



## 比亚迪股份 (1211.HK) / 比亚迪 (002594.CH): 二季度单车盈利环比增长, 维持全年 300 万辆销量目标

我们重申比亚迪的“买入”评级。上调比亚迪 2023-2025 年利润预测 2%-7%。同时, 略微下调 2023-2025 年营收预测, 下调比亚迪股份 (1211.HK) 目标价至 280.4 港元, 潜在升幅 25%; 下调比亚迪 (002594.CH) 目标价至人民币 302.9 元, 潜在升幅 29%。

比亚迪二季度业绩符合预期, 重申“买入”评级: 虽然, 二季度比亚迪汽车平均价格环比同比小幅下降, 但是汽车相关业务毛利率同比增长 3.8 个百分点, 环比增长 0.9 个百分点。这推动比亚迪二季度单车盈利环比大幅提升。我们认为稳健的单车盈利能力可以为公司提供更加强健的抵御需求波动的基础。随着中国新能源车渗透率提升、比亚迪持续的高端化品牌战略以及快速增长的出口销量, 我们维持比亚迪今年 300 万辆的新能源车销量预测。比亚迪作为中国乃至全球的新能源车龙头企业之一, 是我们在新能源车行业的首选。这个判断与此前[新能源车投资手册](#)中的判断一致。

比亚迪在中国新能源乘用车市场份额不断增长: 我们维持中国新能源乘用车 850 万辆的预测。比亚迪今年的新能源车销量有望向 300 万辆及以上的目标冲击。因此, 比亚迪在中国新能源车市场份额有望从 2022 年的 28% 增长到 2023 年的 35%。我们看好比亚迪借助冠军版获得稳定的单车盈利以及获取市场份额的能力。

估值: 我们采用分部加法估值, 分别给予比亚迪 2024 年新能源汽车、手机等电子业务和其他业务 22x、16x 和 13x 的市盈率, 得到比亚迪股份 (1211.HK) 目标价为 280.4 港元, 以及比亚迪 (002594.CH) 目标价为人民币 302.9 元, 分别对应 18.6x 和 21.6x 目标市盈率。比亚迪股份的当前市盈率为 19.6x, 较年初的 28.7x 有较大调整, 估值具有吸引力。在目标价估算中, 我们的预测并未反映比亚迪电子收购 Jabil 相关资产和业务带来的合并报表的影响。

投资风险: 国内和海外新能源汽车行业需求增长不及预期。行业竞争持续加剧, 公司新系列车型的订单不及预期。上游成本压力拖累公司毛利率表现。公司高端车型进展较慢, 或者高端车型需求较弱。自动驾驶落地速度较慢, 或用户体验提升不明显。

图表 1: 盈利预测和财务指标 (2021-2025E)

人民币百万	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营收	216,142	424,061	613,822	746,268	864,552
营收同比增速	38%	96%	45%	22%	16%
毛利率	13.0%	17.0%	18.4%	19.1%	19.6%
净利润	3,045	16,622	26,706	40,764	53,557
净利润增速	(28%)	446%	61%	53%	31%
A 股综合市销率(x)	4.0	2.1	1.4	1.2	1.0
港股综合市销率(x)	3.4	1.8	1.2	1.0	0.9

E=浦银国际预测 资料来源: 公司公告、浦银国际

沈岱

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

黄佳琦

科技助理分析师  
sia\_huang@spdbi.com  
(852) 2809 0355

2023 年 8 月 29 日

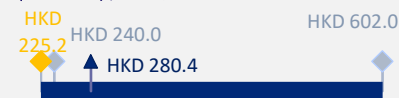
### 比亚迪股份 (1211.HK)

买入

目标价 (港元)	280.4
潜在升幅/降幅	+25%
目前股价 (港元)	225.20
52 周内股价区间 (港元)	161.7-280.6
总市值 (百万港元)	706,596
近 90 日均成交额 (百万港元)	1,719

注: 股价截至 2023 年 8 月 28 日收盘

### 市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际

### 比亚迪 (002594.CH)

买入

目标价 (人民币)	302.9
潜在升幅/降幅	+29%
目前股价 (人民币)	235.53
52 周内股价区间 (人民币)	230.0-318.5
总市值 (百万人民币)	656,939
近 90 日均成交额 (百万人民币)	2,752

注: 股价截至 2023 年 8 月 28 日收盘

### 市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际



扫码关注浦银国际研究

# 目录

比亚迪业绩回顾及展望 .....	4
2Q23 业绩回顾 .....	4
比亚迪业绩会要点 .....	6
分部加总估值 .....	7
SPDBI 乐观与悲观情景假设：港股 .....	10
SPDBI 乐观与悲观情景假设：A 股 .....	11

## 图表目录

图表 1：盈利预测和财务指标（2021-2025E） .....	1
图表 2：比亚迪 2Q23 业绩详情 .....	5
图表 3：比亚迪单车盈利能力测算表 .....	5
图表 4：比亚迪财务预测：新预测 vs 前预测 .....	6
图表 5：比亚迪分部加总估值法：2024 年 .....	7
图表 6：比亚迪股份历史市销率：当前估值 0.9x vs 2010 年以来均值 1.4x .....	8
图表 7：比亚迪股份历史市盈率：当前估值 19.6x vs 2010 年以来均值 38.6x .....	8
图表 8：浦银国际目标价：比亚迪股份（1211.HK） .....	9
图表 9：浦银国际目标价：比亚迪（002594.CH） .....	9
图表 10：比亚迪股份（1211.HK）市场普遍预期 .....	10
图表 11：比亚迪股份（1211.HK）SPDBI 情景假设 .....	10
图表 12：比亚迪（002594.CH）市场普遍预期 .....	11
图表 13：比亚迪（002594.CH）SPDBI 情景假设 .....	11
图表 14：SPDBI 科技行业覆盖公司 .....	12

## 财务报表分析与预测

### 利润表

人民币百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>216,142</b>	<b>424,061</b>	<b>613,822</b>	<b>746,268</b>	<b>864,552</b>
销售成本	(187,998)	(351,816)	(501,077)	(604,077)	(695,096)
<b>毛利润</b>	<b>28,145</b>	<b>72,245</b>	<b>112,744</b>	<b>142,192</b>	<b>169,456</b>
<b>经营支出</b>	<b>(19,783)</b>	<b>(43,722)</b>	<b>(70,407)</b>	<b>(82,726)</b>	<b>(94,352)</b>
销售费用	(6,082)	(15,061)	(24,382)	(28,690)	(32,568)
管理费用	(5,710)	(10,007)	(14,981)	(17,805)	(20,223)
研发费用	(7,991)	(18,654)	(31,044)	(36,231)	(41,561)
<b>经营利润</b>	<b>8,362</b>	<b>28,522</b>	<b>42,338</b>	<b>59,466</b>	<b>75,104</b>
<b>非经营收入</b>	<b>(3,844)</b>	<b>(7,443)</b>	<b>(9,308)</b>	<b>(10,200)</b>	<b>(10,295)</b>
财务费用	(1,787)	1,618	1,504	810	826
投资收益	(57)	(792)	169	169	169
公允价值变动损益	47	126	87	-	-
政府补助及补贴	1,709	1,710	-	-	-
其他	(3,756)	(10,105)	(11,068)	(11,179)	(11,290)
<b>税前利润</b>	<b>4,518</b>	<b>21,080</b>	<b>33,029</b>	<b>49,266</b>	<b>64,808</b>
税务费用	(551)	(3,367)	(5,275)	(7,390)	(9,721)
<b>税后利润含少数股东权益</b>	<b>3,967</b>	<b>17,713</b>	<b>27,755</b>	<b>41,876</b>	<b>55,087</b>
少数股东权益	922	1,091	1,049	1,112	1,530
<b>净利润</b>	<b>3,045</b>	<b>16,622</b>	<b>26,706</b>	<b>40,764</b>	<b>53,557</b>
基本股数 (百万)	2,854	2,908	2,911	2,911	2,911
摊销股数 (百万)	2,854	2,908	2,911	2,911	2,911
<b>基本每股收益 (元)</b>	<b>1.06</b>	<b>5.71</b>	<b>9.17</b>	<b>14.00</b>	<b>18.40</b>
<b>摊销每股收益 (元)</b>	<b>1.06</b>	<b>5.71</b>	<b>9.17</b>	<b>14.00</b>	<b>18.40</b>

### 资产负债表

人民币百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金和受限制资金	50,457	51,471	41,796	47,609	64,309
应收账款和应收票据	36,251	38,828	56,204	68,331	79,161
存货	43,355	79,107	112,669	135,829	156,295
其他流动资产	36,047	71,397	103,345	125,645	145,559
<b>流动资产合计</b>	<b>166,110</b>	<b>240,804</b>	<b>314,014</b>	<b>377,414</b>	<b>445,325</b>
物业、厂房及设备	81,499	176,502	285,940	375,765	463,600
无形资产	17,171	23,289	16,373	11,511	8,092
其他非流动资产	31,000	53,265	53,265	53,265	53,265
<b>总资产</b>	<b>295,780</b>	<b>493,861</b>	<b>669,593</b>	<b>817,955</b>	<b>970,283</b>
短期借贷	10,204	5,153	7,459	9,068	10,506
应付账款和应付票据	80,492	143,766	214,998	272,152	328,816
其他流动负债	80,608	184,426	266,954	324,555	375,997
<b>流动负债合计</b>	<b>171,304</b>	<b>333,345</b>	<b>489,410</b>	<b>605,775</b>	<b>715,319</b>
短期借款	10,790	7,594	7,973	8,372	8,791
其他负债	9,442	31,533	31,533	31,533	31,533
<b>总负债</b>	<b>191,536</b>	<b>372,471</b>	<b>528,916</b>	<b>645,680</b>	<b>755,642</b>
股本	2,911	2,911	2,911	2,911	2,911
储备	65,816	68,544	88,120	119,719	162,084
未分配利润	26,456	40,943	40,943	40,943	40,943
少数股东权益	9,175	10,361	10,361	10,361	10,361
其他综合收益	(114)	(1,370)	(1,370)	(1,370)	(1,370)
<b>股东权益总额</b>	<b>104,244</b>	<b>121,390</b>	<b>140,965</b>	<b>172,564</b>	<b>214,930</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>295,780</b>	<b>493,861</b>	<b>669,881</b>	<b>818,244</b>	<b>970,572</b>

### 现金流量表

人民币百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	<b>65,467</b>	<b>140,838</b>	<b>136,126</b>	<b>154,037</b>	<b>181,209</b>
税前利润	4,518	21,080	33,029	49,266	64,808
折旧	10,880	14,605	31,630	51,242	67,339
摊销	2,928	5,099	6,916	4,862	3,418
其他营业活动现金流	(3,098)	8,390	(2,553)	(1,922)	(2,357)
<b>营运资金变动</b>	<b>52,577</b>	<b>93,413</b>	<b>70,874</b>	<b>57,169</b>	<b>56,895</b>
应收账款减少 (增加)	4,965	(2,577)	(17,375)	(12,127)	(10,830)
库存减少 (增加)	(11,958)	(35,752)	(33,562)	(23,160)	(20,466)
应付账款增加 (减少)	28,583	63,274	71,232	57,154	56,664
其他经营资金变动	30,987	68,468	50,579	35,302	31,527
税务费用	(551)	(3,367)	(5,275)	(7,390)	(9,721)
利息收入 (支出)	(1,787)	1,618	1,504	810	826
<b>投资活动现金流</b>	<b>(45,404)</b>	<b>(120,596)</b>	<b>(141,067)</b>	<b>(141,067)</b>	<b>(155,174)</b>
资本支出	(37,344)	(97,457)	(141,067)	(141,067)	(155,174)
取得或购买长期投资	-	-	-	-	-
其他投资活动现金流	(8,060)	(23,139)	-	-	-
<b>融资活动现金流</b>	<b>16,063</b>	<b>(19,489)</b>	<b>(4,445)</b>	<b>(7,157)</b>	<b>(9,335)</b>
借款	(17,006)	(16,413)	2,686	2,008	1,856
发行股份	-	-	-	-	-
股息	(2,619)	(1,633)	(7,130)	(9,165)	(11,191)
其他融资活动现金流	35,688	(1,443)	-	-	-
外汇损益	(44)	610	-	-	-
<b>现金及现金等价物净流量</b>	<b>36,081</b>	<b>1,363</b>	<b>(9,386)</b>	<b>5,813</b>	<b>16,700</b>
<b>期初现金及现金等价物</b>	<b>13,738</b>	<b>49,820</b>	<b>51,182</b>	<b>41,796</b>	<b>47,609</b>
<b>期末现金及现金等价物</b>	<b>49,820</b>	<b>51,182</b>	<b>41,796</b>	<b>47,609</b>	<b>64,309</b>

### 主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营运指标增速</b>					
营业收入增速	38%	96%	45%	22%	16%
毛利润增速	(7%)	157%	56%	26%	19%
营业利润增速	(38%)	241%	48%	40%	26%
净利润增速	(28%)	446%	61%	53%	31%
<b>盈利能力</b>					
净资产收益率 (平均)	3.6%	14.7%	20.4%	26.0%	27.6%
总资产报酬率	1.2%	4.2%	4.6%	5.5%	6.0%
投入资本回报率	7.8%	25.2%	32.1%	36.8%	37.6%
<b>利润率</b>					
毛利率	13.0%	17.0%	18.4%	19.1%	19.6%
营业利润率	3.9%	6.7%	6.9%	8.0%	8.7%
净利润率	1.4%	3.9%	4.4%	5.5%	6.2%
<b>营运能力</b>					
现金循环周期	9	(20)	(33)	(42)	(50)
应收账款周转天数	65	32	28	30	31
存货周转天数	73	64	70	75	77
应付账款周转天数	129	116	131	147	158
净债务 (净现金)	(40,253)	(46,318)	(34,337)	(38,540)	(53,803)
自由现金流	36,852	40,816	5,416	24,282	37,861

E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、Wind、浦银国际预测

# 比亚迪业绩回顾及展望

## ● 2Q23 业绩回顾

- 营业收入为人民币 1,399.51 亿元，同比增长 67%，环比增长 16%，略不及我们的预期。其中，汽车/储能/其他业务收入为人民币 1,101.45 亿元，同比增长 81%，环比增长 17%。手机相关业务收入人民币 298.05 亿元，同比增长 31%，环比增长 13%。
- 交付量为 70.4 万辆，同比增长 98%，环比增长 27%。汽车平均售价同比下降 5%，环比下降 4%。单车利润同比、环比均有所增长。
- 毛利率为 18.7%，同比增长 4.3 个百分点，环比增长 0.9 个百分点。其中，汽车/储能/其他业务毛利率为 21.6%，同比增长 3.8 个百分点，环比微增 0.9 个百分点。
- 营业利润为人民币 89.66 亿元，同比翻倍增长，环比增长 24%。营业费用率为 12.3%，同比增长 3.0 个百分点，环比微增 0.5 个百分点。
- 净利润为人民币 68.24 亿元，同比增长 145%，环比增长 65%。二季度净利润表现落于此前业绩预告区间，略低于指引中位数。

图表 2：比亚迪 2Q23 业绩详情

人民币百万	2Q23	2Q22	同比	1Q23	环比
营业收入	139,951	83,782	67%	120,174	16%
毛利润	26,206	12,054	117%	21,467	22%
经营利润	8,966	4,278	110%	7,215	24%
净利润	6,824	2,787	145%	4,130	65%
基本每股收益 (元)	2.34	0.96	143%	1.42	65%

利润率	2Q23	2Q22	同比 百分点	1Q23	环比 百分点
毛利率	18.7%	14.4%	4.3	17.9%	0.9
营业费用率	12.3%	9.3%	3.0	11.9%	0.5
营业利润率	6.4%	5.1%	1.3	6.0%	0.4
净利率	4.9%	3.3%	1.5	3.4%	1.4

收入 人民币百万	2Q23	2Q22	同比	1Q23	环比
汽车/储能/其他	110,145	61,021	81%	93,799	17%
手机相关业务	29,805	22,761	31%	26,375	13%
<b>总收入</b>	<b>139,951</b>	<b>83,782</b>	<b>67%</b>	<b>120,174</b>	<b>16%</b>

毛利率	2Q23	2Q22	同比 百分点	1Q23	环比 百分点
汽车/储能/其他	21.6%	17.9%	3.8	20.7%	0.9
手机相关业务	8.0%	5.0%	3.0	7.7%	0.3
<b>综合毛利率</b>	<b>18.7%</b>	<b>14.4%</b>	<b>4.3</b>	<b>17.9%</b>	<b>0.9</b>

新能源车	2Q23	2Q22	同比	1Q23	环比
汽车销量 (辆)	703,561	355,021	98%	552,076	27%
平均单价 (人民币)	156,442	165,292	(5%)	162,333	(4%)

资料来源：公司公告、浦银国际

图表 3：比亚迪单车盈利能力测算表

人民币百万	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E
手机利润	327	434	447	330	761	658
汽车利润	2,460	5,282	6,864	3,800	6,063	6,612
汽车销量 (辆)	355,021	538,704	683,440	552,076	703,561	819,077
<b>单车利润 (元)</b>	<b>6,930</b>	<b>9,805</b>	<b>10,043</b>	<b>6,882</b>	<b>8,618</b>	<b>8,072</b>

注：E=浦银国际预测

资料来源：公司公告、浦银国际

## ● 比亚迪业绩会要点

- **市场展望：**中国汽车市场大盘仍处于增长状态，结构在加速变化。预计今年年底中国新能源车渗透率单月可能达到 40% 以上水平，全年渗透率约为 34%-35%。同时，公司认为中国汽车行业未来 3-5 年内会不断进行价格竞争，特别是在细分市场内，对此公司表示已经做好充分准备。
- **运营展望：**今年一、二季度库存补差，三、四季度盈利将继续改善。
- **维持 2023 年销量目标：**面对今年经济环境的挑战，公司仍对 300 万辆的年销量充满信心，其中包括 20 万辆以上的出口销量。另外，公司表示明年比亚迪的出口销量将达到 40 万辆。
- **品牌矩阵：**比亚迪坚持多品牌战略，包括比亚迪品牌、腾势、仰望、方程豹等，产品覆盖人民币 7 万-109 万元的价格段，从普通用车到个性化用车，并且实现全面电动化。

根据比亚迪 2Q23 业绩情况和公司未来经营展望，我们略微下调比亚迪 2023-2025 年的收入预测，同时上调 2023-2025 年的净利润预测，主要反映公司在激烈竞争的环境中持续提升的新能源车市场份额、不断扩大的规模优势和出色的产业链成本控制能力。

图表 4：比亚迪财务预测：新预测 vs 前预测

美元百万	2023E			2024E			2025E		
	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异
营业收入	613,822	626,621	(2%)	746,268	758,955	(2%)	864,552	876,877	(1%)
毛利润	112,744	107,844	5%	142,192	134,967	5%	169,456	160,205	6%
经营利润	42,338	42,136	0%	59,466	56,680	5%	75,104	71,182	6%
净利润	26,706	26,157	2%	40,764	38,044	7%	53,557	49,857	7%
基本每股收益 (元)	9.17	8.98	2%	14.00	13.07	7%	18.40	17.13	7%
<b>利润率</b>	<b>百分点</b>			<b>百分点</b>			<b>百分点</b>		
毛利率	18.4%	17.2%	1.2	19.1%	17.8%	1.3	19.6%	18.3%	1.3
营业费用率	11.5%	10.5%	1.0	11.1%	10.3%	0.8	10.9%	10.2%	0.8
营业利润率	6.9%	6.7%	0.2	8.0%	7.5%	0.5	8.7%	8.1%	0.6
净利率	4.4%	4.2%	0.2	5.5%	5.0%	0.4	6.2%	5.7%	0.5

资料来源：浦银国际预测



## ● 分部加总估值

我们采用 SOTP (Sum of Total Parts, 分部加总法) 对比亚迪进行估值预测。我们预测比亚迪 2024 年的新能源汽车、手机等电子业务和其他业务的净利润增速分别为 57%、12% 和 10%，分别给予 22x、16x 和 13x 的市盈率，得到比亚迪 (002594.CH) 2024 年目标价为人民币 302.9 元，潜在升幅 29%，维持“买入”评级。

同时，我们假设港股相对于 A 股有 14% 的折价，同时采用 0.9291 的港元/人民币汇率，得到 280.4 港元的目标价，维持“买入”评级，潜在升幅 25%。

在目标价估算中，我们的预测并未反映比亚迪电子收购 Jabil 相关资产和业务带来的合并报表的影响。

图表 5: 比亚迪分部加总估值法: 2024 年

人民币百万	净利润	利润增速	市盈率 (x)	估值
新能源汽车	37,959	57%	22.0	836,950
手机等电子业务	2,794	12%	16.0	44,698
其他	11	10%	13.0	149
<b>合计 (含汽车)</b>	<b>40,764</b>	<b>53%</b>	<b>21.6</b>	<b>881,798</b>
股数 (百万)				2,911
<b>002594.CH 目标价 (人民币)</b>				<b>302.9</b>
H 股较 A 股的估值折价				14%
<b>1211.HK 目标价 (港元)</b>				<b>280.4</b>

资料来源: 浦银国际预测

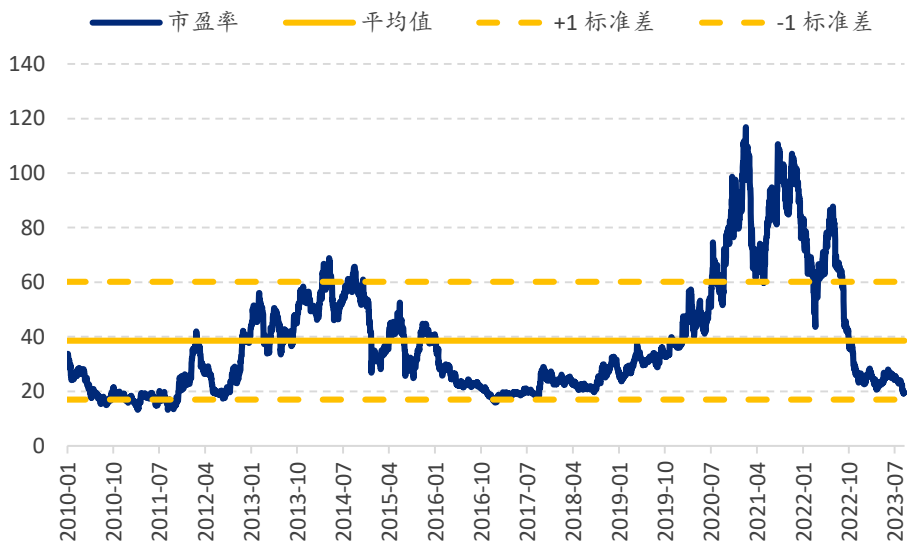
图表 6: 比亚迪股份历史市销率: 当前估值 0.9x vs 2010 年以来均值 1.4x



注: 截至 2023 年 8 月 28 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 7: 比亚迪股份历史市盈率: 当前估值 19.6x vs 2010 年以来均值 38.6x



注: 截至 2023 年 8 月 28 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际



图表 8：浦银国际目标价：比亚迪股份（1211.HK）



注：截至 2023 年 8 月 28 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 9：浦银国际目标价：比亚迪（002594.CH）

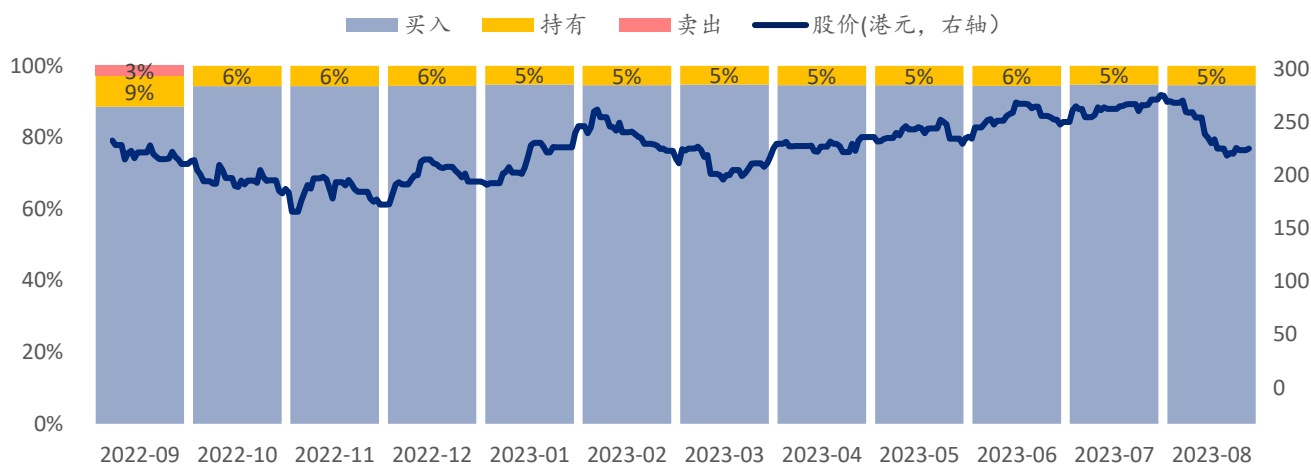


注：截至 2023 年 8 月 28 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际

# SPDBI 乐观与悲观情景假设：港股

图表 10: 比亚迪股份 (1211.HK) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 11: 比亚迪股份 (1211.HK) SPDBI 情景假设



### 乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：367.7 港元（概率：20%）

- 国内和海外新能源乘用车市场需求增速较快，渗透率进一步提升，推动比亚迪收入增速较快；
- 比亚迪推出高端车型及个性化品牌，需求好于预期，显著提升其汽车平均售价；
- 手机、电池、IGBT 等其他业务利润贡献增长较大；
- 比亚迪汽车市占率进一步提升，定价权随之提高，促使毛利率和净利率提升明显。

### 悲观情景：公司收入增长不及预期

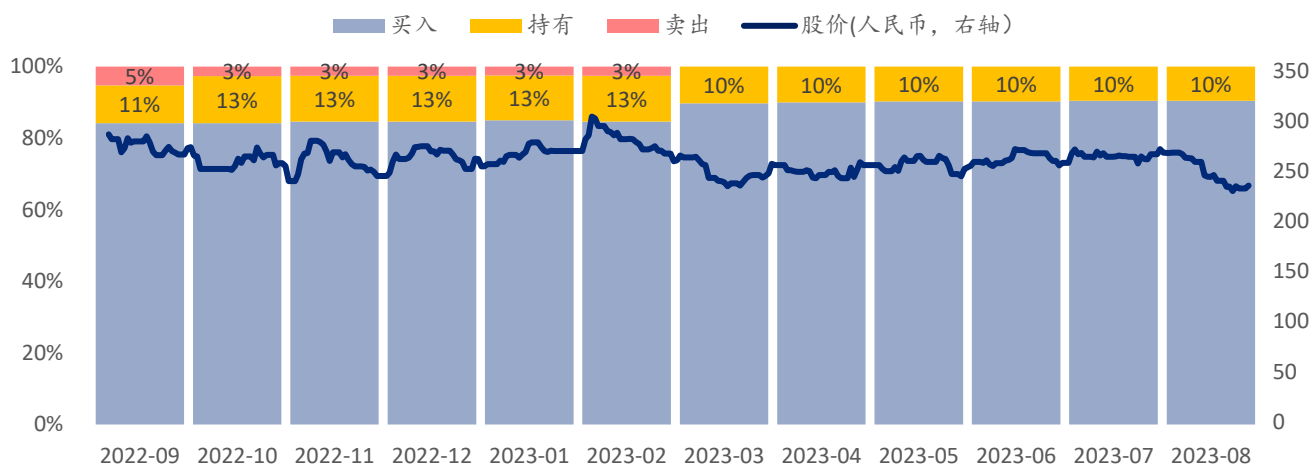
目标价：178.3 港元（概率：15%）

- 国内和海外新能源汽车行业需求增长不及预期；
- 由于上游原材料价格波动较大，新能源汽车销量增速不及基本假设，导致毛利率下降；
- 手机、电池、IGBT 等业务拓展低于基本假设情景；
- 行业竞争持续加剧，公司新系列车型的订单不及预期，增速较慢；
- 公司高端车型进展较慢，或者高端车型需求较弱。

资料来源: 浦银国际

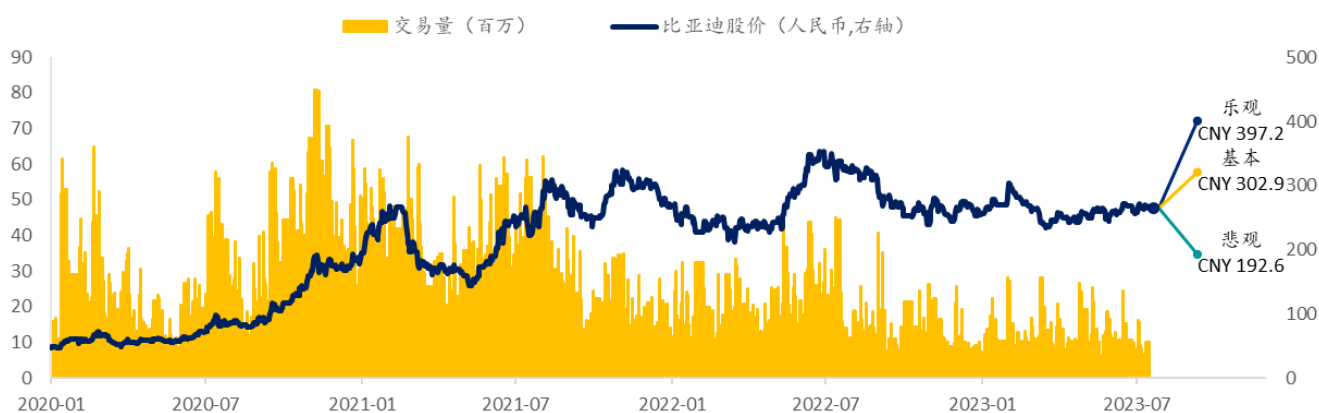
# SPDBI 乐观与悲观情景假设：A 股

图表 12：比亚迪（002594.CH）市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 13：比亚迪（002594.CH）SPDBI 情景假设



### 乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：397.2 人民币（概率：20%）

- 国内和海外新能源乘用车市场需求增速较快，渗透率进一步提升，推动比亚迪收入增速较快；
- 比亚迪推出高端车型及个性化品牌，需求好于预期，显著提升其汽车平均售价；
- 手机、电池、IGBT 等其他业务利润贡献增长较大；
- 比亚迪汽车市占率进一步提升，定价权随之提高，促使毛利率和净利率提升明显。

### 悲观情景：公司收入增长不及预期

目标价：192.6 人民币（概率：15%）

- 国内和海外新能源汽车行业需求增长不及预期；
- 由于上游原材料价格波动较大，新能源汽车销量增速不及基本假设，导致毛利率下降；
- 手机、电池、IGBT 等业务拓展低于基本假设情景；
- 行业竞争持续加剧，公司新系列车型的订单不及预期，增速较慢；
- 公司高端车型进展较慢，或者高端车型需求较弱。

资料来源：浦银国际

图表 14: SPDBI 科技行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级/目标价/预测发布日期	行业
1810 HK Equity	小米集团-W	12.1	买入	15.4	2023/3/30	手机品牌
688036 CH Equity	传音控股	122.5	买入	130.8	2023/5/2	手机品牌
285 HK Equity	比亚迪电子	32.9	买入	40.5	2023/8/29	结构件、组装
600745 CH Equity	闻泰科技	41.1	买入	49.9	2023/8/28	ODM、功率半导体
002475 CH Equity	立讯精密	31.0	买入	34.5	2022/5/27	结构件、组装
300433 CH Equity	蓝思科技	11.0	买入	11.0	2022/5/27	结构件、组装
2018 HK Equity	瑞声科技	15.0	买入	17.5	2022/5/27	声学、光学器件
2382 HK Equity	舜宇光学科技	61.5	买入	77.8	24/8/2023	手机光学、车载光学
1478 HK Equity	丘钛科技	2.9	买入	3.4	24/8/2023	手机光学
603501 CH Equity	韦尔股份	89.2	买入	109.7	2023/8/17	手机 CIS、车载 CIS
NIO US Equity	蔚来	10.6	买入	9.4	2023/6/15	新能源汽车
9866 HK Equity	蔚来-SW	83.5	买入	73.9	2023/6/15	新能源汽车
XPEV US Equity	小鹏汽车	16.2	买入	10.2	2023/6/15	新能源汽车
9868 HK Equity	小鹏汽车-W	65.1	买入	40.1	2023/6/15	新能源汽车
LI US Equity	理想汽车	38.8	买入	53.4	2023/8/10	新能源汽车
2015 HK Equity	理想汽车-W	152.3	买入	208.6	2023/8/10	新能源汽车
9863 HK Equity	零跑汽车	38.4	买入	47.6	2023/6/15	新能源汽车
TSLA US Equity	特斯拉(TESLA)	230.0	持有	275.1	2023/7/20	新能源汽车
1211 HK Equity	比亚迪股份	223.6	买入	280.4	2023/8/29	新能源汽车
002594 CH Equity	比亚迪	232.6	买入	302.9	2023/8/29	新能源汽车
981 HK Equity	中芯国际	17.8	买入	21.6	2023/8/14	晶圆代工
688981 CH Equity	中芯国际	48.3	买入	56.3	2023/8/14	晶圆代工
1347 HK Equity	华虹半导体	19.0	买入	25.5	2023/8/14	晶圆代工

注: A股、港股截至2023年8月28日收盘价; 美股截至2023年8月25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国-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

#### 周文硕

tallan\_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

### 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](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

