股价及成交量	15
电动三宝横向比较.....	16
蔚来（9866.HK，买入，目标价 207.0 港元；NIO.US，买入，目标价 26.4 美元）	18
业绩回顾及预测调整	19
汽车月度交付量	22
分部加总估值.....	23
乐观与悲观情景假设.....	26
财务报表	28
小鹏汽车（9868.HK，买入，目标价 146.2 港元；XPEV.US，买入，目标价 37.4 美元）	29
业绩回顾及预测调整	30
汽车月度交付量	33
分部加总估值.....	34
乐观与悲观情景假设.....	37
财务报表	39
理想汽车（2015.HK，买入，目标价 150.4 港元；LI.US，买入，目标价 37.7 美元）	40
4Q21 业绩强劲	41
1Q22 指引稳健.....	42
汽车月度交付量	43
财务报表	44

投资建议总结

图表 1: 新能源汽车及供应链公司盈利及目标调整总结

股票代码	公司	目标价				营业收入预测值变化	
		前目标价 (LC)	新目标价 (LC)	潜在升幅	变化幅度	2022E	2023E
9866 HK Equity	蔚来-SW	首次覆盖	207.0	33%	-	(17%)	(16%)
NIO US Equity	蔚来	53.9	26.4	25%	(51%)	(17%)	(16%)
9868 HK Equity	小鹏汽车-W	187.6	146.2	41%	(22%)	30%	16%
XPEV US Equity	小鹏汽车	48.3	37.4	38%	(23%)	30%	16%
2015 HK Equity	理想汽车-W	150.4	150.4	46%	0%	0%	0%
LI US Equity	理想汽车	37.7	37.7	43%	0%	0%	0%

注: LC = Local Currency, 当地货币; E=浦银国际预测; 截至 2022 年 3 月 28 日收盘价

资料来源: 浦银国际

图表 2: 新能源汽车及供应链投资总结

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	潜在升幅	2022 年营业收入增速	2022 年目标市销率	市销率均值	当前市销率
9866 HK Equity	蔚来-SW	155.8	买入	207.0	33%	51%	5.2	3.0	3.1
NIO US Equity	蔚来	21.2	买入	26.4	25%	51%	5.2	5.6	3.1
9868 HK Equity	小鹏汽车-W	103.8	买入	146.2	41%	87%	5.2	6.9	3.1
XPEV US Equity	小鹏汽车	27.1	买入	37.4	38%	87%	5.2	9.7	3.1
2015 HK Equity	理想汽车-W	103.2	买入	150.4	46%	86%	5.0	4.3	2.8
LI US Equity	理想汽车	26.5	买入	37.7	43%	86%	5.0	6.3	2.9

注: LC = Local Currency, 当地货币; 收盘价截至 2022 年 3 月 28 日; 市销率均值取自上市以来;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

我们对于中国造车新势力,尤其是头部的蔚来、小鹏、理想,依然保有较高的乐观度。我们对于今明两年这三家造车新势力的汽车销量增速高于中国新能源汽车行业增速保有信心。因而,我们虽然下调蔚来、小鹏的目标价,但是仍然重申蔚来、小鹏、理想的“买入”评级。

首先,新能源车企的估值体系没有发生改变,市销率估值法依然是新能源车企业重要的估值参考。当前阶段,头部造车新势力都握有较高现金。截至 4Q21,蔚来、小鹏、理想的现金或现金类等价物分别为 55.4 亿、43.5 亿和 50.2 亿人民币(图表 39)。这足以支撑三家车企持续地、高能量密度地投入研发,包括自动辅助驾驶、三电系统和新车型的布局,也能支撑车企进行销售、服务渠道的扩张和品牌力的营销和构建。因而,我们认为头部新势力的战略重点更倾向于提升产品力从而获取更高的市场份额,次重点才是企业的基础盈利能力的提升。以蔚来为例,公司这两年的财务目标是毛利率足够覆盖销售管理费用率。因此,我们认为这些头部车企仍然需要几年的时间,才能实

现稳定的营业利润盈利或者净利润盈利。

所以，我们认为市销率估值体系依然是最适合未稳定盈利的新能源车企的估值方法。当前，蔚来、小鹏、理想美股的市销率分别为 3.1x、3.1x 和 2.9x，较年初的 5.2x、7.0x、4.6x 下降明显，也较 2020 年 7 月以来的 9.2、9.7x 和 6.3x 的均值明显回调。（图表 21，图表 22，图表 23）因此，我们认为造车新势力的估值下行风险较小。

其次，新能源汽车行业高速增长，依然可以支撑今年蔚来、小鹏、理想汽车交付量同比高增长和连续环比增长。我们预计从今年二季度开始，中国新能源乘用车销量，有望在渗透率不断提升的推动下，继续连续环比增长。而且，对于造车新势力偏中高端的车型而言，由于其整体处于需求大于供应端的情形，因而我们认为小鹏、理想等涨价的影响是短期的，且有限的。我们预计蔚来、小鹏和理想在 2022 年的汽车销量都有至少 60% 以上的增速。而在新能源汽车全供应链产能进一步释放的情形下，三家车企的销量有进一步提升的空间。另外，销量的持续高速增长带来的收入上升，既会进一步消化公司的市销率估值，也是公司内在价值提升的重要推动力。

最后，重点关注市场预期变动，享受行业红利释放。我们预测中国新能源乘用车 2022 年的销量为 511 万辆，比市场普遍预期的 550 万辆预测，略有保守。这主要基于对新能源汽车全产业链各个环节的供应瓶颈，以及潜在的疫情对生产交付的影响的考虑。我们认为在市场预期稳定或下调之后是较好进入造车新势力的布局时机，因为过高的市场预期容易透支车企的估值。当前，由于上游原材料涨价传递至车企的汽车涨价过程，反而是调整市场预期的更好时机，建议适时布局。

综上所述，我们依然重申对中国造车新势力，蔚来、小鹏、理想的“买入”评级。

图表 3: 蔚来、小鹏、理想的汽车销售及预测

	2020	2021	2022E	2023E
中国新能源乘用车销量 (万辆)	125.6	333.4	511.1	657.3
同比增速		165%	53%	29%
蔚来				
销量 (万辆)	43,728	91,429	145,876	215,284
销量同比增速		109%	60%	48%
在中国新能源乘用车份额	3.5%	2.7%	2.9%	3.3%
营收 (百万人民币)	16,258	36,136	54,728	76,845
营收同比增速		122%	51%	40%
平均单价 (人民币)	347,204	362,792	347,047	329,993
平均单价同比增速		4.5%	(4.3%)	(4.9%)
市销率 (x)	15.2	5.2	3.6	2.1
小鹏				
销量 (万辆)	27,041	98,155	175,583	267,054
销量同比增速		263%	79%	52%
在中国新能源乘用车份额	2.2%	2.9%	3.4%	4.1%
营收 (百万人民币)	5,844	20,988	39,179	60,703
营收同比增速		259%	87%	55%
平均单价 (人民币)	205,124	204,187	213,175	216,340
平均单价同比增速		(0.5%)	4.4%	1.5%
市销率 (x)	15.9	7.0	3.6	2.2
理想				
销量 (万辆)	32,624	90,491	161,500	245,016
销量同比增速		177%	78%	52%
在中国新能源乘用车份额	2.6%	2.7%	3.2%	3.7%
营收 (百万人民币)	9,457	27,010	50,113	78,229
营收同比增速		186%	86%	56%
平均单价 (人民币)	284,536	288,741	299,668	307,401
平均单价同比增速		1.5%	3.8%	2.6%
市销率 (x)	8.7	4.6	3.4	2.0

注: E=浦银国际预测;

资料来源: 公司公告、浦银国际

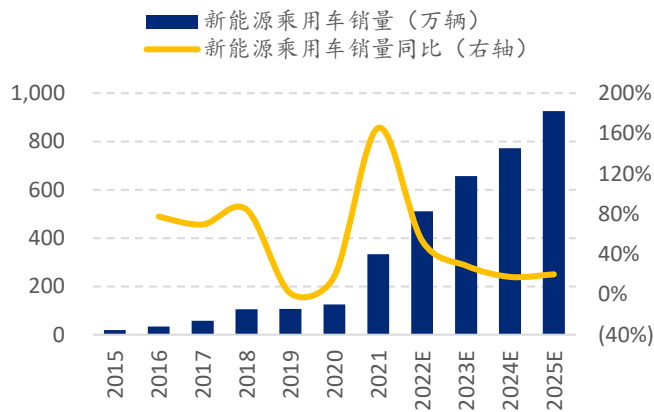
中国新能源汽车行业：车企传递上游成本至消费者不改行业高速增长

我们略微上调 2022 年和 2023 年中国新能源乘用车的销量预测至 511 万辆和 657 万辆，同比增长 53%和 29%，对应中国新能源乘用车渗透率为 22.7%和 30.1%。

首先，我们维持 [2022 年新能源汽车的展望](#) 中的核心观点，即中国新能源汽车渗透率正处于“S”型曲线发展的加速上扬阶段（图表 5）。从需求端，消费者对于新能源汽车的接受度已经较高。在 2022 年 2 月，中国新能源汽车和新能源乘用车的渗透率分别达到 19.2%和 21.6%，都创下单月新高。从供应端，各家车企的战略重心依然放在新能源汽车上，包括供应链芯片资源等都会向新能源品类倾斜。在政策端，虽然中国的新能源汽车补贴退坡，但是双积分等调控政策依然利好新能源汽车行业的发展。

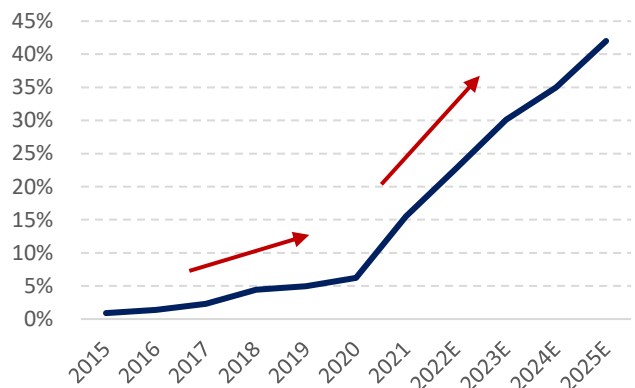
其次，我们的 2022 年的预测相较于市场预期，稍有保守，因为我们已隐含新能源汽车全产业链的产能瓶颈和不确定性预期。如果今年产业链稳定且改善，那么我们相信中国新能源乘用车销量有超出我们预测的空间。

图表 4：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 5：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

我们认为年初至今的各家车企对汽车售价的提升不会显著改变新能源汽车行业需求的快速增长。

年初至今，已经有多家车企对他们的多款车型进行价格调升。不同车企、不同车型上调价格的幅度都有差异，少则 3000 元人民币，多则 2 万元人民币以上，相对于原有售价调升少则 1%，多则 10%以上。车企上调汽车零售价格是多个原因所致的，主要包括：1) 上游原材料、电池等价格上升，2) 政府补贴退坡，3) 新能源积分的价格预期下降等。整体而言，车企从更好地覆盖成本的角度出发，从而提升了价格。

年初至今，一共有两轮调价动作。第一轮是在今年年初，汽车价格的上调主要体现去年上游成本的上升以及补贴的退坡。第二轮是近期3月份，这次车企上调价格主要是短期内锂等材料价格上涨迅猛导致。我们认为第二轮调价行为已经隐含一定的未来上游原材料价格上涨的预期。因此，如果上游原材料价格变化是缓和的变动，再次进行价格上调的可能性就会比较小。

同时，我们留意到在今年第一轮价格调整之后，部分车型的订单有短期波动现象，即涨价前订单量先激增以锁定价格，涨价后订单动能回落。这是部分消费者希望在调价之前锁定订单，以及在调价之后的观望态度影响的。我们认为调价之后的短期订单或需求的波动都是行业正常现象。消费者需要时间去了解售价上涨背后的原因，从而来决定接下来的购买行为。

但是，从中长期看，我们认为调价之后对于新能源汽车行业需求的影响是有限的。本次新能源汽车零售价格的调整是行业的普遍性行为。从行业整体看，消费者选择新能源汽车，价格并不是唯一的原因。新能源汽车更低的能源使用成本、更好的驾驶感、更智能化的互动体验，都会是消费者选择新能源汽车的原因。因而，我们认为从行业整体看，短期的价格调整，不会对用户对新能源汽车的选择产生重大的影响，整体需求快速上升的基本趋势可以维持。

另外，根据乘联会的数据，在2022年一季度，25万人民币以上的乘用车中，纯电动和插混的新能源汽车的占比已经达到30%以上。也就是说，中高端车型是目前中国新能源汽车行业的重要贡献力量。我们相信，这部分消费者对于价格的敏感度会比较低，受到的短期影响可能会更小。因此，对于偏中高端车型的造车新势力而言，需求端受到涨价的影响可能会更小。

蔚来、小鹏、理想这三家新势力对于其车型价格调整幅度不一。

相对来说，小鹏受到的成本压力最大，因而车型价格上调最大。这主要是因为小鹏汽车的售价和毛利率相较于蔚来、理想要低一些。小鹏汽车两轮累计价格上调了1.36万元至3.80万元（图表6）。我们认为小鹏的第二次调价已经部分反映中短期的上游原材料价格上涨。

蔚来的汽车售价相对更高，对于上游原材料价格的上升容忍度更高。公司目前取消了部分汽车补贴，暂时没有调价计划。未来，公司可能通过改款车型的重新定价来消化上游价格的上升。

目前，理想ONE的价格上调了1.18万元。受益于增程式电动车的电池容量较小（只有40度电），上游原料价格上升相较于理想ONE整车成本的影响比纯电动车型影响更小。

图表 7：小鹏、理想、比亚迪、特斯拉中国地区涨价情况梳理

品牌	车型	涨价前售价 (万元)	第一次涨价 (万元)	第二次涨价 (万元)	累计涨价 (万元)	第一次涨幅	第二次涨幅	累计涨幅
小鹏	P7	21.99-40.99	0.43-0.59	1.01-3.26	1.60-3.80	1%-3%	2%-15%	5%-14%
小鹏	P5	15.79-22.39	0.48-0.54	1.32-1.56	1.36-2.10	2%-3%	6%-10%	6%-13%
小鹏	G3i	14.98-18.78	0.48-0.54	1.07-1.43	1.61-1.91	3%-4%	6%-9%	9%-13%
理想	ONE	33.80	NA	1.18	1.18	NA	3%	3%
比亚迪	海豚	9.38-12.18	0.30	0.60	0.90	2%-3%	5%-6%	7%-10%
比亚迪	汉 DM	21.78-23.78	0.50	NA	0.50	2%	NA	2%
比亚迪	汉 EV	20.98-27.95	0.50	NA	0.50	2%	NA	2%
比亚迪	秦 Plus DM-i	10.58-14.58	0.30	0.30	0.60	2%-3%	2%-3%	4%-6%
比亚迪	Plus DM-i	14.68-19.98	0.30	0.30	0.60	2%	1%-2%	3%-4%
比亚迪	元 Pro	7.98-9.98	0.70	0.60	1.30	7%-9%	6%-7%	13%-16%
特斯拉	Model 3	25.56-34.99	1.00	1.00-1.43	1.00-2.42	4%	3%-5%	3%-9%
特斯拉	Model Y	28.08-39.79	2.11	1.00-2.00	1.00-3.61	8%	3%-5%	3%-13%

注：特斯拉 Model3 统计范围涵盖 Model3 电驱版/高性能版/长续航版，特斯拉 Model Y 统计范围涵盖 Model Y 电驱版/高性能版/长续航版，特斯拉 Model S 统计范围涵盖 Model S 高性能版/长续航版，特斯拉 Model X 统计范围涵盖 Model X 高性能版/长续航版；

资料来源：公司公告、浦银国际

图表 8：特斯拉海外涨价情况梳理

车型	涨价前售价 (美元)	涨价后售价 (美元)	累计涨价 (美元)	累计涨幅
Model 3	44,990-58,990	46,990-61,990	2,000-3,000	4%-5%
Model S	94,990-129,990	99,990-135,990	5,000-6,000	5%
Model X	104,990-126,490	114,990-138,990	10,000-12,500	10%
Model Y	59,990-64,990	62,990-67,990	3000.00	5%

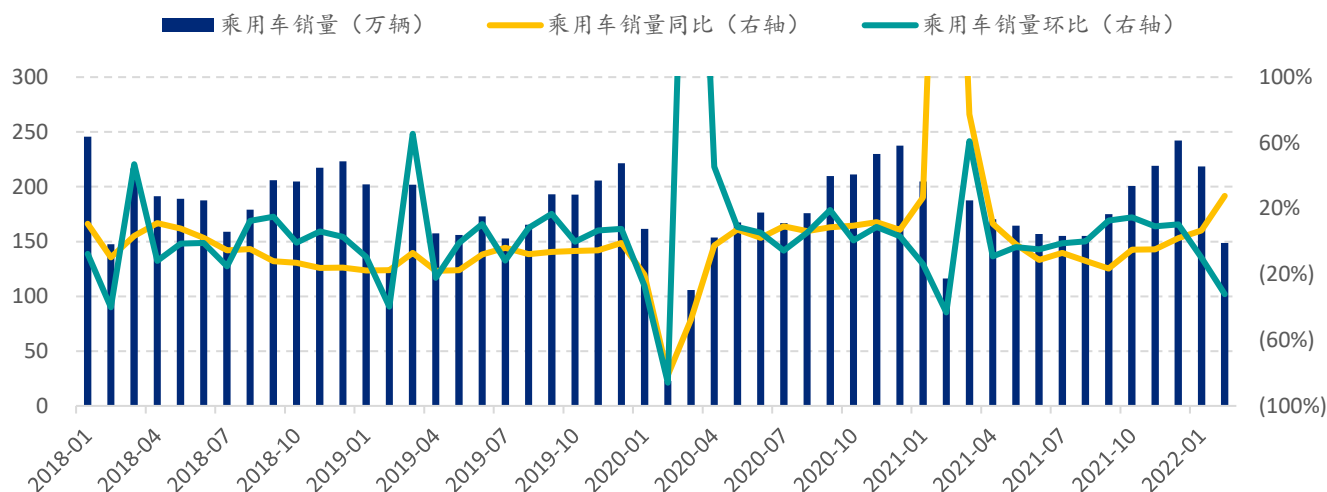
注：特斯拉 Model3 统计范围涵盖 Model3 电驱版/高性能版/长续航版，特斯拉 Model Y 统计范围涵盖 Model Y 电驱版/高性能版/长续航版，特斯拉 Model S 统计范围涵盖 Model S 高性能版/长续航版，特斯拉 Model X 统计范围涵盖 Model X 高性能版/长续航版；

资料来源：公司公告、浦银国际

汽车行业月度销量

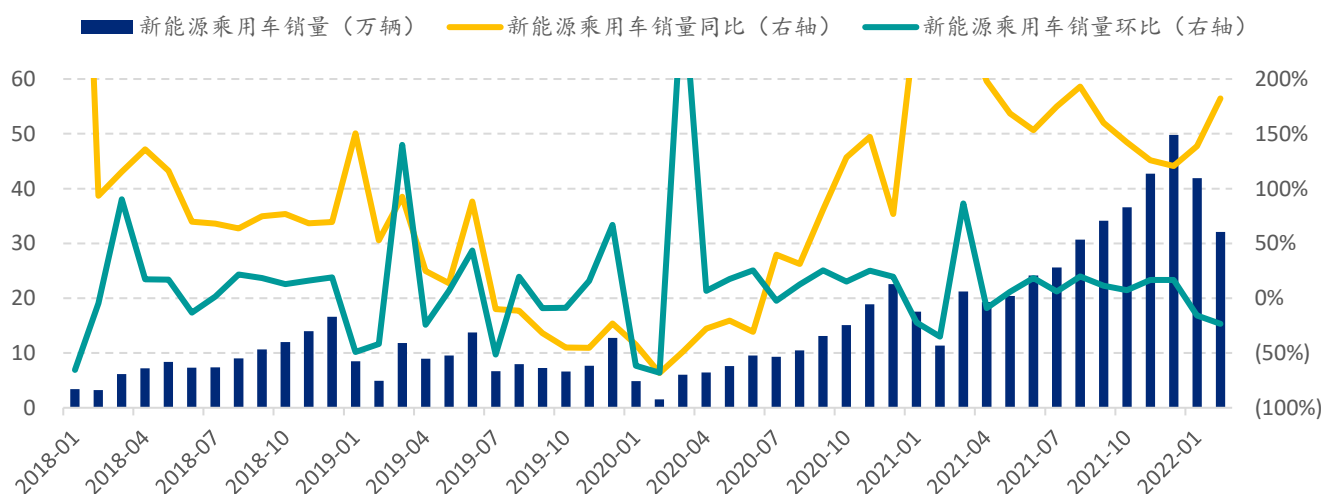
中国乘用车/新能源乘用车月度销量

图表 9: 中国乘用车月度销量: 2月销量 149 万辆, 环比下降 32%, 同比增长 28%



资料来源: 中汽协、Wind、浦银国际

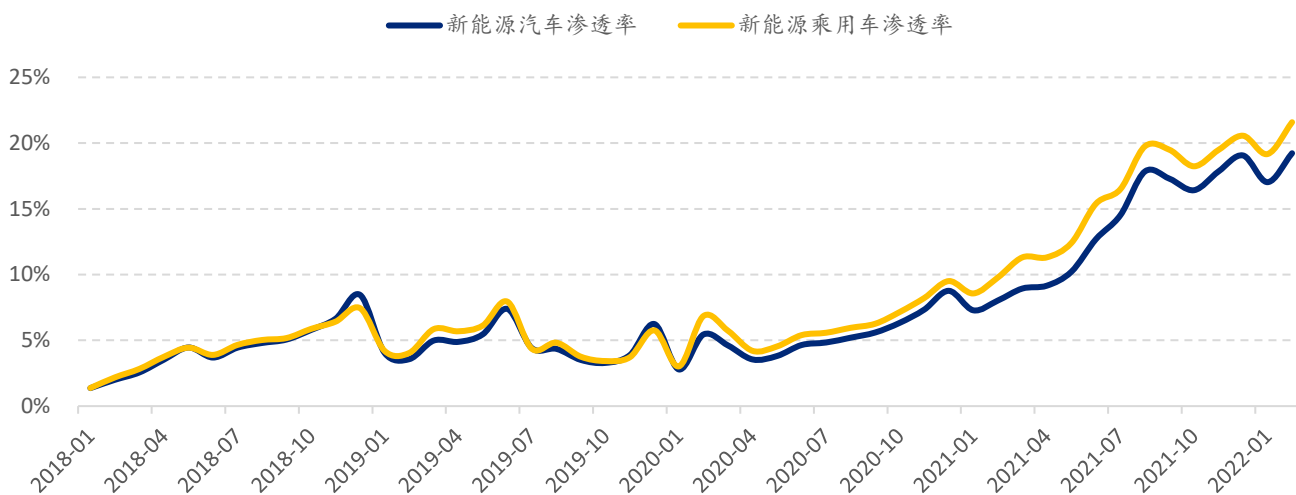
图表 10: 中国新能源乘用车月度销量: 2月销量 32 万辆, 环比下降 23%, 同比增加 182%



资料来源: 中汽协、Wind、浦银国际

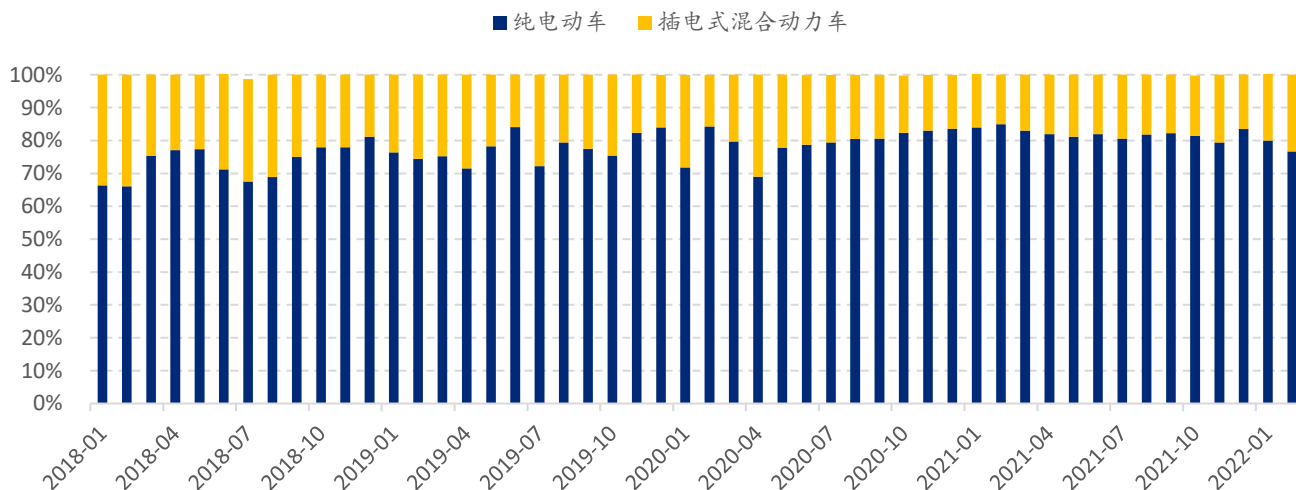
中国新能源汽车渗透率和拆分

图表 11: 中国新能源汽车及新能源乘用车渗透率: 2 月新能源汽车渗透率 19.2%, 新能源乘用车渗透率 21.6%, 分别较上月提升 2.2 和 2.4 个百分点



资料来源: 中汽协、Wind、浦银国际

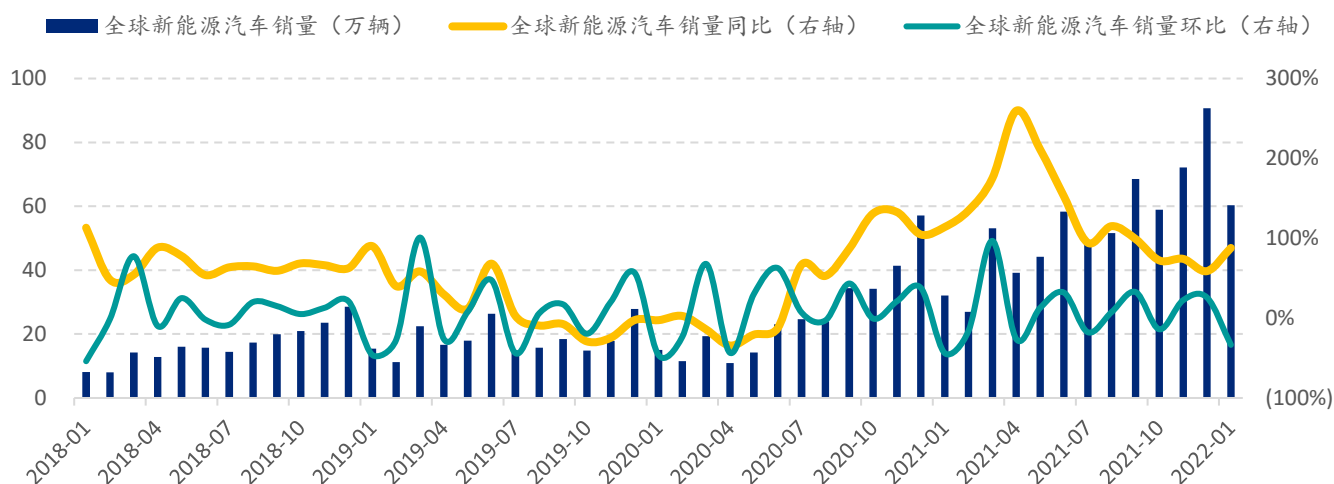
图表 12: 中国新能源汽车品种拆分: 2 月纯电动车占比 76.6%, 插电式混合动力汽车占比 23.4%



资料来源: 中汽协、Wind、浦银国际

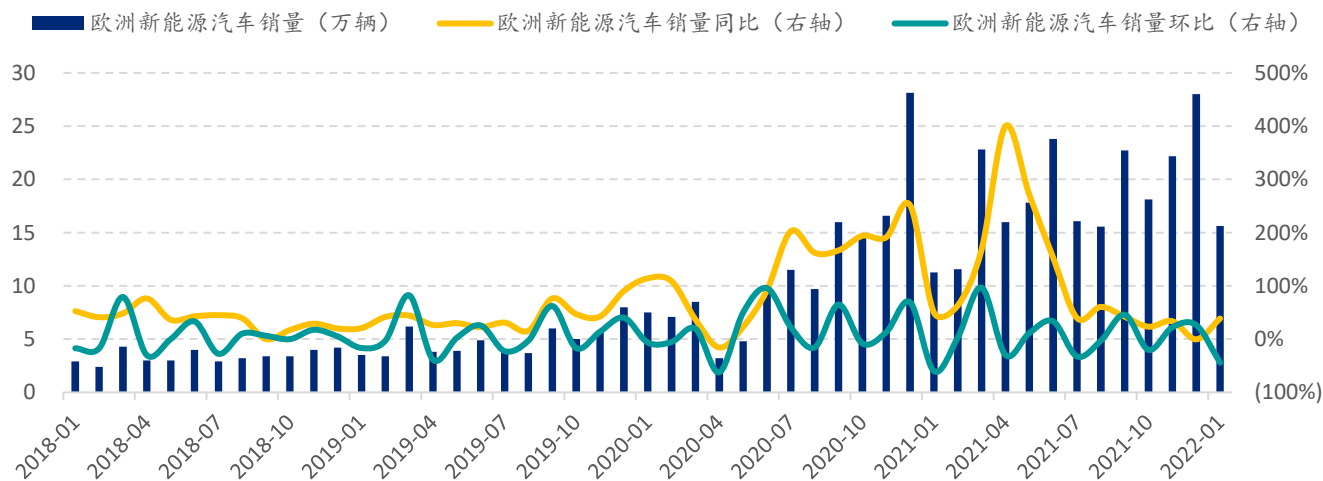
全球新能源汽车月度销量

图表 13: 全球新能源汽车月度销量: 1月销量 60.3 万辆, 环比下降 34%, 同比增长 88%



资料来源: INSIDEEVs、浦银国际

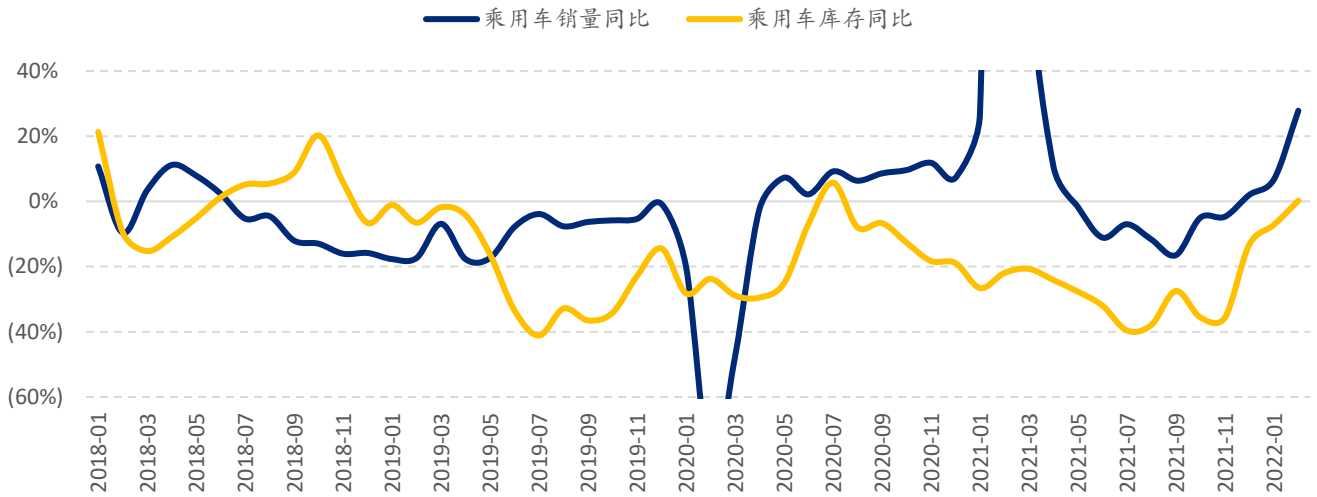
图表 14: 欧洲新能源汽车月度销量: 1月销量 15.6 万辆, 环比下降 44%, 同比增长 39%



资料来源: INSIDEEVs、浦银国际

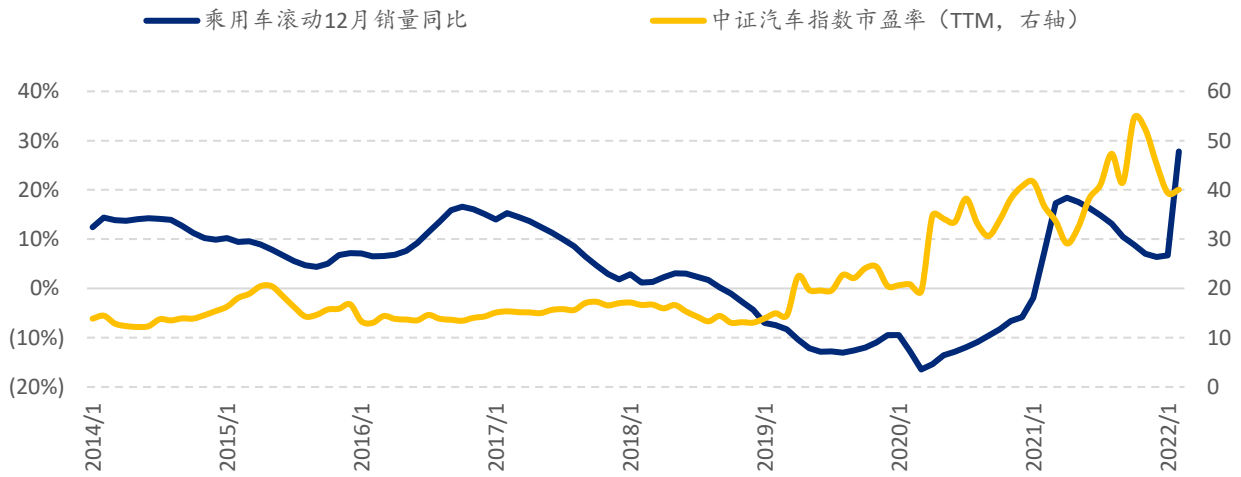
中国汽车行业周期

图表 15: 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 16: 中国乘用车销量同比 vs 中证汽车指数市盈率



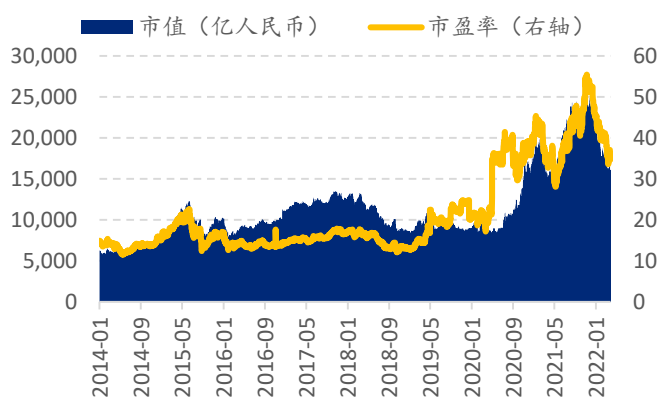
注: 市盈率是过去 12 个月 (TTM) 动态市盈率

资料来源: 中汽协、Wind、浦银国际

汽车行业估值

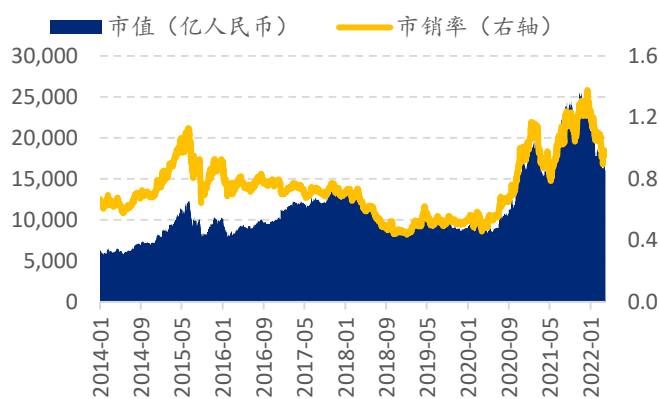
汽车行业指数估值

图表 17: 中证汽车指数市盈率: 当前 34.8x, 较 2021 年末下降 10.5x



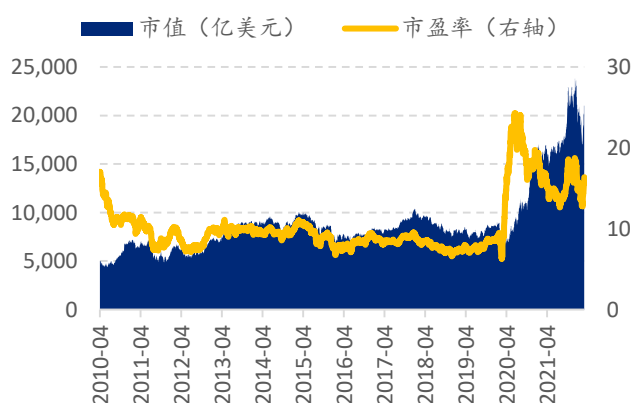
注: 市盈率是过去 12 个月 (TTM) 动态市盈率
资料来源: Wind、浦银国际

图表 18: 中证汽车指数市销率: 当前 1.0x, 较 2021 年末下降 0.3x



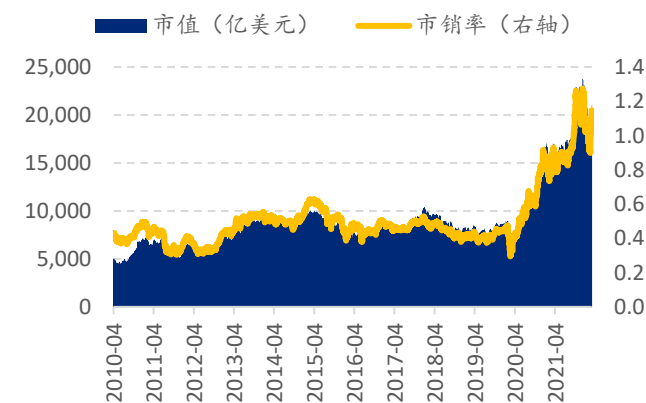
注: 市销率是过去 12 个月 (TTM) 动态市销率
资料来源: Wind、浦银国际

图表 19: MSCI 世界汽车指数市盈率: 当前 16.4x, 较 2021 年末下降 1.0x



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 20: MSCI 世界汽车指数市销率: 当前 1.1x, 与 2021 年末相比基本持平



资料来源: Bloomberg、浦银国际

新能源车企估值

图表 21: 蔚来市销率: 当前 3.1x vs 历史均值 5.6x vs 历史均值以下 1 个标准差 1.0x



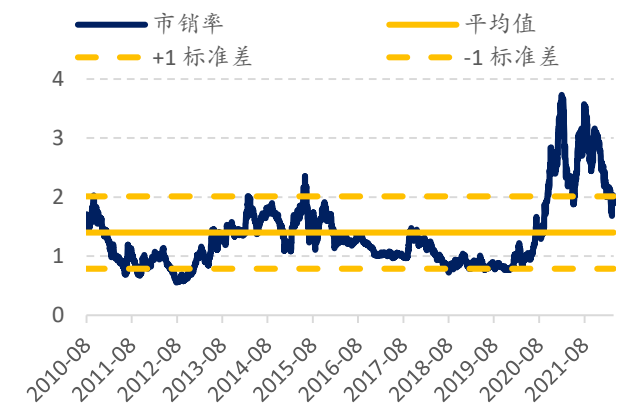
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 23: 理想市销率: 当前 2.9x vs 历史均值 6.3x vs 历史均值以下 1 个标准差 4.2x



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 25: 比亚迪股份市销率: 当前 1.9x vs 历史均值 1.4x vs 历史均值以上 1 个标准差 2.0x



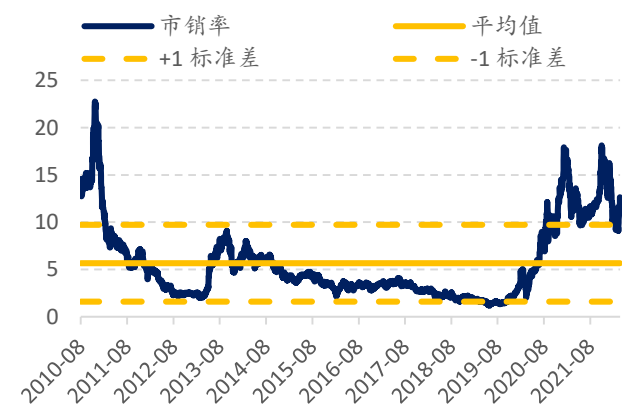
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 22: 小鹏市销率: 当前 3.1x vs 历史均值 9.7x vs 历史均值以下 1 个标准差 5.3x



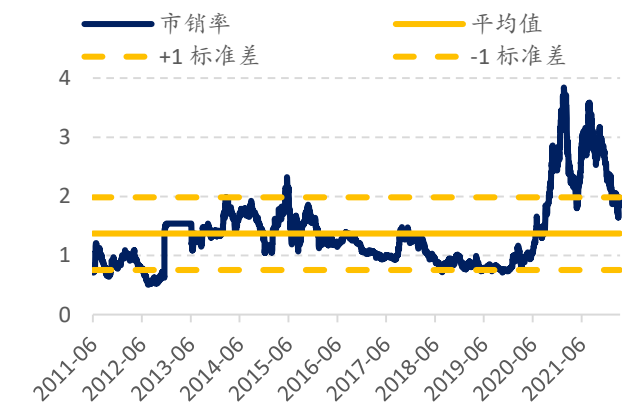
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 24: 特斯拉市销率: 当前 12.6x vs 历史均值 5.7x vs 历史均值以上 1 个标准差 9.7x



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 26: 比亚迪市销率: 当前 1.8x 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

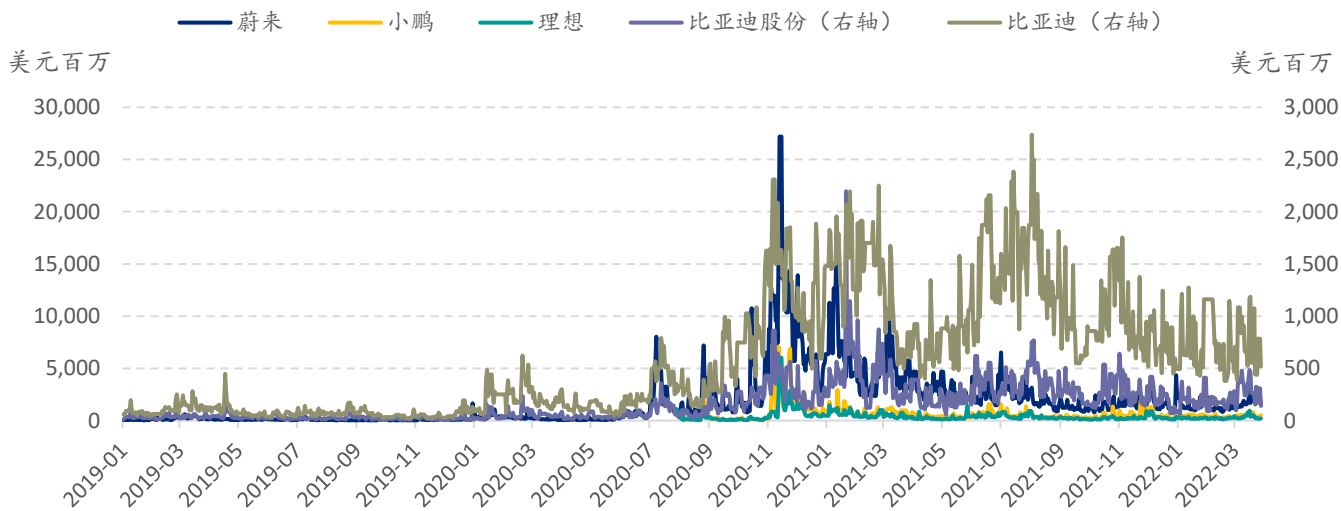
新能源车企股价及成交量

图表 27: 新能源车企股价走势: 2021 年下半年开始, 股价趋势开始有差异, 比亚迪港股和 A 股走势优于特斯拉和新势力



资料来源: Bloomberg (截至 2022 年 3 月 28 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

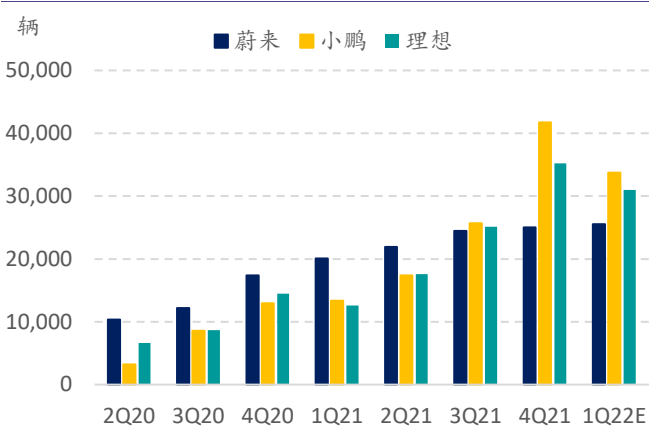
图表 28: 股票交易额比较: 比亚迪 A 股交易热情开始从 2021 年中高点回落, 但仍高于其他股票交易额



资料来源: Bloomberg (截至 2022 年 3 月 28 日收盘)、浦银国际

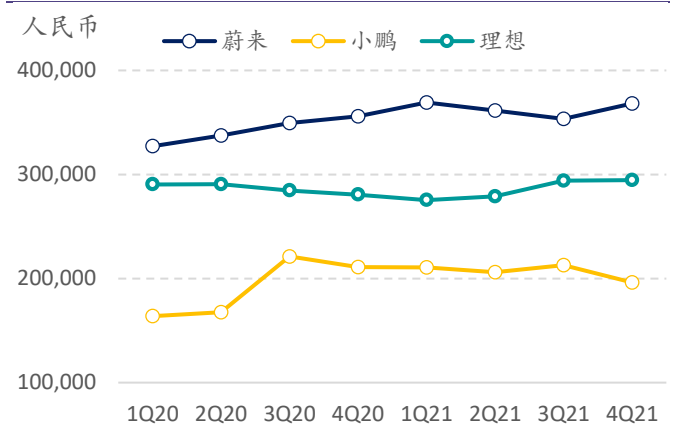
电动三宝横向比较

图表 29: 汽车销量



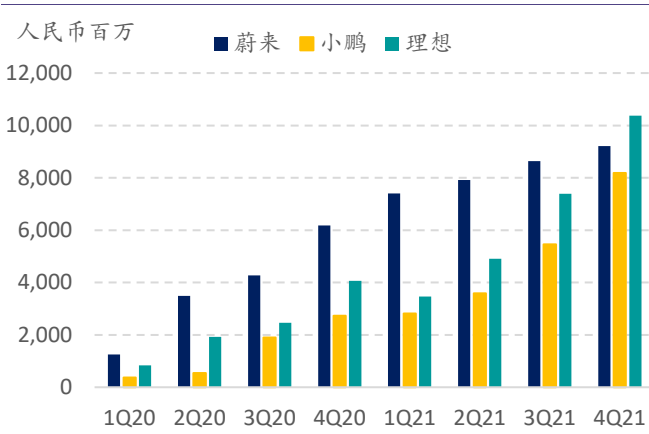
E=浦银国际预测
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 30: 汽车均价



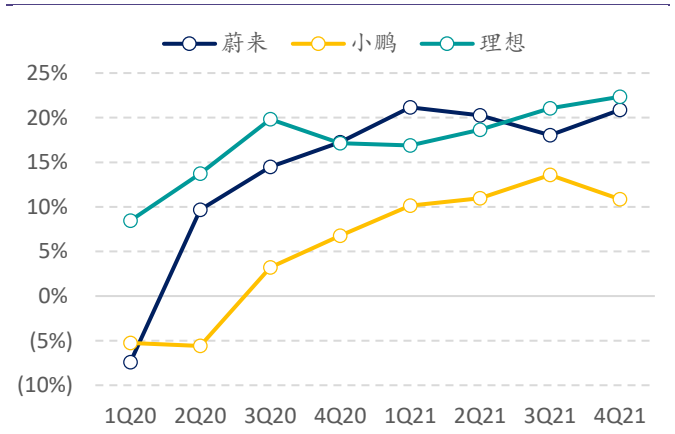
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 31: 汽车销售收入



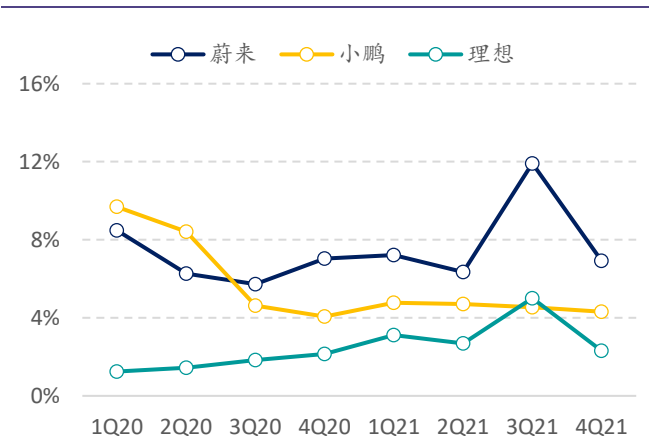
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 32: 汽车板块毛利率



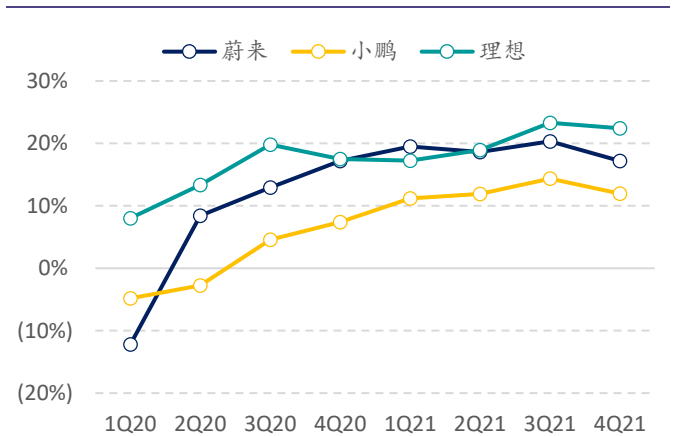
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 33: 软件服务与其他收入占比



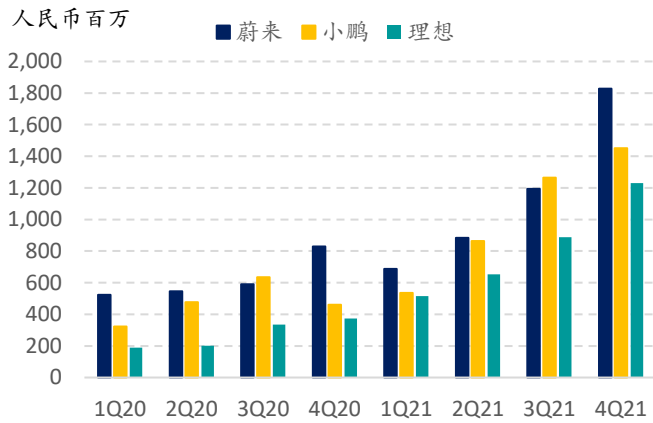
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 34: 公司综合毛利率



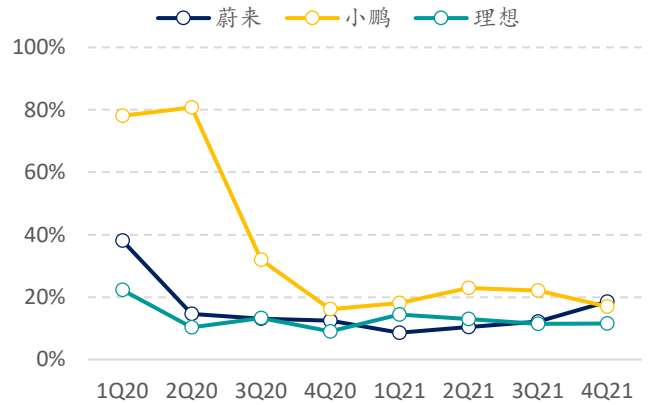
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 35: 研发费用



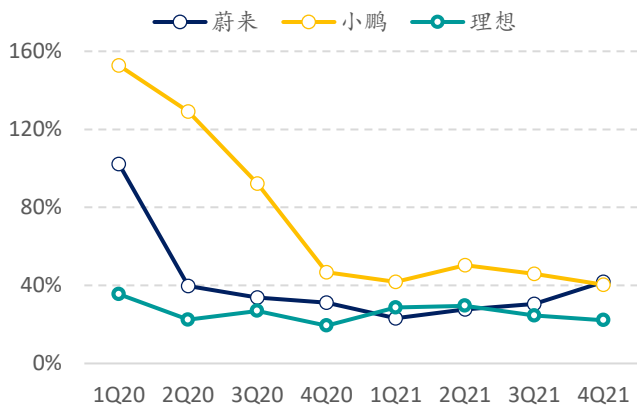
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 36: 研发费用率



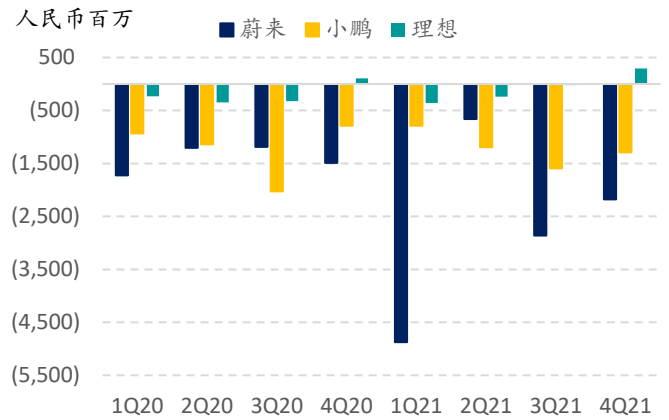
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 37: 营业费用率



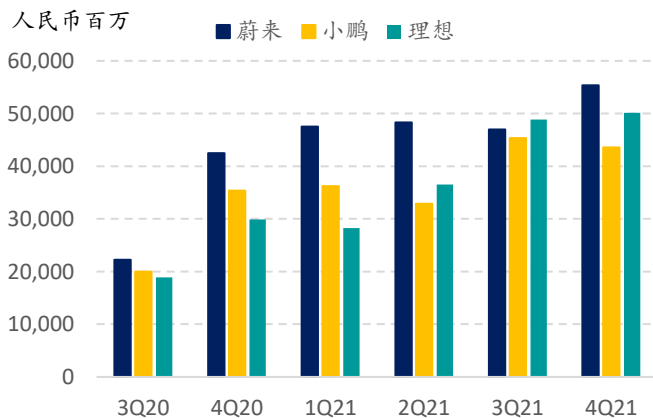
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 38: 净利润



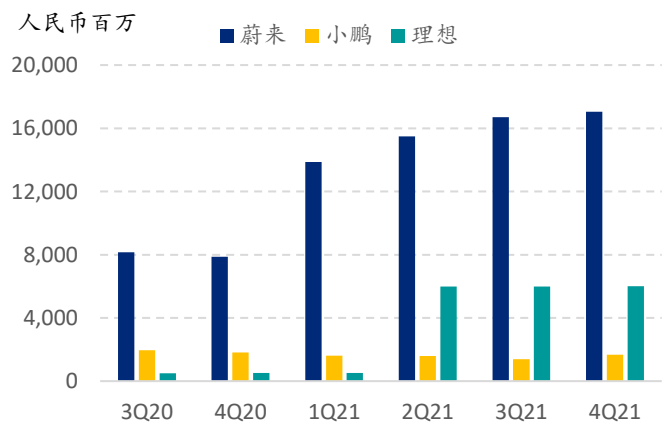
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 39: 现金及现金等价物



资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 40: 短期与长期借款



资料来源: 公司公告、浦银国际

蔚来 (9866.HK, 买入, 目标价 207.0 港元; NIO.US, 买入, 目标价 26.4 美元)

我们首次覆盖蔚来港股 (9866.HK), 首予“买入”评级, 目标价 207.0 港元, 潜在升幅 32.9%。同时, 我们下调蔚来美股 (NIO.US) 至 26.4 美元, 潜在升幅 24.7%, 并重申“买入”评级。

我们认为蔚来位列中国新能源汽车造车新势力的头部位置, 有足够资源投入研发、渠道、品牌, 因而可以较为充分地享受中国新能源汽车的高速成长。

首先, 蔚来是中国豪华智能电动车领头羊。蔚来已经量产交付的三款车型 ES8、ES6、EC6 以及今年计划量产交付的 ET7、ET5、ES7, 零售价格都在 30 万人民币以上价格区间, 因而平均售价显著高于小鹏、理想。蔚来品牌的高端定位超过其他两个品牌。据乘联会数据估算, 蔚来在中国 30 万人民币以上价格区间的份额从 2019 年的 1.3% 上涨到 2020 年的 2.4% 以及 2021 年的 4.3%, 是中国品牌高端产品力的重要车企。我们预计蔚来在今明两年依然会在该价格段持续获得份额。同时, 蔚来大众品牌的产品进入研发阶段。我们认为蔚来将会用新品牌进入中低价格端的车型, 从而扩大潜在用户群体。

其次, 新车型发布, 产能扩张, 为交付量增长提供基础。蔚来计划今年交付 ET7、ET5、ES7 三款新车型, 两款轿车以及一款 SUV。这将为蔚来扩张潜在的轿车用户群体, 提供汽车销量增长支撑。蔚来预计今年年中江淮厂的产能将达到 60JPH (Jobs per hour), 对应双班 4000 小时 24 万辆年产能, 或 5000 小时 30 万辆年产能。蔚来的第二生产基地共 60JPH 的产能规划, 预计也将在今年三季度开始投入使用。尽管汽车供应链, 尤其是各类基础芯片仍然存在潜在的来自于外部环境的不确定性, 但是整体处于改善趋势。因而, 我们认为蔚来的供应链产能也能更加稳定地满足订单需求。

第三, 蔚来的换电模式, 有望为其提供长期收入贡献和估值溢价。我们对于换电模式依然保持相对乐观的态度。从智能手机电池的经验借鉴, 新能源汽车的电池也会面临类似的充放电寿命后续续航下降的情形。而蔚来可充可换可升级的换电模式不仅可以为用户解决这些痛点, 也可以为公司带来重复的非汽车类销售收入, 这较于小鹏、理想具有优势。

图表 41: 蔚来盈利预测和财务指标 (2019-2023E)

人民币百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E
营收	7,825	16,258	36,136	54,728	76,845
营收增速	58%	108%	122%	51%	40%
毛利率	(15.3%)	11.5%	18.9%	18.5%	19.9%
净利润 (损失)	(11,413)	(5,611)	(10,572)	(7,718)	(8,381)
净利润 (损失) 增速	(51%)	(51%)	88%	(27%)	9%
目标市销率(x)	22.1	12.2	7.3	5.2	3.7

E=浦银国际预测

资料来源: 公司公告、浦银国际

业绩回顾及预测调整

4Q21 财务表现

- 收入 99.0 亿人民币，同比增长 49%，环比增长 1%，在此前指引区间之内。
- 汽车销售收入为 92.2 亿人民币，同比增长 49%（主要来自交付量同比增长），环比增长 7%（主要来自平均售价提升、用户补贴下降、交付量环比增长）。
- 其他销售收入为 6.9 亿人民币，同比增长 47%（主要来自跟随汽车销量增长的服务、能量套餐、配件以及二手车及汽车金融服务收入同比增长），环比下降 41%（主要来自汽车积分销售收入环比下降）。
- 毛利率 17.2%，同比持平，环比下降 3.2 个百分点；汽车销售毛利率达到 20.9%，同比增长 3.6 个百分点，环比增长 2.8 个百分点；其他销售毛利率转负，下降至-32.7%，主要由于新能源积分销售下降以及换电基础设施的扩张，从而拖累整体毛利率。
- 营业损失为 24.5 亿人民币，同比增长 163%，环比增长 147%；营业费用率同比增长 10.6 个百分点，环比增长 11.4 个百分点，主要来自研发人员工资、新产品和新技术投入导致的研发费用率增长，以及销售服务人员成本提升、销售服务网络扩张导致的销售、一般及行政费用提升。
- 归母净损失为 21.8 亿人民币，同比增长 46%，环比下降 24%。

2021 财务表现

- 收入 361.4 亿人民币，同比增长 122%；汽车销售收入为 331.7 亿人民币，同比增长 118%；其他销售收入为 29.7 亿人民币，同比增长 176%。
- 毛利率 18.9%，同比增长 7.4 个百分点；其中，汽车销售毛利率同比增长 7.4 个百分点，软件与其他毛利率同比首年转正，达 5.7%。
- 营业损失为 45.0 亿人民币，同比下降 2%，营业费用率同比下降 8.5 个百分点。
- 净损失为 105.7 亿人民币，同比增长 88%。

营运情况

- 4Q21 汽车销量为 25,034 辆，同比增长 44%，环比增长 2%，处于此前指引区间之内；2021 汽车销量为 91,429 辆，同比增长 109%。

- 新车型交付方面，2022 年计划交付基于 NT2.0 的三款车型，其中一款为 ET7 (将于 3 月 28 日交付)，目前量产进展顺利；其他两款，ET5 将于 9 月交付，ES7 将于三季度开启交付。
- 产能方面，江淮基地预计在年中提升到 60JPH；合肥新桥设备安装基本完成，基地计划产能为 60JPH，计划于三季度投产。

1Q22 业绩指引

- 公司预计 1Q22 销量为 2.5 万辆-2.6 万辆，中位数同比增长 27%，环比增长 2%。
- 公司预计 1Q22 营业收入为 96.31-99.87 亿元人民币，中位数同比增长 23%，环比下降 1%。

预测调整

- 下调蔚来 2022 年、2023 年营业收入 17%和 16%；
- 下调蔚来 2022 年、2023 年毛利润 22%和 20%；
- 上调蔚来 2022 年、2023 年净损失 88%和 87%；
- 2022 年美股目标价下调至 26.4 美元，维持“买入”评级；港股目标价为 207.0 港元，给予“买入”评级。

图表 42: 蔚来 4Q21 业务详情

人民币百万	4Q21	4Q20	同比	3Q21	环比
营业收入	9,901	6,641	49%	9,805	1%
毛利润	1,700	1,142	49%	1,993	(15%)
营业利润 (损失)	(2,445)	(931)	163%	(992)	147%
净利润 (损失)	(2,179)	(1,492)	46%	(2,859)	(24%)
基本每股收益 (元)	(1.36)	(1.05)	29%	(1.82)	(26%)

利润率	4Q21	4Q20	同比 百分点	3Q21	环比 百分点
毛利率	17.2%	17.2%	(0.0)	20%	(3.2)
营业费用率	41.9%	31.2%	10.6	30%	11.4
营业利润率	(24.7%)	(14.0%)	(10.7)	(10%)	(14.6)
净利率	(22.0%)	(22.5%)	0.5	(29%)	7.1

资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 43: 蔚来 4Q21 业务拆分

人民币 百万	4Q21	4Q20	同比	3Q21	环比
汽车	9,215	6,174	49%	8,637	7%
软件服务与其他	685	467	47%	1,169	(41%)
总收入	9,901	6,641	49%	9,805	1%

毛利率	4Q21	4Q20	同比 百分点	3Q21	环比 百分点
汽车	20.9%	17.2%	3.6	18.0%	2.8
软件服务与其他	(32.7%)	16.5%	NM	37.2%	NM
综合毛利率	17.2%	17.2%	(0.0)	20.3%	(3.2)

资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 44: 蔚来财务预测: 新预测 vs 前预测

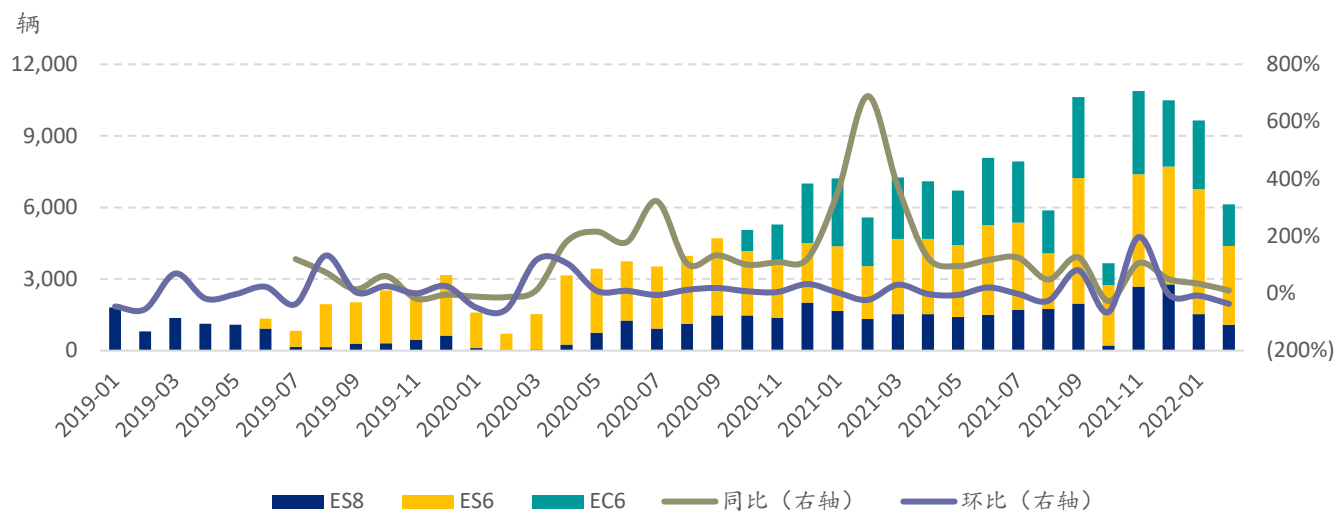
人民币百万	2022E			2023E		
	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异
营业收入	54,728	65,768	(17%)	76,845	91,893	(16%)
毛利润	10,109	13,002	(22%)	15,257	18,988	(20%)
营业利润 (损失)	(9,213)	(4,779)	93%	(10,147)	(5,041)	101%
净利润 (损失)	(7,718)	(4,108)	88%	(8,381)	(4,477)	87%
基本每股收益 (人民币)	(4.56)	(2.51)	82%	(4.95)	(2.73)	81%

利润率	百分点			百分点		
	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异
毛利率	18.5%	19.8%	(1.3)	19.9%	20.7%	(0.8)
营业费用率	35.3%	27.0%	8.3	33.1%	26.1%	6.9
营业利润率	(16.8%)	(7.3%)	(9.6)	(13.2%)	(5.5%)	(7.7)
净利率	(14.1%)	(6.2%)	(7.9)	(10.9%)	(4.9%)	(6.0)

资料来源: 浦银国际预测

汽车月度交付量

图表 45: 蔚来2月交付 6,131 辆, 环比下降 36%, 同比增长 10%;
一季度交付指引: 25,000 至 26,000 辆



资料来源: 公司公告、浦银国际

分部加总估值

我们首先采用 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 2022 年的汽车销售和其他销售的收入增速分别为 53% 和 38%，分别给予 4.0x 和 20.0x 的市销率，得到 26.4 美元的目标价，维持“买入”评级，潜在升幅 24.7%。同时，我们采用 7.8299 的美元/港币汇率，得到 207.0 港元的港股目标价，给予“买入”评级，潜在升幅 32.9%。

图表 46: 蔚来分部加总估值法 (2022 年)

人民币百万	收入	收入增速	市销率	估值
汽车销售	50,626	53%	4.0	202,503
其他销售	4,103	38%	20.0	82,054
合计	54,728	51%	5.2	284,557
股数 (百万)				1,692
目标价 (人民币)				168
美元/人民币				6.3592
美股目标价 (美元)				26.4
美元/港币				7.8299
港股目标价 (港元)				207.0

资料来源: 浦银国际预测

图表 47: 蔚来历史市销率: 上市以来均值 5.6x



资料来源: 浦银国际预测

图表 48：蔚来可比公司估值比较

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
新能源汽车													
NIO US Equity	蔚来	35,400	21.2	(33%)	(0%)	(23%)	(100%)	N/A	N/A	N/A	6.3	3.6	2.1
9866 HK Equity	蔚来-SW	33,212	155.8	(33%)	N/A	(64%)	(137%)	N/A	N/A	168.2	6.2	3.4	2.3
TSLA US Equity	特斯拉	1,128,425	1,091.8	3%	183%	62%	31%	166.9	102.8	78.7	21.4	13.5	10.5
1211 HK Equity	比亚迪股份	95,204	211.4	(21%)	(5%)	72%	49%	110.3	63.9	43.0	2.7	2.0	1.6
002594 CH Equity	比亚迪	95,204	230.4	(14%)	(5%)	89%	41%	148.6	78.5	55.8	2.8	2.0	1.6
LI US Equity	理想汽车	27,350	26.5	(18%)	(84%)	(340%)	731%	N/A	558.6	67.2	6.6	3.4	2.0
2015 HK Equity	理想汽车-W	27,228	103.2	(16%)	N/A	(135%)	1274%	N/A	801.5	58.4	6.7	3.3	1.9
XPEV US Equity	小鹏汽车	23,217	27.1	(46%)	25%	9%	(50%)	N/A	N/A	N/A	7.2	3.6	2.2
9868 HK Equity	小鹏汽车-W	22,691	103.8	(44%)	N/A	3%	(46%)	N/A	N/A	N/A	7.0	3.5	2.2
平均								142.0	321.0	78.5	7.5	4.2	2.9
豪华汽车													
MBG GR Equity	戴姆勒	75,452	64.2	(5%)	230%	(8%)	0%	5.4	5.9	5.9	0.4	0.5	0.5
BMW GR Equity	宝马	56,947	79.5	(10%)	196%	(2%)	(11%)	4.7	4.8	5.4	0.5	0.4	0.4
RACE US Equity	法拉利	39,423	214.4	(17%)	53%	10%	20%	44.8	40.8	34.1	8.4	7.5	6.8
平均								18.3	17.2	15.2	3.1	2.8	2.5
海外品牌汽车													
7203 JP Equity	丰田	291,131	2,202.0	5%	(5%)	45%	7%	15.6	10.7	10.1	1.4	1.2	1.1
VOW GR Equity	大众	106,997	223.2	(14%)	88%	12%	8%	8.0	7.2	6.6	0.4	0.4	0.3
F US Equity	福特	66,994	16.7	(20%)	(9330%)	8%	13%	9.0	8.4	7.4	0.5	0.5	0.4
GM US Equity	通用	64,253	44.2	(25%)	50%	1%	5%	6.5	6.4	6.1	0.5	0.4	0.4
7267 JP Equity	本田	51,128	3,483.0	8%	(8%)	40%	14%	12.4	8.9	7.8	0.5	0.4	0.4
005380 KS Equity	现代	30,430	174,500.0	(17%)	231%	7%	8%	7.4	6.9	6.5	0.3	0.3	0.3
平均								9.8	8.1	7.4	0.6	0.5	0.5
国产品牌汽车													
600104 CH Equity	上汽	31,115	17.0	(18%)	17%	14%	29%	7.6	6.7	5.1	0.2	0.2	0.2
2333 HK Equity	长城	30,921	11.7	(56%)	43%	49%	32%	12.4	8.3	6.3	1.5	1.1	0.9
2238 HK Equity	广汽集团	15,435	6.3	(18%)	5%	32%	20%	7.4	5.6	4.7	1.3	1.1	1.0
200625 CH Equity	长安汽车	11,705	3.1	(29%)	(19%)	22%	19%	4.1	3.4	2.8	0.7	0.6	0.6
平均								7.9	6.0	4.7	0.9	0.8	0.7
动力电池													
300750 CH Equity	宁德时代	178,137	487.0	(17%)	156%	72%	43%	85.3	49.4	34.6	9.4	5.1	3.6
051910 KS Equity	LG化学	30,132	523,000.0	(15%)	173%	(34%)	29%	10.2	15.4	12.0	0.9	0.8	0.7
6752 JP Equity	松下	23,823	1,198.0	(5%)	(19%)	55%	5%	17.9	11.6	11.1	0.4	0.4	0.4
002074 CH Equity	国轩高科	9,013	34.5	(33%)	11%	138%	39%	153.4	64.5	46.6	5.9	3.8	2.7
平均								66.7	35.2	26.1	4.1	2.5	1.8
软件公司													
MSFT US Equity	微软	2,329,276	310.7	(8%)	37%	22%	13%	39.9	32.8	28.9	14.0	11.7	10.3
ORCL US Equity	甲骨文	223,058	83.6	(4%)	17%	7%	10%	18.7	17.5	15.9	5.5	5.3	5.0
SAP US Equity	SAP	137,359	111.8	(20%)	28%	(15%)	10%	15.9	18.8	17.1	4.6	4.2	4.0
688111 CH Equity	金山办公	13,160	181.9	(31%)	31%	25%	36%	72.1	57.7	42.4	24.7	18.6	14.0
600588 CH Equity	用友	12,419	23.0	(36%)	15%	(4%)	27%	80.5	83.8	65.9	8.1	7.1	5.7
268 HK Equity	金蝶	7,407	16.7	(30%)	78%	(21%)	(86%)	N/A	N/A	N/A	11.3	9.2	7.3
平均								45.4	42.1	34.0	11.4	9.4	7.7
功率半导体													
IFX GR Equity	英飞凌	45,053	31.4	(23%)	83%	52%	9%	28.0	18.4	16.9	3.7	3.1	2.9
ON US Equity	安森美	28,251	65.3	(4%)	257%	48%	7%	23.1	15.7	14.6	4.2	3.7	3.5
600745 CH Equity	闻泰科技	17,621	90.1	(30%)	14%	52%	36%	33.3	22.0	16.2	1.8	1.3	1.1
688396 CH Equity	华润微电子	11,767	56.8	(12%)	115%	10%	15%	32.0	29.0	25.2	7.7	6.6	5.6
603290 CH Equity	斯达半导	10,368	387.2	2%	94%	53%	40%	167.0	108.9	77.7	38.4	24.7	17.7
平均								56.7	38.8	30.1	11.2	7.9	6.1
海外科技公司													
AAPL US Equity	苹果	2,865,694	175.6	(1%)	72%	10%	7%	31.5	28.5	26.8	7.8	7.2	6.8
GOOG US Equity	谷歌	1,873,303	2,839.0	(2%)	100%	9%	19%	24.8	22.7	19.2	8.9	7.5	6.4
AMZN US Equity	亚马逊	1,719,797	3,379.8	1%	19%	18%	38%	58.8	49.9	36.2	3.7	3.2	2.7
FB US Equity	Facebook	608,599	223.6	(34%)	44%	(8%)	16%	14.9	16.2	14.0	5.2	4.6	3.9
NFLX US Equity	奈飞	168,044	378.5	(37%)	65%	3%	27%	34.1	33.1	26.0	5.7	5.0	4.5
平均								32.8	30.1	24.4	6.2	5.5	4.9
中国科技互联网公司													
700 HK Equity	腾讯	449,822	366.4	(17%)	2%	2%	20%	23.0	22.6	18.8	5.2	4.7	4.1
9988 HK Equity	阿里巴巴	307,737	111.1	(7%)	32%	(27%)	14%	11.2	15.3	13.4	2.8	2.3	2.0
3690 HK Equity	美团	118,045	150.6	(33%)	(540%)	(56%)	(211%)	N/A	N/A	86.6	4.4	3.5	2.7
1810 HK Equity	小米	46,198	14.5	(23%)	64%	4%	17%	12.8	12.3	10.5	0.8	0.7	0.6
002230 CH Equity	科大讯飞	16,721	45.8	(13%)	37%	36%	32%	59.7	44.0	33.3	6.1	4.6	3.6
平均								26.7	23.5	32.5	3.9	3.2	2.6

注：E=Bloomberg 一致预测，数据截至 2022 年 3 月 28 日；

资料来源：Bloomberg、浦银国际

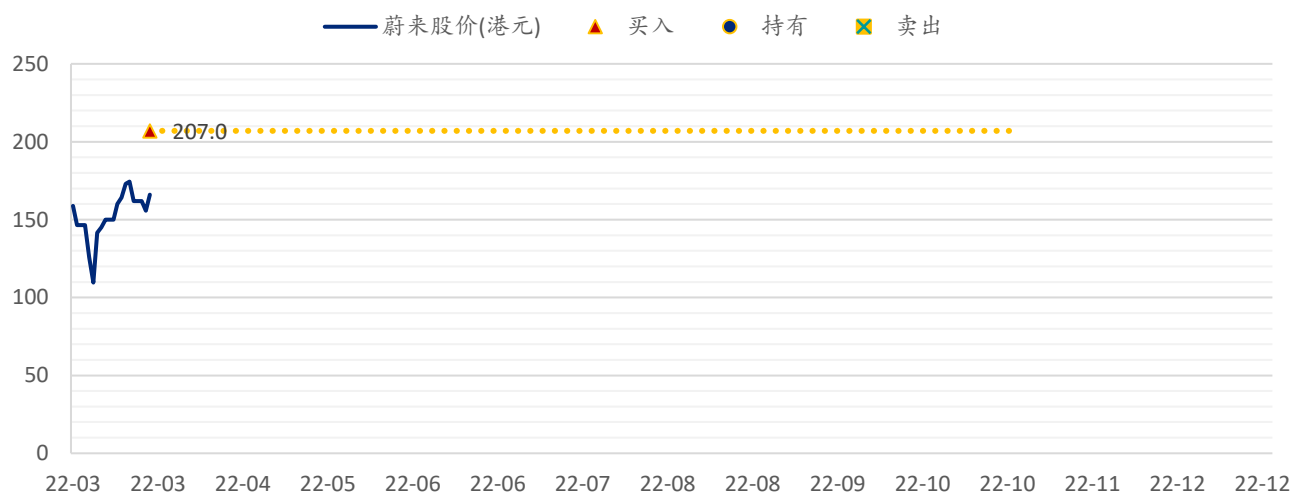
图表 49: SPDBI 目标价: 蔚来 (NIO.US)



注: 截至 2022 年 3 月 28 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 50: SPDBI 目标价: 蔚来-SW (9866.HK)

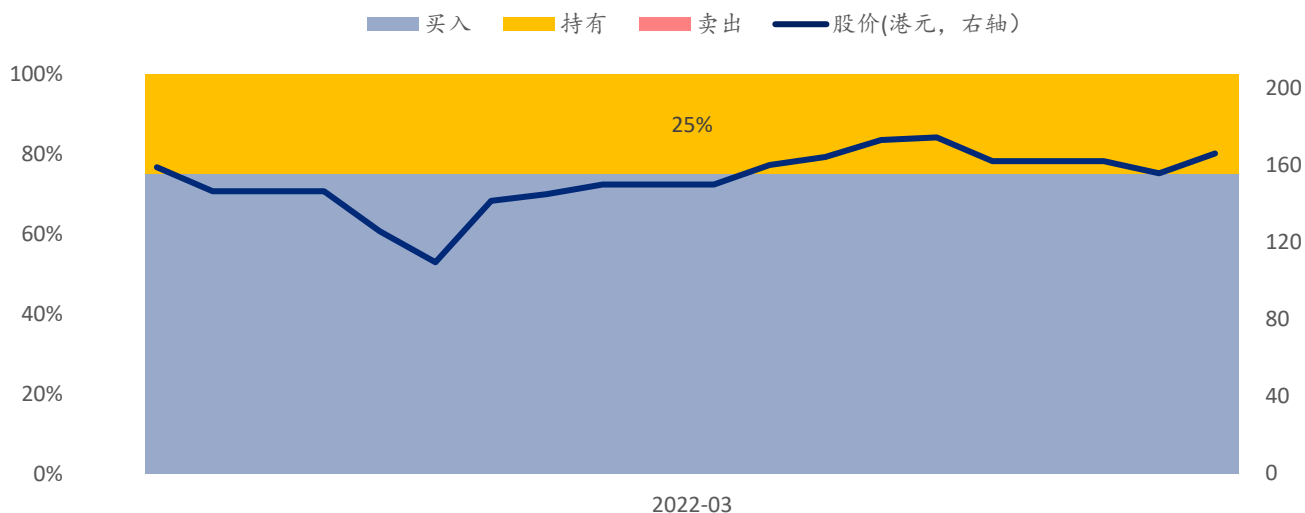


注: 截至 2022 年 3 月 28 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

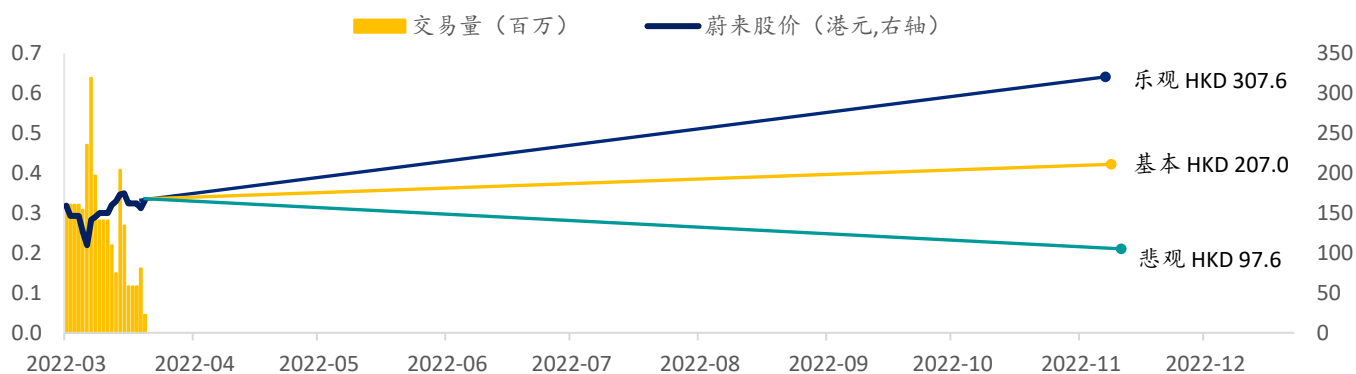
乐观与悲观情景假设

图表 51: 蔚来-SW (9866.HK) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 52: 蔚来-SW (9866.HK) SPDBI 情景假设



乐观情景 (10%)

目标价: 307.6 港元, 对应 7.5x 的 2022 年市销率

- 中国新能源市场需求增速较快, 推动蔚来收入增速较快;
- 蔚来汽车平均单价维持上升趋势;
- 随着规模效应带来的成本下降, 蔚来毛利率改善明显;
- 蔚来的自动驾驶发展速度快于基本假设情景。

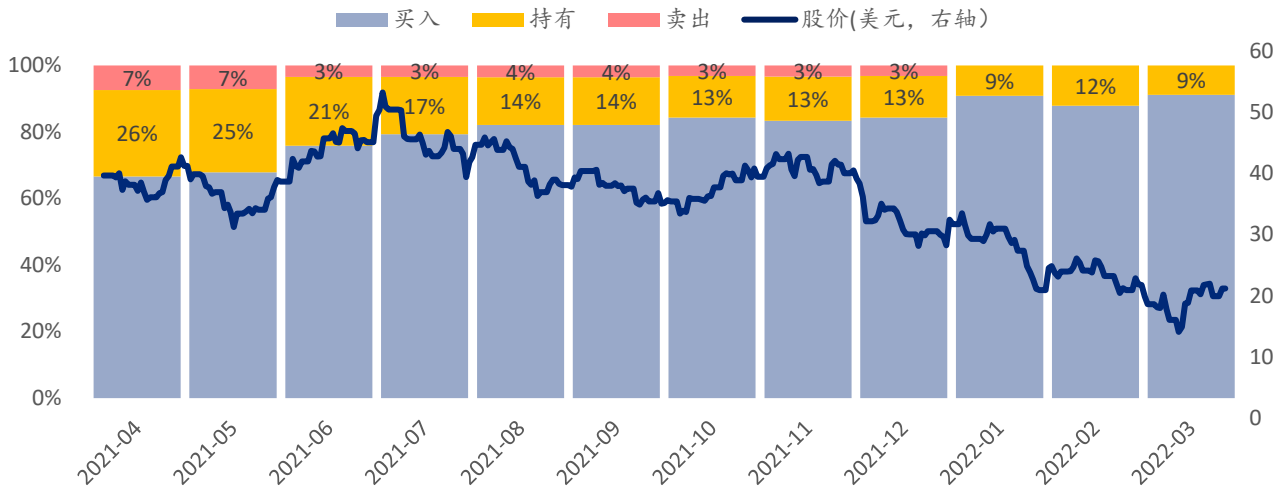
悲观情景 (15%)

目标价: 97.6 港元, 对应 3.5x 的 2022 年市销率

- 蔚来的汽车销量受到汽车行业半导体产能限制, 增速较慢;
- 蔚来汽车平均单价不如基本假设情景高;
- 线下门店、充电设施、推广销售费用快速增加, 加速利润损失;
- 自动驾驶研发遇到瓶颈, 慢于预期。

资料来源: 浦银国际预测

图表 53: 蔚来 (NIO.US) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 54: 蔚来 (NIO.US) SPDBI 情景假设



乐观情景 (10%)

目标价: 39.3 美元, 对应 7.5x 的 2022 年市销率

- 中国新能源市场需求增速较快, 推动蔚来收入增速较快;
- 蔚来汽车平均单价维持上升趋势;
- 随着规模效应带来的成本下降, 蔚来毛利率改善明显;
- 蔚来的自动驾驶发展速度快于基本假设情景。

悲观情景 (15%)

目标价: 12.5 美元, 对应 3.5x 的 2022 年市销率

- 蔚来的汽车销量受到汽车行业半导体产能限制, 增速较慢;
- 蔚来汽车平均单价不如基本假设情景高;
- 线下门店、充电设施、推广销售费用快速增加, 加速利润损失;
- 自动驾驶研发遇到瓶颈, 慢于预期。

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	2019	2020	2021	2022E	2023E
营业收入	7,825	16,258	36,136	54,728	76,845
销货成本	(9,024)	(14,385)	(29,315)	(44,619)	(61,588)
毛利润	(1,199)	1,873	6,821	10,109	15,257
经营支出	(9,880)	(6,481)	(11,318)	(19,322)	(25,405)
销售费用	(5,452)	(3,932)	(6,878)	(10,377)	(13,167)
研发费用	(4,429)	(2,488)	(4,592)	(9,097)	(12,390)
营业利润 (损失)	(11,079)	(4,608)	(4,496)	(9,213)	(10,147)
非经营收入	(209)	(690)	522	1,529	1,805
财务费用	(210)	(259)	274	1,281	1,557
其他	2	(431)	247	247	247
税前利润 (损失)	(11,288)	(5,298)	(3,975)	(7,684)	(8,343)
税务费用	(8)	(6)	(42)	(65)	(70)
税后利润 (损失) 含少数股东权益	(11,296)	(5,304)	(4,017)	(7,749)	(8,412)
少数股东权益	(9)	(5)	(31)	(31)	(31)
净利润 (损失)	(11,413)	(5,611)	(10,572)	(7,718)	(8,381)
基本股数 (百万)	1,030	1,183	1,573	1,692	1,692
摊销股数 (百万)	1,030	1,183	1,573	1,692	1,692
基本每股收益 (元)	(11.08)	(4.74)	(6.72)	(4.56)	(4.95)
摊销每股收益 (元)	(11.08)	(4.74)	(6.72)	(4.56)	(4.95)

资产负债表

人民币百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E
货币资金	863	38,426	15,334	9,787	(7,921)
受限制资金	83	78	2,994	2,994	2,994
短期投资	111	3,951	37,058	56,123	78,804
应收账款和应收票据	1,352	1,083	2,798	3,814	4,819
存货	890	1,082	2,056	2,817	3,499
其他流动资产	1,630	1,588	3,401	3,451	3,120
流动资产合计	4,928	46,207	63,641	78,986	85,316
物业、厂房及设备	5,533	4,996	7,400	8,436	9,763
无形资产	2	1	-	-	-
其他非流动资产	4,004	3,138	8,783	8,783	8,783
总资产	14,582	54,642	82,884	99,571	107,565
短期借贷	1,208	1,931	7,298	21,894	32,841
应付账款和应付票据	3,112	6,368	12,639	17,314	22,703
其他流动负债	5,179	5,677	9,261	9,395	9,434
流动负债合计	9,499	13,976	29,198	48,603	64,978
长期借款	7,155	5,938	9,739	14,739	14,739
其他非流动负债	2,750	2,865	5,883	5,883	5,883
总负债	19,404	22,780	44,820	69,225	85,600
股本	40,228	78,880	92,467	92,467	92,467
储备	(46,529)	(51,714)	(55,910)	(63,628)	(72,009)
少数股东权益	22	2	76	76	76
其他	-	-	(1,850)	(1,850)	(1,850)
股东权益总额	(4,822)	31,862	38,063	30,345	21,964
总负债和股东权益	14,582	54,642	82,884	99,571	107,565

现金流量表

人民币百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	(8,722)	1,951	(4,276)	(3,335)	(2,715)
税前利润	(11,413)	(5,611)	(10,572)	(7,718)	(8,381)
折旧	999	1,046	945	1,400	1,596
其他营业活动现金流	(26)	2,641	-	-	-
营运资金变动	1,719	3,874	5,351	2,983	4,071
应收账款减少 (增加)	(596)	269	(1,714)	(1,016)	(1,006)
库存减少 (增加)	576	(192)	(975)	(761)	(682)
应付账款增加 (减少)	242	3,257	6,271	4,675	5,389
其他经营资金变动	1,497	541	1,770	85	370
投资活动现金流	3,382	(5,071)	(40,812)	(21,808)	(25,940)
资本支出	(1,707)	(1,128)	(2,030)	(2,436)	(2,923)
取得或购买长期投资	(32)	(251)	(2,759)	(306)	(337)
银行存款增加	(1,260)	-	(2,916)	-	-
短期投资	5,044	(3,856)	(33,107)	(19,066)	(22,681)
其他	77	163	-	-	-
融资活动现金流	3,095	41,357	9,168	19,596	10,947
借款	(1,260)	641	9,168	14,596	10,947
发行股份	-	34,607	-	-	-
发行债券	4,322	3,105	-	-	-
其他	33	3,005	-	5,000	-
外汇损益	10	(682)	-	-	-
现金及现金等价物净流量	(2,235)	37,555	(35,920)	(5,547)	(17,708)
期初现金及现金等价物	3,224	990	38,426	15,334	9,787
期末现金及现金等价物	990	38,545	2,506	9,787	(7,921)

主要财务比率

	2019	2020	2021	2022E	2023E
营运指标增速					
营业收入增速	58%	108%	122%	51%	40%
毛利润增速	369%	NM	264%	48%	51%
营业利润 (损失) 增速	15%	(58%)	(2%)	105%	10%
净利润 (损失) 增速	(51%)	(51%)	88%	(27%)	9%
盈利能力					
净资产收益率	(686%)	(41%)	(30%)	(23%)	(32%)
总资产报酬率	(68%)	(16%)	(15%)	(8%)	(8%)
投入资本回报率	(313%)	(12%)	(8%)	(14%)	(15%)
利润率					
毛利率	(15%)	12%	19%	18%	20%
营业利润率	(142%)	(28%)	(12%)	(17%)	(13%)
净利润率	(146%)	(35%)	(29%)	(14%)	(11%)
营运能力					
现金循环周期	(24)	(68)	(79)	(81)	(79)
应收账款周转天数	49	27	20	22	21
存货周转天数	48	25	20	20	19
应付账款周转天数	121	120	118	123	119
净债务 (净现金)	7,418	(30,635)	(1,291)	23,852	52,507
自由现金流	(10,068)	(815)	(230)	(7,266)	(7,404)

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 146.2 港元; XPEV.US, 买入, 目标价 37.4 美元)

我们上调小鹏 2022 和 2023 年营收 30%和 16%, 并下调小鹏的目标市销率, 以反映下降后的市场预期, 因而下调小鹏美股 (XPEV.US) 目标价至 37.4 美元, 潜在升幅 37.7%; 下调小鹏港股 (9868.HK) 目标价至 146.2 港元, 潜在升幅 40.9%。我们重申小鹏的“买入”评级。

小鹏投资要点:

首先, 目前小鹏的 P7 和 P5 占据比较有利的 25 万-40 万人民币的价格段。该价格段既保证了小鹏中高端的产品定位, 也能够行业初期触及到更广的用户基础。同时, 公司预期在今年三季度交付的新车 G9, 有望进一步助推小鹏的汽车销量增长。因此, 我们预计小鹏 2022 年和 2023 年的汽车销量将增长至 17.6 万辆和 26.7 万辆, 同比增长 79%和 52%, 略高于蔚来、理想的汽车销量增速。

其次, 小鹏从供需两端保证汽车销量的增长。在需求端, 小鹏通过扩张线下门店、构建经销商体系、发展欧洲市场来扩大需求。同时, 通过充电基础设施的建设, 来提升用户的补能体验。

在供应端, 小鹏努力培养提升在芯片短缺的行业背景下快速寻找替代方案的能力。同时, 公司也与多家电池供应商展开合作, 缓解磷酸铁锂供不应求的情况。这也为小鹏长期的成本控制奠定基础能力。同时, 小鹏的肇庆、广州、武汉三地工厂都将陆续为小鹏增加产量输出。

最后, 全力投入自动驾驶, 力争与竞争对手形成代差。小鹏计划在 2023 年实现 XPILLOT 4.0, 从而可以形成同时覆盖高速和城市的全场景自动复制驾驶。届时, 小鹏将有四款车型支持 XPILLOT 4.0。管理层预期 XPILLOT4.0 的推出, 将有希望在自动辅助驾驶方面与竞争对手形成代差, 进一步提升 XPILLOT 的渗透率。

图表 55: 小鹏汽车盈利预测和财务指标 (2019-2023E)

人民币百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E
营收	2,321	5,844	20,988	39,179	60,703
营收增速	23815%	152%	259%	87%	55%
毛利率	(24.0%)	4.6%	12.5%	13.0%	14.8%
净利润(损失)	(4,643)	(4,890)	(4,863)	(9,576)	(10,766)
净利润(损失)增速	106%	5%	(1%)	97%	12%
目标市销率(x)	75.2	29.9	9.3	5.2	3.4

E=浦银国际预测

资料来源: 公司公告、浦银国际

业绩回顾及预测调整

4Q21 财务表现

- 收入 85.6 亿人民币，同比增长 200%，环比增长 50%，超出此前指引区间。
- 汽车销售收入为 81.9 亿人民币，同比增长 199%，环比增长 50%；增长主要来自汽车交付量的增加。
- 服务与其他收入为 3.7 亿人民币，同比增长 218%，环比增长 42%；增长主要来自服务、零件、配件销售收入随汽车交付量的增加而增加。
- 毛利率 12.0%，同比增长 4.6 个百分点，环比下降 2.4 个百分点；汽车销售毛利率达到 10.9%，同比增长 4.1 个百分点，环比下降 2.7 个百分点，环比下降来自产品组合变化；服务与其他毛利率为 36.1%，同比增长 13.9 个百分点，环比增长 5.5 个百分点。
- 营业损失为 24.3 亿人民币，同比增长 117%，环比增长 35%；研发费用增长来自于人员薪酬增长、新车型开发等，销售管理费用增长来自于营销、促销、广告开支增加以及销售网络人员扩张、销售佣金的增长；营业费用率则同比下降 6.3 个百分点，环比下降 5.5 个百分点。
- 净损失为 12.9 亿人民币，同比增长 63%，环比下降 19%。

2021 财务表现

- 收入 209.9 亿人民币，同比增长 259%；汽车销售收入为 200.4 亿人民币，同比增长 261%，主要来自汽车交付量增加；其他销售收入为 9.5 亿人民币，同比增长 218%。
- 毛利率 12.5%，同比增长 7.9 个百分点；其中，汽车销售毛利率同比增长 8.0 个百分点，主要来自材料成本下降、产品组合优化、规模效应带来的生产效率提升；服务及其他毛利率同比增长 9.7 个百分点。
- 营业损失为 65.8 亿人民币，同比增长 53%，营业费用率同比下降 34.2 个百分点。
- 净损失为 48.6 亿人民币，较 2020 年 48.9 亿人民币损失有所缩窄。

营运情况

- 4Q21 汽车销量为 41,751 辆，同比增长 222%，环比增长 63%，超出此前指引区间；2021 汽车销量为 98,155 辆，同比增长 263%。
- 新车型方面，智能纯电中大型 SUV G9 预计于 3Q22 上市；计划在 2023 年推出两个基于全新平台的首款车型，分别面向 C 平台和 B 平台；计划 2023 年至少有 4 款车型（包括现有车型改款）支持 XPiLOT 4.0。

1Q22 业绩指引

- 公司预计 1Q22 销量为 3.35 万辆-3.40 万辆，中位数同比增长 153%，环比下降 19%。
- 公司预计 1Q22 营业收入为 72-73 亿元人民币，中位数同比增长 146%，环比下降 15%。

预测调整

- 上调小鹏 2022 年、2023 年营业收入 30%和 16%；
- 上调小鹏 2022 年、2023 年毛利润 13%和 8%；
- 上调小鹏 2022 年净损失 11%，下调小鹏 2023 年净损失 7%；
- 2022 年美股目标价下调至 37.4 美元，维持“买入”评级；下调港股目标价为 146.2 港元，维持“买入”评级。

图表 56: 小鹏汽车 4Q21 业绩详情

人民币百万	4Q21	4Q20	同比	3Q21	环比
营业收入	8,556	2,851	200%	5,720	50%
毛利润 (损失)	1,023	211	386%	821	25%
营业利润 (损失)	(2,430)	(1,121)	117%	(1,803)	35%
净利润 (损失)	(1,287)	(787)	63%	(1,595)	(19%)
基本每股收益 (元)	(1.51)	(1.05)	44%	(1.89)	(20%)

利润率	4Q21	4Q20	百分点	3Q21	百分点
毛利率	12.0%	7.4%	4.6	14.4%	(2.4)
营业费用率	40.4%	46.7%	(6.3)	45.9%	(5.5)
营业利润率	(28.4%)	(39.3%)	10.9	(31.5%)	3.1
净利率	(15.0%)	(27.6%)	12.6	(27.9%)	12.8

资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 57: 小鹏汽车 4Q21 业务拆分

人民币百万	4Q21	4Q20	同比	3Q21	环比
汽车	8,187	2,735	199%	5,460	50%
软件服务与其他	369	116	218%	260	42%
总收入	8,556	2,851	200%	5,720	50%

毛利率	4Q21	4Q20	百分点	3Q21	百分点
汽车	10.9%	6.8%	4.1	13.6%	(2.7)
软件服务与其他	36.1%	22.2%	13.9	30.6%	5.5
综合毛利率	12.0%	7.4%	4.6	14.4%	(2.4)

资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 58: 小鹏汽车财务预测: 新预测 vs 前预测

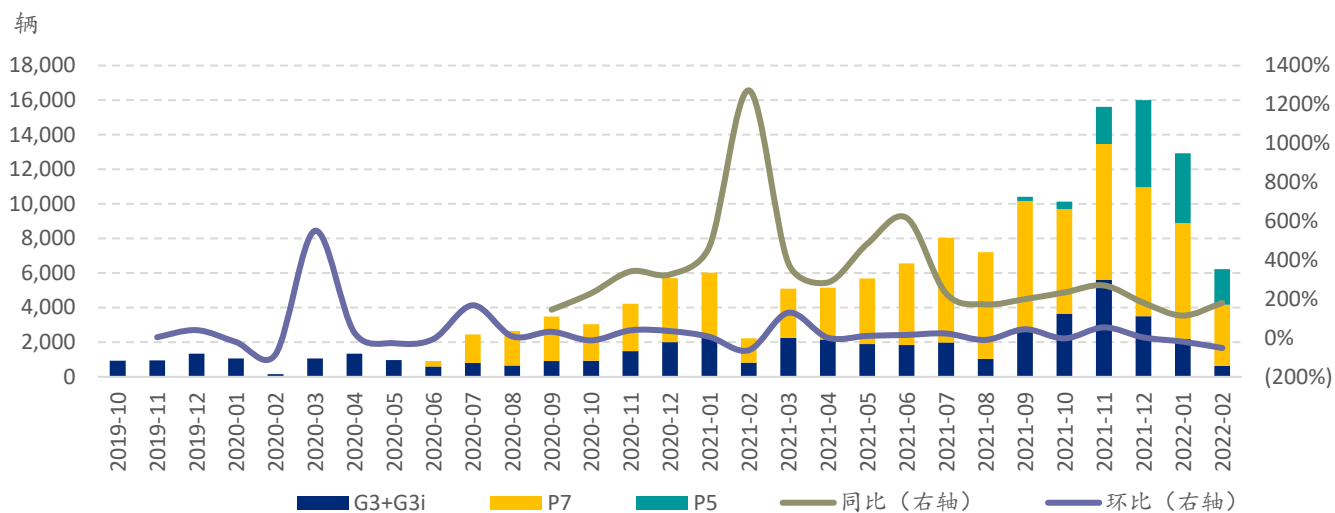
人民币百万	2022E			2023E		
	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异
营业收入	39,179	30,175	30%	60,703	52,516	16%
毛利润	5,081	4,508	13%	8,962	8,286	8%
营业利润 (损失)	(10,842)	(9,528)	14%	(11,868)	(12,725)	(7%)
净利润 (损失)	(9,576)	(8,589)	11%	(10,766)	(11,630)	(7%)
基本每股收益 (人民币)	(11.18)	(10.04)	11%	(12.57)	(13.59)	(7%)

利润率	百分点			百分点		
毛利率	13.0%	14.9%	(2.0)	14.8%	15.8%	(1.0)
营业费用率	40.6%	46.5%	(5.9)	34.3%	40.0%	(5.7)
营业利润率	(27.7%)	(31.6%)	3.9	(19.6%)	(24.2%)	4.7
净利率	(24.4%)	(28.5%)	4.0	(17.7%)	(22.1%)	4.4

资料来源: 浦银国际预测

汽车月度交付量

图表 59: 小鹏 2 月交付 6,225 辆, 环比下降 52%, 同比增加 180%;
一季度交付指引 33,500 至 34,000 辆



资料来源: 公司公告、浦银国际

分部加总估值

我们首先采用 SOTP (Sum of Total Parts, 分部加总法) 对小鹏进行估值预测。我们预测小鹏 2022 年的汽车销售、服务及其他的收入增速分别为 87% 和 85%，分别给予 4.5x 和 20.0x 的市销率，得到 37.4 美元的目标价，维持“买入”评级，潜在升幅 37.7%。同时，我们采用 7.8299 的美元/港币汇率，得到 146.2 港元的目标价，维持“买入”评级，潜在升幅 40.9%。

图表 60：小鹏分部加总估值法（2022 年）

人民币百万	收入	收入增速	市销率	估值
汽车销售	37,430	87%	4.5	168,435
服务及其他	1,749	85%	20.0	34,971
合计	39,179	87%	5.2	203,406
股数（百万）				1,713
目标价（人民币）				119
美元/人民币				6.3592
美股目标价（美元）				37.4
美元/港币				7.8299
港股目标价（港元）				146.2

资料来源：浦银国际预测

图表 61：小鹏汽车历史市销率：上市以来均值 9.7x



资料来源：浦银国际预测

图表 62：小鹏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
新能源汽车													
XPEV US Equity	小鹏汽车	23,217	27.1	(46%)	25%	9%	(50%)	N/A	N/A	N/A	7.2	3.6	2.2
9868 HK Equity	小鹏汽车-W	22,691	103.8	(44%)	N/A	3%	(46%)	N/A	N/A	N/A	7.0	3.5	2.2
TSLA US Equity	特斯拉	1,128,425	1,091.8	3%	183%	62%	31%	166.9	102.8	78.7	21.4	13.5	10.5
1211 HK Equity	比亚迪股份	95,204	211.4	(21%)	(5%)	72%	49%	110.3	63.9	43.0	2.7	2.0	1.6
002594 CH Equity	比亚迪	95,204	230.4	(14%)	(5%)	89%	41%	148.6	78.5	55.8	2.8	2.0	1.6
NIO US Equity	蔚来	35,400	21.2	(33%)	(0%)	(23%)	(100%)	N/A	N/A	N/A	6.3	3.6	2.1
9866 HK Equity	蔚来-SW	33,212	155.8	(33%)	N/A	(64%)	(137%)	N/A	N/A	168.2	6.2	3.4	2.3
LI US Equity	理想汽车	27,350	26.5	(18%)	(84%)	(340%)	731%	N/A	558.6	67.2	6.6	3.4	2.0
2015 HK Equity	理想汽车-W	27,228	103.2	(16%)	N/A	(135%)	1274%	N/A	801.5	58.4	6.7	3.3	1.9
平均								142.0	321.0	78.5	7.5	4.2	2.9
豪华汽车													
MBG GR Equity	戴姆勒	75,452	64.2	(5%)	230%	(8%)	0%	5.4	5.9	5.9	0.4	0.5	0.5
BMW GR Equity	宝马	56,947	79.5	(10%)	196%	(2%)	(11%)	4.7	4.8	5.4	0.5	0.4	0.4
RACE US Equity	法拉利	39,423	214.4	(17%)	53%	10%	20%	44.8	40.8	34.1	8.4	7.5	6.8
平均								18.3	17.2	15.2	3.1	2.8	2.5
海外品牌汽车													
7203 JP Equity	丰田	291,131	2,202.0	5%	(5%)	45%	7%	15.6	10.7	10.1	1.4	1.2	1.1
VOW GR Equity	大众	106,997	223.2	(14%)	88%	12%	8%	8.0	7.2	6.6	0.4	0.4	0.3
F US Equity	福特	66,994	16.7	(20%)	(9330%)	8%	13%	9.0	8.4	7.4	0.5	0.5	0.4
GM US Equity	通用	64,253	44.2	(25%)	50%	1%	5%	6.5	6.4	6.1	0.5	0.4	0.4
7267 JP Equity	本田	51,128	3,483.0	8%	(8%)	40%	14%	12.4	8.9	7.8	0.5	0.4	0.4
005380 KS Equity	现代	30,430	174,500.0	(17%)	231%	7%	8%	7.4	6.9	6.5	0.3	0.3	0.3
平均								9.8	8.1	7.4	0.6	0.5	0.5
国产品牌汽车													
600104 CH Equity	上汽	31,115	17.0	(18%)	17%	14%	29%	7.6	6.7	5.1	0.2	0.2	0.2
2333 HK Equity	长城	30,921	11.7	(56%)	43%	49%	32%	12.4	8.3	6.3	1.5	1.1	0.9
2238 HK Equity	广汽集团	15,435	6.3	(18%)	5%	32%	20%	7.4	5.6	4.7	1.3	1.1	1.0
200625 CH Equity	长安汽车	11,705	3.1	(29%)	(19%)	22%	19%	4.1	3.4	2.8	0.7	0.6	0.6
平均								7.9	6.0	4.7	0.9	0.8	0.7
动力电池													
300750 CH Equity	宁德时代	178,137	487.0	(17%)	156%	72%	43%	85.3	49.4	34.6	9.4	5.1	3.6
051910 KS Equity	LG化学	30,132	523,000.0	(15%)	173%	(34%)	29%	10.2	15.4	12.0	0.9	0.8	0.7
6752 JP Equity	松下	23,823	1,198.0	(5%)	(19%)	55%	5%	17.9	11.6	11.1	0.4	0.4	0.4
002074 CH Equity	国轩高科	9,013	34.5	(33%)	11%	138%	39%	153.4	64.5	46.6	5.9	3.8	2.7
平均								66.7	35.2	26.1	4.1	2.5	1.8
软件公司													
MSFT US Equity	微软	2,329,276	310.7	(8%)	37%	22%	13%	39.9	32.8	28.9	14.0	11.7	10.3
ORCL US Equity	甲骨文	223,058	83.6	(4%)	17%	7%	10%	18.7	17.5	15.9	5.5	5.3	5.0
SAP US Equity	SAP	137,359	111.8	(20%)	28%	(15%)	10%	15.9	18.8	17.1	4.6	4.2	4.0
688111 CH Equity	金山办公	13,160	181.9	(31%)	31%	25%	36%	72.1	57.7	42.4	24.7	18.6	14.0
600588 CH Equity	用友	12,419	23.0	(36%)	15%	(4%)	27%	80.5	83.8	65.9	8.1	7.1	5.7
268 HK Equity	金蝶	7,407	16.7	(30%)	78%	(21%)	(86%)	N/A	N/A	N/A	11.3	9.2	7.3
平均								45.4	42.1	34.0	11.4	9.4	7.7
功率半导体													
IFX GR Equity	英飞凌	45,053	31.4	(23%)	83%	52%	9%	28.0	18.4	16.9	3.7	3.1	2.9
ON US Equity	安森美	28,251	65.3	(4%)	257%	48%	7%	23.1	15.7	14.6	4.2	3.7	3.5
600745 CH Equity	闻泰科技	17,621	90.1	(30%)	14%	52%	36%	33.3	22.0	16.2	1.8	1.3	1.1
688396 CH Equity	华润微电子	11,767	56.8	(12%)	115%	10%	15%	32.0	29.0	25.2	7.7	6.6	5.6
603290 CH Equity	斯达半导	10,368	387.2	2%	94%	53%	40%	167.0	108.9	77.7	38.4	24.7	17.7
平均								56.7	38.8	30.1	11.2	7.9	6.1
海外科技公司													
AAPL US Equity	苹果	2,865,694	175.6	(1%)	72%	10%	7%	31.5	28.5	26.8	7.8	7.2	6.8
GOOG US Equity	谷歌	1,873,303	2,839.0	(2%)	100%	9%	19%	24.8	22.7	19.2	8.9	7.5	6.4
AMZN US Equity	亚马逊	1,719,797	3,379.8	1%	19%	18%	38%	58.8	49.9	36.2	3.7	3.2	2.7
FB US Equity	Facebook	608,599	223.6	(34%)	44%	(8%)	16%	14.9	16.2	14.0	5.2	4.6	3.9
NFLX US Equity	奈飞	168,044	378.5	(37%)	65%	3%	27%	34.1	33.1	26.0	5.7	5.0	4.5
平均								32.8	30.1	24.4	6.2	5.5	4.9
中国科技互联网公司													
700 HK Equity	腾讯	449,822	366.4	(17%)	2%	2%	20%	23.0	22.6	18.8	5.2	4.7	4.1
9988 HK Equity	阿里巴巴	307,737	111.1	(7%)	32%	(27%)	14%	11.2	15.3	13.4	2.8	2.3	2.0
3690 HK Equity	美团	118,045	150.6	(33%)	(540%)	(56%)	(211%)	N/A	N/A	86.6	4.4	3.5	2.7
1810 HK Equity	小米	46,198	14.5	(23%)	64%	4%	17%	12.8	12.3	10.5	0.8	0.7	0.6
002230 CH Equity	科大讯飞	16,721	45.8	(13%)	37%	36%	32%	59.7	44.0	33.3	6.1	4.6	3.6
平均								26.7	23.5	32.5	3.9	3.2	2.6

注：E=Bloomberg 一致预测，数据截至 2022 年 3 月 28 日；

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 63: SPDBI 目标价: 小鹏汽车-W (9868.HK)



注: 截至 2022 年 3 月 28 日收盘价
资料来源: Bloomberg、浦银国际

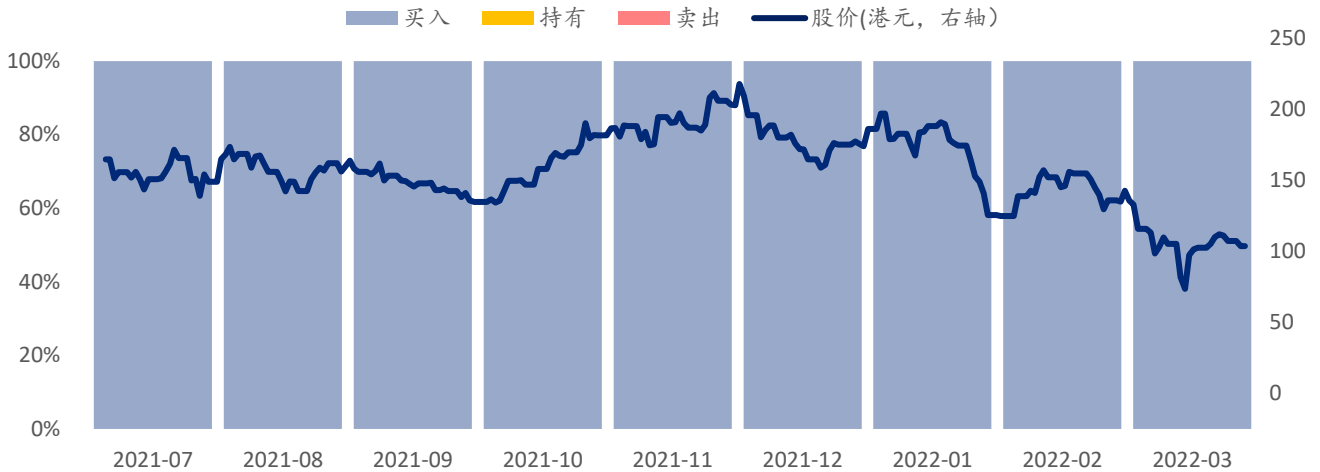
图表 64: SPDBI 目标价: 小鹏汽车 (XPEV.US)



注: 截至 2022 年 3 月 28 日收盘价
资料来源: Bloomberg、浦银国际

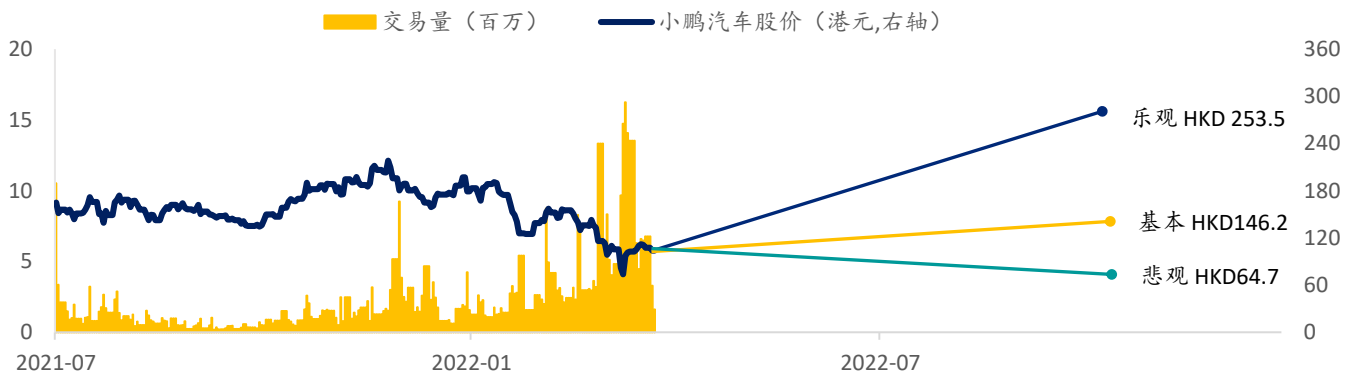
乐观与悲观情景假设

图表 65: 小鹏汽车-W (9868.HK) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 66: 小鹏汽车-W (9868.HK) SPDBI 情景假设



乐观情景 (10%)

目标价: 253.5 港元, 对应 7.5x 的 2022 年市销率

- 小鹏的新车型销量优于预期, 推动小鹏汽车销量上行;
- 小鹏用户购买自动驾驶选配的比例高于预期;
- 小鹏的自动驾驶 XPILOT 3.5 用户体验超出预期;
- 随着规模效应带来成本下降, 小鹏毛利率改善比较明显, 超过 2022 年的基本假设。

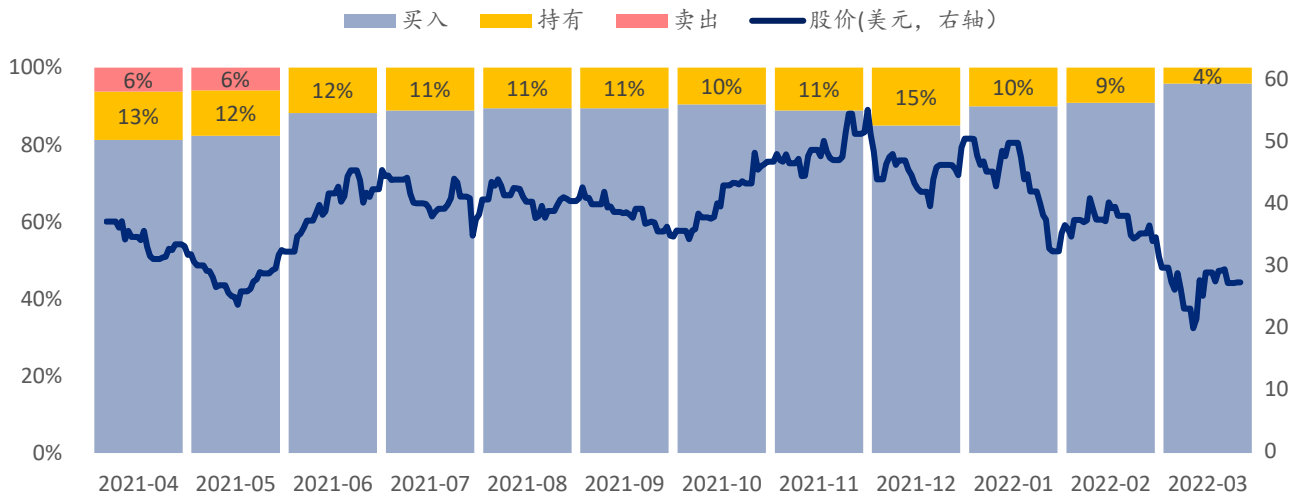
悲观情景 (15%)

目标价: 64.7 港元, 对应 2.9x 的 2022 年市销率

- 新车型 P5 市场销售反应不及预期;
- XPILOT 3.5 研发进度比较慢, 实际用户体验不佳;
- 新能源汽车市场需求波动, 或半导体产能无法及时得到改善, 拖累小鹏汽车销量;
- 市场竞争加剧, 毛利率下降, 显著低于 2022 年的基本假设。

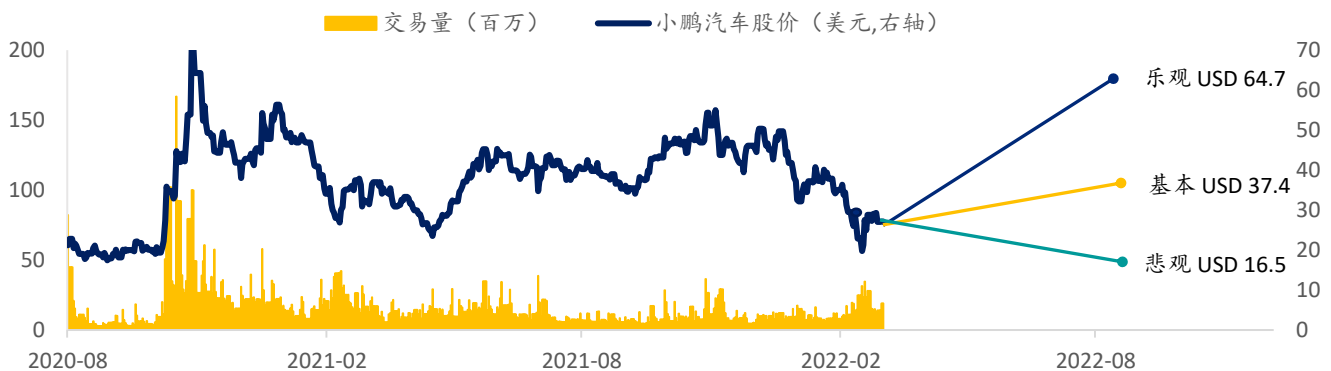
资料来源: 浦银国际预测

图表 67：小鹏汽车 (XPEV.US) 市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 68：小鹏汽车 (XPEV.US) SPDBI 情景假设



乐观情景 (10%)

目标价：64.7 美元，对应 7.5x 的 2022 年市销率

- 小鹏的新车型销量优于预期，推动小鹏汽车销量上行；
- 小鹏用户购买自动驾驶选配的比例高于预期；
- 小鹏的自动驾驶 XPILOT 3.5 用户体验超出预期；
- 随着规模效应带来成本下降，小鹏毛利率改善比较明显，超过 2022 年的基本假设。

悲观情景 (15%)

目标价：16.5 美元，对应 2.9x 的 2022 年市销率

- 新车型 P5 市场销售反应不及预期；
- XPILOT 3.5 研发进度比较慢，实际用户体验不佳；
- 新能源汽车市场需求波动，或半导体产能无法及时得到改善，拖累小鹏汽车销量；
- 市场竞争加剧，毛利率下降，显著低于 2022 年的基本假设。

资料来源：浦银国际预测

财务报表

财务报表分析与预测

利润表

人民币百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E
营业收入	2,321	5,844	20,988	39,179	60,703
营业成本	(2,879)	(5,578)	(18,366)	(34,097)	(51,740)
毛利润	(558)	266	2,623	5,081	8,962
营业费用	(3,222)	(4,560)	(9,202)	(15,923)	(20,830)
销售、行政及一般费用	(1,165)	(2,921)	(5,305)	(8,495)	(9,880)
研发费用	(2,070)	(1,726)	(4,114)	(7,427)	(10,950)
其他支出	12	87	218	-	-
净利润(损失)	(3,781)	(4,294)	(6,579)	(10,842)	(11,868)
营业外收支	89	1,563	1,742	1,266	1,102
利息收入/(支出)净额	57	111	688	882	718
衍生工具负债之公允价值收益	28	1,362	671	-	-
其他收益-非经营	4	90	384	384	384
除税前溢利	(3,692)	(2,731)	(4,837)	(9,576)	(10,766)
所得税	(0)	(1)	(26)	-	-
净利润	(3,692)	(2,732)	(4,863)	(9,576)	(10,766)
归属普通股股东净利润	(961)	(2,158)	-	-	-
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	10	-	-	-	-
归属普通股股东净利润	(4,643)	(4,890)	(4,863)	(9,576)	(10,766)
基本股数 (ADS, 百万)	735	735	821	856	856
摊销股数 (ADS, 百万)	735	735	821	856	856
基本每股收益(元)	(6.32)	(6.66)	(5.92)	(11.18)	(12.57)
稀释每股收益(元)	(6.32)	(6.66)	(5.92)	(11.18)	(12.57)

现金流量表

人民币百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动产生的现金流量净额	(3,563)	(140)	2,429	(1,360)	(1,702)
净利润	(3,692)	(2,732)	(4,863)	(9,576)	(10,766)
折旧及摊销	227	438	423	846	1,174
汇兑(收益)/损失	(8)	(81)	-	-	-
利息费用	(67)	(66)	688	882	718
其他营业活动现金流	167	(192)	-	-	-
营运资金变动	(190)	2,493	6,181	6,488	7,173
应收账款(增加)/减少	(505)	(596)	(1,545)	(2,317)	(2,742)
存货(增加)/减少	(394)	(982)	(1,319)	(2,280)	(2,557)
应付账款增加/(减少)	739	4,158	7,250	10,589	11,876
其他经营资金变动	(30)	(87)	1,794	496	596
投资活动产生的现金流量净额	740	(4,406)	(4,999)	(3,840)	(4,091)
资本支出	(2,008)	(1,192)	(3,438)	(4,123)	(4,346)
取得或购买长期投资	-	(1)	(1,548)	-	-
银行存款增加	760	(980)	-	-	-
短期投资	1,905	(2,347)	(13)	283	255
其他	83	114	-	-	-
融资活动产生的现金流量净额	3,594	34,330	12,711	5,000	5,000
借款	872	(352)	1,000	5,000	5,000
发行股份	2,624	18,693	11,711	-	-
其他	98	15,989	-	-	-
外汇损益	5	(650)	(5,169)	-	-
现金流量净流量	776	29,134	4,971	(200)	(792)
期初现金及现金等价物	1,632	2,408	31,542	36,513	36,313
期末现金及现金等价物	2,408	31,542	36,513	36,313	35,521

资产负债表

人民币百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E
货币资金	2,408	32,521	37,493	37,293	36,501
短期投资	408	2,821	2,834	2,550	2,295
应收账款	539	1,129	2,673	4,991	7,732
存货	454	1,343	2,662	4,942	7,499
其他流动资产	1,152	1,865	3,169	3,802	4,563
流动资产合计	4,961	39,679	48,831	53,578	58,590
固定资产-物业, 厂房及设备	3,230	3,082	5,425	7,526	9,560
资产使用权-非流动资产	440	461	1,561	2,166	2,751
土地使用权	255	250	595	826	1,049
无形资产	118	608	879	1,219	1,549
长期投资	-	1	1,549	1,549	1,549
其他非流动资产	247	626	6,811	6,811	6,811
资产合计	9,251	44,707	65,651	73,676	81,861
短期借款	480	173	-	500	1,000
应付账款	954	5,112	12,362	22,952	34,827
其他流动负债	1,864	2,553	5,650	6,781	8,137
流动负债合计	3,298	7,837	18,013	30,232	43,964
长期借款	1,690	1,645	1,675	6,175	10,675
其他非流动负债	1,401	795	3,817	3,817	3,817
负债合计	6,388	10,277	23,505	40,224	58,456
夹层权益	9,693	-	-	-	-
普通股	0	0	6	6	6
留存收益	(6,825)	(11,322)	(16,192)	(24,886)	(34,934)
其他综合收益	(6)	(730)	(1,649)	(1,649)	(1,649)
储备	-	46,483	59,981	59,981	59,981
股东权益合计	(6,830)	34,430	42,147	33,452	23,404
负债及股东权益合计	9,251	44,707	65,651	73,676	81,861

主要财务比率

	2019	2020	2021	2022E	2023E
营运指标增速					
营业收入增速	23815%	152%	259%	87%	55%
毛利润增速	23540%	NM	886%	94%	76%
营业利润增速	123%	14%	53%	65%	9%
净利润增速	106%	5%	(1%)	97%	12%
盈利能力					
净资产收益率	(128.9%)	(7.9%)	(11.5%)	(28.6%)	(46.0%)
总资产报酬率	(39.9%)	(6.1%)	(7.4%)	(13.0%)	(13.2%)
投入资本回报率	(79.8%)	(7.3%)	(9.5%)	(21.9%)	(29.5%)
利润率					
毛利率	(24.0%)	4.6%	12.5%	13.0%	14.8%
营业利润率	(162.9%)	(73.5%)	(31.3%)	(27.7%)	(19.6%)
净利润率	(200.0%)	(83.7%)	(23.2%)	(24.4%)	(17.7%)
营运能力					
现金循环周期					
应收账款周转天数	45	52	33	36	38
存货周转天数	40	59	40	41	44
应付账款周转天数	74	198	174	189	204
净债务(净现金)	(238)	(30,704)	(35,818)	(30,618)	(24,825)
自由现金流	(1,714)	1,325	5,867	2,763	2,644

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

理想汽车 (2015.HK, 买入, 目标价 150.4 港元; LI.US, 买入, 目标价 37.7 美元)

我们认为理想有能力充分享受中国新能源汽车行业的增长红利，预计理想在 2022 年和 2023 年的汽车销量将分别达到 16.2 万辆和 24.5 万辆，同比增长 78% 和 52%。公司的成长动力来自于：1) 中国新能源乘用车，尤其是插电式混合动力车型快速增长，2) 预计将在今年下半年交付价格更高的 L9 旗舰车型，3) 2023 年预计发布两款高压纯电车型。所以，我们预计理想明年两年将在收入端实现量价齐升。

我们维持理想汽车美股 (LI.US) 和理想汽车港股 (2015.HK) 目标价 37.7 美元和 150.4 美元不变，潜在升幅 42.5% 和 45.8%，并重申“买入”评级。

详情请参考报告：《[理想汽车 \(LI.US、2015.HK\)：上调目标价；4Q21 业绩强劲，2022、2023 年高速扩张](#)》。

图表 69: 理想汽车：收入预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
汽车销售经营数据增速						
汽车交付量	3253%	177%	78%	52%	32%	24%
汽车平均单价	-1%	1%	4%	3%	4%	0%
营收增速						
汽车销售	3204%	181%	85%	56%	37%	24%
服务及其他	5015%	407%	95%	70%	41%	31%
营收增长	3225%	186%	86%	56%	37%	25%
毛利率						
汽车销售	16.4%	20.6%	20.8%	21.4%	22.0%	23.0%
服务收入	17.4%	44.1%	40.3%	39.5%	39.5%	39.5%
综合毛利率	16.4%	21.3%	21.4%	22.1%	22.7%	23.7%

E=浦银国际预测；资料来源：公司资料、浦银国际

4Q21 业绩强劲

理想汽车 4Q21 财务表现

- 收入录得 106 亿人民币，同比增长 156%，环比增长 37%；
- 毛利率为 22.4%，同比增加 4.9 个百分点，环比下降 0.9 个百分点；环比下降主要因为 3Q2021 双积分收入导致软件与其他业务毛利率较高；
- 营业费用率为 22.2%，同比增加 2.8 个百分点，环比下降 2.4 个百分点；
- 净利润再次翻正，录得 2.96 亿人民币。

理想汽车 4Q21 业务拆分

- 汽车销量为 35,221 辆，同比增长 144%，环比增长 40%，高于此前的交付量指引；汽车销售收入同比增长 156%，环比增长 40%；
- 汽车销售毛利率达 22.3%，同比增加 5.2 个百分点，环比增加 1.3 个百分点，单季毛利率创历史新高，主要因为汽车售价提升及交付量规模增加；
- 软件服务与其他收入同比增长 174%，环比下降 37%，主要因为三季度有双积分销售。

图表 70: 理想汽车 4Q21 业绩详情

人民币百万	4Q21	4Q20	同比	3Q21	环比
营业收入	10,620	4,147	156%	7,775	37%
毛利润	2,380	725	228%	1,812	31%
营业利润 (损失)	24	(79)	NM	(98)	(125%)
净利润 (损失)	296	108	175%	(22)	NM
基本每股收益 (人民币)	0.32	0.12	154%	(0.02)	NM
利润率	4Q21	4Q20	百分点	3Q21	百分点
毛利率	22.4%	17.5%	4.9	23.3%	(0.9)
营业费用率	22.2%	19.4%	2.8	24.6%	(2.4)
营业利润率	0.2%	(1.9%)	2.1	(1.3%)	1.5
净利率	2.8%	2.6%	0.2	(0.3%)	3.1
收入 (人民币百万)	4Q21	4Q20	同比	3Q21	环比
汽车销售	10,376	4,058	156%	7,386	40%
软件服务与其他	245	89	174%	389	(37%)
总收入	10,620	4,147	156%	7,775	37%
毛利率	4Q21	4Q20	百分点	3Q21	百分点
汽车销售	22.3%	17.1%	5.2	21.1%	1.3
软件服务与其他	25.3%	32.5%	(7.2)	65.9%	(40.6)
综合毛利率	22.4%	17.5%	4.9	23.3%	(0.9)
汽车销售	4Q21	4Q20	同比	3Q21	环比
汽车销量	35,221	14,464	144%	25,116	40%
汽车均价 (人民币)	294,589	280,540	5%	294,067	0%
汽车销售收入 (人民币百万)	10,376	4,058	156%	7,386	40%

资料来源: 公司资料、浦银国际

1Q22 指引稳健

理想汽车 1Q22 交付量及收入指引

- 1Q21 汽车交付量在 30,000-32,000 辆，中位数同比增长 146%，环比下降 12%；今年一季度交付量指引较去年四季度有所下降，主要因为汽车供应链部分部件存在供应链瓶颈；
- 总收入在 88.4 亿-94.3 亿人民币，中位数同比增长 156%，环比下降 14%。

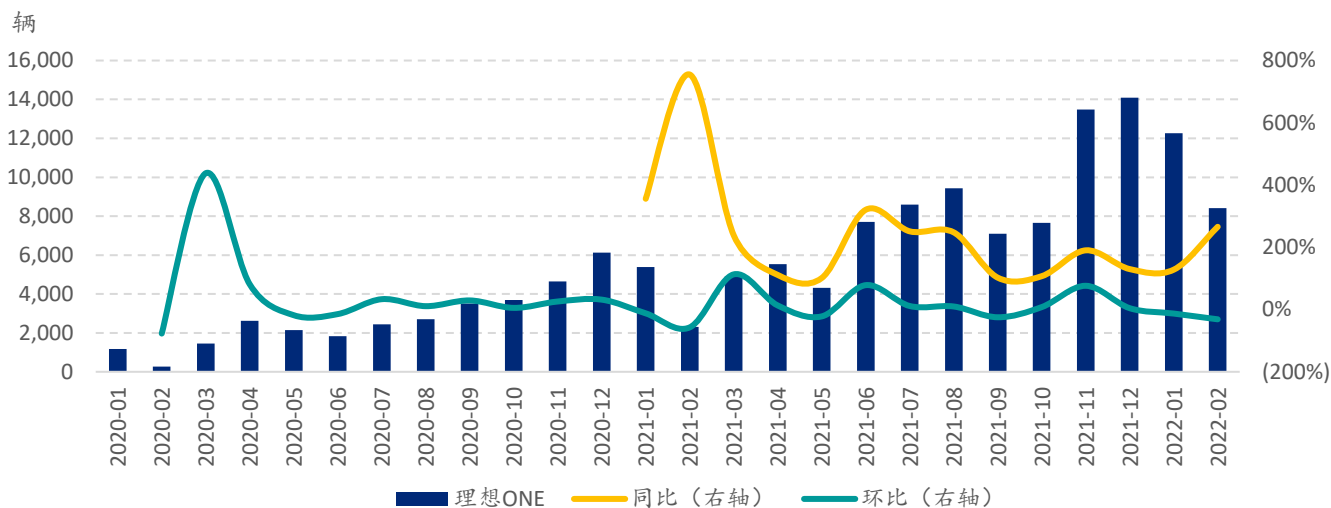
图表 71: 理想汽车 1Q22 交付量及收入指引

理想汽车指引	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22
交付量区间 (辆)					
最小	10,500	14,500	24,500	30,000	30,000
最大	11,500	15,500	24,500	32,000	32,000
中位数	11,000	15,000	24,500	31,000	31,000
vs 实际交付	12,579	17,575	25,116	35,221	
同比	280%	127%	183%	114%	146%
环比	(24%)	19%	39%	23%	(12%)
总收入区间 (人民币百万)					
最小	2,940	3,990	6,980	8,820	8,840
最大	3,220	4,270	7,250	9,410	9,430
收入中位数	3,080	4,130	7,115	9,115	9,135
vs 实际收入	3,575	5,039	7,775	10,620	
同比	262%	112%	183%	120%	156%
环比	(26%)	16%	41%	17%	(14%)

资料来源：公司资料、浦银国际

汽车月度交付量

图表 72: 理想 2 月交付 8,414 辆, 环比下降 31%, 同比增长 266%;
一季度交付指引 30,000 至 32,000 辆



资料来源: 公司公告、浦银国际

财务报表

财务报表分析与预测

利润表

人民币百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E
营业收入	284	9,457	27,010	50,113	78,229
营业成本	(284)	(7,907)	(21,248)	(39,374)	(60,957)
毛利润	(0)	1,549	5,761	10,738	17,272
营业支出	(1,859)	(2,219)	(6,779)	(14,172)	(21,244)
销售、行政及一般费用	(689)	(1,119)	(3,492)	(7,571)	(11,715)
研发费用	(1,169)	(1,100)	(3,286)	(6,602)	(9,529)
营业利润(损失)	(1,859)	(669)	(1,017)	(3,434)	(3,972)
营业外收支	(559)	480	865	869	801
利息收入/(支出)净额	(53)	(26)	677	682	614
投资收益	49	214	-	-	-
其他收益	(555)	292	187	187	187
除税前溢利(损失)	(2,418)	(189)	(153)	(2,565)	(3,171)
所得税	-	23	(169)	-	-
持续经营业务净利润	(2,418)	(166)	(321)	(2,565)	(3,171)
非持续经营净利润	(21)	14	-	-	-
持续经营与非持续经营净利润	(2,439)	(152)	(321)	(2,565)	(3,171)
其他	(843)	(640)	-	-	-
净利润(损失)	(3,282)	(792)	(321)	(2,565)	(3,171)
基本每股收益(ADS, 百万)	128	435	950	1,033	1,033
摊薄每股收益(ADS, 百万)	128	435	950	1,133	1,133
基本每股收益(元)	(25.74)	(1.82)	(0.34)	(2.48)	(3.07)
摊薄每股收益(元)	(25.74)	(1.82)	(0.34)	(2.26)	(2.80)

现金流量表

人民币百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E
经营活动产生的现金流量净额	(1,794)	3,140	5,677	(17,774)	(2,594)
持续经营业务净利润	(2,418)	(166)	(321)	(2,565)	(3,171)
折旧及摊销	116	321	358	590	848
汇兑(收益)/损失	(32)	4	-	-	-
利息费用	84	65	(677)	(682)	(614)
其他经营活动现金流	610	(272)	677	682	614
营运资金变动	(154)	3,188	5,641	(15,799)	(2,711)
应收账款(增加)/减少	(8)	(107)	(5)	(4,891)	(2,812)
存货(增加)/减少	(511)	(517)	(570)	(9,407)	(4,824)
应付账款增加/(减少)	606	2,540	6,216	(1,501)	7,364
其他经营资金变动	(241)	1,272	-	-	-
投资活动产生的现金流量净额	(2,575)	(18,738)	(2,006)	(5,762)	(7,097)
资本支出	(1,029)	(716)	(2,045)	(3,795)	(4,933)
取得或购买长期投资	(98)	(65)	7	-	-
银行存款增加	(459)	(436)	-	-	-
短期投资	(978)	(17,580)	33	(1,967)	(2,164)
其他	(11)	60	-	-	-
融资活动产生的现金流量净额	5,656	24,711	18,415	5,474	5,094
借款	233	(145)	5,486	5,474	5,094
发行股份	5,254	24,855	12,929	-	-
发行债券	168	-	-	-	-
外汇损益	54	(377)	(1,766)	-	-
现金流量净流量	1,341	8,736	20,321	(18,061)	(4,597)
期初现金及现金等价物	96	1,436	10,173	30,493	12,432
期末现金及现金等价物	1,436	10,173	30,493	12,432	7,835

资产负债表

人民币百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,436	10,173	30,493	12,432	7,835
短期投资	2,290	19,701	19,668	21,635	23,799
应收账款	8	116	121	5,011	7,823
存货	518	1,048	1,618	11,025	15,849
其他流动资产	813	354	481	481	481
流动资产合计	5,066	31,391	52,380	50,584	55,786
固定资产-物业、厂房及设备	2,795	2,479	4,498	7,703	11,788
土地使用权	510	1,277	2,061	2,061	2,061
无形资产	674	683	751	751	751
长期投资	156	163	156	156	156
其他非流动资产	312	380	2,001	2,001	2,001
资产总计	9,513	36,373	61,849	63,257	72,544
短期借款	239	-	37	5,011	8,605
应付账款	625	3,161	9,376	7,875	15,239
其他流动负债	3,816	1,149	2,695	2,695	2,695
流动负债合计	4,680	4,309	12,108	15,581	26,540
长期借款	-	512	5,961	6,461	7,961
其他非流动负债	253	1,749	2,715	2,715	2,715
负债合计	4,932	6,570	20,785	24,758	37,216
实收股本	10,256	-	-	-	-
留存收益	(5,675)	(6,482)	-	(2,565)	(5,736)
股本及股本溢价	0	37,291	-	-	-
其他权益	16	(1,005)	-	-	-
股东权益合计	(5,675)	29,804	41,064	(2,565)	(5,736)
负债及股东权益合计	9,513	36,373	61,849	22,193	31,480

主要财务比率

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营运指标增速					
营业收入增速		3225.5%	185.6%	85.5%	56.1%
毛利润增速		NM	271.9%	86.4%	60.8%
营业利润增速		NM	NM	NM	NM
净利润增速		NM	NM	NM	NM
盈利能力					
净资产收益率	(53.2%)	(0.5%)	(0.8%)	100.0%	55.3%
总资产回报率	(25.6%)	(0.4%)	(0.5%)	(4.1%)	(4.4%)
股东资本回报率	(38.6%)	(1.9%)	(4.5%)	(38.6%)	(36.7%)
利润率					
毛利率	(0.0%)	16.4%	21.3%	21.4%	22.1%
营业利润率	(653.6%)	(7.1%)	(3.8%)	(6.9%)	(5.1%)
净利润率	(857.5%)	(1.6%)	(1.2%)	(5.1%)	(4.1%)
营运能力					
现金循环周期					
应收账款周转天数	5	2	2	19	30
存货周转天数	332	36	23	59	80
应付账款周转天数	617	87	108	80	69
净债务(净现金)	(1,197)	(9,661)	(34,495)	(960)	8,731
自由现金流	(3,401)	2,692	2,955	(22,251)	(8,141)

E=美国存托凭证; 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、海通国际预测

图表 73: SPDBI 科技行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价发布日期	行业
1810 HK Equity	小米集团-W	14.5	买入	29.0	2021/8/31	手机品牌
688036 CH Equity	传音控股	98.4	买入	179.1	2021/8/31	手机品牌
285 HK Equity	比亚迪电子	17.1	买入	36.0	2021/12/16	结构件、组装
600745 CH Equity	闻泰科技	90.1	买入	146.9	2022/1/19	ODM、功率半导体
002475 CH Equity	立讯精密	32.8	买入	43.7	2022/3/17	结构件、组装
300433 CH Equity	蓝思科技	11.7	买入	28.0	2021/12/16	结构件、组装
2018 HK Equity	瑞声科技	19.1	买入	38.2	2021/12/16	声学、光学器件
2382 HK Equity	舜宇光学科技	124.9	买入	187.2	2022/3/24	手机光学、车载光学
1478 HK Equity	丘钛科技	6.0	买入	7.4	2022/3/24	手机光学
603501 CH Equity	韦尔股份	202.4	买入	305.9	2021/8/31	手机 CIS、车载 CIS
NIO US Equity	蔚来	21.2	买入	26.4	2022/3/30	新能源汽车
9866 HK Equity	蔚来-SW	155.8	买入	207.0	2022/3/30	新能源汽车
XPEV US Equity	小鹏汽车	27.1	买入	37.4	2022/3/30	新能源汽车
9868 HK Equity	小鹏汽车-W	103.8	买入	146.2	2022/3/30	新能源汽车
LI US Equity	理想汽车	26.5	买入	37.7	2022/2/28	新能源汽车
2015 HK Equity	理想汽车-W	103.2	买入	150.4	2022/2/28	新能源汽车
TSLA US Equity	特斯拉(TESLA)	1,091.8	卖出	638.3	2021/9/6	新能源汽车
1211 HK Equity	比亚迪股份	211.4	买入	307.7	2021/9/6	新能源汽车
002594 CH Equity	比亚迪	230.4	买入	320.3	2021/9/6	新能源汽车

注：截至 2022 年 3 月 28 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

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

