



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

- 对中国新能源汽车行业以及中国新能源车企维持乐观判断:** 我们维持中国新能源乘用车预测不变,保持乐观判断。虽然中国汽车行业在今年二季度受到疫情冲击,但新能源汽车行业受到的影响相对较小。我们预计蔚来、小鹏、理想和比亚迪在中国新能源乘用车的份额在 2022 年将达到 39%,较 2021 年的 26%提升显著。我们预计这四家车企今年的新能源汽车交付量增速在 58%-150%之间,都将超过行业增速。中国新能源车企都将受惠于中国、海外新能源汽车市场初期高速增长的红利。因此,我们重申蔚来、小鹏、理想、比亚迪的“买入”评级,潜在升幅在 24%-35%之间。我们维持特斯拉的“持有”评级,预计今明两年汽车交付量增速为 52%和 44%,估值合理。
- 维持中国新能源乘用车销量预测:** 我们维持 2022 年和 2023 年中国新能源乘用车 511 万辆和 657 万辆的销量预测,同比增长 53%和 29%,隐含渗透率为 25.5%和 33.4%。在疫情反弹冲击的 4 月,中国新能源乘用车销量环比下降 39%,下降幅度小于整体乘用车的 48%。我们相信车企在供应紧缺的情况下,依然会优先配置资源保证新能源汽车战略的执行。因此,4 月中国新能源乘用车渗透率大幅上升至 29%。我们重申 [2022 年展望报告](#) 中的观点,在需求端、供应端、政策端共同作用下,中国新能源汽车渗透率处于“S”型曲线的加速上扬阶段。这是中国新能源汽车销量高增长的基础。
- 中国新能源车企高速增长:** 从近期调研看,今年 4 月会是造车新势力交付量的低点,5-6 月的交付量将在 4 月的基础上大幅环比复苏。我们预期蔚来、小鹏、理想等新势力将在 7-8 月达到此前月交付量峰值,并在此后随着汽车全供应链产能释放而突破新高。因此,我们预计蔚来、小鹏、理想的 2022 年汽车交付量将同比增长 59%、78%、78%,增速都高于中国新能源乘用车销量增速。
- 估值:** 蔚来、小鹏、理想当前市销率分别为 2.2x、2.4x、2.6x,较年初的 5.2x、7.0x、4.6x 下降明显,也同样较 3 月底下滑 25%、21%、9%。目前,造车新势力估值更加健康,且上行风险较大。特斯拉当前市销率为 7.5x,较中国新势力估值更高。蔚来、小鹏、理想、比亚迪的汽车销售业务的目标市销率在 3.5x-4.5 之间,与理想、小鹏上市以来均值以下一个标准差的 3.7x-4.4x 接近。
- 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。国内外疫情反复持续影响车企制造和交付。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。

沈岱

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

童钰枫

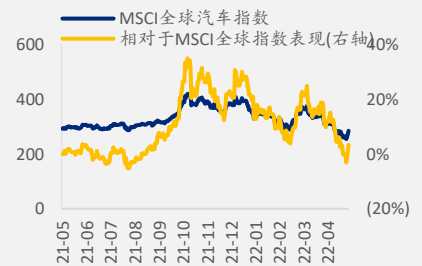
助理分析师
 carrie_tong@spdbi.com
 (852) 2808 6447

林琰

研究部主管
 sharon_lam@spdbi.com
 (852) 2808 6438

2022 年 06 月 01 日

MSCI 中国汽车指数表现



截至 5 月 27 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\(六\):疫情影响逐步消退,供需两端陆续恢复,推动新能源车企高速增长\(含蔚来、小鹏、理想 1Q22 业绩回顾预览\)》](#)
 (2022-05-30)

[《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\(含蔚来、小鹏、理想 4Q21 业绩回顾\)》](#)
 (2022-03-30)

[《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》](#) (2021-12-01)

[《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)



扫码关注
 浦银国际研究

目录

中国新能源汽车行业：预计 2022 年渗透率加速向 25% 以上提升	4
疫情反复不改中国新能源汽车渗透率加速上扬态势，期待疫情缓解后行业复苏向上 ..	4
上游原料涨价影响趋缓，车企涨价不改新能源汽车行业需求	7
政策端，刺激汽车消费，拉动行业稳定增长	10
中国汽车行业周期及估值	12
中国新能源车企高速增长	15
中国新能源汽车企推动自主品牌份额较提升	15
新能源车企估值	19
“电动三宝”——蔚来、小鹏、理想横向比较	23
新能源汽车行业可比公司估值	26

图表目录

图表 1: 中国新能源乘用车销量及同比预测	5
图表 2: 中国新能源乘用车渗透率及预测	5
图表 3: 中国新能源乘用车月度销量：4 月销量 28 万辆，环比下降 39%，同比增长 45%	5
图表 4: 中国乘用车月度销量：4 月销量 97 万辆，环比下降 48%，同比下降 43%	5
图表 5: 中国新能源汽车及新能源乘用车渗透率	6
图表 6: 中国新能源汽车品种拆分	6
图表 7: 锂、镍、钴价格变化对车企成本情景分析	7
图表 8: 新能源车企毛利率趋势	8
图表 9: 动力电池厂商毛利率趋势	8
图表 10: 蔚来、小鹏、理想、比亚迪、特斯拉中国地区电池与涨价情况梳理	9
图表 11: 特斯拉海外涨价情况梳理	9
图表 12: 2020-2022 年新能源补贴及车辆购置税政策梳理	10
图表 13: 近年以来我国新能源下乡政策梳理	11
图表 14: 近期各地方政府陆续出台对于汽车的消费刺激	11
图表 15: 中国乘用车销量同比 vs 库存同比	13
图表 16: 中国乘用车滚动 12 月销量同比 vs 12 个月库存均值同比	13
图表 17: A 股汽车指数市盈率：当前 30.7x，较 2021 年末下降 0.8x	13
图表 18: A 股汽车指数市销率：当前 1.2x，较 2021 年末下降 0.1x	13
图表 19: 中国乘用车销量同比 vs 市盈率	14
图表 20: 中国乘用车销量同比 vs 市销率	14
图表 21: 蔚来（美股）、小鹏（美股）、理想汽车（美股）、特斯拉历史市销率比较	14
图表 22: 中国新能源汽车销量份额	16
图表 23: 中国乘用车自主品牌份额	16
图表 24: 中国新能源乘用车各价格段（人民币）销量占比	16
图表 25: 中国 2022 年 1-4 月新能源乘用车销量排行榜	16

图表 26: 蔚来、小鹏、理想 2022 年新车型发布、交付计划	16
图表 27: 蔚来、小鹏、理想、比亚迪、特斯拉的汽车销售及预测	18
图表 28: 蔚来、小鹏、理想的盈利估值分析	20
图表 29: 蔚来市销率: 当前 2.2x vs 历史均值 5.4x vs 历史均值以下 1 个标准差 0.9x	21
图表 30: 小鹏市销率: 当前 2.4x vs 历史均值 9.0x vs 历史均值以下 1 个标准差 4.4x	21
图表 31: 理想市销率: 当前 2.6x vs 历史均值 6.0x vs 历史均值以下 1 个标准差 3.7x	21
图表 32: 特斯拉市销率: 当前 7.5x vs 历史均值 5.7x vs 历史均值以上 1 个标准差 9.8x	21
图表 33: 比亚迪股份市销率: 当前 2.1x vs 历史均值 1.4x vs 历史均值以上 1 个标准差 2.0x	21
图表 34: 比亚迪市销率: 当前 2.0x vs 历史均值 1.4x vs 历史均值以上 1 个标准差 2.0x	21
图表 35: 2H22 新能源汽车供应链覆盖公司投资总结	22
图表 36: 汽车销量	23
图表 37: 汽车均价	23
图表 38: 汽车销售收入	24
图表 39: 汽车板块毛利率	24
图表 40: 软件服务与其他收入占比	24
图表 41: 公司综合毛利率	24
图表 42: 研发费用	24
图表 43: 研发费用率	24
图表 44: 营业费用率	25
图表 45: 净利润	25
图表 46: 现金及现金等价物	25
图表 47: 短期与长期借款	25
图表 48: 零售门店数量	25
图表 49: 中国新能源乘用车份额	25
图表 50: 新能源汽车可比公司估值比较	26
图表 51: SPDBI 科技行业覆盖公司	27

新能源汽车行业 2022 年中期展望

预计 2022 年中国新能源汽车渗透率加速向 25% 以上提升

- 疫情反复不改中国新能源汽车渗透率加速上扬态势，期待疫情缓解后行业复苏向上

今年一季度，中国新能源乘用车销量达 120.1 万辆，同比增长 139%，同比增速较去年四季度的 128% 上升，对应渗透率为 21.7%，较去年四季度的 19.5% 上升。中国新能源乘用车渗透率曲线仍处于“S”型增长的加速上扬阶段。

今年 4 月，受上海反弹疫情影响，中国乘用车销量大幅下降，环比下降 48%，同比下降 43% (图表 4)。相较而言，中国新能源乘用车销量下降幅度更小，环比下降 39%，同比依然录得 45% 的增长 (图表 3)。针对 4 月汽车销量，中国乘用车销量比我们此前预期低了 39%，而中国新能源乘用车销量较我们预期低 21%。由于中国乘用车销量下降幅度更大，4 月中国新能源乘用车渗透率反而大幅升至 29.0%，较今年 2 月、3 月的渗透率 21.6%、24.7% 增长显著。

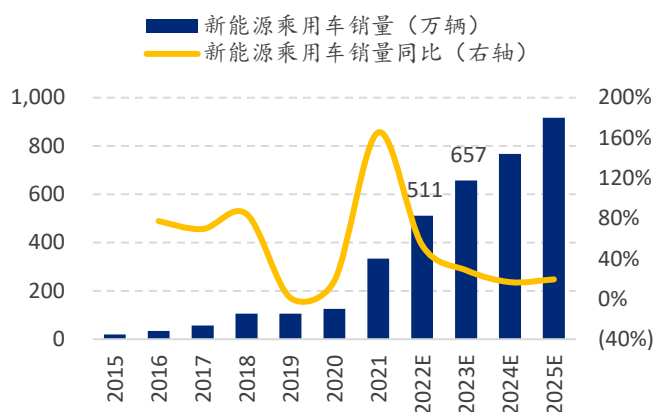
这与去年汽车行业整体受到芯片短缺影响的情况类似。在资源有限的情况下，各车企仍战略性地向新能源汽车倾斜，以尽可能地优先保证新能源汽车的生产和交付。

我们预计，今年中国新能源汽车月销量会在 4 月形成底部，在 5 月、6 月逐步复苏向上。根据理想、小鹏等业绩会以及我们与行业专家的交流，我们认为，造车新势力有望在 7 月-8 月之间恢复到峰值交付量。

整体来看，新能源汽车行业依然处于行业发展初期的阶段。无论是从需求端，消费者的购买意愿，还是从供应端，车企推出新能源汽车车型的能力，都还有较大的增长空间。根据专家调研，在成都、杭州等受疫情反复影响较小的城市，新能源汽车的销量和订单情况，都一直保持较强的动力。

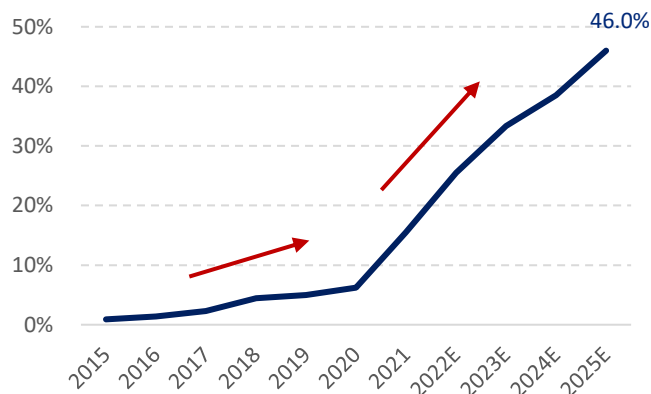
因此，在近期[新能源汽车行业报告](#)中，我们维持 3 月对 2022 年和 2023 年中国新能源乘用车的预测 (511 万辆和 657 万辆，同比增长 53% 和 29%)。由于中国乘用车行业整体受到疫情冲击，因而对应中国新能源乘用车渗透率上调为 25.5% 和 33.4% (图表 2)。长期来看，我们预计中国新能源乘用车渗透率在 2025 年有望达到 46%。

图表 1: 中国新能源乘用车销量及同比预测



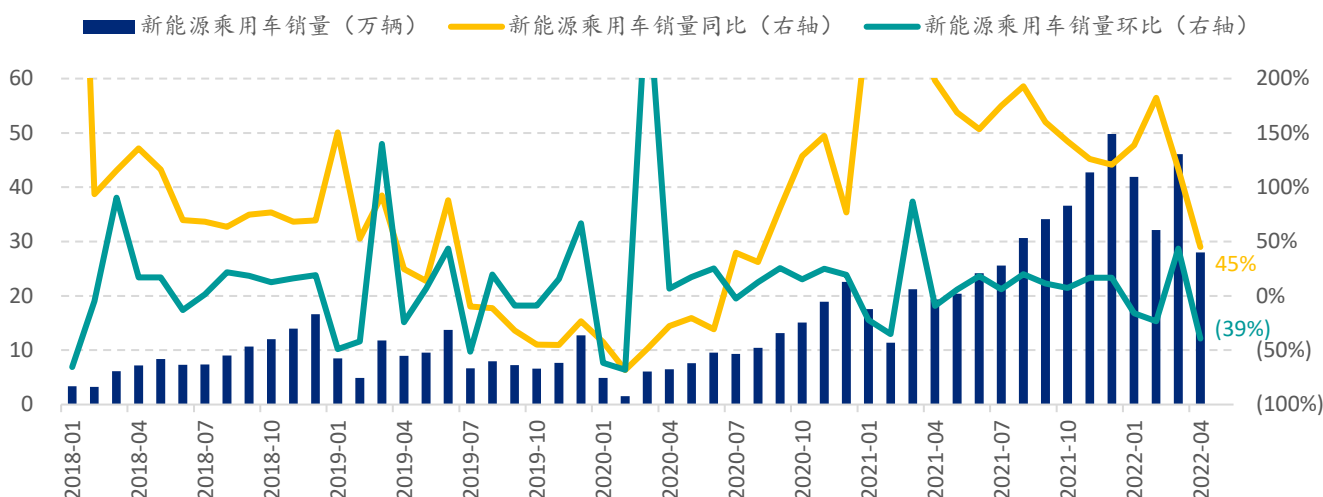
E=浦银国际预测 资料来源: 中汽协、Wind、浦银国际

图表 2: 中国新能源乘用车渗透率及预测



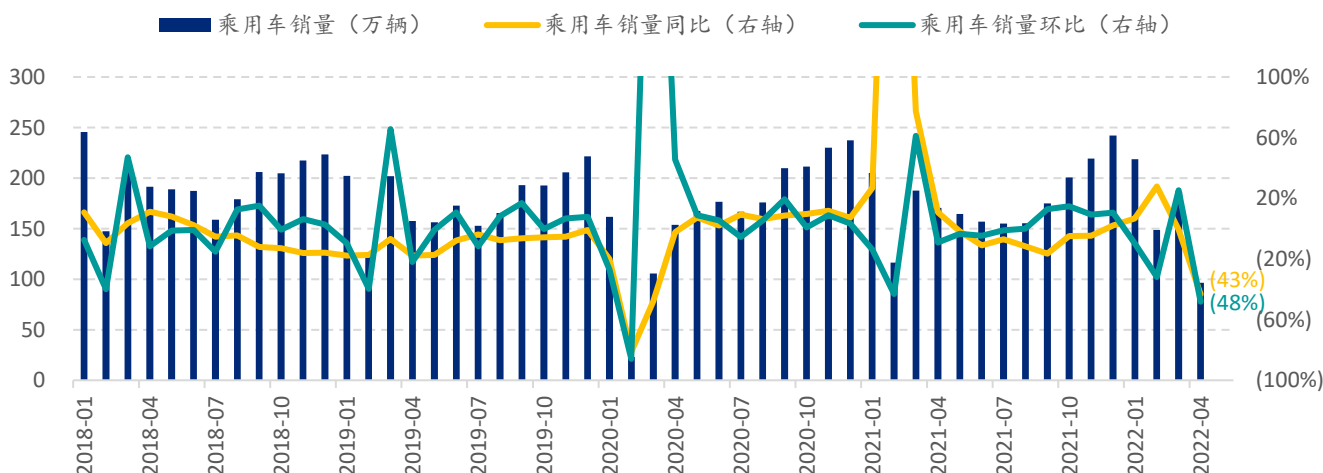
E=浦银国际预测 资料来源: 中汽协、Wind、浦银国际

图表 3: 中国新能源乘用车月度销量: 4月销量 28 万辆, 环比下降 39%, 同比增长 45%



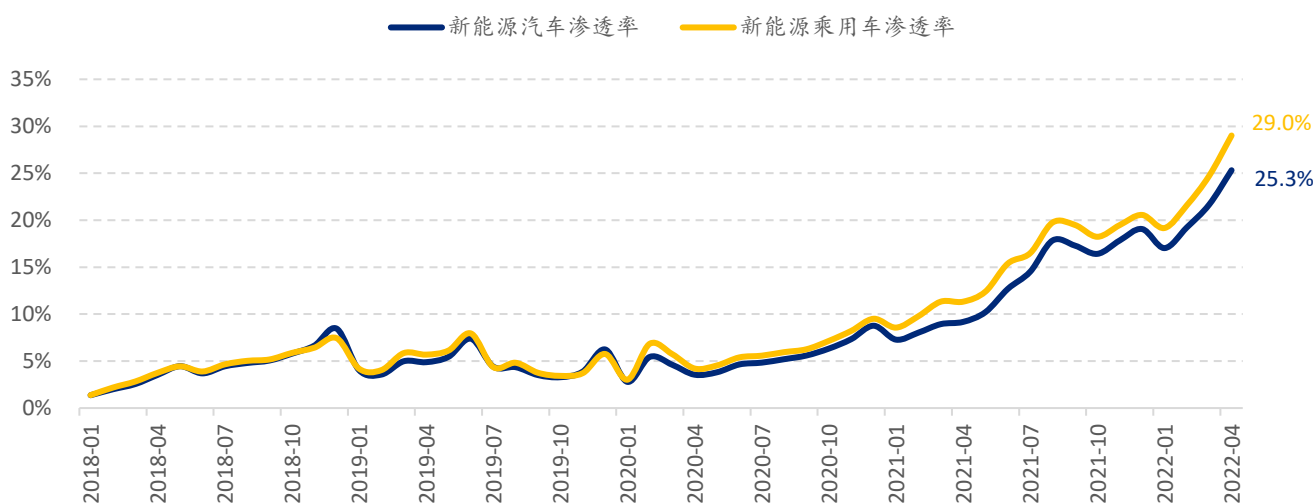
资料来源: 中汽协、Wind、浦银国际

图表 4: 中国乘用车月度销量: 4月销量 97 万辆, 环比下降 48%, 同比下降 43%



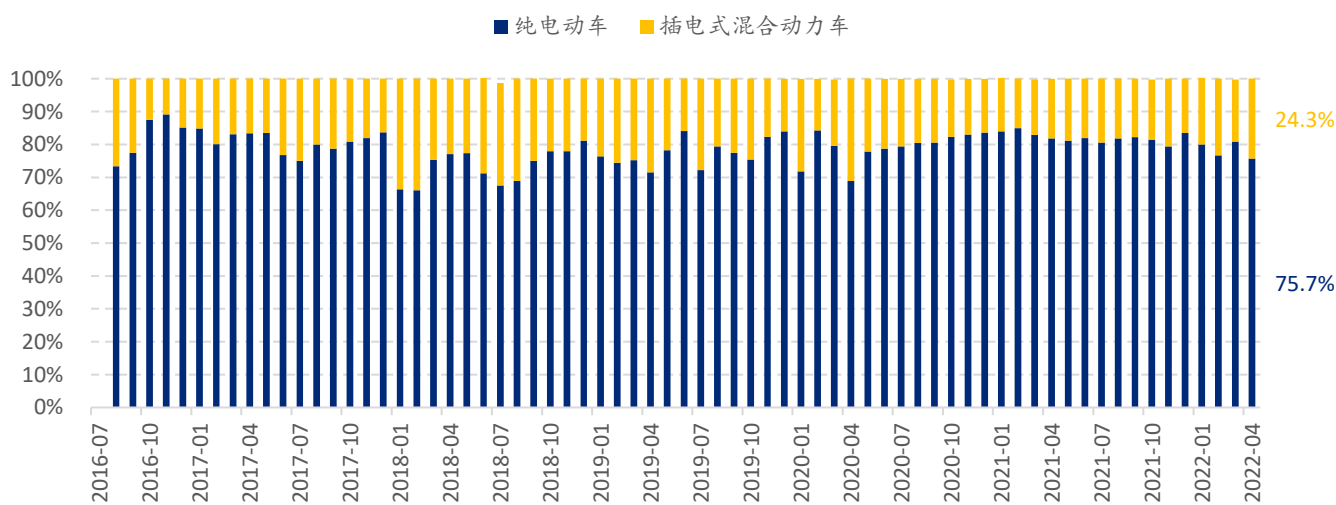
资料来源: 中汽协、Wind、浦银国际

图表 5: 中国新能源汽车及新能源乘用车渗透率: 4月新能源汽车渗透率 25.3%, 新能源乘用车渗透率 29.0%, 分别较上月提升 3.7 和 4.3 个百分点



资料来源: 中汽协、Wind、浦银国际

图表 6: 中国新能源汽车品种拆分: 4月纯电动车占比 75.7%, 插电式混合动力汽车占比 24.3%



资料来源: 中汽协、Wind、浦银国际

● 上游原料涨价影响趋缓，车企涨价不改新能源汽车行业需求

2021 年及 2022 年年初至今，新能源汽车产业链上游原材料大幅上涨。以动力电池正极材料中重要原料之一的碳酸锂为例，2021 年碳酸锂的价格上涨 419%，年初至今（截至 2022 年 5 月 27 日）上涨 66%。

汽车产业链错综复杂。而动力电池，即新能源汽车相较于燃油车新增的供应链环节，也同样具有相当程度的纵深。同样的矿产原料，对应新能源汽车中不同部件的多种不同应用。而单个化学原料，则需要多种上游矿产和资源才能完成冶炼。矿产资源与化学冶炼这两个环节，是中游电池制造环节的基础。

目前，新能源汽车产业链的部分瓶颈来自于矿端产能释放的时间较长。因此，短期的上游涨价压力仍然需要一些时间，才能得到明显缓解。从车企的判断角度来看，目前，不少车企普遍认为上游产能释放以缓解价格压力的时间大约在今年年底或明年年初。

我们以价格波动相对较大，而且是新能源汽车新增的动力电池原料中的锂、镍、钴，作为测算分析案例。首先，从短期和中期的时间维度看，锂价对于整车成本的影响程度大于镍、钴价格的影响。这主要是因为锂在新能源汽车成本中相对占比较高，且去年以来锂矿石或者锂盐原料涨价幅度最高。

其次，整体看，由于锂、镍、钴都处于历史相对较高的价格位置，因此在此价格位，按照锂、镍、钴，分别继续涨价 10 万元/吨、5 万元/吨、5 万元/吨，对应车企需要承担的物料成本上涨为 1,178—8,472 元之间，对应车企需要承担的不同车型的物料成本上升比例为 1.3%—4.3%之间。以这三种金属原料变化整体看，对汽车物料成本的影响并不是特别显著。

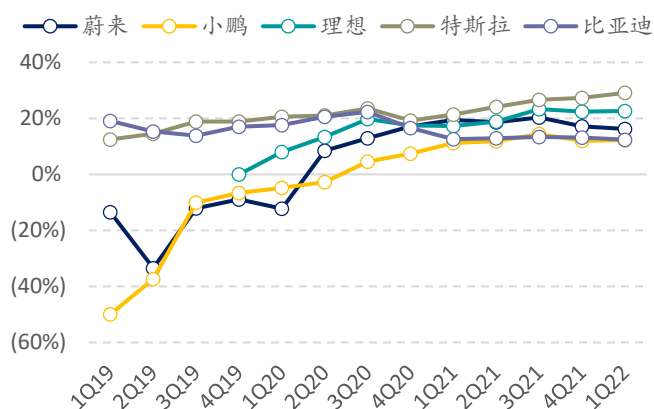
详情参考我们的行业深度报告《[大宗商品涨价背景下的电动汽车系列报告（一）：金属原料价格波动对新能源汽车产业链影响的框架分析](#)》

图表 7: 锂、镍、钴价格变化对车企成本情景分析

元素	测算结果
锂	<ul style="list-style-type: none">- 碳酸锂价格每上升 10 万元/吨，对应磷酸铁锂、三元电池的不同电池容量及车企承担比重不同，车企需承担的物料成本为 353—5,472 元，约占到整车物料成本的 0.6%—2.7%之间。- 其中售价为 20 万元的车型需要承担的物料成本上升的比重最高。
镍	<ul style="list-style-type: none">- 镍价格每上升 5 万元/吨，对三元电池的不同电池容量以及车企承担比重不同，车企需要承担的物料成本为 605—2200 元之间，约占到整车物料成本的 0.5%—1.2%之间。- 其中售价为 25 万元车型需承担的物料成本上升的比重最高。
钴	<ul style="list-style-type: none">- 钴价格每上升 5 万元/吨，对三元电池的不同电池容量以及车企承担比重不同，车企需要承担的物料成本为 220—800 元之间，约占到整车物料成本的 0.2%—0.4%之间。- 影响程度小于同样幅度的镍价影响。

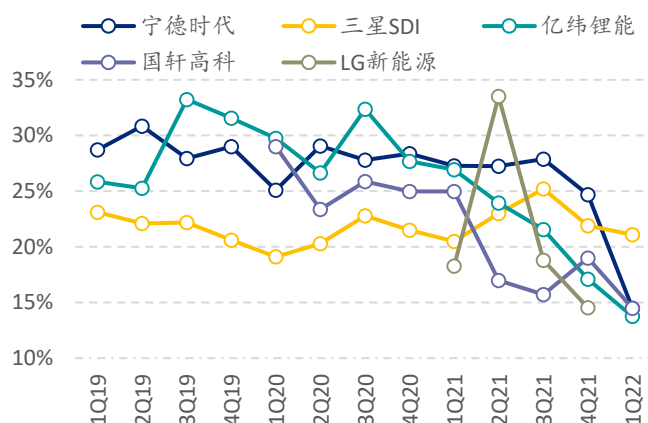
资料来源：公司资料、行业资料、浦银国际

图表 8: 新能源车企毛利率趋势



注: 蔚来 1Q22 为预测数据; 资料来源: 公司财报、浦银国际

图表 9: 动力电池厂商毛利率趋势



资料来源: Wind、公司公告、浦银国际

上游原料的价格传递到车企端需要一定的时间。虽然在 2021 年, 动力电池环节较车企承担更多的价格压力, 因而毛利率压力相对更大 (图表 9)。整体来看, 上游原料价格确实对汽车产业链中游部件环节的利润造成较大压力。

新能源车企, 如蔚来、小鹏、理想、比亚迪等, 更注重汽车交付量和份额增长。因而, 在上游原料价格处于较为极端水平的情况下, 这些车企也有意愿帮助汽车中游部件厂商分担部分盈利压力。因此, 今年以来, 头部车企大都已与电池厂商采用上游价格联动机制。这既能分担中游盈利压力保障自身供应, 也能享受此后上游原料价格下调恢复到正常区间的成本利好。

由于整体新能源汽车消费市场仍处于供不应求的状态, 因此, 在吸收部分上游原料成本上升后, 众多车企也有意愿将部分成本向消费者转嫁。这既在一定程度上保护了各车企的毛利率, 也不会丢失车企本身因供应不上而无法取得的需求和销量。

年初至今, 已经有多家车企对其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 3,000 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。因此, 我们看到车企调价的绝对金额以及相对于售价的比例并不高。

我们的基本判断是, 今年中国新能源汽车仍将持续处于供不应求的状态, 今年一季度的两轮价格调整, 对今年全年中国新能源汽车的销量影响有限。

首先, 新能源车企价格的调整需综合考虑多个因素, 因而涨价比较有节制。除了锂、钴、镍以及铜、铝、原油等原料价格上涨, 导致成本上升外, 也有因为随着交付量上升, 规模效应带来制造成本的下降。现在的价格调整隐含了一定的未来原料价格波动空间。

其次, 价格亦非影响消费购买新能源汽车的唯一因素, 其他因素也会对消费者购买行为产生影响, 例如, 某些城市的限牌政策。如图表 24 中我们梳理的信息所示, 中国新能源汽车市场中, 25 万以上与 8 万元以下的车型销

售占比最高。其中，预算 25 万人民币以上的消费人群，更看重新能源车的智能化、科技感，而预算 8 万人民币以下的消费人群，则更看重新能源车较低的使用成本。

最后，传统燃油车企同样面临铜、铝、原油等原料价格上涨压力，因而提升了燃油车的售价。相较而言，新能源汽车的价格并没有更加明显的提升，因此，调价并不是消费者在燃油车和电车之间作出选择的主要考虑因素。

因此，我们认为，当前价格调整对新能源乘用车影响有限，我们大体维持 2022 年、2023 年中国新能源乘用车销量 511 万、657 万辆的预测。

图表 10: 蔚来、小鹏、理想、比亚迪、特斯拉中国地区电池与涨价情况梳理

品牌	车型	电池容量 (kWh)	三元锂	磷酸铁锂	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)	累计涨幅
NIO 蔚来	ES8	75	✓	✓	46.8-56.6	NA	1	1	2%
	ES6	75	✓	✓	35.8-46.8	NA	1	1	2%-3%
	EC6	75	✓	✓	36.8-46.8	NA	1	1	2%-3%
XPENG 小鹏	P7	60.2-80.9	✓	✓	21.99-40.99	0.43-0.59	1.01-3.26	1.60-3.80	5%-14%
	P5	55.9-71.4	✓	✓	15.79-22.39	0.48-0.54	1.32-1.56	1.36-2.10	6%-13%
	G3i	55-66	✓	✓	14.98-18.78	0.48-0.54	1.07-1.43	1.61-1.91	9%-13%
Li Auto 理想	ONE	40.5	✓	✗	33.80	NA	1.18	1.18	3%
BYD 比亚迪	海豚	30.7-44.9	✗	✓	9.38-12.18	0.30	0.60	0.9	7%-10%
	汉 DM	15.2	✓	✗	21.78-23.78	0.50	NA	0.5	2%
	汉 EV	64.8-76.9	✗	✓	20.98-27.95	0.50	NA	0.5	2%
	秦 Plus DM-i	8.32-18.32	✗	✓	10.58-14.58	0.30	0.30	0.6	4%-6%
	宋 Plus DM-i	8.3-18.3	✗	✓	14.68-19.98	0.30	0.30	0.6	3%-4%
	元 Pro	38.9-50.1	✗	✓	7.98-9.98	0.70	0.60	1.3	13%-16%
TESLA 特斯拉	Model 3	60-78.4	✓	✓	25.56-34.99	1.00	1.00-1.43	1.00-2.42	3%-9%
	Model Y	60-78.4	✓	✓	28.08-39.79	2.11	1.00-2.00	1.00-3.61	3%-13%

注: ✓/✗表示各车型是否拥有配置三元锂/磷酸铁锂电池车款。蔚来数据只涵盖标配车型，涨价将于 5 月 10 日落实。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 11: 特斯拉海外涨价情况梳理

车型	电池容量 (kWh)	三元锂	磷酸铁锂	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	54-82	✓	✓	44,990-58,990	46,990-61,990	2,000-3,000	4%-5%
Model S	100	✓	✗	94,990-129,990	99,990-135,990	5,000-6,000	5%
Model X	100	✓	✗	104,990-126,490	114,990-138,990	10,000-12,500	10%
Model Y	75	✓	✓	59,990-64,990	62,990-67,990	3000	5%

注: ✓/✗表示各车型是否拥有配置三元锂/磷酸铁锂电池车款。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

● 政策端，刺激汽车消费，拉动行业稳定增长

整体来看，新能源汽车依然享受补贴和购置税减免的政策，是政策支持的战略方向之一。同时近期，各地政府出台相应活动和补贴政策，以推动中国新能源汽车消费。以广州为例，今年4月底，广东省为报废旧车，购买新能源车提供补贴1万元。今年5月底，上海对置换纯电动车的个人消费者给予一次性1万元补贴。

关于新能源汽车行业补贴，2020年原定补贴结束，但是由于疫情的情形，补贴退坡随之延后至2022年。2020年新颁布的政策中，原则上2020-2022年补贴标准分别在上一年基础上退坡10%、20%、30%，但是部分符合相应要求的车辆，2020年补贴标准不退坡，2021年、2022年补贴标准分别在上一年基础上退坡10%、20%。（详见图表12）

另外，自去年《关于开展新能源汽车下乡活动的通知》发布以来，新能源汽车下乡活动陆续展开。当地政府和车企共同举办活动，以更小的资金撬动更大的新能源汽车销售。在2022年2月，中汽协发布通知以促进新能源汽车下乡，有望进一步推动新能源汽车向广大低线城市腹地下沉。（详情见图表13和图表14）

展望今年下半年，各地政府有望陆续出台针对汽车的消费刺激政策，以提振当地经济。

图表 12：2020-2022 年新能源补贴及车辆购置税政策梳理

发布时间	政策
2020/04	财政部、国家税务总局、工业和信息化部联合发布公告表示，自2021年1月1日至2022年12月31日，购置新能源汽车免征车辆购置税，车型包括纯电车、插电混动（含增程式）车、燃料电池车， 意味着原本于2020年结束的车辆购置税免征政策延长两年。
2020/04	财政部、国家税务总局、工业和信息化部联合发布的《关于完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》称，将新能源汽车推广应用财政补贴政策实施期限延长至2022年底。原则上2020-2022年补贴标准分别在上一年基础上退坡10%、20%、30%，但为加快公共交通等领域汽车电动化，符合相应要求的车辆，2020年补贴标准不退坡，2021-2022年补贴标准分别在上一年基础上退坡10%、20%。
2021/12	财政部、工业和信息化部、科技部、国家发展改革委联合发布《关于2022年新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》称， 2022年新能源汽车补贴标准在2021年基础上退坡30%。
2022/02	国家发展改革委、工业和信息化部、财政部等12部门，提出在 2022年继续实施新能源汽车购置补贴、充电设施奖补、车船税减免优惠政策，但是补贴幅度较2021年退坡30%，且补贴政策在2022年内正式终止。

资料来源：公司资料、行业资料、浦银国际

图表 13：近年以来我国新能源下乡政策梳理

年份	政策
2020/07	工业和信息化部、农业农村部、商务部三部门联合发布《关于开展新能源汽车下乡活动的通知》，为新能源汽车下乡拉开大幕。虽然 2020 年这一系列活动历时不到半年，在山东青岛、江苏南京、海南海口、四川成都和云南昆明 5 地举办 5 站，却成功引起汽车行业对三四线市场、农村乃至乡镇前所未有的重视。
2021/03	工业和信息化部办公厅、农业农村部办公厅、商务部办公厅、国家能源局综合司《关于开展 2021 年新能源汽车下乡活动的通知》称，从 3 月开始开展新能源汽车下乡活动，在山西、吉林、河南、湖北、湖南、广西、重庆、山东、江苏、海南、四川和青岛等地，选择三四线城市、县区举办若干场专场、巡展、企业活动。
2022/01	国家能源局、农业农村部、国家乡村振兴局发布《加快农村能源转型发展助力乡村振兴的实施意见》称，大力支持地方开展新能源汽车下乡活动。国家发改委等七部门发布《促进绿色消费实施方案》，再次提出深入开展新能源汽车下乡活动，从三四五线城市到乡镇农村，逐步下沉。
2022/02	国务院发布《“十四五”推进农业农村现代化规划》，对汽车下乡又做出重点部署。中国汽车工业协会发布《2022 年度新能源汽车下乡车型申报通知》，促进 2022 年新能源汽车下乡。

资料来源：公司资料、行业资料、浦银国际

图表 14：近期各地方政府陆续出台对于汽车的消费刺激

日期	政策
4 月 29 日	《广东省进一步促进消费若干措施》称，报废旧车，购买新能源汽车的补贴 10,000 元/辆、购买燃油汽车的补贴 5000 元/辆；转出旧车，购买新能源汽车的补贴 8000 元/辆、购买燃油汽车的补贴 3000 元/辆。2022 年 5 月 1 日至 6 月 30 日，对个人消费者在省内购买以旧换新推广车型范围内的新能源汽车新车，给予 8000 元/辆补贴。
5 月 23 日	深圳市发布《深圳市关于促进消费持续恢复的若干措施》，支持个人消费者购买新能源汽车。对新购置符合条件新能源汽车并在深圳市内上牌的个人消费者，给予最高不超过 1 万元/台补贴。鼓励旅游客运车辆使用新能源或清洁能源。对新购置符合条件新能源旅游客运车（含清洁能源客运车）的企业、个体工商户等，给予最高不超过 5 万元/台补贴。
5 月 29 日	上海发布了《上海市加快经济恢复和重振行动方案》称，在促消费方面，上海将以大宗消费为抓手，年内新增非营业性客车牌照额度 4 万个，按照国家政策要求阶段性减征部分乘用车购置税，对置换纯电动汽车的个人消费者给予一次性 10,000 元补贴。

资料来源：公司资料、行业资料、浦银国际

● 中国汽车行业周期及估值

中国汽车行业库存在疫情影响下略有增长

在今年 3 月，中国汽车行业库存录得自 2020 年 7 月以来首次单月同比翻正，同比增长 3.8%。在受疫情反复影响较大的 4 月，连续第二个月单月库存同比翻正，同比增长 6.1%。但从 12 个月滚动库存同比来看，4 月份依然有同比 23% 的下滑。

由于去年下半年汽车行业芯片短缺较严重，以及今年 4 月疫情反弹带来的扰动，在 3 月、4 月，中国乘用车滚动 12 个月销量同比增速录得负增长，同比下降 2% 和 6%。我们认为，今年 4 月之后，汽车芯片供需的不平衡或会对整个乘用车的销量造成一定压力。在资源有限情况下，我们仍倾向于认为，新能源汽车由于车企战略性资源倾斜，会略优于传统燃油车。

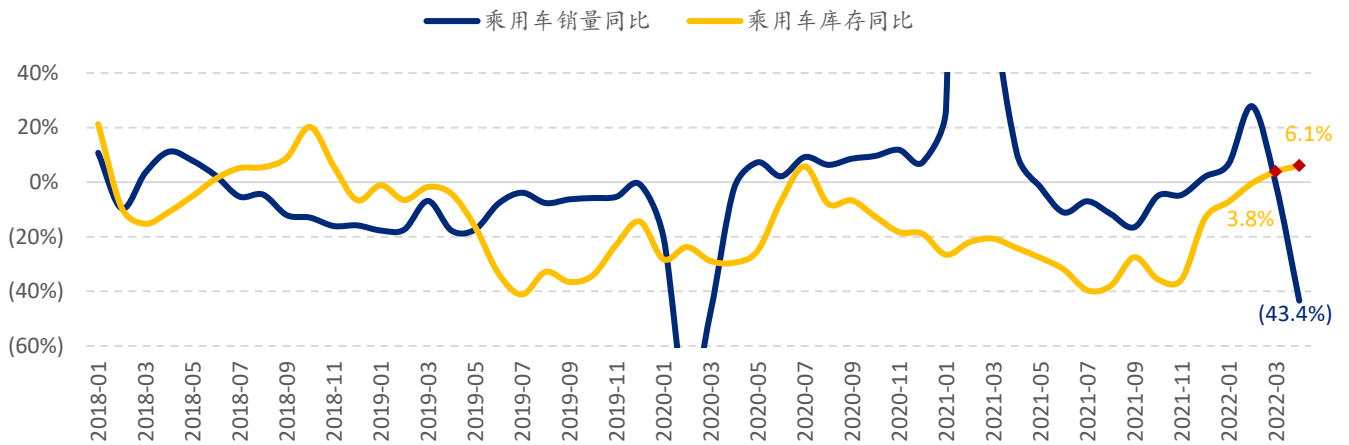
中国汽车行业步入成长阶段，估值中枢有望上移

中国汽车行业的市盈率和市销率都较今年高点的 31.5x 和 1.3x，向下调整至 30.7x 和 1.2x。在疫情影响下的低点之后，今年中国汽车行业销量增速有望抬头向上。

我们认为，随着新能源汽车渗透率快速提升以及中国自主品牌份额的提升（图表 23），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。

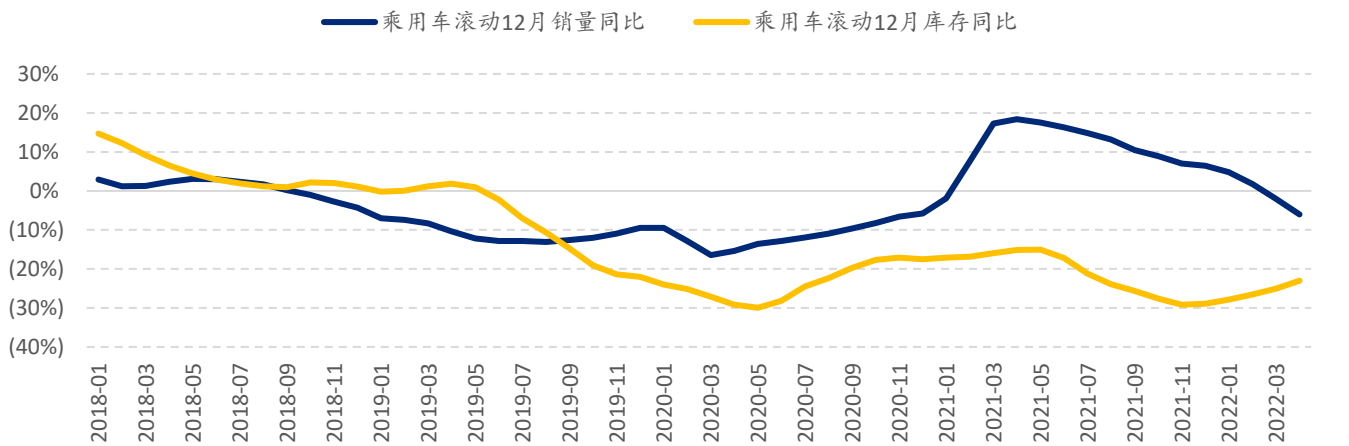
而且，对于造车新势力或者如比亚迪等新能源汽车占比非常高的车企，他们有较充裕的资金和资源，会比较积极地投入研发，推动智能化发展。对于这些企业的估值，市场会更加看重车企新能源汽车的成长与智能化进程，这也是中国汽车行业估值提升的最要推动力，对于盈利能力的要求，未来几年则会保持相对较小。

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 17: A 股汽车指数市盈率: 当前 30.7x, 较 2021 年末下降 0.8x



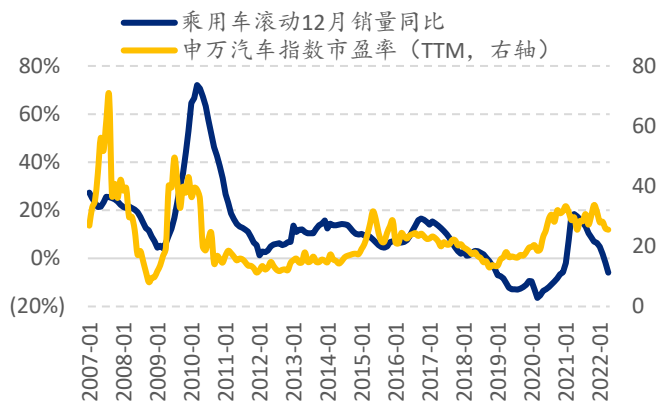
注: 市盈率是过去 12 个月 (TTM) 动态市盈率
资料来源: Wind、浦银国际

图表 18: A 股汽车指数市销率: 当前 1.2x, 较 2021 年末下降 0.1x



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: 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 20: 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 21: 蔚来 (美股)、小鹏 (美股)、理想汽车 (美股)、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增长

● 中国新能源车企推动自主品牌份额提升

中国在新能源汽车行业的发展处于全球靠前的位置。从2015年到2021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，是先打下国内的基本盘，然后出口海外争夺份额。

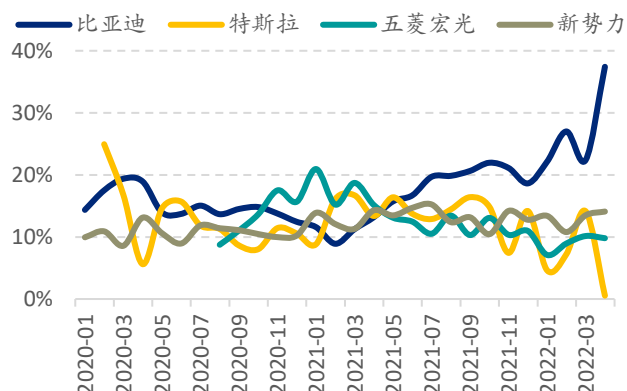
虽然海外龙头特斯拉在中国新能源汽车行业份额显著增长，但是五菱宏光、比亚迪、中国前六大造车新势力（蔚来、小鹏、理想、零跑、合众、威马）等中国自主品牌的份额都在增长。而其他传统外资车企在中国新能源汽车市场的发展则相对落后，份额有所下降。

根据乘联会和各家车企数据披露，比亚迪、五菱宏光和头部新势力的新能源汽车占中国新能源乘用车的份额，已经从去年下半年开始稳定在45%左右。相较而言，特斯拉在中国的份额多数时期小于15%。根据乘联会，中国乘用车自主品牌的份额从2020年的38.4%提升到2021年的43.9%，今年1至4月的份额为46.0%。

相较于智能手机，中国新能源汽车起点更高，且不同与智能手机，中国新能源汽车不仅仅占据了低端份额，而且占据了高端份额。在今年1-4月中国高端SUV销量排行榜中，造车新势力的理想ONE、蔚来ES6分别位列第五和第七，这是此前传统中国自主品牌难以达到的。

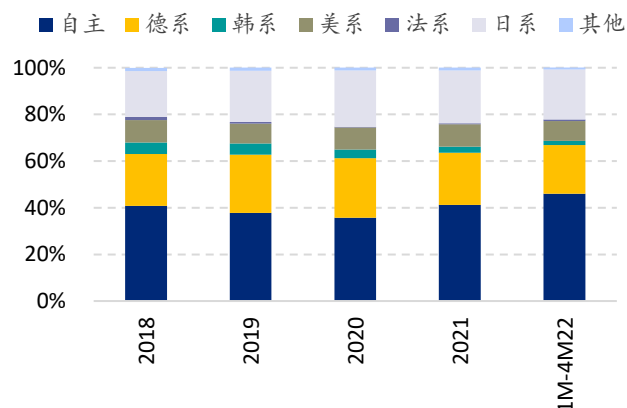
因此，我们对中国自主品牌在中国的发展表示乐观。中国新能源汽车市场的红利也会被更多中国品牌，如比亚迪、蔚来、小鹏、理想等新能源汽车企所分享。

图表 22: 中国新能源汽车销量份额



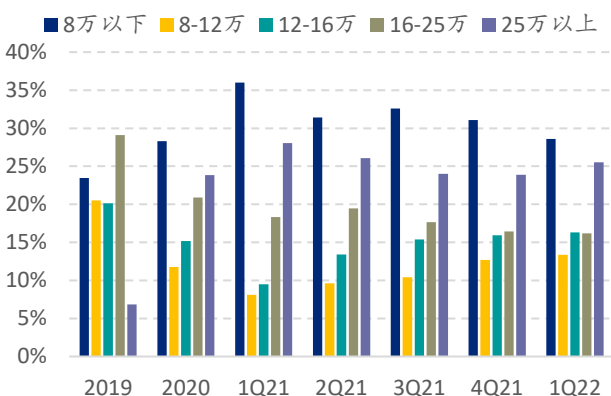
资料来源: 乘联会、公开资料整理、浦银国际

图表 23: 中国乘用车自主品牌份额



资料来源: 乘联会、浦银国际

图表 24: 中国新能源乘用车各价格段 (人民币) 销量占比



资料来源: 乘联会、浦银国际

图表 25: 中国 2022 年 1-4 月新能源乘用车销量排行榜

车型	2022 年 1-4 月销量 (辆)	2021 年 1-4 月销量 (辆)	同比
宏光 MINI	119,686	99,090	20.8%
比亚迪秦	99,354	14,091	605.1%
比亚迪宋	95,304	4,588	1977.2%
特斯拉 ModelY	75,641	21,829	246.5%
比亚迪汉	47,807	35,629	34.2%
比亚迪海豚	41,570	NA	NA
比亚迪唐	38,056	6,558	480.3%
理想 ONE	35,883	18,118	98.1%
QQ 冰淇淋	35,191	NA	NA
特斯拉 Model3	34,171	59,122	(42.2%)

资料来源: 乘联会、浦银国际

图表 26: 蔚来、小鹏、理想 2022 年新车型发布、交付计划

车企	政策
蔚来	ET7: 基于 NT2.0 平台的首款车型, 于 3 月开启交付, 厂商指导价在 45-55 万元价格区间; ET7 于 3、4 月累计交付量为 856 辆。
	ET5: 中型智能电动轿跑, 预计于 9 月开启交付, 补贴前售价为 32.80-38.60 万元。
	ES7: 基于 NT2.0 平台的首款 SUV, 定位大五座市场, 预计于三季度开启交付。
小鹏	小鹏 G9: 搭载 800 伏高压动力平台及领先一代的 X-EEA 3.0 电子电气架构, 计划在三季度正式上市发售和投产, 将于四季度开始大规模交付, 预计价格区间在 30-40 万。
理想	理想 L9: 全尺寸增程 SUV, 预计于三季度开启交付, 预计售价区间在 45-50 万元。

资料来源: 公开资料整理、汽车之家、浦银国际

我们对中国的新能源汽车行业和头部车企都保有较高的乐观度，并维持今年和明年中国新能源乘用车 511 万辆和 657 万辆的销量预测。

首先，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。虽然整个汽车行业在今年二季度受到疫情反弹的较大影响，但是我们大体维持今年[三月报告](#)中造车新势力今年的汽车销量预测不变。我们预计蔚来、小鹏、理想的 2022 年汽车交付量将同比增长 59%、78%和 78%（图表 27）。

从公司业绩会和专家调研结果看，今年 4 月会是汽车交付量的最低点，5-6 月的交付量将在 4 月的基础大幅环比复苏。我们预计这三家造车新势力将在今年 7-8 月达到此前月交付量的峰值，并在此后随着汽车供应链产能释放而突破新高。此前的预测中，考虑到汽车芯片等供给问题，我们采取谨慎乐观的预测，所以尽管 4 月受到冲击，我们依然维持三家造车新势力 2022 年交付量预测不变。

长期展望看来，蔚来、小鹏、理想等都有详细的扩产规划，保证自身工厂的产能满足自身的订单和交付量的需求。同时，新势力车企也会增加二级、三级供应商的验证，以保证在汽车芯片供应偏紧的情况下的稳定供应。

当前，蔚来、小鹏、理想这三家公司的市销率为 2.2x、2.4x、2.6x，估值较 3 月底下滑 25%、21%和 9%。造车新势力的估值更加健康，且上行风险较大。基于新能源汽车的科技属性，该行业的波动幅度将显著高于大盘，因此我们测算的蔚来、小鹏、理想的目标价潜在升幅在 28%-35%之间，上升空间较大。

其次，我们重申比亚迪股份（1211.HK）和比亚迪（002594.CH）的“买入”评级，目标价潜在升幅都为 30%。由于比亚迪对中国华东地区汽车供应链的依赖度较小，且 3 月、4 月新能源汽车交付量超过我们的预期，所以我们预计比亚迪 2022 年新能源汽车交付量增速至 150%。比亚迪不仅仅在新能源汽车体量上位居中国汽车品牌龙头，且增速高于蔚来、小鹏、理想等造车新势力。鉴于比亚迪更高的新能源汽车交付量，我们也给予相应更高的目标市销率。

最后，我们维持特斯拉的“持有”评级，预计特斯拉 2022 年和 2023 年汽车交付量将同比增长 52%和 44%。特斯拉的估值在最近两个月回落明显，从 3 月底的 12.4x 回落至当前的 7.5x。特斯拉估值回调幅度为 40%，显著高于蔚来、小鹏、理想的 9%-25%的回调幅度区间。这与我们此前的判断一致，即特斯拉的估值趋势无法长期保持与中国造车新势力的背离，且特斯拉较高的估值更容易向行业均值回归。

图表 27: 蔚来、小鹏、理想、比亚迪、特斯拉的汽车销售及预测

	2021	2022E	2023E	2024E
中国新能源乘用车销量 (万辆)	334	511	657	767
同比增速	166%	53%	29%	17%
蔚来				
销量 (辆)	91,429	145,739	219,874	283,733
销量同比增速	109%	59%	51%	29%
在中国新能源乘用车份额	2.7%	2.8%	3.3%	3.7%
营收 (百万人民币)	36,136	55,480	78,519	105,858
营收同比增速	122%	54%	42%	35%
市销率 (x)	6.0	4.2	3.0	2.2
小鹏				
销量 (辆)	98,155	175,020	267,150	395,681
销量同比增速	263%	78%	53%	48%
在中国新能源乘用车份额	2.9%	3.4%	4.1%	5.2%
营收 (百万人民币)	20,988	38,647	61,052	95,839
营收同比增速	259%	84%	58%	57%
市销率 (x)	7.7	4.3	2.7	1.7
理想				
销量 (辆)	90,491	161,216	245,350	315,731
销量同比增速	177%	78%	52%	29%
在中国新能源乘用车份额	2.7%	3.2%	3.7%	4.1%
营收 (百万人民币)	27,010	50,889	76,233	103,608
营收同比增速	186%	88%	50%	36%
市销率 (x)	7.4	4.4	2.9	2.2
比亚迪				
新能源汽车销量 (辆)	603,783	1,506,705	2,300,415	2,760,498
销量同比增速	218%	150%	53%	20%
在中国新能源乘用车份额	17.8%	29.4%	35.0%	36.0%
营收 (百万人民币)	216,142	351,419	493,232	575,937
营收同比增速	38%	63%	40%	17%
A 股市销率 (x)	4.9	3.0	2.2	1.9
H 股市销率 (x)	4.0	2.4	1.7	1.5
特斯拉				
销量 (辆)	936,222	1,419,816	2,048,164	2,516,189
销量同比增速	87%	52%	44%	23%
在全球新能源乘用车份额	13.6%	13.9%	12.3%	10.6%
营收 (百万人民币)	53,823	86,969	118,120	141,252
营收同比增速	71%	62%	36%	20%
市销率 (x)	14.7	9.6	7.0	5.9

注: E=浦银国际预测;

资料来源: 公司公告、浦银国际

● 新能源车企估值

首先，新能源车企的估值体系没有发生改变，市销率估值方法依然是新能源车企重要的估值参考。当前阶段，头部造车新势力都握有较高现金。小鹏和理想在今年一季度的现金或现金类等价物分别为 41.7 亿、51.2 亿人民币（图表 46），蔚来去年四季度的现金或现金等价物为 55.4 亿元。这足以支撑三家车企每季度 12-18 亿元左右持续而高密度的研发投入（图表 42），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会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。

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 2.2x、2.4x 和 2.6x，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。造车新势力的市销率估值处于比较健康的位置。蔚来、小鹏、理想的目标市销率为 3.5x-4.0x，与理想、小鹏上市以来均值以下一个标准差的 3.7x-4.4x 的估值区间接近。因此，我们认为造车新势力的估值下行风险较小。

其次，从终局思维思考，我们以盈利为基本假设，来估算这三家新势力的估值。我们选取全球汽车销量排名比较靠前的 10 家传统车企作为参考标准。以这 10 家车企模拟汽车行业，过去 10 年，最高、最低、平均净利润率分别为 8.0%、2.7%、5.4%。丰田、大众、现代、宝马等车企在部分表现优异的年份净利率可达 11%。这些净利率假设都低于特斯拉 3Q21-1Q22 的 11.8%-17.7%的净利率。

以上述净利率作为基础，结合蔚来、小鹏、理想 2022 年和 2023 年的收入预测，我们得到三家公司不同情景下的净利预测（详见图表 28）。由于车企处于高速成长的阶段，因此，我们以 1.0x PEG 作为目标估值，得到的三家公司不同情景下的最终估值。我们发现，小鹏、理想在净利率均值 5.4% 情景下，就已经与我们原有的 PS 估值接近，而蔚来在净利率 8.0% 的假设下，也与 PS 估值接近。

所以，我们认为当前的市销率估值体系已隐含了两个对这三家造车新势力的假设：1) 长期来看，期待三家新势力可以做到汽车行业均值 5.4% 的净利率，2) 在公司取得盈亏平衡之后，利润率有改善空间，带来高于收入增速的利润端的高速增长。

在进行盈利假设时，我们有两个比较保守的地方：1) 一个是车企最终的净利率假设。以特斯拉 3Q21-1Q22 的净利率 11.8%-17.7% 作为参考，其净利率水平明显高于优秀传统车企过去十年较优秀年份的净利率。我们认为，这是由于在规模效应下，新兴事物更能取得较高的利润率。2) 蔚来、小鹏、理想的净利润增速，也匹配了收入增速。但是，在利润改善阶段，由于经营性杠杆，这些车企的净利润增速往往将远高于收入增速。

最后，我们对这三家造车新势力的长期盈利能力也比较乐观。目前，蔚来、理想的公司毛利率在 20% 上下，已经接近或超过传统车企过去 10 年的毛利率最高值，而小鹏也在朝这个目标迈进。此毛利率水平已经基本可以覆盖销售和管理费用。同时，借助资本市场的募资，三家车企都有比较充裕的资金投入研发，打造具备更高产品力和差异化的产品。我们预计，在 2025 年有望看到部分新势力车企单季度实现盈亏平衡。

图表 28：蔚来、小鹏、理想的盈利估值分析

人民币百万	蔚来			小鹏			理想		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
收入	36,136	55,480	78,519	20,988	38,647	61,052	27,010	50,889	76,233
公司收入增速	122%	54%	42%	259%	84%	58%	186%	88%	50%
行业收入增速	13%	2%	7%	13%	2%	7%	13%	2%	7%
净利率假设									
较低	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%
均值	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%
较高	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
优秀	10.8%	10.8%	10.8%	10.8%	10.8%	10.8%	10.8%	10.8%	10.8%
潜在净利润									
较低	975	1,497	2,119	566	1,043	1,647	729	1,373	2,057
均值	1,960	3,009	4,258	1,138	2,096	3,311	1,465	2,760	4,134
较高	2,891	4,438	6,282	1,679	3,092	4,884	2,161	4,071	6,099
优秀	3,903	5,992	8,480	2,267	4,174	6,594	2,917	5,496	8,233
市盈率估值									
PEG (x)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
假设估值									
较低	118,960	80,840	88,986	146,679	87,597	95,548	135,559	120,837	102,851
均值	239,092	162,476	178,849	294,804	176,057	192,037	272,454	242,864	206,716
较高	352,691	239,674	263,825	434,874	259,708	283,279	401,906	358,257	304,934
优秀	476,134	323,559	356,164	587,080	350,605	382,427	542,572	483,647	411,661
目标价估值 (市销率估值)									
目标估值	234,146	234,146	234,146	167,710	167,710	167,710	223,518	223,518	223,518
当前估值	182,614	182,614	182,614	124,515	124,515	124,515	167,671	167,671	167,671
潜在升幅	28.2%	28.2%	28.2%	34.7%	34.7%	34.7%	33.3%	33.3%	33.3%

注：公司预测为浦银国际，行业收入增速预测为彭博一致预测；PEG, Price/Earnings-to-Growth, 市盈率增长比率；资料来源：浦银国际测算

图表 29: 蔚来市销率:当前 2.2x vs 历史均值 5.4x vs 历史均值以下 1 个标准差 0.9x



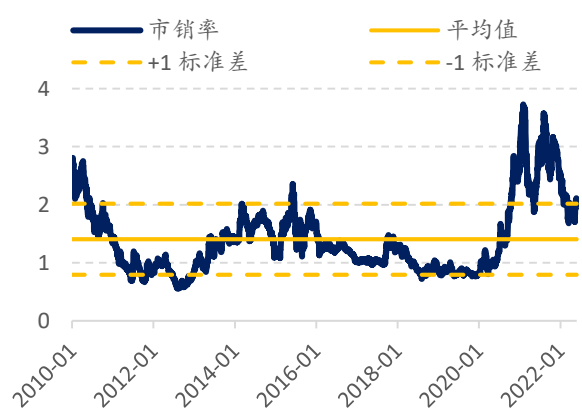
注:截至5月27日收盘价,资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 31: 理想市销率:当前 2.6x vs 历史均值 6.0x vs 历史均值以下 1 个标准差 3.7x



注:截至5月27日收盘价,资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 33: 比亚迪股份市销率:当前 2.1x vs 历史均值 1.4x vs 历史均值以上 1 个标准差 2.0x



注:截至5月27日收盘价,资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 30: 小鹏市销率:当前 2.4x vs 历史均值 9.0x vs 历史均值以下 1 个标准差 4.4x



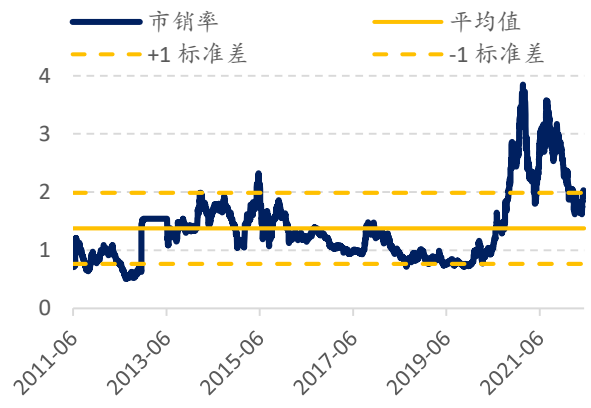
注:截至5月27日收盘价,资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 32: 特斯拉市销率:当前 7.5x vs 历史均值 5.7x vs 历史均值以上 1 个标准差 9.8x



注:截至5月27日收盘价,资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 34: 比亚迪市销率:当前 2.0x vs 历史均值 1.4x vs 历史均值以上 1 个标准差 2.0x



注:截至5月27日收盘价,资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 35：2H22 新能源汽车供应链覆盖公司投资总结

公司	小鹏汽车	理想汽车	比亚迪	蔚来	特斯拉
股票代码	9868.HK XPEV.US	2015.HK LI.US	1211.HK 002594.CH	9866.HK NIO.US	TSLA.US
评级	买入	买入	买入	买入	持有
目标价	HKD113.9 USD29.0	HKD126.0 USD32.1	HKD348.7 CNY374.2	HKD161.2 USD20.5	USD802.9
收盘价	HKD84.6 USD22.5	HKD94.6/USD24.3	HKD268.6/CNY288.9	HKD125.7/USD16.6	USD759.6
潜在升幅	35% 29%	33% 32%	30% 30%	28% 24%	6%
2H22 投资主旨与展望	<p>预计小鹏在7月恢复到交付量峰值。随着下半年 G9 的发布，小鹏的毛利率也有望改善。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。</p>	<p>理想计划在第三季度开始交付第二款车型 L9，在推动销量增长的同时拉动汽车平均单价提升。明年也会有新的纯电车型发布，完善产品矩阵。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。</p>	<p>由于华南地区疫情影响更小，比亚迪在短期内有望抢夺新能源汽车市场份额。下半年高端车型推出，有望进一步触达更多用户群体。比亚迪为国内新能源汽车龙头，份额最大，并且今年新能源车增速高于中国头部新势力。</p>	<p>随着华东地区汽车供应链恢复，短期蔚来的汽车交付量将有所复苏。下半年随着 ET5、ES7 等交付，蔚来的汽车交付量将高速增长；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。</p>	<p>我们预计特斯拉今年下半年，随着产能的释放，汽车销量同比增速为 50%-60%。特斯拉是全球智能电动车龙头，具备软硬件一体化与全球化能力。估值回归合理状态。</p>

注：取 2022 年 5 月 27 日收盘价
资料来源：Bloomberg、浦银国际

● “电动三宝”——蔚来、小鹏、理想横向比较

从下半年时间维度看，我们预计蔚来、小鹏、理想的月交付量有望在 7-8 月恢复到今年以来的交付量峰值。随着三家新势力新车型陆续交付，有望进一步推动汽车交付的快速提升。我们预计蔚来、小鹏、理想下半年的汽车交付增速为 60%-98%，在中国新能源乘用车市场份额有望达到 3.6%-3.9%。

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。从交付量增速的维度看，三者差异不大，预计 2022 年三家的交付量增速在 59%-78% 之间。因而，我们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。

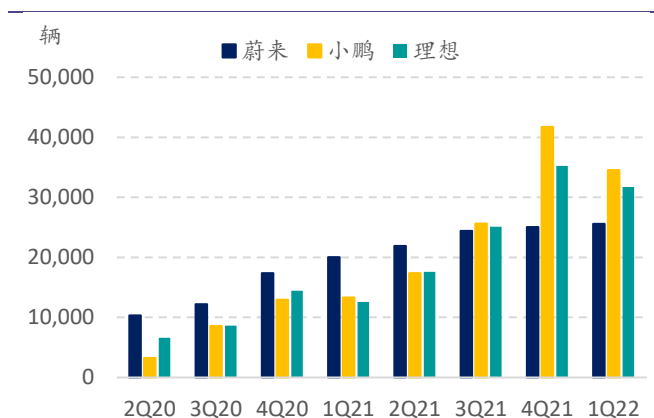
从汽车交付量来看，小鹏在三家中处于比较领先的地位。这与小鹏汽车的 20 万元人民币左右的售价有关，相较于蔚来、理想的 30 万、40 万的车型售价更低。因此，小鹏的潜在用户基数更大。因而从收入端看，小鹏低于蔚来和理想。

从毛利率看，蔚来和理想的汽车销售毛利率在 20% 上下，而小鹏的毛利率相对低一些，在 10%-15% 之间。从下半年看，我们预计蔚来、理想的毛利率会大体保持平稳，而小鹏的毛利率会随着新平台新车型的交付而改善毛利率。长期看，这三家车企的毛利率目标都在 20%-25%。

从研发费用看，三家新势力每个季度投入在 12 亿-18 亿元左右。我们预计下半年这三家的研发会在这个基础上有所增加。这三家公司提供新车型、关键零部件、自动驾驶等提供助力。这也是三家车企竞争力基本积累。

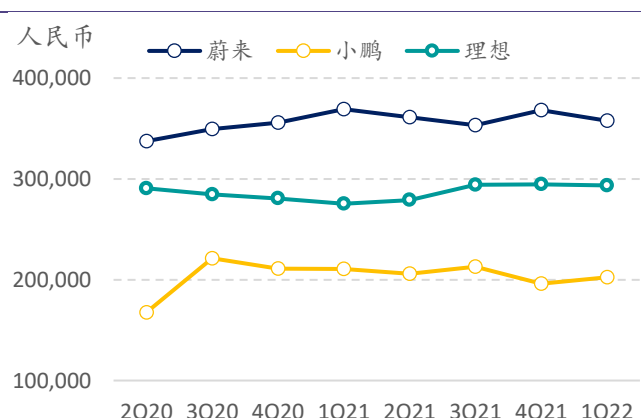
最后，三家造车新势力依然会扩张线下销售门店，以触达和转换更多的目标用户群体。同时，三家车企也会挑选符合车型的定位的中低线城市进行门店。上半年受到疫情影响，部分门店扩张放缓，但是下半年的部分扩张将恢复常态。

图表 36: 汽车销量



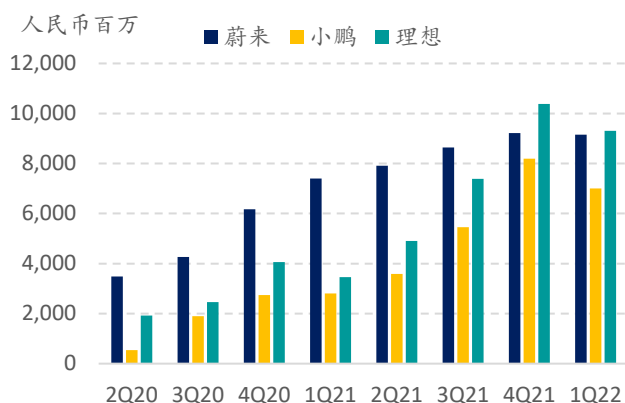
注：蔚来 1Q22 为浦银国际预测数据
资料来源：公司公告、浦银国际

图表 37: 汽车均价



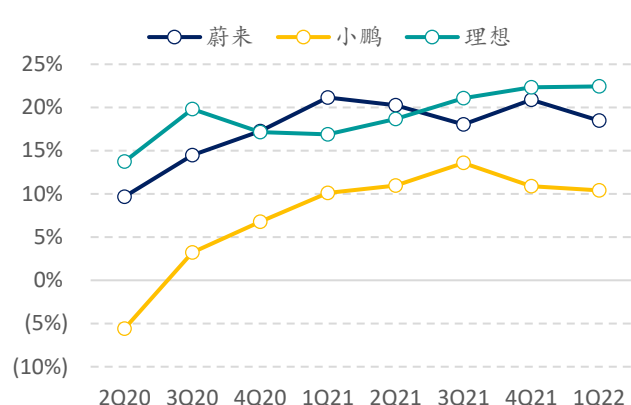
注：蔚来 1Q22 为浦银国际预测数据
资料来源：公司公告、浦银国际

图表 38: 汽车销售收入



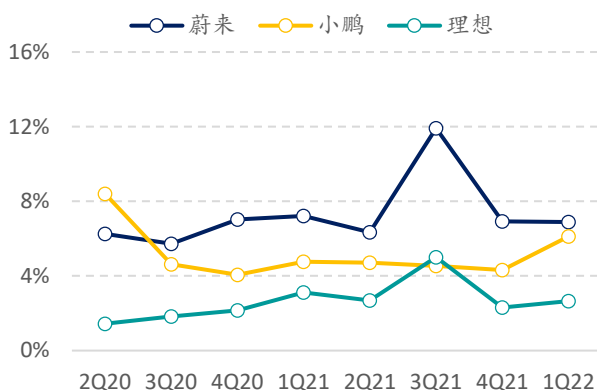
注: 蔚来 1Q22 为浦银国际预测数据; 资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 39: 汽车板块毛利率



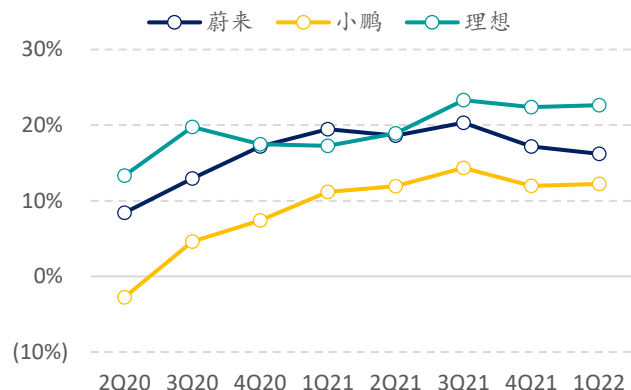
注: 蔚来 1Q22 为浦银国际预测数据; 资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 40: 软件服务与其他收入占比



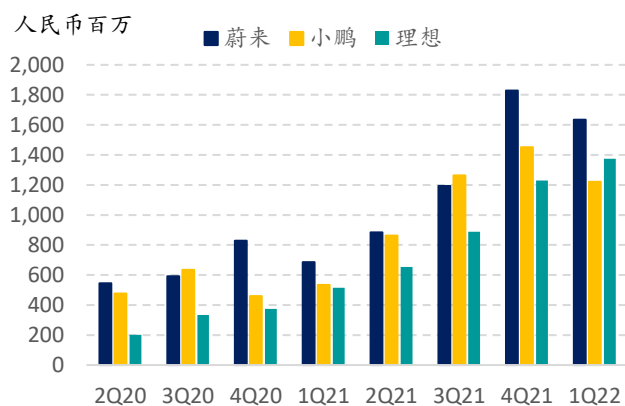
注: 蔚来 1Q22 为浦银国际预测数据; 资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 41: 公司综合毛利率



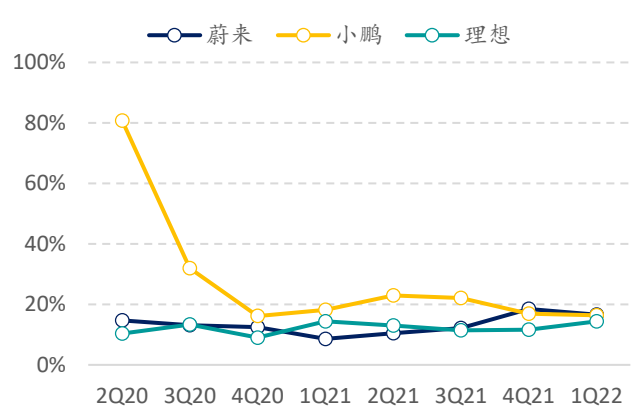
注: 蔚来 1Q22 为浦银国际预测数据; 资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 42: 研发费用



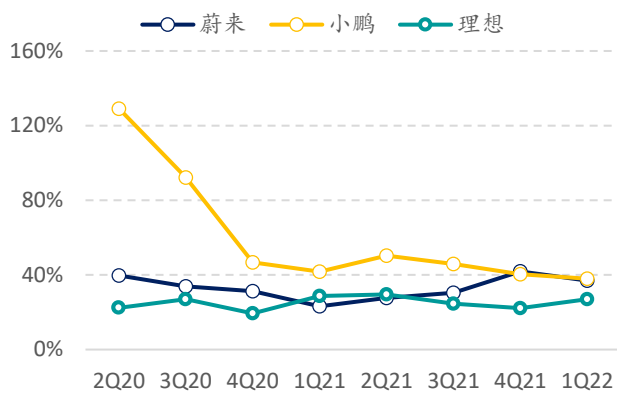
注: 蔚来 1Q22 为浦银国际预测数据; 资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 43: 研发费用率



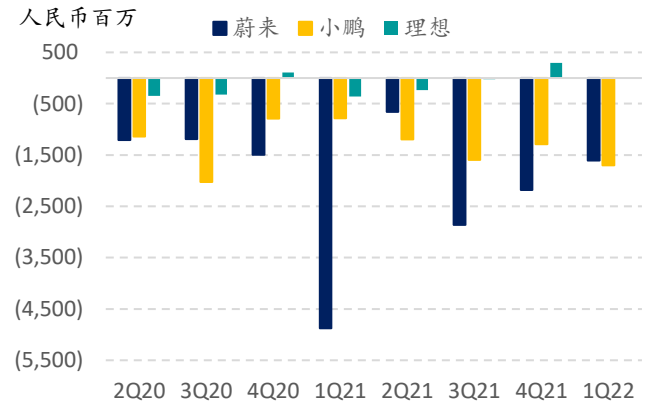
注: 蔚来 1Q22 为浦银国际预测数据; 资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 44: 营业费用率



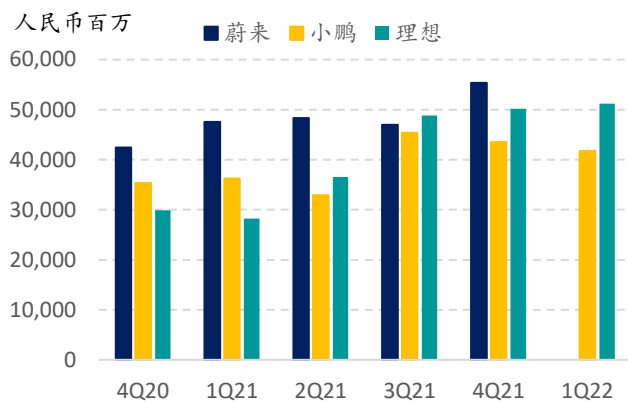
注: 蔚来 1Q22 为浦银国际预测数据
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 45: 净利润



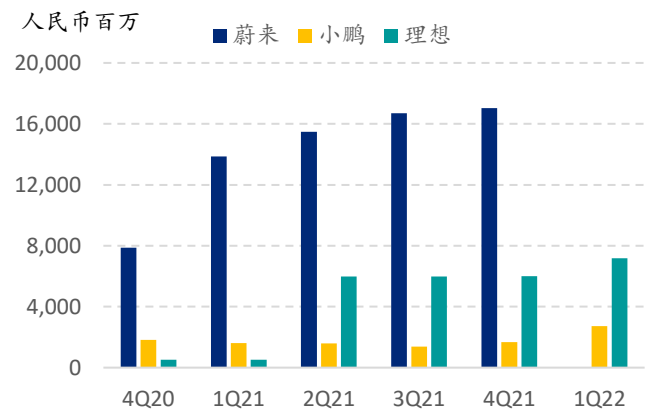
注: 蔚来 1Q22 为浦银国际预测数据
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 46: 现金及现金等价物



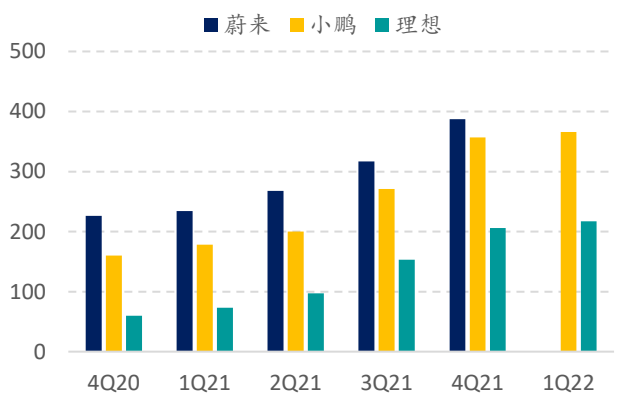
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 47: 短期与长期借款



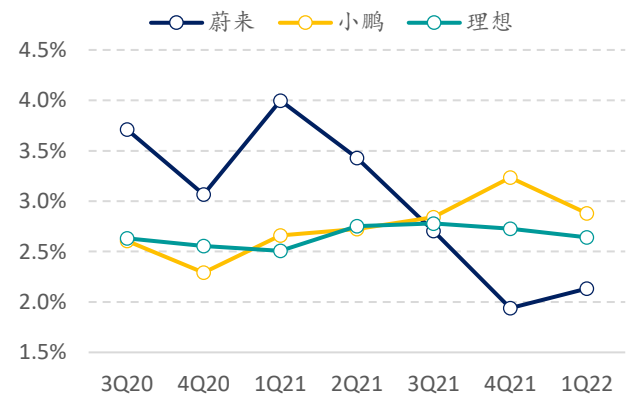
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 48: 零售门店数量



资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 49: 中国新能源乘用车份额



注: 蔚来 1Q22 为浦银国际预测数据
资料来源: 公司公告、浦银国际

● 新能源汽车行业可比公司估值

图表 50: 新能源汽车可比公司估值比较

股票代码	公司名称	市值 (美元百万)	股价 (当地货币)	股价变动 年初至今(%)	EPS同比增长			P/S (市销率)			P/B (市净率)		
					2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
新能源汽车													
TSLA US Equity	特斯拉	786,984	759.6	(28%)	83%	31%	25%	9.1	6.8	5.5	19.0	13.1	9.2
12111 HK Equity	比亚迪股份	115,757	268.6	1%	58%	52%	55%	2.3	1.8	1.4	6.8	5.8	5.2
002594 CH Equity	比亚迪	115,757	288.9	8%	69%	59%	46%	2.3	1.7	1.4	8.5	7.7	6.8
NIO US Equity	蔚来	27,681	16.6	(48%)	(8%)	(70%)	(284%)	2.9	1.7	1.3	5.7	6.1	5.6
9866 HK Equity	蔚来	26,753	125.7	0%	(8%)	(70%)	(284%)	3.1	1.8	1.3	6.0	6.4	5.9
LI US Equity	理想	25,078	24.3	(24%)	(56%)	(3758%)	106%	3.4	1.9	1.3	4.3	4.2	3.9
2015 HK Equity	理想	24,884	94.6	(23%)	(23%)	(540%)	167%	3.4	1.9	1.2	4.0	3.8	3.5
XPEV US Equity	小鹏	19,287	22.5	(55%)	28%	(40%)	(100%)	3.1	1.8	1.3	4.4	4.9	5.0
9868 HK Equity	小鹏	18,478	84.6	(55%)	62%	(44%)	(102%)	3.3	1.9	1.3	3.2	3.3	2.9
LCID US Equity	Lucid Group	33,073	19.8	(48%)	(23%)	(7%)	(39%)	24.4	9.5	5.6	14.5	11.3	9.4
FFIE US Equity	法拉第未来	964	3.2	(40%)	148%	(33%)	(151%)	1.9	0.3	0.1	1.5	11.8	2.2
RIDE US Equity	Lordstown	392	2.0	(42%)	(23%)	(7%)	6%	18.6	3.5	0.9	0.9	2.1	21.9
REV US Equity	Revian	244	4.5	(60%)	3%	2%	N/A	0.1	0.1	N/A	N/A	N/A	N/A
平均								6.0	2.7	1.9	6.6	6.7	6.8
豪华汽车													
MBG GR Equity	戴姆勒	75,290	65.7	(3%)	(4%)	2%	5%	0.5	0.5	0.4	0.9	0.8	0.8
BMW GR Equity	宝马	56,391	80.5	(9%)	20%	(27%)	5%	0.4	0.4	0.4	0.6	0.6	0.6
RACE US Equity	法拉利	36,996	201.9	(22%)	11%	20%	10%	7.2	6.5	6.0	12.7	10.6	8.1
平均								2.7	2.4	2.3	4.7	4.0	3.1
海外品牌汽车													
7203 JP Equity	丰田	267,425	2,084.0	(1%)	38%	8%	10%	1.1	1.0	0.9	1.2	1.1	1.0
VOW GR Equity	大众	95,825	197.1	(24%)	17%	6%	10%	0.3	0.3	0.3	0.7	0.6	0.6
GM US Equity	通用	56,236	38.6	(34%)	3%	(3%)	1%	0.4	0.3	0.3	0.8	0.7	0.6
F US Equity	福特	54,789	13.6	(34%)	5%	13%	2%	0.4	0.3	0.3	1.2	1.0	0.9
7267 JP Equity	本田	44,794	3,144.0	(3%)	40%	12%	11%	0.4	0.4	0.3	0.6	0.5	0.5
005380 KS Equity	现代	31,704	185,500.0	(11%)	11%	8%	4%	0.3	0.3	0.3	0.6	0.6	0.6
平均								0.5	0.4	0.4	0.8	0.8	0.7
国产品牌汽车													
2333 HK Equity	长城	37,160	13.1	(51%)	18%	35%	18%	1.4	1.1	0.9	1.6	1.4	1.3
600104 CH Equity	上汽集团	29,874	17.1	(17%)	(0%)	15%	9%	0.2	0.2	0.2	0.7	0.6	0.6
2238 HK Equity	广汽集团	18,837	7.3	(5%)	37%	19%	15%	1.4	1.2	1.1	0.7	0.6	0.6
200625 CH Equity	长安汽车	14,140	4.3	(2%)	34%	3%	10%	0.8	0.7	0.7	0.4	0.4	0.4
平均								1.0	0.8	0.7	0.9	0.8	0.7
动力电池													
300750 CH Equity	宁德时代	137,219	394.4	(33%)	61%	51%	34%	3.6	2.7	2.1	8.8	6.7	5.2
051910 KS Equity	LG化学	31,057	550,000.0	(11%)	(34%)	26%	21%	0.8	0.7	0.6	1.6	1.5	1.4
6752 JP Equity	松下	22,765	1,179.5	(7%)	54%	3%	13%	0.4	0.4	0.4	1.0	0.9	0.8
002074 CH Equity	国轩高科	8,565	34.5	(33%)	70%	80%	47%	2.8	1.9	1.4	3.2	3.1	3.0
平均								1.9	1.4	1.1	3.7	3.0	2.6
软件公司													
MSFT US Equity	微软	2,043,571	273.2	(19%)	22%	13%	16%	10.3	9.0	7.9	11.4	8.3	4.9
ORCL US Equity	甲骨文	194,188	72.8	(17%)	7%	11%	10%	4.6	4.3	4.1	N/A	25.4	10.0
SAP US Equity	SAP	124,263	101.2	(27%)	(19%)	19%	3%	3.9	3.6	3.3	N/A	N/A	N/A
688111 CH Equity	金山办公	13,555	197.0	(26%)	19%	33%	32%	22.3	16.9	12.9	10.7	9.1	7.6
600588 CH Equity	用友	9,290	18.1	(49%)	(20%)	43%	33%	6.3	5.1	4.1	6.4	6.1	5.7
268 HK Equity	金蝶	6,117	13.8	(42%)	(15%)	(81%)	(564%)	8.8	7.0	5.6	6.1	6.2	6.1
平均								9.3	7.6	6.3	8.6	11.0	6.9
功率半导体													
IFX GR Equity	英飞凌	40,442	28.9	(29%)	58%	5%	8%	2.8	2.6	2.4	2.9	2.6	2.3
ON US Equity	安森美	26,566	61.1	(10%)	73%	2%	6%	3.3	3.2	3.0	4.1	3.3	2.6
600745 CH Equity	闻泰科技	11,488	61.8	(52%)	21%	35%	26%	1.2	0.9	0.7	2.1	2.0	1.7
688396 CH Equity	华润微电子	9,734	49.4	(24%)	11%	14%	20%	6.3	5.2	4.4	3.4	3.0	2.6
603290 CH Equity	斯达半导	9,422	370.0	(3%)	72%	38%	38%	23.9	16.7	12.1	11.0	9.6	8.3
平均								7.5	5.7	4.5	4.7	4.1	3.5
海外科技公司													
AAPL US Equity	苹果	2,421,950	149.6	(16%)	10%	7%	5%	6.1	5.8	5.6	39.4	31.7	24.1
GOOG US Equity	谷歌	1,482,446	2,256.0	(22%)	10%	19%	17%	6.0	5.2	4.6	5.2	4.2	3.4
AMZN US Equity	亚马逊	1,171,548	2,302.9	(31%)	(30%)	86%	40%	2.2	1.9	1.7	7.5	5.7	4.4
FB US Equity	Facebook	528,085	195.1	(42%)	(11%)	16%	13%	4.2	3.6	3.1	3.9	3.1	2.5
NFLX US Equity	奈飞	86,718	195.2	(68%)	1%	12%	18%	2.7	2.5	2.2	4.3	3.5	2.9
平均								4.2	3.8	3.4	12.1	9.6	7.5
中国科技互联网公司													
700 HK Equity	腾讯	418,567	341.8	(23%)	(6%)	22%	18%	5.0	4.4	3.8	3.2	2.7	2.4
9988 HK Equity	阿里巴巴	251,436	91.0	(23%)	(28%)	(10%)	17%	2.1	1.9	1.7	2.5	2.4	2.1
3690 HK Equity	美团	129,125	163.9	(27%)	(50%)	(187%)	221%	4.4	3.4	2.7	8.3	7.8	6.6
1810 HK Equity	小米	36,970	11.6	(39%)	(31%)	34%	17%	0.8	0.7	0.6	1.7	1.5	1.4
002230 CH Equity	科大讯飞	12,129	35.0	(33%)	19%	37%	33%	3.5	2.7	2.1	4.7	4.1	3.6
平均								3.1	2.6	2.2	4.1	3.7	3.2

注: E = Bloomberg 一致预测, 股价截至 2022 年 5 月 27 日

资料来源: Bloomberg, 公司公告, 浦银国际

图表 51: 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	11.6	买入	13.5	2022/5/29	手机品牌
688036 CH Equity	传音控股	81.9	买入	107.4	2022/5/29	手机品牌
285 HK Equity	比亚迪电子	16.0	买入	19.2	2022/5/29	结构件、组装
600745 CH Equity	闻泰科技	61.8	买入	79.2	2022/5/29	ODM、功率半导体
002475 CH Equity	立讯精密	31.1	买入	41.3	2022/5/29	结构件、组装
300433 CH Equity	蓝思科技	9.9	买入	11.0	2022/5/29	结构件、组装
2018 HK Equity	瑞声科技	15.7	买入	17.5	2022/5/29	声学、光学器件
2382 HK Equity	舜宇光学科技	111.8	买入	156.7	2022/5/29	手机光学、车载光学
1478 HK Equity	丘钛科技	5.1	买入	6.4	2022/5/29	手机光学
603501 CH Equity	韦尔股份	149.3	买入	192.8	2022/5/29	手机 CIS、车载 CIS
NIO US Equity	蔚来	16.6	买入	20.5	2022/5/30	新能源汽车
9866 HK Equity	蔚来-SW	125.7	买入	161.2	2022/5/30	新能源汽车
XPEV US Equity	小鹏汽车	22.5	买入	29.0	2022/5/30	新能源汽车
9868 HK Equity	小鹏汽车-W	84.6	买入	113.9	2022/5/30	新能源汽车
LI US Equity	理想汽车	24.3	买入	32.1	2022/5/30	新能源汽车
2015 HK Equity	理想汽车-W	94.6	买入	126.0	2022/5/30	新能源汽车
TSLA US Equity	特斯拉(TESLA)	759.6	持有	802.9	2022/5/30	新能源汽车
1211 HK Equity	比亚迪股份	268.6	买入	348.7	2022/5/30	新能源汽车
002594 CH Equity	比亚迪	288.9	买入	374.2	2022/5/30	新能源汽车

注：截至 2022 年 5 月 27 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

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

