



NEV 2024 Outlook: Maintaining high growth amid continued competition in incremental market

- We expect China's NEPV sales volume to reach 11.19 million units in 2024, accelerating the rising penetration rate of industry.** We maintained our recently adjusted [forecast](#) for China's 2024 new energy passenger vehicle (NEPV) sales of 11.19 million units, +27% YoY, with a full-year penetration rate of 42.7%, and an incremental increase of 2.41 million units over 2023 sales. With the increasing richness of the product matrix of NEV models and the rising product competitiveness, as well as improving supporting facilities to power the vehicles, consumers' awareness, needs and user experience of NEV & Autopilot are expected to be enhanced, thereby stimulating the overall demand. We expect China's rising NEPV penetration rate to accelerate, reaching 34.0%, 42.7% and 50.6% respectively in 2023/24/25, based on which we expect the annual sales volume of BYD and Li Auto to reach 3.78 million and 630k units in 2024. These 2 automakers have more solid fundamentals and profitability. **BYD (1211.HK) is our top pick in NEV industry.** XPeng and Leapmotor are expected to hit the annual sales target close to 300k models in 2024. We reiterate our BUY rating on NIO (NIO.US/9866.HK), XPeng (XPEV.US/9868.HK) and Leapmotor (9863.HK).
- China's NEV industry competition transfers from decremental market to incremental market.** At the beginning of 2023, when the demand for China's NEV industry fluctuated, many automakers cut prices but failed to boost the sales, thus falling into a prisoner's dilemma. However, with the new technology and new models launched by various automakers, stimulating the willingness of end-consumer to purchase cars, the industry was then back on the growth track. Although the release of new energy models accelerated in 2023, it would also stimulate the industry demand to rise simultaneously. Therefore, we believe that this is the competition in the incremental market. This is a virtuous cycle formed of rapid growth in sales scale and significant improvements in user experience. In the short term, since September 2023, price cuts and promotions in NEV industry are not only marketing tools by benefiting consumers to boost sales since the upstream battery cost has reduced, but also a restrained price-for-volume measure with effectiveness in an incremental market. We expect such competition in the incremental market will continue in 2024.
- The premiumization, intellectualization and self-reliance of China's NEV drive the industry into a new product cycle.** China's new energy models have entered a blossoming new product cycle. 2024 will witness China's NEV companies moving towards 3 main directions: high-end, intelligent and self-reliant. Several models unveiled at Auto Guangzhou in November, including Li MEGA, XPENG X9, AITO M9 and Luxeed S7 under HIMA, Leapmotor C10, BYD Leopard 5 and other popular models are priced higher than RMB 200k, or even higher than RMB 300k. Moreover, the main

Tony Shen

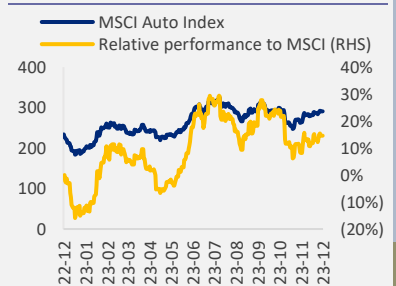
(Chief Technology Analyst)
 tony_shen@spdbi.com
 (852) 2808 6435

Sia Huang

(Technology Analyst)
 sia_huang@spdbi.com
 (852) 2809 0355

December 15, 2023

MSCI Auto Index



Note: Date as of December 11, 2023;

Source: Bloomberg, SPDBI



promotional approach of these models and the companies' direction of Autopilot, that is, City NOA, are closely related. Therefore, looking ahead to 2024, we prefer NEV enterprises with stronger new product cycles and stable progress in intellectualization. Differences in product cycles among automakers may also lead to market share differentiation.

- **Valuation:** Currently, the ADR's P/S ratio of NIO, XPeng, and Li Auto are 1.0x, 1.8x, and 1.4x respectively. Leapmotor's P/S ratio is 1.0x. Compared to 1.0x, 1.4x, 2.0x and 1.0x in the mid-year, the overall valuation level of these 4 companies is at relatively healthy watermarks and has greater upside risk compared to historical average.
- **Investment Risks:** Slower-than-expected China's NEV penetration rate growth; weaker-than-expected overseas demand; intensified competition, dragging down the sales volume and gross margin performance; weaker-than-expected overseas expansion of China's automakers; and slower-than-expected R&D progress in Autopilot, commercial deployment of city NOA, and easy access to high-voltage charging.

Table of Contents

Global NEV grew at a high rate in 2023, and the growth is expected to pick up speed in 2024.....	6
China's NEV industry in full bloom in 2024 will spur the accelerated upward movement of the demand and penetration rate	9
China's NEV industry started low and rebounded in 2023	9
China's NEV industry to enter a new product cycle in 2024	22
China's NEV Enterprises' business landscape becomes more complete.....	37
China's NEV enterprises may enter a period of differentiation.....	37
Horizontal comparison among leading homegrown NEV startups.....	38
Valuation of NEV enterprises	42
Stock price and trading volume of NEV enterprises	44
Valuation of comparable companies in the NEV industry	45

图表目录

图表 1: 全球新能源汽车月度销量: 9月销量 130.0 万辆, 环比增长 4%, 同比增长 22%	7
图表 2: 全球新能源汽车渗透率按照地区拆分	7
图表 3: 全球新能源汽车销量份额 (分地区)	8
图表 4: 全球新能源汽车销量同比增速 (分地区)	8
图表 5: 欧洲新能源汽车车企销量份额	8
图表 6: 北美新能源汽车车企销量份额	8
图表 7: 中国新能源汽车月度销量: 10月销量 95.6 万辆, 环比增长 6%, 同比增长 34%	10
图表 8: 中国新能源乘用车月度销量: 10月销量 60.3 万辆, 环比持平, 同比增长 34%	10
图表 9: 中国新能源汽车及新能源乘用车渗透率: 10月新能源汽车渗透率 33.5%, 环比提升 1.9 个百分点	11
图表 10: 中国电动汽车充电桩保有量及净增量	11
图表 11: 中国新能源乘用车销量品种拆分: 10月纯电动占比 66.3%, 插电式混合动力占比 33.7%	12
图表 12: 中国新能源乘用车月销量同比增速按纯电和混动拆分	12
图表 13: 乘用车市场价格段销量结构变化	13
图表 14: 中国新能源车渗透率按照车型拆分	13
图表 15: 纯电车型价格段销量结构变化	13
图表 16: 插混车型价格段销量结构变化	13
图表 17: 2023 年 11 月乘用车各动力类型零售销量内的价格段分布	14
图表 18: 2023 年 11 月乘用车零售销量各价格段内不同动力类型的渗透率水平	14
图表 19: 中国各级城市新能源乘用车渗透率变化	14
图表 20: 中国各级城市新能源乘用车销量占比	14
图表 21: 中国各级城市纯电乘用车销量占比	14
图表 22: 中国各级城市插混乘用车销量占比	14
图表 23: 中国汽车经销商库存预警指数变化	16
图表 24: 汽车经销商库存预警指数 (分品牌类型)	16
图表 25: 中国电池级碳酸锂价格走势	16
图表 26: 2023 年以来主要新能源车企调价情况一览 (1): 比亚迪	17
图表 27: 2023 年以来主要新能源车企调价情况一览 (2): 蔚来、小鹏、理想、零跑及特斯拉	18
图表 28: 2023 年以来国家层面新能源汽车支持政策及方向汇总	19
图表 29: 2023 年初至今各地政府关于新能源汽车的促消费政策汇总 (1): 购车补贴	20
图表 30: 2023 年初至今中国政府关于新能源汽车的促消费政策汇总 (2): 新能源车置换补贴	21
图表 31: 2023 年上半年比亚迪发布的冠军版车型配置一览	21
图表 32: 中国新能源乘用车销量及同比预测	23
图表 33: 中国新能源乘用车渗透率及预测	23
图表 34: 新能源 MPV 热度排行榜前 10 名	24
图表 35: 覆盖新能源车企 2023 年新增车型及计划 (按车型)	25
图表 36: 理想 MEGA、小鹏 X9 以及其他新能源 MPV 车型主要参数对比	26
图表 37: 中国乘用车 L2 级及以上 ADAS 装车率变化 (按动力类型划分)	28
图表 38: 中国新能源乘用车不同车型 L2 级及以上 ADAS 装车率变化 (按价格段划分)	28
图表 39: 中国乘用车自动驾驶渗透率情况及预测	28
图表 40: 中国智能座舱产品渗透率情况及预测	28

图表 41: 中国乘用车自动驾驶域控制器市场规模与渗透率情况及预测	28
图表 42: 中国无人驾驶汽车行业规模与同比增速情况及预测	28
图表 43: 新能源车企关于城市自动驾驶的规划一览	29
图表 44: 智能驾驶相关配置一览: 蔚来 vs 小鹏 vs 理想	29
图表 45: 智能驾驶相关配置一览: 比亚迪 vs“华为系”vs 零跑	30
图表 46: 中国各类型品牌乘用车销量市场份额变化	32
图表 47: 中国新能源乘用车零售渗透率 (分品牌类型)	32
图表 48: 大众入股小鹏汽车与 Stellantis 入股零跑汽车细节比较	33
图表 49: 2023 年以来其他中国整车企业与海外车企的合作内容整理	33
图表 50: 中国汽车出口量: 10 月出口 48.8 万辆, 环比增长 10%, 同比增长 45%	34
图表 51: 中国新能源乘用车出口量: 11 月出口 8.9 万辆, 环比下降 21%, 同比增长 9%	35
图表 52: 比亚迪出口销量月度表现	35
图表 53: 比亚迪出口销量占中国 NEPV 出口份额	35
图表 54: 中国车企出海计划	36
图表 55: 中国新能源乘用车销量份额	37
图表 56: 2023 年 1-10 月新能源车企销量排行榜	37
图表 57: 汽车销量	39
图表 58: 汽车均价	39
图表 59: 汽车销售收入	39
图表 60: 汽车板块毛利率	39
图表 61: 软件服务与其他收入占比	39
图表 62: 公司综合毛利率	39
图表 63: 研发费用	40
图表 64: 研发费用率	40
图表 65: 营业费用率	40
图表 66: 净利润 (亏损)	40
图表 67: 现金及现金等价物	40
图表 68: 短期与长期借款	40
图表 69: 零售门店数量	41
图表 70: 服务门店数量	41
图表 71: 蔚来、小鹏、理想、零跑市销率 (x) 估值比较	41
图表 72: 蔚来美股市销率: 当前 1.0x vs 历史均值 4.3x vs 历史均值以下 1 个标准差 0.1x	42
图表 73: 小鹏美股市销率: 当前 1.8x vs 历史均值 5.6x vs 历史均值以下 1 个标准差 0.6x	42
图表 74: 理想美股市销率: 当前 1.4x vs 历史均值 4.2x vs 历史均值以下 1 个标准差 1.5x	43
图表 75: 特斯拉市销率: 当前 6.5x vs 历史均值 5.8x vs 历史均值以上 1 个标准差 9.6x	43
图表 76: 比亚迪股份市销率: 当前 0.8x vs 历史均值 1.4x vs 历史均值以下 1 个标准差 0.6x	43
图表 77: 比亚迪市销率: 当前 0.8x vs 历史均值 1.4x vs 历史均值以下 1 个标准差 0.8x	43
图表 78: 零跑汽车市销率: 当前 1.0x vs 历史均值 1.0x vs 历史均值以上 1 个标准差 1.2x	43
图表 79: 新能源车企股价走势	44
图表 80: 股票交易额比较	44
图表 81: 新能源汽车可比公司估值比较	45

新能源汽车行业 2024 年展望：增量竞争态势延续，行业维持高速增长

2023 年全球新能源汽车高速增长，2024 年增长有望提速

今年，全球新能源汽车销量保持高速增长。根据 Marklines，今年 1-9 月全球新能源汽车累计销量 935 万辆，同比增长 34%（图表 1），并在 8 月创渗透率 19.7% 的新高。今年全球新能源车销量同比增速，尤其是累计销量同比增速，与中国市场表现比较接近。

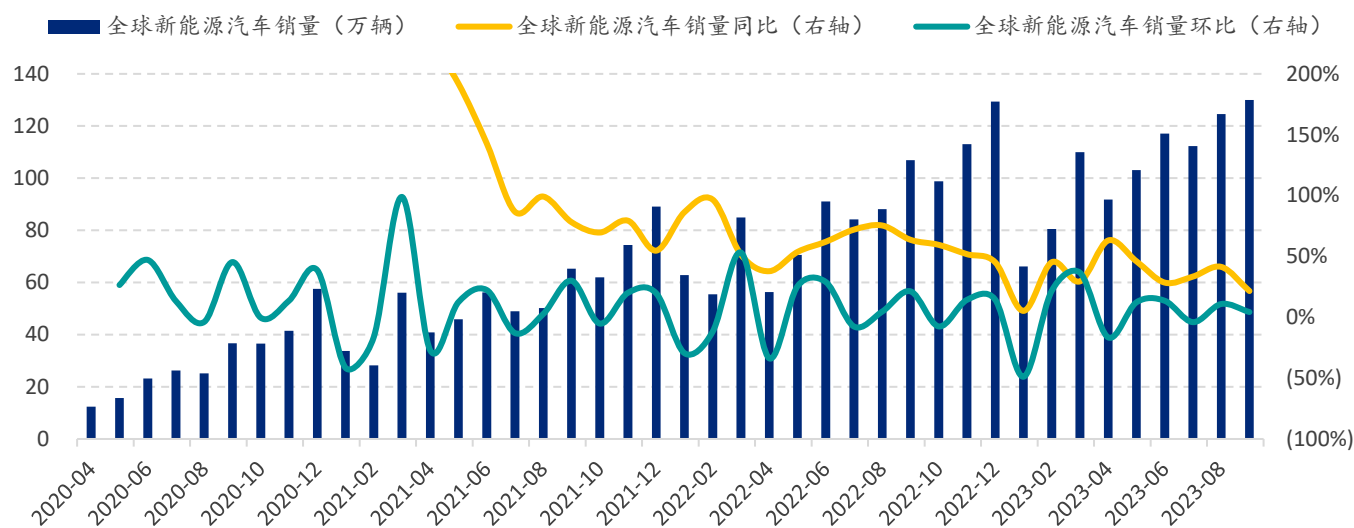
中国地区表现依然强劲，欧洲新能源车恢复增长，北美地区基数较低、增长较快，其余地区也开始发力。2023 年，在销量、份额、渗透率三个方面，中国新能源车都是全球增长的最大推动力。今年前三季度，中国新能源汽车销量同比增长 30%，高于欧洲的 25%，低于北美的 52% 和其他地区的 83%（图表 4）。中国市场对于全球新能源车销量的份额的贡献逐季攀升，从年初的 50.3% 提升到第三季度的 60%+（图表 3）。在新能源车渗透率方面，今年中国一直领先于欧美、北美（图表 2）。

今年欧洲新能源车销量恢复增长，前三季度同比增速分别为 15%、31%、31%。这主要受到今年欧洲地区汽车行业补库存的需求。目前，欧洲地区占全球新能源车销量的 20%-30%，依然是全球第二大新能源汽车市场。欧洲新能源车的渗透率在年初低点 16.8% 的基础大体维持上扬，在今年 8 月份录得 25.2% 的今年高位（图表 2）。因此，展望明年，我们预期欧洲的新能源汽车渗透率快速上扬，推动行业持续增长。

北美地区占全球新能源汽车销量份额从 2022 年的 10% 出头增长到今年二、第三季度的 11%-14%（图表 3）。北美地区新能源车渗透率也攀升到 8 月份 9.5% 的高点。其中，特斯拉占到北美新能源车销量份额从 2022 年的 50% 以上，下降到 2023 年的 45% 左右（图表 6），是最重要的贡献玩家。随着北美逐步加强对新能源车及产业链的政策倾斜，市场预期北美新能源车市场将持续释放行业增量。

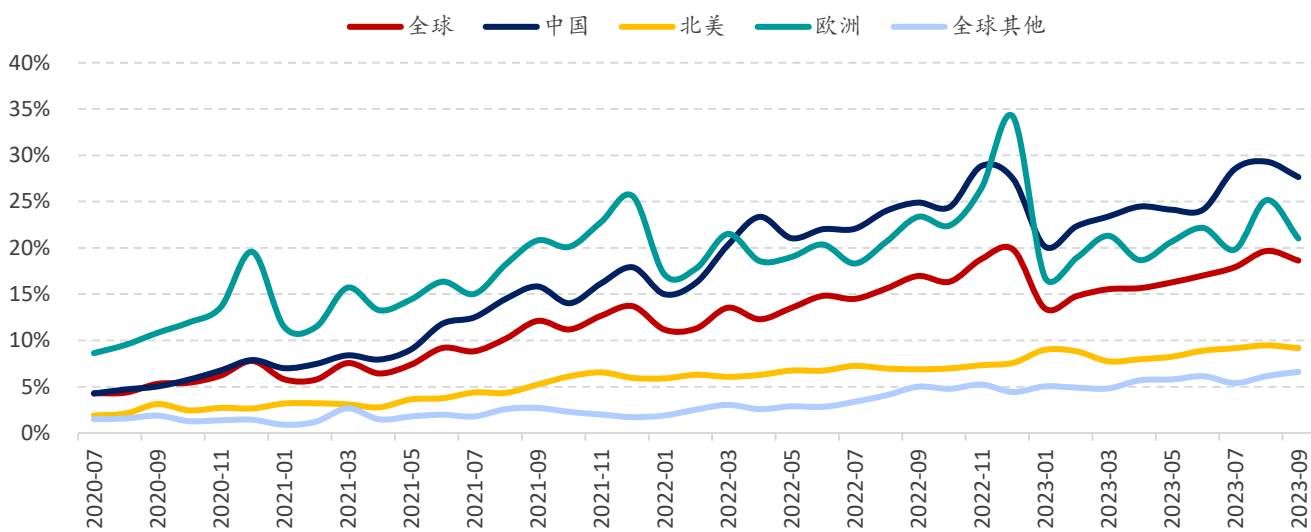
展望 2024 年，随着欧美汽车供应持续改善以及新能源汽车渗透率持续上扬，我们预期全球新能源汽车仍将维持较高的增长动能。

图表 1: 全球新能源汽车月度销量: 9月销量 130.0 万辆, 环比增长 4%, 同比增长 22%



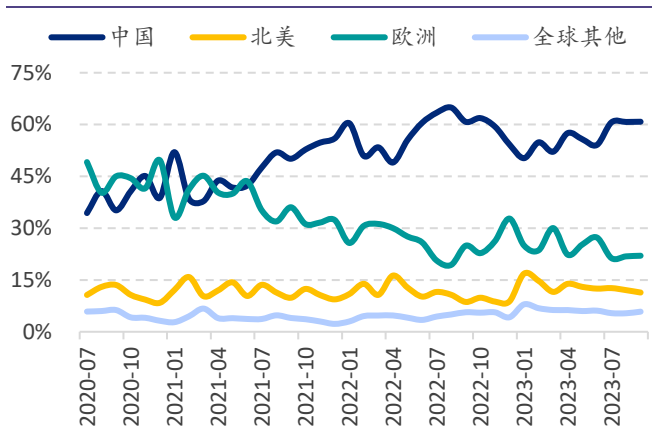
资料来源: Marklines、Bloomberg、浦银国际

图表 2: 全球新能源汽车渗透率按照地区拆分



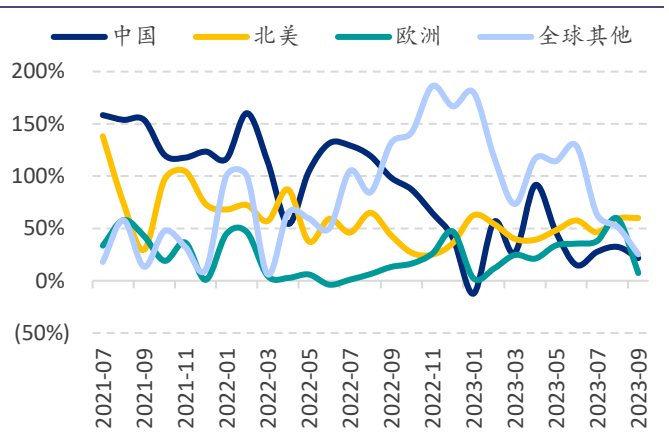
资料来源: Marklines、Bloomberg、浦银国际

图表 3: 全球新能源汽车销量份额 (分地区)



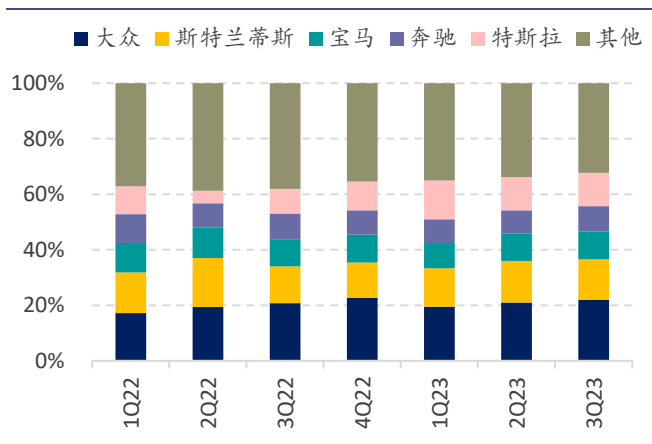
资料来源: Marklines、Bloomberg、浦银国际

图表 4: 全球新能源汽车销量同比增速 (分地区)



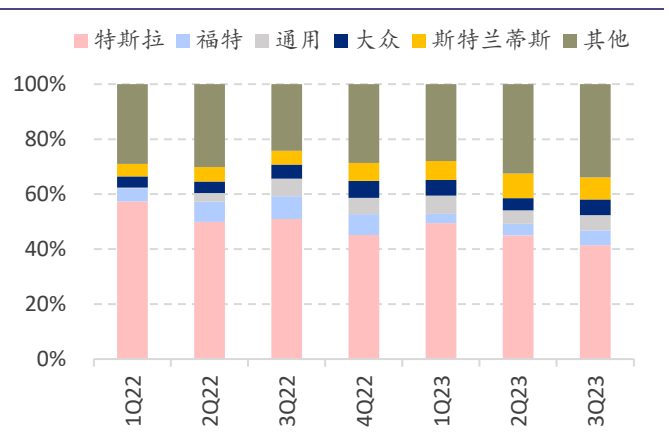
资料来源: Marklines、Bloomberg、浦银国际

图表 5: 欧洲新能源汽车车企销量份额



资料来源: Marklines、Bloomberg、浦银国际

图表 6: 北美新能源汽车车企销量份额



资料来源: Marklines、Bloomberg、浦银国际

中国新能源汽车百花齐放将刺激 2024 年需求和渗透率加速向上

● 2023 年中国新能源汽车行业低开回暖

中国新能源汽车从囚徒困境中走出

今年年初，伴随着特斯拉以及燃油车的大幅降价，国内的多家新能源车企跟进了降价策略。对于中国新能源车企而言，车企之间的博弈，集体性的降价，造成了玩家的囚徒困境。这里的困境是先降价的车可能会吃到以“价”换“量”的红利，而后降价的车企则甚至无法用“价”换到“量”。该困境在今年 3-4 月份尤为明显。但是，进入 5 月份，新能源汽车行业逐步走出囚徒困境。我们认为这主要来自于新能源车企用过保价和新品这两个措施，来打破消费者对于持续降价的预期，从而刺激消费者的购车行为。今年下半年新能源车市场表现与我们 [6 月份的投资手册报告](#) 判断大体一致。

首先，新能源车企会通过保价策略打消消费者的观望心理，促进消费者的购车欲望。针对老产品的清晰的价格政策对于破解困局比较重要。例如，零跑在 3 月推出的 C11、C01 等多款车型就有 90 天保价策略。而在今年 5 月，特斯拉甚至略微提升了部分车型的售价，更好地培养了用户心理，也一定程度保护了品牌价值（图表 27）。

其次，新能源车企推出新的车型或者老车型的 2023 改款，以此获得重新定价的机会，带动消费者需求。新车型的发布给用户带来新鲜感，并在一定程度确保其短时间降价风险较小。例如，蔚来在今年二季度发布了 5 款新平台车型以支撑其新增订单需求。零跑在 3 月初发布了 T 和 C 系列三款 2023 版车型。理想的 L7 和 L8 的 Air 版本，以及小鹏的 P7i、G6 等车型，都是为今年销量做的铺垫和准备（图表 35）。

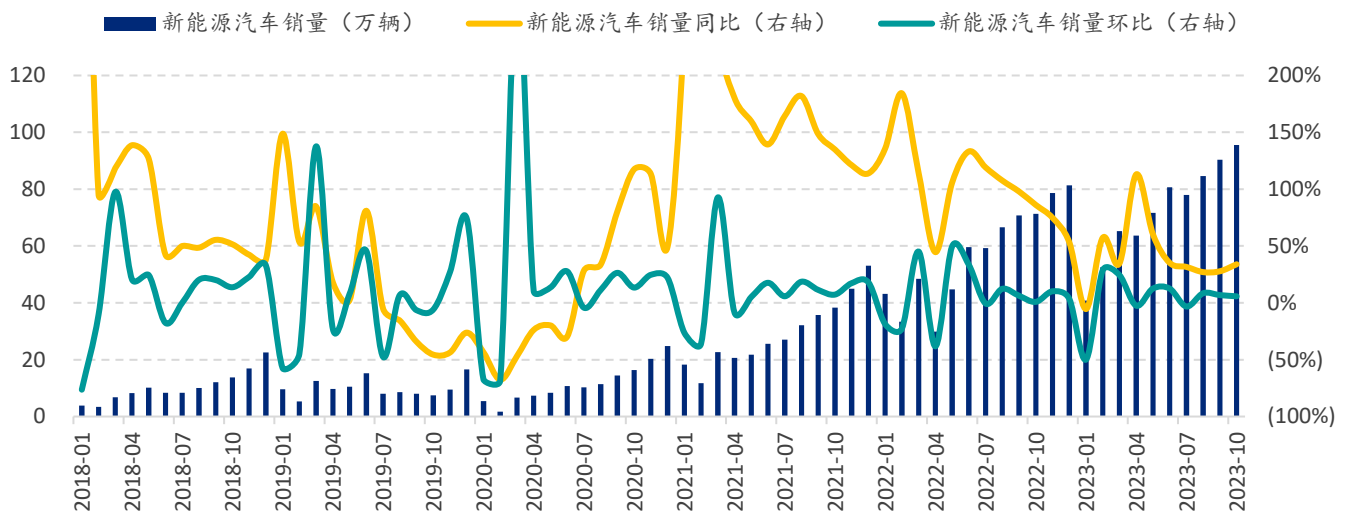
另外，2023 上半年比亚迪推出的多个系列的冠军版也同样取得较好的市场反馈和订单（图表 31）。公司通过这些更具性价比的车型，可以缓解消费者对于持续降价的观望态度，释放一定的汽车购买需求。同时，这些汽车版本也能通过减少不同消费者不常用的配置，从而提供一定的毛利基础。

我们观察到从今年 4 月开始的上海车展，到成都、广州车展，中国的新能源车，尤其是旗舰车型，都陆续有新车型亮相，这些都有助于提升终端消费者的购车信心。

中汽协的数据显示，今年一季度，中国新能源乘用车销量增速较去年四季度出现大幅下滑，从去年四季度同比 69% 的增长下降到今年一季度的 26%，甚至在今年 1 月份出现了同比下降 6% 的情况（图表 8）。相对应的，中国新能源乘用车销量渗透率也从去年 12 月的 33%，下滑至今年 1-3 月份的 27%-31%（图表 9）。从今年 4 月份开始，中国新能源市场需求逐步开始复苏，渗透率也恢复到 33% 以上。中国新能源乘用车销量在三季度达到 241 万辆，同比增长 28%，环比增长 17%，动能势头良好。在今年 10 月份，中国新能源乘用车渗透率达到 36.6%，创历史新高。我们预期今年四季度中国新能源汽车将保持旺季的季节性增长。

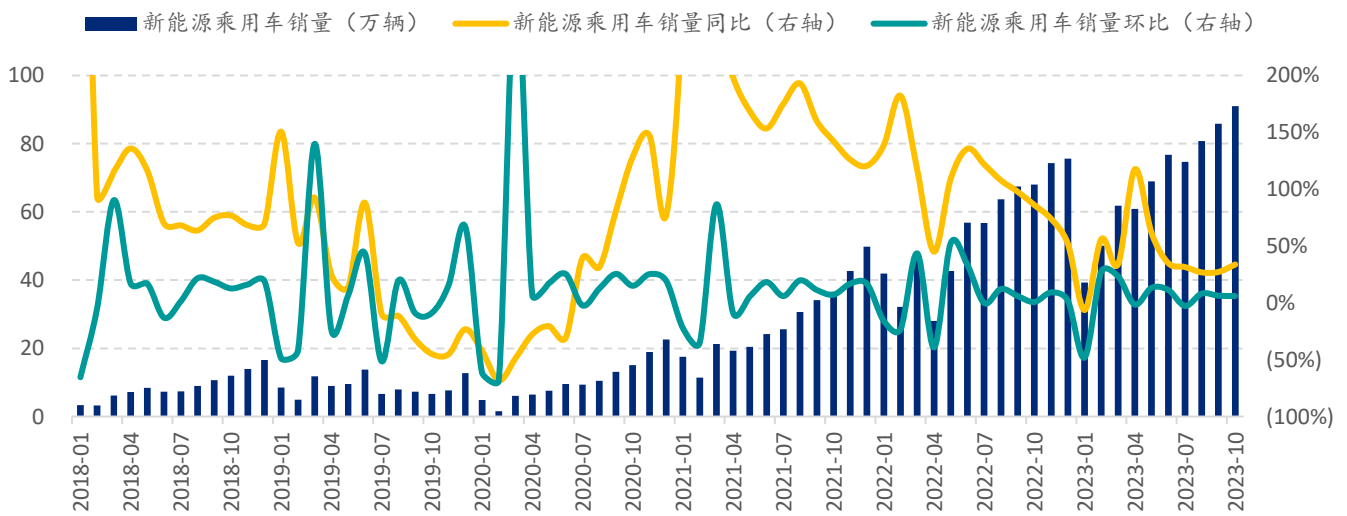
因此，回顾 2023 年，中国新能源乘用车市场呈现低开逐步回暖的态势。

图表 7：中国新能源汽车月度销量：10 月销量 95.6 万辆，环比增长 6%，同比增长 34%



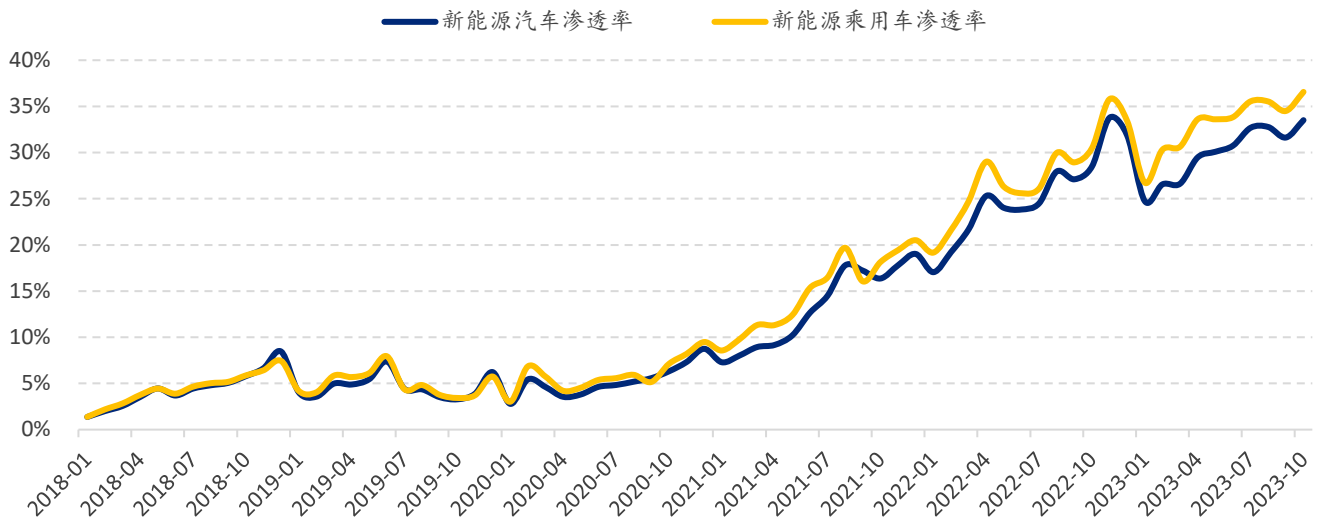
资料来源：中汽协、Wind、浦银国际

图表 8：中国新能源乘用车月度销量：10 月销量 60.3 万辆，环比持平，同比增长 34%



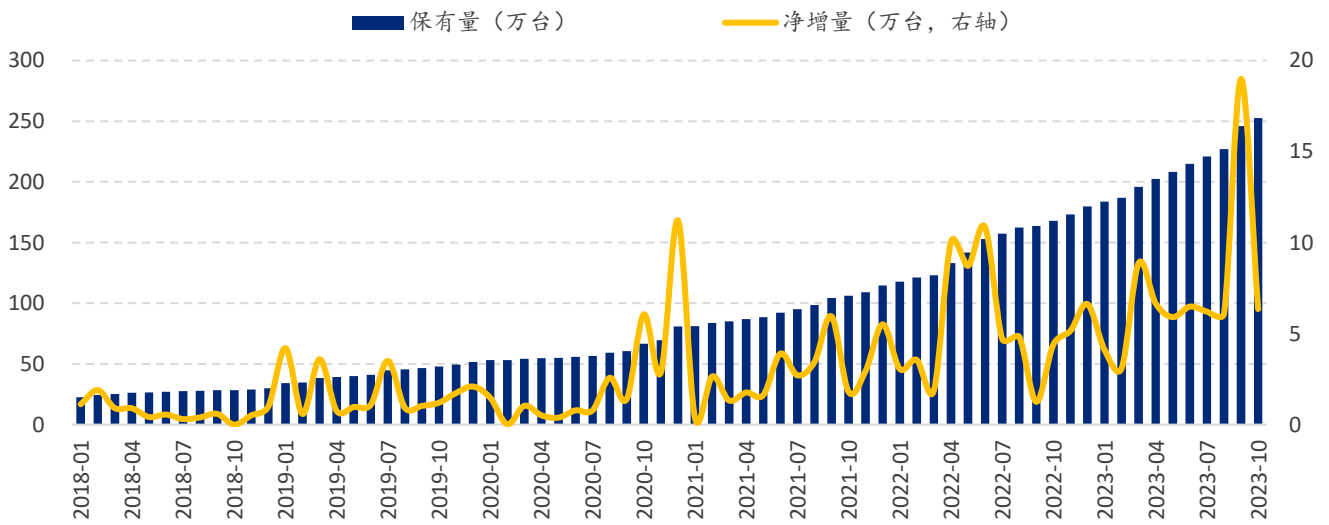
资料来源：中汽协、Wind、浦银国际

图表 9：中国新能源汽车及新能源乘用车渗透率：10月新能源汽车渗透率 33.5%，环比提升 1.9 个百分点



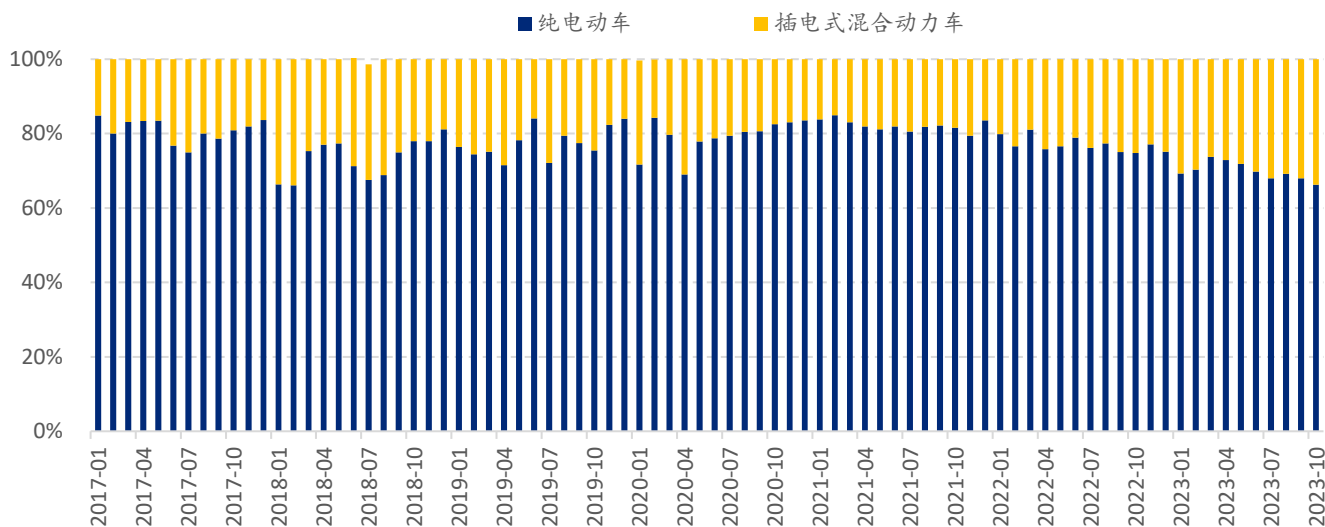
资料来源：中汽协、Wind、浦银国际

图表 10：中国电动汽车充电桩保有量及净增量



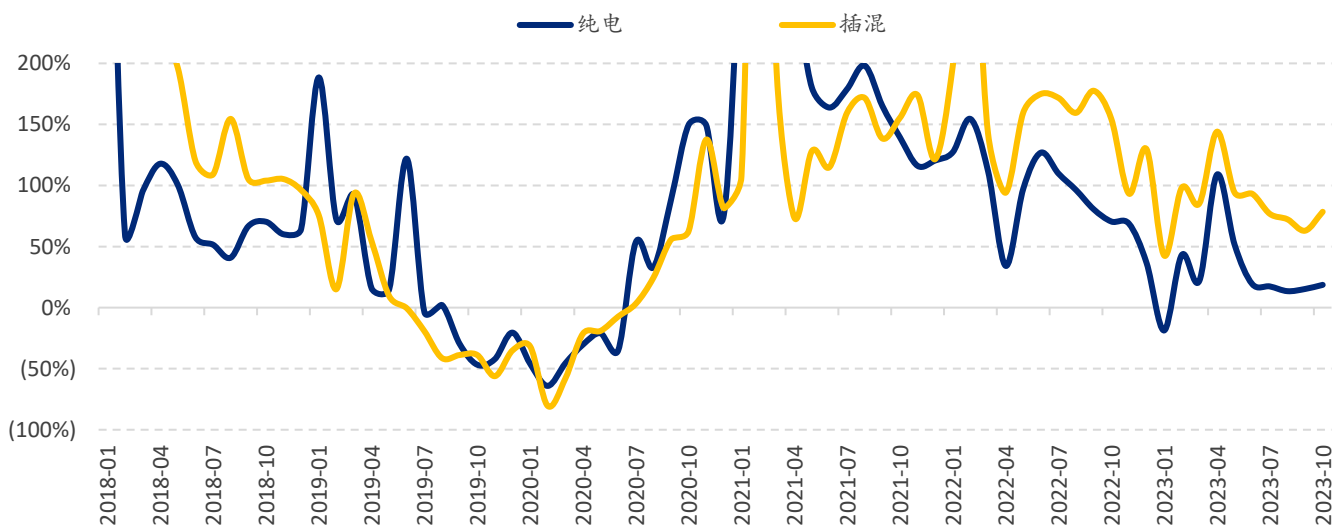
资料来源：中国电动汽车充电基础设施促进联盟、Wind、浦银国际

图表 11：中国新能源乘用车销量品种拆分：10月纯电动占比 66.3%，插电式混合动力占比 33.7%



资料来源：中汽协、Wind、浦银国际

图表 12：中国新能源乘用车月销量同比增速按纯电和混动拆分



资料来源：中汽协、Wind、浦银国际

在上半年中国新能源车需求波动的过程中，我们观察到两个现象：

- 其一，中国插混型新能源车增速高于纯电新能源车增速（图表 12）。我们分析其中主要原因来自于插混型新能源车消费需求更加刚性，既有油车使用加油补能的便利性，也有显著低于燃油车的使用成本的特性，因此呈现出优于纯电的需求刚性。到今年 10 月，插混车型月度销量同比增速已经连续 25 个月高于纯电车型。
- 其二，不管是纯电新能源车型，还是插混车型，其中 10-15 万元价格段占都有比上升（图表 15 和图表 16）。对于价格更加敏感的用户需求推升了 10-15 万元价格段新能源车市场需求。

展望未来，我们认为中国新能源车行业主要向 3 个方向渗透：

- 其一，向低线城市渗透。根据 NE data，今年上半年，中国新能源乘用车渗透率在一线城市达到 43.7%，远高于五线城市的 19.5%(图表 19)。各家新能源车企持续向低线城市加速布局。
- 其二，向 10 万元-20 万元的大众价格区间渗透。根据乘联会，10 万元-15 万元以及 15 万元-20 万元两个价格区间的燃油车占比依然超过 60%（图表 18），而且插混依然是该价格段中重要的车型。
- 其三，向自主品牌高端化渗透。与大众价格段类似，在 40 万元以上乘用车中，燃油车也占据超过 60%。其中，合资品牌的豪华车型占据重要位置。中国新能源车企/品牌都在借助新能源车型推进品牌高端化战略。

图表 13：乘用车市场价格段销量结构变化

销量占比	2018	2019	2020	2021	2022	截至 202311
≥40万	1.5%	1.7%	2.2%	2.3%	2.5%	3.4%
30-40万	5.5%	6.5%	7.3%	7.4%	8.3%	10.7%
20-30万	8.6%	11.1%	14.0%	15.7%	17.2%	16.9%
15-20万	14.5%	13.8%	14.7%	15.7%	15.9%	17.0%
10-15万	32.2%	34.6%	35.0%	32.3%	31.6%	34.0%
5-10万	34.4%	30.0%	24.4%	22.7%	20.3%	15.1%
<5万	3.3%	2.3%	2.3%	3.9%	4.1%	3.0%

注：图中所列计价货币均为人民币；资料来源：乘联会、浦银国际

图表 14：中国新能源车渗透率按照车型拆分

新能源车渗透率	2018	2019	2020	2021	2022	截至 202311
A00级	91%	93%	97%	100%	100%	100%
A0级	4%	5%	3%	12%	36%	57%
A级	3%	4%	3%	8%	18%	23%
B级	2%	3%	8%	18%	29%	39%
C级	2%	4%	5%	7%	18%	26%

资料来源：乘联会、浦银国际

图表 15：纯电车型价格段销量结构变化

销量占比	2018	2019	2020	2021	2022	截至 202311
≥40万	0%	1%	2%	1%	2%	2%
30-40万	2%	2%	5%	5%	5%	9%
20-30万	12%	21%	25%	26%	26%	24%
15-20万	38%	19%	13%	10%	10%	11%
10-15万	27%	21%	17%	13%	20%	25%
5-10万	21%	36%	26%	24%	21%	19%
<5万	0%	0%	12%	21%	16%	10%

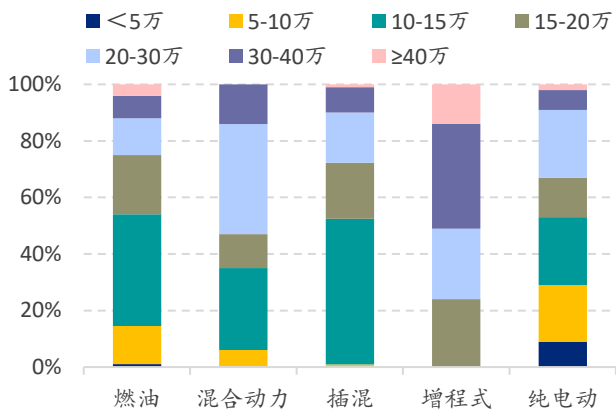
注：图中所列计价货币均为人民币；资料来源：乘联会、浦银国际

图表 16：插混车型价格段销量结构变化

销量占比	2018	2019	2020	2021	2022	截至 202311
≥40万	6%	13%	17%	7%	2%	1%
30-40万	3%	3%	4%	3%	3%	9%
20-30万	7%	8%	20%	13%	14%	16%
15-20万	6%	15%	14%	12%	7%	17%
10-15万	42%	38%	33%	46%	35%	48%
5-10万	35%	23%	11%	19%	39%	10%

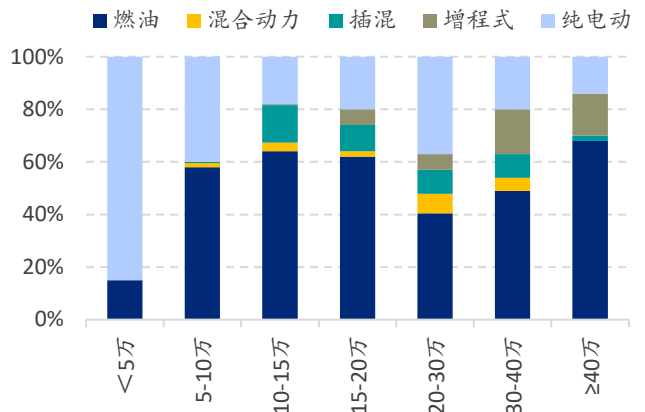
注：图中所列计价货币均为人民币；资料来源：乘联会、浦银国际

图表 17: 2023 年 11 月乘用车各动力类型零售销量内的价格段分布



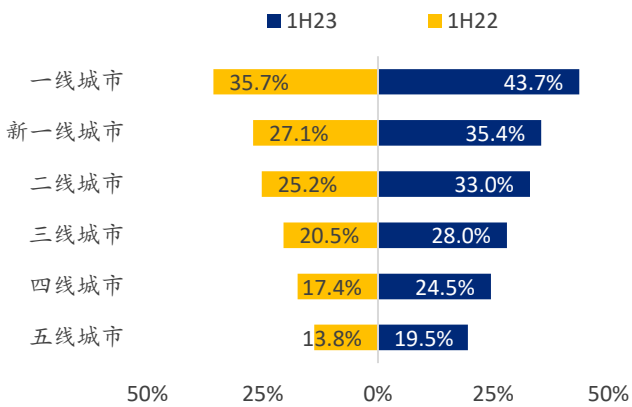
注：图中所列计价货币均为人民币；
资料来源：乘联会、浦银国际

图表 18: 2023 年 11 月乘用车零售销量各价格段内不同动力类型的渗透率水平



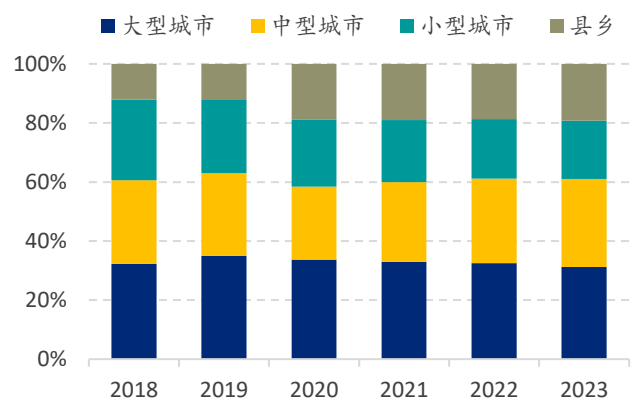
注：图中所列计价货币均为人民币；
资料来源：乘联会、浦银国际

图表 19: 中国各级城市新能源乘用车渗透率变化



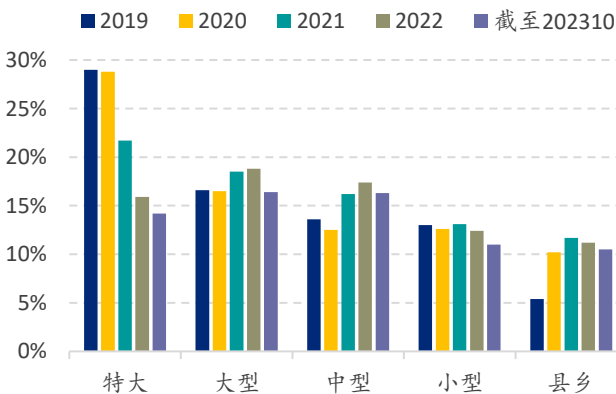
资料来源：NE Data、浦银国际

图表 20: 中国各级城市新能源乘用车销量占比



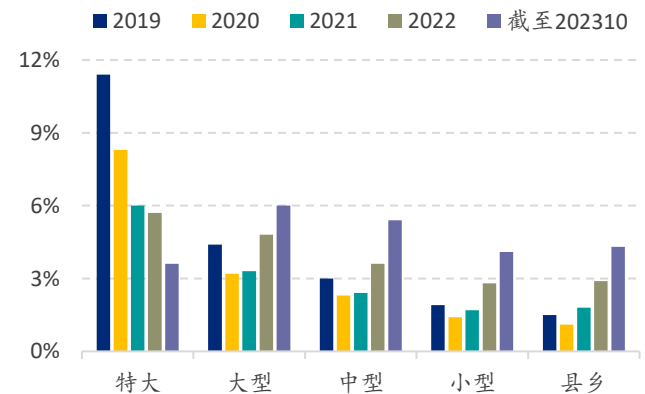
注：2023 年的数据截至 2023 年 10 月；
资料来源：乘联会、浦银国际

图表 21: 中国各级城市纯电乘用车销量占比



资料来源：乘联会、浦银国际

图表 22: 中国各级城市插混乘用车销量占比



资料来源：乘联会、浦银国际

政策端的小刺激让渡给市场自发需求增长

在年初中国新能源车需求波动时，车企、政府、消费者，三者之间也存在相互等待的囚徒困境。虽然车企自身是破局的最大推动力，但是政府作为政策的制定者对于稳定消费者预期做了贡献。

首先，从中央政府层面来看，虽然 2023 年是新能源行业全国性补贴取消的第一年，但是也在持续推动鼓励新能源车行业的政策。在今年上半年，中央政府出台鼓励新能源下乡、完善充电基础设施建设等政策。这与上文提到的提升低线城市新能源车渗透率息息相关。在今年 7 月，财务部、税务总局、工信部出台新能源车车辆购置税的长期政策，较好地稳定了市场预期和消费者信心（图表 28）。

其次，地方政府不断刺激汽车消费，以拉动当地经济发展。从整理的各地新能源消费鼓励政策来看，大多以地级市为单位，部分以省或者区为单位，结合当地情况，给与不同程度的新能源购买补贴。这些政策既有针对新车购买的，也有针对新能源车置换的。地方政府补贴总金额从 1,000 多万元到上亿元不等（图表 29 和图表 30）。这些地方补贴刺激政策从年初一直延续到年尾。这些散点式持续出现的各地政府的小范围政策补贴和政策鼓励对新能源车需求的拉动作用，符合我们 6 月份的判断。

对于中国新能源车行业而言，今年的主旋律还是从政府政策引导向市场自发需求增长让渡。在年初市场波动较为剧烈时，中央政府并没有出台强力政策来动市场需求，而是更多依靠市场中新能源车企的自发行为。

这个阶段的中国新能源车市场是存量竞争。因而出现了上文提到的后跟进的新能源车企的降价策略失效而导致的囚徒困境。因此，新能源车企出台调价策略更多是在新车型尚未上市的 1-3 月份（图表 27）。

进入到今年 9 月份，中国新能源车企又陆续进行新一轮降价。虽然这与环比提升中的中国汽车库存相关（图表 23），但是，我们认为三季度末和四季度的降价行为与年初的囚徒困境式的降价存在明显差异。

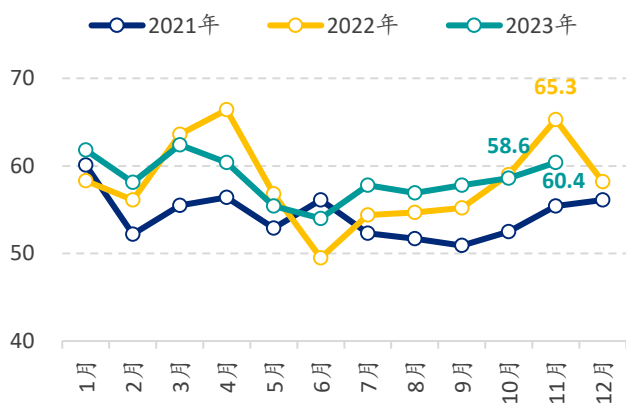
首先，下半年中国新能源汽车需求和销量都重回渗透率加速上扬带来的增长轨道，因而这是增量市场的竞争行为，并非存量市场的竞争行为。在这种情况下，新能源车企针对部分车型的降价，可以刺激潜在购车用户的需求，通过价格下调换取销量增长。

其次，四季度的这一轮降价促销活动有较多的限时促销（图表 26）。这体现出车企在这轮年底促销冲量的阶段对于价格相对克制，且有一定的管控能力和需求。因此，这并不会带来类似于年初的囚徒困境。

第三，三、四季度以来，上游碳酸锂价格下行带来新能源车动力电池成本下降，让各家车企有利润空间可以让利给消费者，这推动了新能源车销量。中国国产电池级碳酸锂价格从6月底30万元/吨左右下降到9月末16万元/吨-18万元/吨，并在近期进一步下探到12万元/吨以下（图表 25）。

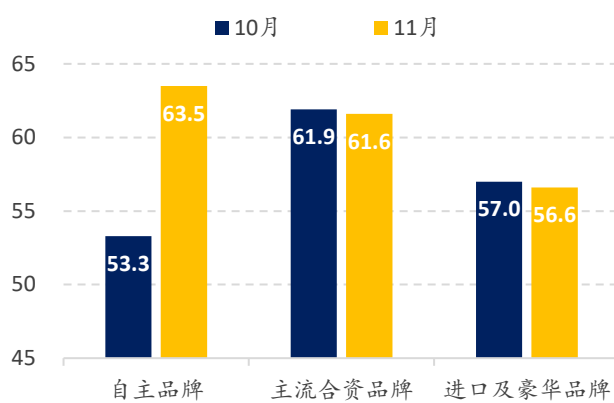
因此，我们认为今年9月份以来的降价促销是中国新能源车行业增量上行阶段的良性竞争，而并非年初囚徒困境式的竞争。

图表 23: 中国汽车经销商库存预警指数变化



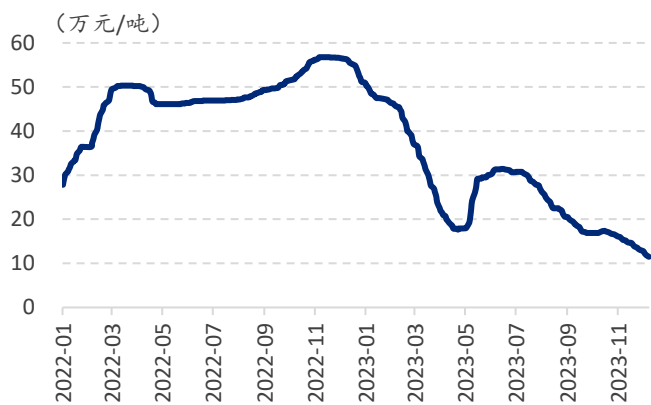
资料来源：中国汽车流通协会、Wind、浦银国际

图表 24: 汽车经销商库存预警指数(分品牌类型)



资料来源：中国汽车流通协会、Wind、浦银国际

图表 25: 中国电池级碳酸锂价格走势



注：图中所示的价格走势属于国产电池级碳酸锂，含量 99.5%；

资料来源：Wind、浦银国际

图表 26：2023 年以来主要新能源车企调价情况一览（1）：比亚迪

品牌	车型	动力类型	调价前售价 (万元)	2023年1月 第一次调价	2023年2-3月 第二次调价	2023年4-5月 第三次调价	2023年7-8月 第四次调价	2023年9-12月 第五次调价	当前售价 (万元)
比亚迪	宋 PLUS EV	纯电	18.08-19.78	▲0.6	▶未调价	▶未调价	▶未调价	▶未调价	18.68-20.38
比亚迪	秦 PLUS EV	纯电	13.88-17.58	▲0.3	▶未调价	▼0.2-1.2 (推出新款冠军版)	▶未调价	▶1.0 (限时燃油转订基金优惠)	11.98-16.68
比亚迪	唐 EV	纯电	27.98-33.98	▲0.3	▶未调价	▶未调价	▶未调价	▼3.3-4.3 (推出冠军版) ▶1.0 (12月限时燃油转订优惠)	23.98-28.98
比亚迪	汉 EV 2020/2021款	纯电	21.48-23.48	▲0.5	▶未调价	▶未调价	▶未调价	▶未调价	21.98-23.98
比亚迪	汉 EV 2022款	纯电	26.98-32.98	▲0.2	▼0.8-1.0 (推出冠军版)	▶未调价	▶未调价	▶2.0 (冠军版限时燃油转订基金 优惠)	19.98-27.98
比亚迪	元 PLUS EV	纯电	13.78-16.58	▲0.2	▶未调价	▶未调价	▶未调价	▼0.4 (推出冠军版) ▶0.3 (限时2,000元抵5,000元)	13.28-16.08
比亚迪	海豚	纯电	10.28-13.08	▲0.4-0.6	▶未调价	▶未调价	▶未调价	▶0.7 (限时2,000元抵9,000元)	18.98-27.98
比亚迪	海豹	纯电	20.98-28.68	▲0.3	▶未调价	▼2.3 (推出冠军版)	▶未调价	▶0.7 (限时2,000元抵9,000元)	11.68-13.98
比亚迪	宋 PLUS DM-i	插混	15.28-21.68	▲0.2	▶未调价	▶未调价	▶未调价	▶0.5 (限时2,000元抵7,000元)	15.48-18.48
比亚迪	宋 PLUS EV	纯电	16.98-20.98	▶未调价	▶未调价	▶未调价	▶未调价	▶0.5 (限时2,000元抵7,000元)	16.48-20.48
比亚迪	驱逐舰05	插混	11.98-15.58	▲0.2	▶未调价	▼0.9-2.0 (推出冠军版)	▶未调价	▶0.5 (限时2,000元抵7,000元)	9.48-14.28
比亚迪	护卫舰07	插混	20.28-28.98	▶未调价	▶未调价	▶未调价	▼0.88 (限时88 元抵8,888元)	▶1.8 (限时2,000元抵20,000元)	18.48-27.18
比亚迪	秦 PLUS DM-i	插混	11.18-15.18	▲0.2	▼0.7-1.2 (推出冠军版)	▶未调价	▶未调价	▶1.0 (限时燃油转订基金优惠)	8.98-13.58
比亚迪	唐 DM-i	插混	20.58-22.28	▲0.4	▼0.8-1.4 (推出冠军版)	▶未调价	▶未调价	▶1.5 (限时燃油转订基金优惠)	19.48-29.98
比亚迪	唐 DM-p	插混	28.98-32.98	▲0.2	▶未调价	▶未调价	▶未调价	▶未调价	29.18-33.18
比亚迪	汉 DM-i/DM-p	插混	21.58-31.98	▲0.2	▶未调价	▼2.8-4.2 (推出冠军版, 4月30 日前购车1万元现金补贴)	▶未调价	▶1.0 (限时燃油转订基金优惠)	17.98-27.98
比亚迪	宋 Pro DM-i	插混	13.88-16.38	▲0.2	▶未调价	▼0.5 (推出冠军版)	▶未调价	▶1.0 (限时享至高1万元现金优 惠)	11.78-14.98
比亚迪	宋 Max DM-i	插混	14.58-17.28	▲0.2	▶未调价	▶未调价	▶未调价	▶1.0 (限时1万元现金优惠)	13.78-16.48
比亚迪	腾势 D9 EV	纯电	38.98-45.98	▲0.6	▶未调价	▶未调价	▶未调价	▶未调价	39.58-46.58
比亚迪	腾势 D9 DM-i	插混	32.98-43.98	▲0.6	▶未调价	▶未调价	▶未调价	▶未调价	33.58-44.58
比亚迪	元 Pro EV	纯电	9.58-11.38	▶未调价	▶未调价	▶未调价	▶未调价	▶0.6 (限时2,000元抵8,000元)	8.98-10.78

注：▲表示涨价，▶表示未调价，▼表示降价，调价幅度货币单位为人民币万元；

资料来源：公司公告、公司官方微信公众号、懂车帝、公开资料、浦银国际

图表 27：2023 年以来主要新能源车企调价情况一览（2）：蔚来、小鹏、理想、零跑及特斯拉

品牌	车型	动力类型	调价前售价 (万元)	2023年1月 第一次调价	2023年2-3月 第二次调价	2023年4-5月 第三次调价	2023年7-8月 第四次调价	2023年9-12月 第五次调价	当前售价 (万元)
蔚来	ES6	纯电	38.60-55.40	未调价 (22款最高优惠10万元)	未调价 (先推出2023款, 后全系降价3万元)	未调价 (22款最高优惠10万元)	未调价	未调价	33.80-39.60
蔚来	ES7	纯电	46.80-54.80	未调价 (全款购车优惠0.3-0.5万)	未调价 (全系降价3万元)	未调价 (全系降价3万元)	未调价	未调价	43.80-51.80
蔚来	ES8	纯电	52.80-63.80	未调价 (购车展车最高享2.4万优惠)	未调价 (购车展车最高享2.4万优惠)	未调价 (全系降价3万元)	未调价	未调价	49.80-60.80
蔚来	ET5	纯电	29.80-35.60	未调价	未调价	未调价	未调价 (展车/现车优惠)	未调价	29.80-35.60
蔚来	ES7	纯电	43.80-51.80	未调价	未调价	未调价	未调价 (展车/现车优惠)	未调价	43.80-51.80
蔚来	EC6	纯电	39.60-49.40	未调价	未调价	未调价	未调价	未调价 (推出2023年改款)	35.80-41.60
小鹏	G3i	纯电	16.89-20.19	未调价	未调价	未调价	未调价	未调价	14.89-17.69
小鹏	P5	纯电	17.99-22.59	未调价	未调价	未调价	未调价	未调价 (推出2024款)	15.69-17.49
小鹏	P7/P7i	纯电	23.99-28.59	未调价	未调价	未调价	未调价	未调价 (推出限时购车优惠, 包括1万元尾款减免等)	20.99-33.99
小鹏	G9	纯电	30.99-46.99	未调价	未调价	未调价	未调价	未调价 (推出2024款)	26.39-41.99
理想	L7	增程	33.98-37.98	未调价 (推出入门Air版)	未调价 (推出入门Air版)	未调价	未调价	未调价 (全系统时保险补贴)	31.98-37.98
理想	L8	增程	35.98-39.98	未调价 (推出入门Air版)	未调价 (推出入门Air版)	未调价	未调价	未调价 (全系统时保险补贴)	33.98-39.98
理想	L9	增程	45.98	未调价	未调价	未调价	未调价 (推出Pro版)	未调价 (全系统时保险补贴)	42.98-45.98
零跑	C01纯电	纯电	19.38-28.68	未调价 (推出2023款, 保价90天)	未调价 (推出2023款, 保价90天)	未调价	未调价	未调价 (双十一全系统时补贴)	14.98-20.88
零跑	C01增程	增程	14.58-16.98	未调价	未调价	未调价	未调价	未调价 (双十一全系统时补贴)	14.58-16.98
零跑	C11增程	增程	15.98-20.00	未调价 (推出2023款, 保价90天)	未调价 (推出2023款, 保价90天)	未调价	未调价	未调价 (双十一全系统时补贴)	14.98-17.58
零跑	C11纯电	纯电	17.98-23.38	未调价 (推出2023款, 保价90天)	未调价 (推出2023款, 保价90天)	未调价	未调价	未调价 (双十一全系统时补贴)	15.58-20.98
零跑	T03	纯电	7.95-9.65	未调价 (推出2023款, 保价90天)	未调价 (推出2023款, 保价90天)	未调价	未调价	未调价 (双十一全系统时补贴)	4.99-7.99
特斯拉	Model3	纯电	26.59-34.99	未调价	未调价	未调价	未调价	未调价 (推出2023改款, 同时旧款限时享8,000元补贴)	25.99-29.74
特斯拉	Model Y	纯电	28.89-39.79	未调价	未调价	未调价	未调价	未调价 (推出2023改款, 同时旧款限时享8,000元补贴)	26.64-36.39

注：▲表示涨价，▼表示未调价/未发布，▼表示降价，调价幅度货币单位为人民币万元；特斯拉统计范围涵盖后轮驱动版/高性能版/长续航版；

资料来源：公司公告、公司官方微信公众号、懂车帝、公开资料、海银国际

图表 28：2023 年以来国家层面新能源汽车支持政策及方向汇总

提出时间	政策出处	文件名称	具体内容
2023-01-02	国务院	《中共中央国务院关于做好 2023 年全面推进乡村振兴重点工作的意见》	2023 年中央一号文件提出要推动乡村产业高质量发展，加快发展现代乡村服务业， 鼓励有条件的地区开展新能源汽车和绿色智能家电下乡。
2023-05-14	国家发展改革委、国家能源局	《关于加快推进充电基础设施建设更好支持新能源汽车下乡和乡村振兴的实施意见》	提出创新农村地区充电基础设施建设运营维护模式， 支持农村地区购买使用新能源汽车 ，具体包括 11 条举措，化解制约新能源汽车下乡瓶颈问题。在支持满足农村地区购买使用需求方面，鼓励有条件的地方对农村户籍居民在户籍所在地县域内购买新能源汽车， 给予消费券等支持 。鼓励有关车企和有条件的地方， 对淘汰低速电动车购买新能源汽车提供以旧换新奖励 。根据“2023 消费提振年”活动安排，商务部办公厅组织开展汽车促消费活动。活动时间为 2023 年 6 月至 12 月，意在强化购车优惠政策支持。 1) “百城联动”汽车节： 聚焦新车销售、二手车交易、报废更新、以旧换“新”（新能源汽车）、汽车后市场等内容，因地制宜打造系列汽车展销活动，全链条全过程促进汽车消费。强化购车优惠政策支持，加强活动经费、场地等保障，协调推动地方、企业等出台支持汽车消费的针对性政策举措， 充分发挥地方财政资金作用，鼓励金融机构出台汽车信贷金融支持措施。 2) “千县万镇”新能源汽车消费季： 鼓励企业针对农村地区特点，推动性价比高、实用性强的新能源载货微面、微卡、轻卡等车型下乡，进一步丰富农村新能源汽车产品供应。推动售后服务网络下沉，推动完善农村充电基础设施。
2023-06-08	商务部	《关于组织开展汽车促消费活动的通知》	
2023-06-12	工业和信息化部、发展改革委、商务部、农业农村部、国家能源局	《关于开展 2023 年新能源汽车下乡活动的通知》	各新能源汽车生产企业、销售企业积极参与，推荐适宜农村市场的先进车型，制定促销政策，建立完善售后服务体系；各充电设施建设运营企业配合完善充电设施布局，推出充电优惠政策；各参与活动的电商、互联网平台，积极配合现场活动，开展网络促销，与车企合作举办直播售车或云上展销活动。
2023-06-20	国务院	《国务院办公厅关于进一步构建高质量充电基础设施体系的指导意见》	对 充电基础设施建设 作出了具体部署：到 2030 年，基本建成覆盖广泛、规模适度、结构合理、功能完善的高质量充电基础设施体系，有力支撑新能源汽车产业发展，有效满足人民群众出行充电需求。
2023-07-19	财政部、税务总局、工业和信息化部	《关于延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策的公告》	对购置日期在 2024 年 1 月 1 日至 2025 年 12 月 31 日期间的新能源汽车 免征车辆购置税 ，其中，每辆新能源乘用车免税额不超过 3 万元；对购置日期在 2026 年 1 月 1 日至 2027 年 12 月 31 日期间的新能源汽车 减半征收车辆购置税 ，其中，每辆新能源乘用车减税额不超过 1.5 万元。
2023-07-20	国家发改委、工业和信息化部、公安部等 13 个部门	《关于促进汽车消费的若干措施》	针对汽车购买使用管理制度和市场环境等方面推出 10 条措施。其中提到， 要支持新能源汽车下乡 等政策措施，着力提升农村电网承载能力等。
2023-08-25	工业和信息化部、财政部等 7 个部门	《汽车行业稳增长工作方案（2023-2024 年）》	支持扩大新能源汽车消费： 落实好现有新能源汽车车船税、车辆购置税等优惠政策，抓好新能源汽车补助资金清算审核工作， 积极扩大新能源汽车个人消费比例。组织开展新能源汽车下乡活动 ，鼓励企业开发更多先进适用车型，充分挖掘农村地区消费潜力。

资料来源：公开资料整理、浦银国际

图表 29：2023 年初至今各地政府关于新能源汽车的促消费政策汇总（1）：购车补贴

发布时间	城市	截止日期	具体措施
2023-01-23	江苏省 无锡市	发完即止	共计 1,200 万额度，对订购（指签订正式购车合同并支付定金）成交价 10 万元（含）以上的家用新能源汽车的个人消费者发放补贴。纯电动新能源汽车：3,000 元/辆；其他动力新能源汽车（包括插电混动、增程序、燃料电池汽车）：1,500 元/辆 省级促消费专项资金 1,270 万元，购买家用新车（含新能源车）的个人消费者按购车价格享受不同档次的补贴。
2023-03-01	青海省	/	- 购买 10 万元以下新车的 3,000 名用户：1,000 元/台 - 购买 10 万元（含）-20 万元新车的 4,986 名用户：1,500 元/台 - 购买 20 万元及以上新车的 1,700 名用户：2,000 元/台
2023-03-31	广东省 广州市	2023-12-31	购买符合要求的新能源汽车，并在 2024 年 1 月 31 日前完成注册登记的个人消费者，按照机动车销售统一发票含税价可获以下补贴： - 10 万元（含）-15 万元：10,000 元/台 - 15 万元（含）-20 万元：8,000 元/台 - 20 万元（含）以上：6,000 元/台
2023-04-16	江苏省 常州市	/	购置并在本地上牌的新能源乘用车（不含二手车），按购车价格给予一次性补贴。 - 20 万元（含）以下：2,000 元/辆 - 20 万元-30 万元（含）：5,000 元/辆 - 30 万元以上：8,000 元/辆
2023-05-30	海南省 澄迈县	2023-12-31	对购买新能源汽车并完成初次注册登记上牌的单位或企业、以及个人进行奖励。 - 对单位或企业：每辆车奖励 3,000 元 - 对县外户籍的个人：每辆车奖励 3,000 元 - 对本县户籍、或在本县工作且缴纳社保满一年的个人：每辆车奖励 6,000 元
2023-06-01	江苏省 南京市	发完即止	补贴总额 3,500 万元，对在南京市限额以上汽车零售企业购买 7 座（含）以下非营运车乘用车新车（不含二手车）并完成上牌（不限上牌地区）发放一次性补贴。 - 20 万元以下：燃油车和新能源车均补贴 1,000 元/辆 - 20 万元（含）以上：燃油车补贴 4,000 元/辆，新能源车补贴 5,000 元/辆
2023-07-17	北京市 怀柔区	发完即止	总额度为 50 万元，按照车辆售价分三档对个人消费者发放汽车消费券： - 10 万元-20 万元（不含）：2,000 元； - 20 万元-30 万元（不含）：4,000 元； - 30 万元以上：6,000 元。
2023-07-28	海南省 海口市	2023-12-31	消费券发放总量 5,000 万元，根据购车价格对新能源汽车乘用车购买人发放： - 20 万元(含)以上：6,000 元消费券，发放名额 3,500 人； - 10 万元(含)-20 万元：5,000 元消费券，发放名额 3,700 人； - 10 万元以下：3,000 元消费券，发放名额 3,500 人。
2023-08-07	河南省	2023-12-31	对在省内新购汽车的消费者按照购车价格的 5% 给予补贴（最高不超过 1 万元/台）。总额度 1.5 亿元，按照购车发票金额对居民个人购买新能源汽车发放一次性补贴：
2023-09-21	陕西省 西安市	发完即止	- 10 万元（不含）以下：1,000 元/辆； - 10 万元-20 万元（不含）：3,000 元/辆； - 20 万元（含）以上：5,000 元/辆。
2023-09-28	深圳市 南山区	2023-12-31	根据单辆汽车的购车发票金额（含税价）分为五档标准发放购车补贴： - 8 万元-15 万元（含）：燃油车 3,000 元，新能源汽车 4,000 元； - 15 万元-25 万元（含）：燃油车 4,000 元，新能源汽车 6,000 元； - 25 万元-40 万元（含）：燃油车 6,000 元，新能源汽车 8,000 元； - 40 万元-100 万元（含）：燃油车 8,000 元，新能源汽车 11,000 元； - 100 万元以上：燃油车 11,000 元，新能源汽车 15,000 元。
2023-10-19	江苏省	-	鼓励各地区对购买符合条件的燃油汽车或新能源汽车新车给予政策优惠，每车政策优惠金额原则上在 1 万元限额内、不低于实际售价的 3%。

资料来源：公开资料、浦银国际

图表 30：2023 年初至今中国政府关于新能源汽车的促消费政策汇总（2）：新能源车置换补贴

发布时间	城市	截止日期	具体措施
2023-01-01	辽宁省 沈阳市	2023-12-31	个人消费者依法报废本市登记注册的国四及以下排放标准的燃油汽车，同时购买新车，给予一次性补贴 3,000 元。
2023-05-30	海南省 澄迈县	2023-12-31	燃油车号牌车主凭本人名下的旧车售卖发票或者汽车报废注销证明，并购买新能源汽车新车且在澄迈县完成初次注册登记上牌的车辆，在对应以上奖励措施的基础上，每辆车再给予 2,000 元补贴。
2023-08-28	四川省 成都市	2027-08-05	对 2022 年 8 月 6 日至 2027 年 8 月 5 日期间在成都市将传统能源汽车更换为新能源汽车的单位和個人实施置换奖励。大型、中型、小型载客汽车分别以 8,000 元/辆、5,000 元/辆、2,000 元/辆的标准发放。
2023-09-07	上海市	2023-12-31	个人消费者报废或者转让非营业性小客车，并购买纯电动小客车新车，可申请一次性 10,000 元购车补贴。
2023-09-15	深圳市	/	对提前报废或迁出“国 IV”及以下排放标准的普通小汽车并于年底前购置符合条件新能源汽车的，给予最高 10,000 元补贴。

资料来源：公开资料、浦银国际

图表 31：2023 年上半年比亚迪发布的冠军版车型配置一览

车型	宋 PLUS DM-i 冠军版	宋 Pro DM-i 冠军版	汉 DM-i 冠军版	秦 PLUS EV 2023 冠军版	汉 EV 冠军版	唐 DM-i 冠军版	秦 PLUS DM-i 2023 冠军版
车型定位	紧凑型 SUV	紧凑型 SUV	中大型车	紧凑型车	中大型车	中型 SUV	紧凑型车
上市时间	2023-06	2023-05	2023-05	2023-04	2023-03	2023-03	2023-02
基本参数							
官方指导价 (人民币万元)	16.98-19.98	13.58-15.98	18.98-24.98	12.98-17.68	20.98-29.98	20.98-23.38	9.98-14.58
轴距 (mm)	2,765	2,712	2,920	2,718	2,920	2,820	2,718
最大扭矩 (N·m)	135	135	231	180	310	231	135
百公里加速时间 (s)	8.3	8.3	7.9	/	7.9	/	7.9
电池容量 (kWh)	18.3	12.9	18.3	48	60.48	21.5	8.32
百公里耗电量 (kWh)	/	/	15	11.6	13.2	18.2	11.7
百公里油耗 (L)	NEDC: 4.5 WLTC: 5.3	WLTC: 5.3	WLTC: 1.71	/	/	NEDC: 5.5 WLTC: 5.85	WLTC: 2.17
综合工况 纯电续航里程 (km)	NEDC: 110 WLTC: 85	NEDC: 71 WLTC: 59	NEDC: 121 WLTC: 101	CLTC: 420	CLTC: 506	WLTC: 95	NEDC: 55 WLTC: 46

注：上表中的基本参数均采用该车型指导价中最低价格版本，即入门版本的参数信息（如有区别）

资料来源：公开资料、浦银国际

● 2024 年中国新能源汽车行业进入新产品周期

在近期[投资手册报告](#)中，我们略微上调并大体维持 2023 年中国新能源乘用车销量预测，至 878 万辆，同比增长 34%，今年全年渗透率有望达到 34%。

展望 2024 年，我们预期中国新能源乘用车销量预测至 1,119 万辆（图表 32），同比增长 27%，对应渗透率 42.7%，较 2023 年销量增量为 241 万辆。中国新能源汽车的自主化、高端化与智能化将会是 2024 年的主旋律。

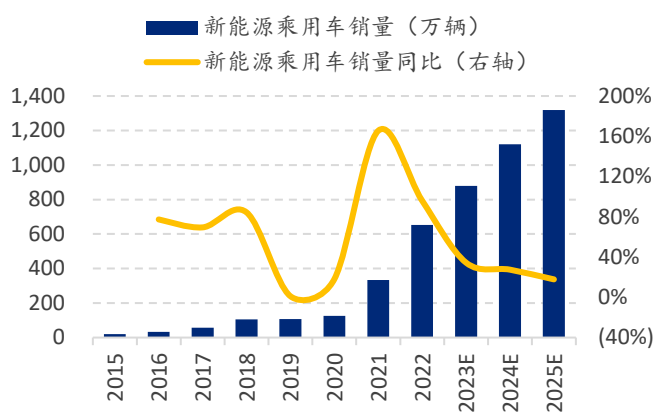
同时，我们预测中国新能源乘用车 2025 年销量为 1,319 万辆，同比增速 18%，对应渗透率 50.6%，较前一年销量的增量为 199 万辆，维持较高增量。

中国新能源车市场渗透率依然处于加速上扬的阶段（图表 33），从而推动行业规模不断提升。我们将在 2024 年看到供应端的产品丰富度、产品力的提升以及配套设施的完善，这将增强消费者对于充电补能和智驾需求的认知、改善用户体验，带动需求增长。

在 11 月的[广州车展](#)，我们有看到多家车企的新车型发布或亮相，包括理想 MEGA、小鹏 X9、零跑 C10、比亚迪（方程豹豹 5、宋 L、海狮 07）、“华为系”汽车（问界 M9、智界 S7、阿维塔 12）、极氪 007 等。这为 2024 年年初销量奠定基础。

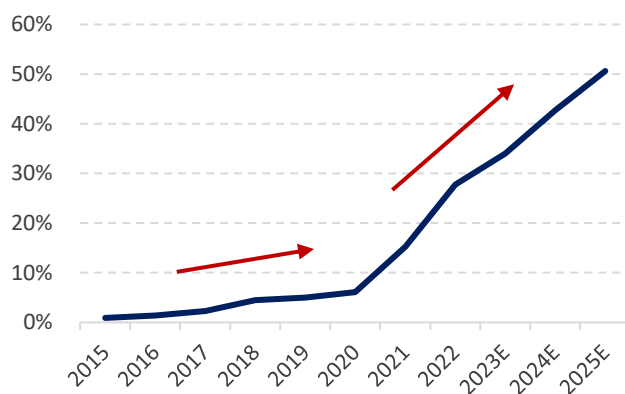
- 第一，中国自主品牌的新车型是本次广州车展的主力热门车型。根据搜狐汽车，理想 MEGA，小鹏 X9，“华为系”的问界 M9 和智界 S7，零跑 C10，比亚迪的海狮 07 和方程豹豹 5 等是比较热门的车型。中国自主品牌新能源车品牌热度高于合资车品牌。
- 第二，各家车企借助新能源车的契机发布高端车型，提升品牌力。理想的 MEGA 定价预期在人民币 50 万元起，小鹏 X9 售价 38.8 万元起，问界 M9 定价在 50 万-60 万元区间，这些都是各家品牌价格段最高的车型。近两年的技术投入推动车企高速发展，向上支撑品牌力提升，从而带动旗舰车型价格段上移。
- 第三，城市 NOA 等落地在即，新能源汽车竞争天平向智能化倾斜。在本次车展中，我们看到各家车企对于智能化的卖点和宣传力度加大。小鹏、理想、零跑等新势力都已经或宣布即将在新车型搭载英伟达 Orin 和高通骁龙 8295 芯片以保障智能化程度。华为的“鸿蒙智行”首次亮相广州车展，其中的问界、智界等都强调其辅助驾驶能力。

图表 32：中国新能源乘用车销量及同比预测



注：E=浦银国际预测
资料来源：中汽协、Wind、浦银国际

图表 33：中国新能源乘用车渗透率及预测



注：E=浦银国际预测
资料来源：中汽协、Wind、浦银国际

中国新能源车高端产品力提升，刺激需求，进入产品升级迭代周期

中国新能源车新车型进入百花齐放的新周期。以 11 月的 [广州车展](#) 为例，在展出的 1,132 辆展车中，新能源车为 469 辆，占比超过 40%，也同样超过当下新能源车的销量占比。

中国新能源车行业在 2020 年年中进入爆发期，即渗透率进入加速上升拐点以来，已经经历了三年多的时间。这足够仍然在牌桌上的玩家推出新的平台架构，也足够让新一代的技术落地商用。因此，我们看到今年以来，市面上可供选择的新能源车型快速增长。这是车企供应端新能源车车型产品力提升，产品矩阵丰富的体现。供应端成熟的技术落地大幅改善用户端的使用体验，因而这刺激了消费者需求的快速增长。

因此，虽然新能源车市场竞争烈度跟随渗透率快速提升，但是这是以销量规模快速增长为基础，以用户体验改善为方向的行业规律。中国新能源车市场从今年年初的存量竞争转换为下半年的增量竞争。我们认为这种竞争格局将会在 2024 年延续，而且这种增量竞争会推动行业增长，刺激需求。

目前，中国新能源车强势产品的产品周期也体现在 20 万元以上的新能源车型竞争增强。造车新势力的蔚小理、传统车企的新品牌比亚迪仰望、腾势、方程豹等，都在发布高端旗舰车型。这些新能源车企在 2023 年都发布或亮相了具备提升品牌力、冲击高端品牌的车型，包括理想的 L9 Max、MEGA，小鹏的 2024 款 G9、X9 等等。

新能源化的 MPV 也开始进入各家车企视野。在“三孩政策”放开的大背景下，多子女家庭或成为高端车消费市场的中流砥柱，高端家用 MPV 的需求正在崛起，但市面上可选择的合适供给并不多。凭借高配置和智能化，国产新能源车开始逐步登上 MPV 垂直赛道的舞台，增加优质供给，加速渗透。进入四季度，不少车企加快了新品投放的速度，2024 款岚图梦想家、合创

V09 已于 10 月上市。理想 MEGA、小鹏 X9 等纯电 MPV 车型也将陆续推出，还未正式上市便已取得较高的市场热度（图表 34）。作为“新势力”的重量级玩家，小鹏和理想针对新推出的 MPV 车型都提出了相对明确的预期：理想汽车 CEO 李想表示理想 MEGA 将成为“50 万元以上，不分能源形式和车身形式的销量第一”，而小鹏汽车 CEO 何小鹏则表示“小鹏 X9 目标（成为）纯电 MPV 销冠”。就两款车型的竞争实力而言：

- **小鹏 X9:** 首次搭载第五代智能座舱 Xmart OS 天玑，配合高通骁龙 8295 芯片，在视觉、动效、反应速度和情景交互效率上均实现大幅提升。支持分屏多任务，推出全场景车感 SR，加强人机交互。同时，作为 SEPA 2.0 扶摇架构旗舰车型，X9 承接核心技术，是全球唯一标配主动式后轮转向 MPV，最小转弯直径 10.8m；采用全球首家量产的前后一体式铝压铸技术，让第三排座舱安全性更有保障；动力方面，采用全域 800V 高压 SiC 平台，高效补能。
- **理想 MEGA:** 采用较为圆润、动感的流线型设计，实现了全球 MPV 中最低的风阻系数 (0.215 Cd)。外观设计从空气动力学出发，解决空间和续航能耗的矛盾，实现了每百公里 15.9kWh 的 CLTC 工况网端电耗。车辆长宽高分别为 5350/1965/1850mm，轴距 3300mm，内部有效车长 3791mm，号称“第二排超宝马 7 系，第三排超宝马 5 系”。同时，理想 MEGA 搭载 800V 高压平台，实现 5C 充电倍率，搭配超充网络的铺设，全面提升用户的补能体验。

展望 2024 年，我们更加看好短期产品周期更加强势的车企（图表 35）。这同样与智能手机行业类似。新的新能源车车型，尤其是旗舰车型，不仅仅是车企自身技术实力的体现，更是重要的营销引流的节点，有助于带动自身目标客群的需求增长。

图表 34：新能源 MPV 热度排行榜前 10 名

排名	车型	厂商	指导价（万元）	热度指数
1	腾势 D9	腾势	34.98-46.58	27,505
2	岚图梦想家	岚图汽车	33.99-63.99	17,061
3	小鹏 X9	小鹏汽车	≥ 38.80	8,582
4	极氪 009	极氪	49.90-58.80	7,254
5	理想 MEGA	理想汽车	> 50 万	4,610
6	沃尔沃 EM90	沃尔沃	81.80	3,339
7	上汽大通 MAXUS 大家 7	上汽大通	14.58-30.48	2,989
8	合创 V09	合创汽车	31.88-43.88	1,891
9	五菱征程 EV	上汽通用五菱	14.58-15.58	1,546
10	菱智 M5EV	东风风行	13.99-19.49	1,419

注：热度指数是太平洋汽车对车系的关注度和互动度多方面综合计算出来的数值。上表中使用数据截至 2023 年 12 月 11 日，且仅包含中型/中大型/大型 MPV 车型，剔除紧凑型 MPV；

资料来源：太平洋汽车、懂车帝、浦银国际

图表 35：覆盖新能源车企 2023 年新增车型及计划（按车型）

车企	新车型发布及交付计划
蔚来	<p>1) SUV: 2023 款 ET7 已于 4 月上市; 新款 ES6 已于 5 月底正式发布并开启交付; 调整配置的全新 ES8 已于 6 月开始交付; 新款 EC6 已于 9 月上市。</p> <p>2) 轿跑: ET5 旅行版 (ET5T) 已于 6 月上市并开启交付。</p> <p>3) 子品牌: 阿尔卑斯品牌布局大众市场, 定位 20-30 万元的价格区间, 明年三季度品牌正式发布, 首款车型将在 4Q24 贡献销量。</p>
小鹏	<p>1) 改款: P7i 已于 3 月上市, 并于 11 月初推出搭载磷酸铁锂电池的 P7i 550 版; 2024 款 G9 已于 9 月中正式上市; 2024 款 P5 已于 9 月底正式上市。</p> <p>2) 新增: SUV coupe G6 已于 6 月底正式上市; 7 座 MPV X9 已于 1024 科技日外观亮相, 并于 11 月正式登陆广州车展并开启预售, 预售价格 38.8 万元起。</p> <p>3) 中长期规划: 2024 年计划推出 2-3 款全新车型, 同时推出一些重要的升级改款。新推产品以 F 平台为主, 售价在 15-30 万元范围内。</p>
理想	<p>1) 增程: 理想 L7 Air、L8 Air 已于 2 月推出, L9 Pro 已于 8 月正式上市。2024 年上半年计划发布一款中大型 SUV L6, 价格定位 20-30 万元。</p> <p>2) 纯电: 首款纯电 MPV MEGA 已于 11 月亮相广州车展, 计划定价 50 万元以上。2024 年将推出三款纯电的 BEV 车型, 预计在 2024 年下半年发布。</p>
零跑	<p>1) 改款: 23 款 C01、23 款 C11 纯电版、23 款 T03 已于 3 月 1 日推出。</p> <p>2) 新增: C01 增程版已于 9 月份上市; 首款全球车型 C10 已于 9 月慕尼黑车展亮相, 11 月已于广州车展正式亮相, 将于明年 1 月开启国内预售, 增程、纯电同步上市。</p> <p>3) 中长期规划: 2024 年将上市两款新车, 其中包括 6 月份将推出的 800V 高压平台首发车型 C16, 增程、纯电同步上市。2025 年还会推出两款新车, 目标在 2025 年之前推出 7 款车型, 聚焦 15-25 万元的主流市场。</p>
比亚迪	<p>1) 改款: 秦 PLUS DM-i 2023 冠军版已于 2 月上市; 唐 DM-i 冠军版、2023 款汉 EV 已于 3 月上市; 秦 PLUS EV 2023 冠军版已于 4 月上市; 宋 Pro DM-i 中期改款、元 Pro 2023 款已于 5 月上市; 宋 PLUS EV/DM-i 冠军版已于 6 月初发布; 8 月全新唐家族上市, 包括唐 EV 冠军版、新版唐 DM-i 冠军版和唐 DM-p 冠军版和战神版; 元 PLUS 冠军版已于 9 月上市。</p> <p>2) 新车: 小型车海鸥已于 4 月上市; 海豹 DM-i 已于 9 月初正式上市; B 级纯电 SUV 宋 L 已于 10 月底正式开启预售; 海洋动物系列首款 SUV 车型海狮 07 EV 将于 2024 年上半年上市。</p> <p>3) 腾势品牌: 纯电猎跑 SUV N7 已于 7 月上市, 豪华 SUV N8 也于 8 月正式上市, 2024 年还将推出至少两款轿车。</p> <p>4) 仰望品牌: 已推出中大型硬派 SUV U8 和纯电超跑 U9 两款车型, 其中, U8 已于 9 月正式上市, 定价超过 100 万元。</p> <p>5) F 品牌方程豹: 首款车型豹 5 定位硬派 SUV, 已于 11 月 9 日上市发布并进行交付。计划在 2024 年内发布两款新车豹 3 和豹 8。</p>

资料来源：公开资料、浦银国际

图表 36：理想 MEGA、小鹏 X9 以及其他新能源 MPV 车型主要参数对比

	理想 MEGA	小鹏 X9	WEY高山	极氪009	腾势D9 EV	岚图梦想家EV
所属车企	 理想	 小鹏	 长城汽车 Great Wall	 吉利汽车 GEELY AUTO	 BYD	 东风汽车公司 DONGFENG MOTOR CORPORATION
官方指导价 (人民币万元)	>50	预售价38.8+	33.58-40.58	49.90-58.80	39.58-46.58	36.99-68.99
动力类型	EV	EV	PHEV	EV	EV	EV
车型定位	大型MPV	中大型MPV	中大型MPV	中大型MPV	中大型MPV	中大型MPV
上市时间	2023-11	2023-11	2023-10	2022-11	2022-08	2022-05
车身参数						
车身结构	5门7/8座	5门7座	5门7座	5门6座	5门7座	5门7座
长 (mm)	5,350	5,293	5,045	5,209	5,250	5,315
宽 (mm)	1,965	1,988	1,960	2,024	1,960	1,985
高 (mm)	1,850	1,785	1,900	1,848	1,920	1,820
轴距 (mm)	3,300	3,160	3,085	3,205	3,110	3,200
性能参数						
发动机最大 扭矩 (N·m)	542	430	762	686	360	620
百公里加速 时间 (s)	5.5	暂未公布	5.7	4.5	9.5	5.8
最高车速 (km/h)	/	200	170	190	/	200
系统综合输出 功率 (kW)	400	235	358	400	230	320
电池容量 (kWh)	102.7	84.5	37.96	116	103.36	82
百公里耗电量 (kWh)	15.9	暂未公布	23.4	18.3	18	19.2
纯电续航里程 (km)	CLTC: 700	CLTC: 610	WLTC: 140	CLTC: 702	CLTC: 620	CLTC: 475
内部配置						
中控屏幕尺寸 (英寸)	15.7	暂未公布	27	15.4	15.6	12.3
液晶仪表尺寸 (英寸)	暂未公布	暂未公布	仪表娱乐一体屏	10.25	10.25	12.3
座椅材质	真皮	暂未公布	仿皮	真皮	真皮	仿皮
智能硬件						
车机芯片	高通8295	高通8295	高通8155	高通8155	高通7325	高通8155
智能驾驶芯片	英伟达Orin-X	英伟达Orin-X	地平线J3	Mobileye EyeQ5H	/	/
辅助驾驶等级	L2	L2.5	L2	L2+	L2	/
车外摄像头数	11	暂未公布	5	13	5	5
毫米波雷达数	1	暂未公布	4	1	3	0
激光雷达数	1	2	0	0	0	0
外观						

注：上表中的基本参数均采用该车型指导价中最低价格版本，即入门版本的参数信息（如有区别）；

资料来源：各车企官网、工信部、懂车帝、汽车之家、新出行、浦银国际

中国新能源车有望进入智能化加速通道

中国新能源汽车销量在近三年实现了爆发式的增长，新能源汽车保有量的激增为智能驾驶相关的技术水平大幅提升并实现商业化应用提供了土壤。

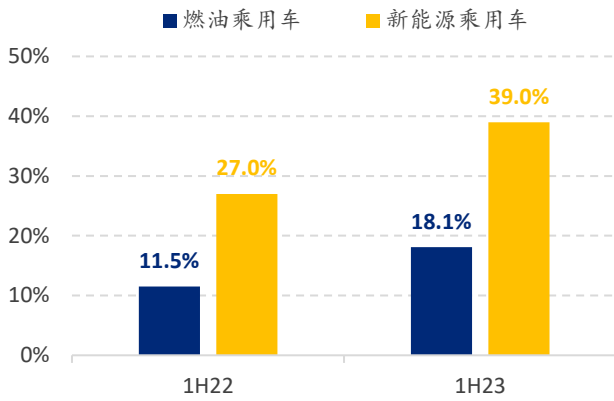
根据乘联会和科瑞咨询联合发布的数据显示，2023年上半年中国乘用车L2级及以上的ADAS在新能源乘用车上的装车率已接近40%。根据CIC的预测，2023年中国乘用车L2级及以上的自动驾驶渗透率将达到45.2%（图表39），智能座舱产品的渗透率则将达到58.5%（图表40），且未来两年还将持续提升。而与自动驾驶密切相关的硬件，域控制器的渗透率也将保持加速上扬的趋势。

在各新能源车企加速推动汽车行业“从油到电”的转换后，智驾能力有望接棒成为新的技术差异化的争夺点。为了进一步提升车型竞争力、扩大市场份额，中国头部新能源车企在已经实现高速路段高级辅助驾驶的基础上，正逐步推进城区高级辅助驾驶的落地（图表43）。这也带动各家车企在旗舰车型上部署更高的算力芯片和其他智能驾驶相关配置，从而为今后的算法功能升级提供强有力的硬件支撑。

- **蔚来：**蔚来自动驾驶NOP+主要包括高速自动辅助驾驶、拥堵自动辅助驾驶、泊车自动驾驶、智能召唤等功能，当前覆盖城市包括北京和上海，计划于2023年底覆盖100座城市。
- **小鹏：**小鹏自动驾驶NGP包括自动识别红绿灯通过路况、自动超车、自动限速调节、最优车道选择、自动切换高速公路、自动上下匝道、变道自动紧急避让等功能，当前覆盖北上广深四座城市，预计2023年下半年落地50城，2024年落地200城。
- **理想：**理想自动驾驶NOA包括全场景导航辅助驾驶，当前正在对北京和上海进行内测，计划于2023年底覆盖100座城市。
- **“华为系”：**华为自动驾驶NCA包括高速智驾领航辅助，城区智驾领航辅助（代客泊车辅助、城区车道巡航辅助增强、城区智驾领航辅助）等功能，当前覆盖北上广深、重庆、杭州六座城市，预计于2023年底覆盖全国。

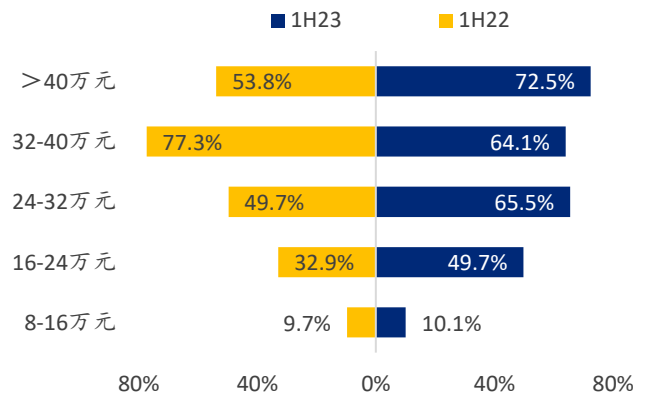
从目前功能实现来看，各家车企主要朝无图化、全场景化以及低成本化的方向来实现高级智能辅助驾驶。因此，“华为系”的问界、智界等系列车型得到华为智驾的技术支撑和实现，也进入强势产品周期，短期需求较为旺盛。同时，我们认为造车新势力在此前持续对于自动驾驶领域的投入仍将为他们提供产品技术落地的基本保障。我们对于2024年新能源汽车竞争智能化的发展表示乐观。

图表 37: 中国乘用车 L2 级及以上 ADAS 装车率变化 (按动力类型划分)



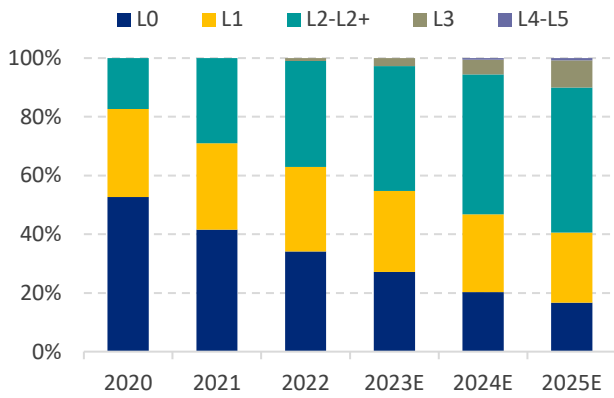
资料来源: 乘联会、科瑞咨询、浦银国际

图表 38: 中国新能源乘用车不同车型 L2 级及以上 ADAS 装车率变化 (按价格段划分)



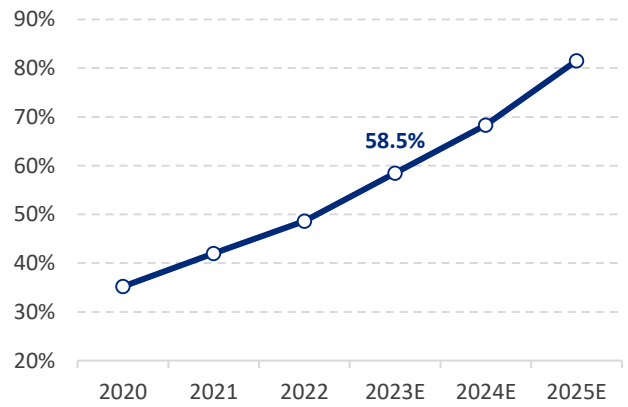
资料来源: 乘联会、科瑞咨询、浦银国际

图表 39: 中国乘用车自动驾驶渗透率情况及预测



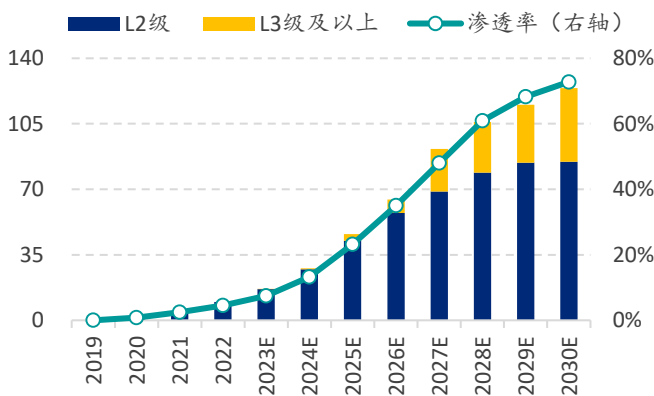
注: E=CIC 预测;
资料来源: CIC、浦银国际

图表 40: 中国智能座舱产品渗透率情况及预测



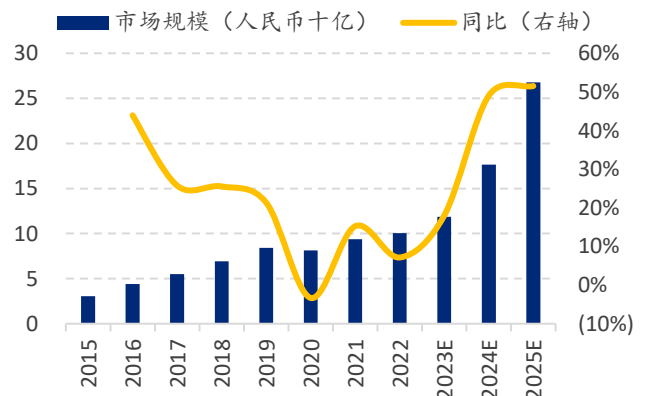
注: E=CIC 预测;
资料来源: CIC、浦银国际

图表 41: 中国乘用车自动驾驶域控制器市场规模与渗透率情况及预测



注: E=Frost & Sullivan 预测;
资料来源: Frost & Sullivan、浦银国际

图表 42: 中国无人驾驶汽车市场行业规模与同比增速情况及预测



注: E=iiMedia Research 预测;
资料来源: iiMedia Research、浦银国际

图表 43：新能源车企关于城市自动驾驶的规划一览

品牌	功能名称	当前覆盖城市	未来规划	功能详情
蔚来	NOP+	2 (北京、上海)	2023 年底覆盖 100 城	高速自动辅助驾驶、拥堵自动辅助驾驶；NAD 自动驾驶覆盖部分城区道路、封闭高速公路的自动驾驶体验；NAD 低速及泊车自动驾驶支持领航泊车、智能召唤等。
理想	NOA	2 (北京、上海内测阶段)	2023 年底覆盖 100 城	全场景导航辅助驾驶；通勤 NOA。
小鹏	NGP	4 (北京、上海、广州、深圳)	2H23 落地 50 城 2024 年落地 200 城	城市 NGP 智能导航辅助驾驶：自动识别红绿灯通过路况、自动超车、自动限速调节、最优车道选择、自动切换高速公路、自动上下匝道、变道自动紧急避让等。
华为	NCA	6 (北上广深、重庆、杭州)	2023 年底覆盖全国	高速智驾领航辅助，城区智驾领航辅助（代客泊车辅助、城区车道巡航辅助增强、城区智驾领航辅助等）。
比亚迪	NOA	-	2023 年底高速 NOA 1Q24 开放城市 NOA	自动紧急制动辅助系统、前向碰撞预警系统、自适应巡航、遥控驾驶等功能。

资料来源：公开资料整理、浦银国际

图表 44：智能驾驶相关配置一览：蔚来 vs 小鹏 vs 理想

	蔚来				小鹏			理想	
	ES8	ES6	ET5	X9	G9	G6	MEGA	L9	L8
智驾芯片									
高级辅助驾驶	英伟达 Orin	英伟达 Orin	英伟达 Orin	英伟达 Orin	英伟达 Orin	英伟达 Orin	英伟达 Orin	英伟达 Orin	英伟达 Orin
芯片数量	2	2	2	2	2	2	2	2	2
总算力 (TOPS)	508	508	508	508	508	508	508	508	508
制程 (nm)	7	7	7	7	7	7	7	7	7
智能座舱	高通 8255	高通 8155	高通 8155	高通 8295	高通 8155	高通 8155	高通 8295	高通 8155	高通 8155
芯片数量	1	1	1	1	1	1	1	1	1
总算力 (GFLOPS)	1,300	1,100	1,100	3,000	1,100	1,100	3,000	1,100	1,100
制程 (nm)	7	7	7	5	7	7	5	7	7
充电配置									
电压 (V)	420	420	420	800	-	-	800	800	800
充电速率	-	-	-	5C	-	-	3C	3C	3C
最大充电功率 (kW)	200	-	130	520	75	75	315	315	315
综合续航 (km)	465	510	560	700	1,100	1,315	700	700	755
电池容量 (kwh)	100	100	100	102.7	44.5	42.8	101.5	98	87.5
其他智能配置									
车载摄像头数量	13	13	12	12	12	12	12	12	12
车外摄像头	11	11	11	11	11	11	12	11	11
车内摄像头	2	2	1	1	1	1	-	1	1
雷达数量	18	18	18	14	14	14	19	19	19
毫米波雷达	5	5	5	1	1	1	5	5	5
超声波传感器	12	12	12	12	12	12	12	12	12
激光雷达	1	1	1	1	1	1	2	2	2

注：上表中涉及的配置/参数信息均使用高配置版本规格信息（如有区别）；

资料来源：公开资料整理、浦银国际

图表 45：智能驾驶相关配置一览：比亚迪 vs “华为系” vs 零跑

	比亚迪		“华为系”		零跑		
	腾势 D9	仰望 U8	问界 M7	智界 S7	C10	C11	C01
智驾芯片							
高级辅助驾驶	英伟达 Orin	英伟达 Orin	华为 MDC610	英伟达 Orin	英伟达 Orin	凌芯 01	凌芯 01
芯片数量	2	2	1	2	2	2	2
总算力 (TOPS)	508	508	200	508	508	8.4	8.4
制程 (nm)	7	7	7	7	7	7	7
智能座舱							
	高通 7325	高通定制 4nm 芯片	麒麟 990A	高通 8155	高通 8295	高通 8155	高通 8155
芯片数量	1	1	1	1	1	1	1
总算力 (GFLOPS)	手机芯片 转换	-	-	1,100	3,000	1,100	1,100
制程 (nm)	6	-	7	7	5	7	7
充电配置							
电压 (V)	750	650	-	800	800	380	800
充电速率	-	-	-	-	4C	-	-
最大充电功率 (kW)	166	110	70	-	-	100	150
综合续航 (km)	1,032	1,000	1,220	800	530	610	717
电池容量 (kwh)	40	49	40	100	69.2	69.2	43.7
其他智能配置							
车载摄像头数量							
车外摄像头	7	16	14	13	12	11	11
车外摄像头	5	12	12	11	12	10	10
车内摄像头	2	4	2	2	-	1	1
雷达数量							
毫米波雷达	18	22	16	16	18	18	18
毫米波雷达	5	5	3	3	5	5	5
超声波传感器	12	14	12	12	12	12	12
激光雷达	1	3	1	1	1	1	1

注：上表中涉及的配置/参数信息均使用高配置版本规格信息（如有区别）；

资料来源：公开资料整理、浦银国际

中国新能源车的自主化加速，提升全球竞争力

中国新能源车的产品和技术越来越受到海外汽车龙头青睐。今年7月大众入股小鹏，今年10月Stellantis入股零跑，都充分体现了中国新能源车企业新势力在新能源车行业的技术和制造能力。同时，我们也看到吉利和雷诺、上汽和奥迪、长城和宝马都有不同程度的合作。这对于海外车企而言是借助中国在新能源车的技术优势和制造成本优势，加速自身在新能源车行业的转型。

海外车企与中国新能源车企业合作模式存在较大的差异。不同模式下，各家车企未来发展也会存在差异（图表 22）。

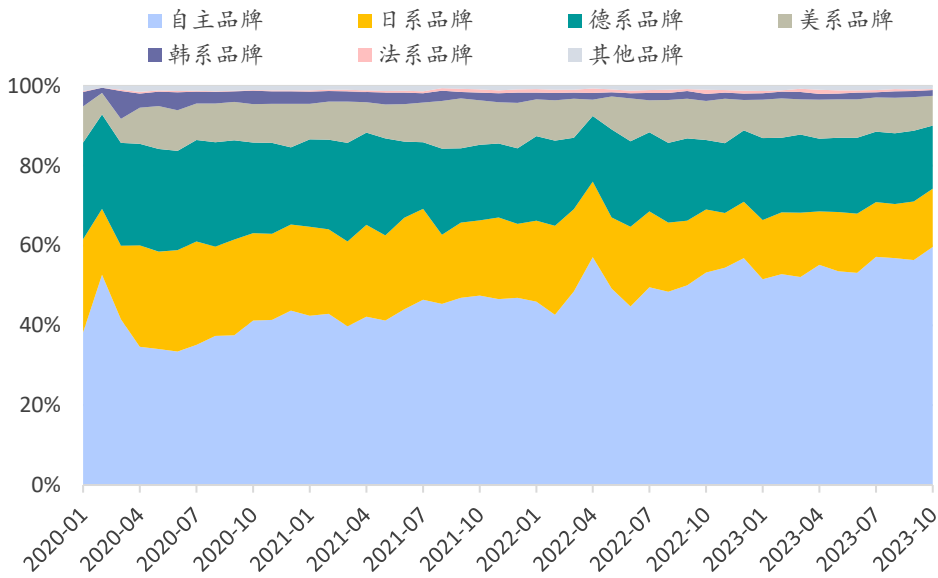
关于大众入股小鹏：1) 小鹏与大众建立长期战略合作关系。2) 小鹏与大众会联合开发两款B级纯电车型，并使用大众品牌。这是大众面向中国市场的车型，预计2026年投产。3) 大众以每股(ADS)15美元的价格入股小鹏，合计约7亿美元，占小鹏4.99%的流通股比例。入股完成后，大众将取得一个小鹏董事会席位。4) 战略合作关系有望推动双方将来在电动车平台、供应链、下一代智能车技术等方面长期合作。

关于Stellantis入股零跑：1) Stellantis集团计划投资约15亿欧元（约合人民币116亿元），获取零跑汽车约20%的股权，并获得零跑汽车董事会2个席位。2) 零跑与Stellantis将成立合资公司。零跑与Stellantis分别拥有合资公司49%和51%的股权。该合资公司独家在大中华区以外的全球其他市场开展零跑品牌整车出口和销售业务，以及独家拥有在当地制造零跑汽车产品的权利。在合资公司运营前四年，零跑将以基准价格向合资公司出售零跑汽车产品。

大众与小鹏合作目前更多体现在大众对于小鹏新能源车技术平台的认可。大众希望借助小鹏的技术在竞争烈度更大的中国市场保持竞争优势，而小鹏则通过与大众合作提升在汽车行业的各个环节的能力。相比较而言，Stellantis与零跑的合作，更多体现在零跑技术落地在产品的能力，希望借助零跑的新能源车型打通Stellantis在海外尤其是欧洲的新能源车竞争力，而零跑则可借助Stellantis更快打开自家产品的海外通路。

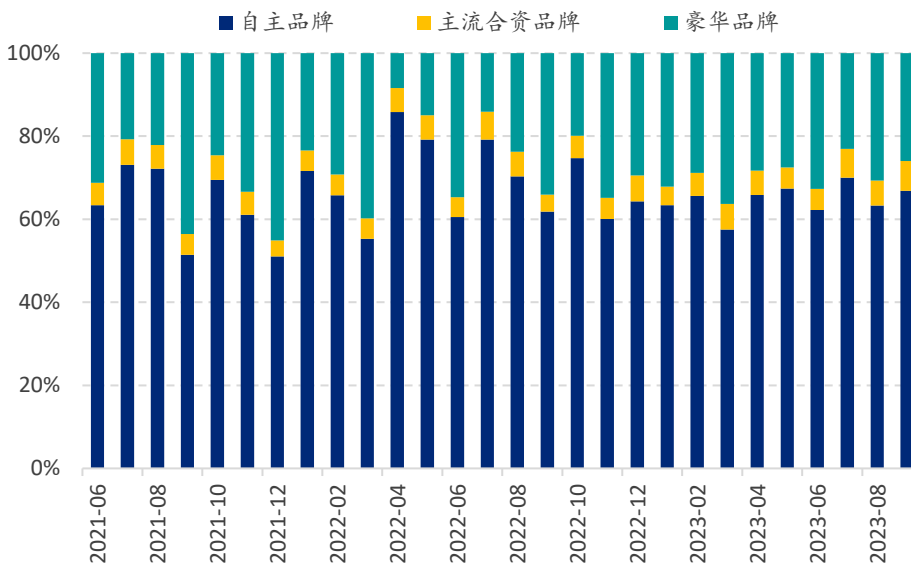
新能源车作为新赛道，确实冲击了百年汽车行业在中国与海外的地位与格局。我们认为中国领先的技术和较低的制造成本都是中国车企现在具备的优势。受此影响，在中国乘用车市场（含燃油车），中国自主品牌的份额自2020年以来呈现比较稳定的提升，从2020年年末的44%，增长至2021年年末的47%，再到2022年年末的54%以及2023年10月的60%（图表 46）。

图表 46：中国各类型品牌乘用车销量市场份额变化



资料来源：中汽协、Wind、浦银国际

图表 47：中国新能源乘用车零售渗透率（分品牌类型）



资料来源：乘联会、Wind、浦银国际

图表 48：大众入股小鹏汽车与 Stellantis 入股零跑汽车细节比较

	大众入股小鹏	Stellantis 入股零跑
基本信息		
公告日期	2023-07-26	2023-10-26
投资方式	大众以每股美国存托凭证 (ADS) 15 美元的价格收购小鹏股权	Stellantis 入股零跑, 17%股权来自零跑 H 股增发的 1.94 亿股, 其余来自原股东大华技术持有的所有股份
投资金额	7 亿美元 (约合人民币 50 亿元)	15 亿欧元 (约合人民币 116 亿元)
持股份额	4.99%	约 20%
董事会席位	取得小鹏汽车董事会 1 个观察员席位	取得零跑汽车董事会 2 个席位
合作详情		
合作关系	长期战略合作伙伴关系	全球战略合作伙伴关系
合作方式	双方达成技术框架协议, 基于各自核心竞争力和小鹏汽车的 G9 车型平台、智能座舱以及高阶辅助驾驶系统软件, 共同开发 两款 B 级纯电车型 , 以 大众品牌 在中国市场销售。 相关车型预计将于 2026 年开始投产。	双方拟成立合资公司, 零跑和 Stellantis 分别拥有其 49%和 51%的股权。该合资公司 独家 向大中华区以外的全球其他市场开展零跑品牌整车出口和销售业务, 以及独家拥有在当地制造 零跑汽车 产品的权利。在合资公司运营的前四年, 零跑将以基准价格向合资公司出售零跑汽车产品。
目标市场	中国市场	中国以外的全球市场, 目前主要是欧洲市场
技术合作	双方还将在多个领域探索其他潜在的战略合作, 包括未来电动车平台、软件技术和供应链方面的合作。	暂无, 此次合作主要集中在汽车和零部件的生产和销售上, 在海外市场并不存在技术销售和技术输出的情况。
合作获益	小鹏以技术实力换取资金, 以支持其在国内市场的发展。未来有望借助大众汽车集团在供应链等方面的积累实现降本。	借助 Stellantis 在全球范围内的商业布局加速出海, 快速打开海外销售渠道, 推动新能源汽车销量增长。

资料来源：公司公告、公开资料整理、浦银国际

图表 49：2023 年以来其他中国整车企业与海外车企的合作内容整理

时间	中国车企	海外车企	合作详情
2023-07-11	吉利汽车	雷诺	<ul style="list-style-type: none"> 双方签署了一项 50: 50 的约束性合资协议, 成立一家新公司, 在全球范围内研发、制造和供应混合动力总成和燃油动力总成。另外, 双方还将把自己的动力总成业务剥离, 转入合资公司旗下, 由合资公司进行生产和研发。 在符合相关法律法规情况下, 吉利汽车和雷诺将与新公司进行长期采购合作, 采购产品包括乘用车发动机和变速箱, 包括燃油动力和混合动力, 同时新公司将为雷诺轻型商用车提供混合动力电池开发业务。
2023-07-27	上汽集团	奥迪	<ul style="list-style-type: none"> 双方签署谅解备忘录, 将结合各自优势, 加快上汽奥迪全新电动车型开发, 满足中国客户对高端电动智能网联汽车的需求。上汽将充分利用自身技术优势, 携手奥迪联合开发产品, 开启合资合作新篇章, 打造互利双赢新模式。 双方此前已于 2019 年 12 月成立合资公司光束汽车, 各持股 50%, 采用“合资不合营”的模式, 共同研发、生产汽车, 但产品将按品牌分别进入宝马集团和长城汽车各自服务网络进行销售。
2023-10-14	长城汽车	宝马	<ul style="list-style-type: none"> 9 月宝马称 MINI 将于 2024 年开始在中国生产纯电动车型, 生产由光束负责管理。10 月 14 日, 全新量产的纯电动 MINI Cooper 在中国工厂正式下线, 预计将于 2024 年上半年进入全球市场。

资料来源：公司公告、公开资料整理、浦银国际

进一步看，中国车企正在逐步走出国门，新能源出口销量大幅提升。根据乘联会数据，今年10月乘用车出口为39.1万辆，同比增长49%，环比增长9%。新能源乘用车出口11.2万辆，占乘用车出口的28.6%，同比增长9%，环比增长23%。其中，新能源车出口仍以纯电为主，占比达90.3%，A0及A00级纯电车型占比41%。中国的新能源品牌在海外认可度持续提升，服务网络也在不断完善。

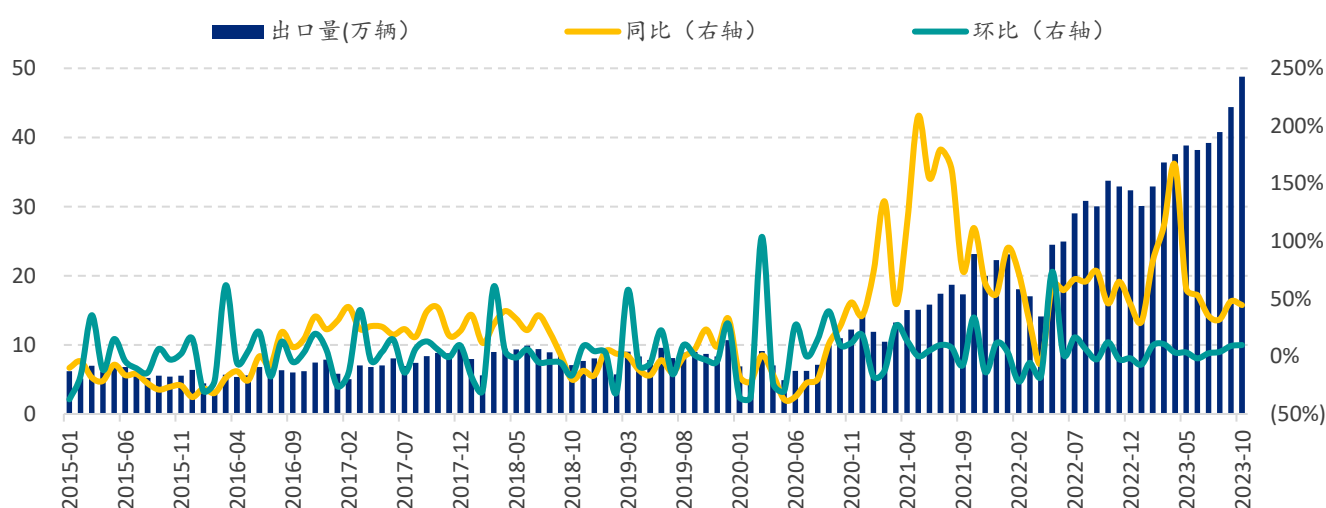
因此，在中国新能源车行业需求增长的基础上，我们预期中国新能源车车企的海外销量也会逐步攀升。而且，由于海外竞争激烈程度相对较低，海外汽车销量通常能够带来更好的毛利空间。

欧洲新能源汽车行业需求增长也很快，是全球新能源汽车市场另一大重要推动力。因而，欧洲也成为中国造车新势力这几年出海的第一站。例如，在欧洲的挪威市场，蔚来、小鹏都已有车型交付（图表54）。

但是，从中短期来看，随着中国新能源车市场竞争烈度加剧，中国造车新势力会聚焦资源，优先抢占国内市场份额，站稳脚跟。借鉴智能手机行业的发展历程，拿下中国国内市场，才有竞争全球的基础。因此，从短期看，中国造车新势力对于欧洲市场的扩张会维持在相对温和而非激进的状态。相比较而言，零跑借助Stellantis的欧洲渠道，有望稳步推进海外扩张，而比亚迪在东南亚、拉美等发展中地区也会有更好表现。

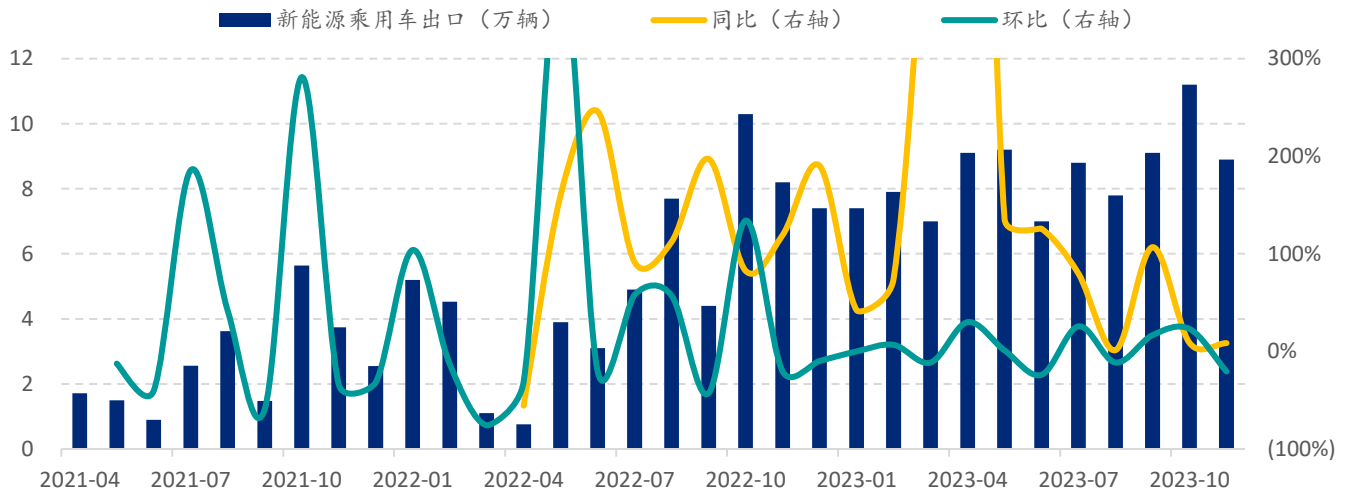
从更长期的维度看，中国新能源车企会借助中国的产能出口海外，并且逐步向依托海外本地市场、全球设计工厂的策略迁移，带动海外份额提升。

图表 50：中国汽车出口量：10月出口48.8万辆，环比增长10%，同比增长45%



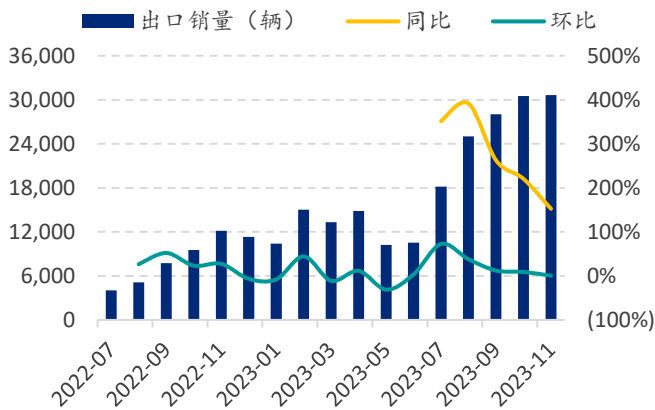
资料来源：中汽协、Wind、浦银国际

图表 51: 中国新能源乘用车出口量: 11月出口 8.9 万辆, 环比下降 21%, 同比增长 9%



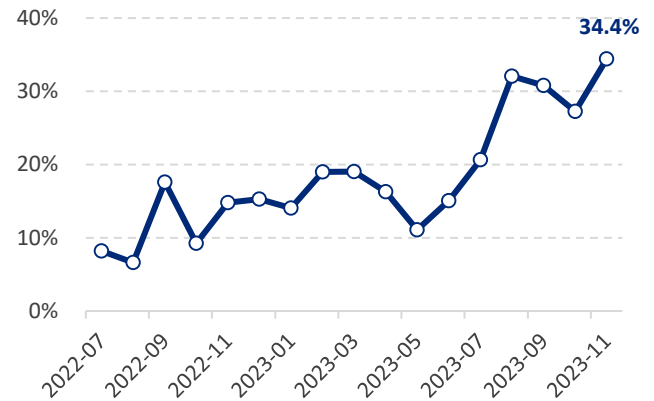
资料来源: 乘联会、浦银国际

图表 52: 比亚迪出口销量月度表现



资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 53: 比亚迪出口销量占中国 NEPV 出口份额



注: NEPV 指代新能源乘用车 (New Energy Passenger Vehicle), 使用乘联会口径;
资料来源: 公司公告、乘联会、浦银国际

图表 54：中国车企出海计划

股票代码	自主品牌	出海现状及战略
NIO.US/ 9866.HK	蔚来	<ul style="list-style-type: none"> 2022 年 12 月，李斌在 2022 NIO DAY 上表示，2022 年公司产品与全体系服务将在德国、荷兰、瑞典、丹麦正式落地。同时，公司计划到 2025 年，为全球超过 25 个国家和地区的用户提供服务。 2023 年 2 月，蔚来在瑞典第二大城市哥德堡开设了一家新的 NIO House，ES7 也在欧洲市场陆续开启交付。 2023 年 6 月，蔚来宣布 ET5 旅行版将于 6 月 15 日全球同步上市。 考虑到当前激烈的竞争环境和复杂的宏观环境，蔚来的出海更多聚焦在培育现有市场、打造品牌口碑，追求用户的满意度和自然的销量结果，不会在近期进入更多的欧洲国家。 2022 年 2 月，公司宣布进军荷兰和瑞典市场，与欧洲头部经销商集团荷兰 EmilFrey NV 集团以及瑞典 Bilja 集团达成战略合作协议。
9868.HK/ XPEV.US	小鹏汽车	<ul style="list-style-type: none"> 2022 年 4 月，公司在丹麦的直营体验店正式开业，并公布小鹏 P5 在挪威、荷兰、瑞典、丹麦市场的预计起订价。 2023 年 2 月，G9 及 P7 在丹麦、挪威、荷兰上市并接受预定，P7 于 6 月开始交付。 2023 年 9 月，2024 款 G9 开启国际版的欧洲四国（挪威、瑞典、荷兰、丹麦）交付。
LI.US/ 2015.HK	理想汽车	<ul style="list-style-type: none"> 2021 年 5 月，沈亚楠表示，公司长远目标要成为全球化汽车科技企业，研究海外市场的产品、渠道的相关团队已经建立。 2023 年 8 月和 11 月，公司均在业绩会上表示，在 2025 年之前会聚焦国内，集中资源实现在中国市场的销量目标，在获得一定份额之后才会考虑出海。
1211.HK/ 002594.CH	比亚迪股份/ 比亚迪	<ul style="list-style-type: none"> 2022 年 10 月，比亚迪海外乘用车出口达到 1.23 万辆，首次超过 1 万辆大关。 2022 年 12 月，公司表示将于 2023 年 1 月 31 日，在日本推出电动 SUV 车型 ATTO3。 2023 年 2 月，BYD ATTO 3（即国内的元 Plus）蝉联以色列全车系单车型 3 个月销冠。 目前，比亚迪正在全球大规模扩张，已进入挪威、新加坡、巴西、德国、泰国、越南、哥伦比亚、日本等市场，在东南亚市场表现亮眼。
9863.HK	零跑汽车	<ul style="list-style-type: none"> 2021 年，公司开始进行 T03 产品欧盟准入认证的工作。 2022 年 9 月，零跑首批 T03 汽车出口以色列。 2023 年 9 月，零跑首款全球车型 C10 于慕尼黑车展亮相。 2023 年 10 月，零跑公告与 Stellantis 集团形成战略合作，依托 Stellantis 集团在全球其它市场的成熟商业布局，大力提升零跑汽车在当地市场的销量，首先从欧洲市场开始。

资料来源：公开资料整理、浦银国际

中国新能源车企布局日趋完善

● 中国新能源车企或将进入分化期

对于中国新能源车的造车新势力而言，2023 年的整体的份额重回增长态势。新势力的份额从今年年初 10%-11%，稳步增长至年末 13%左右的份额（图表 55）。其中，零跑和小鹏是份额增长较为明显的两家车企，而理想的份额则出现明显的领先优势。

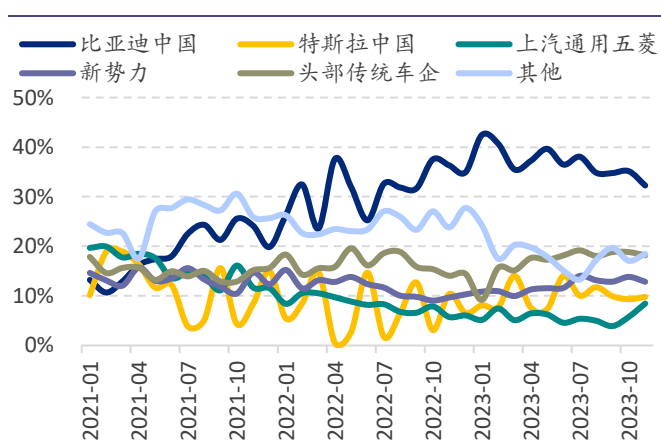
比亚迪依然维持比较强势的份额。虽然比亚迪的份额较年初高点时的 40% 有所下滑，但是依然维持在 30% 以上的份额表现。比亚迪今年推出的具有性价比版本的冠军版是其销量的重要基石（图表 31）。展望明年，我们认为比亚迪会受益于 DM-i 5.0 的发布带动其强势价格段的销量，同时高端产品销量和海外销量增长进一步提供利润空间。

今年传统头部车企的新能源车销量份额增长是比较显眼的，从今年 1 月份的 9.2% 的份额，几乎翻倍成长至 11 月的 18.2%。其中，成长比较快的来自于华为系的问界系列等品牌。

我们认为中国新能源车市场进入百花齐放的阶段，市场供应增加，从而刺激市场需求。相应的竞争加剧可能会导致各车企因为产品力的差异而出现进一步份额差异。因此，2024 年可能会是中国新能源车企的分化期。拥有较强产品力的车型的新能源车企，有望获得份额的提升。

根据太平洋汽车评估，在新能源 MPV 中，腾势 D9、岚图梦想家、小鹏 X9、极氪 009 以及理想 MEGA 这些 5 个车型占据热度前五（图表 34）。这有望为相关车企提供明年成长动能的基础。

图表 55：中国新能源乘用车销量份额



注：新势力包含蔚来、小鹏、理想、零跑、哪吒共 5 家车企
资料来源：乘联会、Wind、汽车之家、公开资料整理、浦银国际

图表 56：2023 年 1-10 月新能源车企销量排行榜

排名	车企	2023 年 1-10 月销量 (万辆)	同比	份额
1	比亚迪	237.1	70.2%	34.6%
2	特斯拉中国	77.1	39.0%	11.3%
3	广汽埃安	39.2	84.8%	5.7%
4	吉利汽车	36.2	45.1%	5.3%
5	长安汽车	33.6	95.6%	4.9%
6	理想汽车	28.5	193.5%	4.2%
7	上汽通用五菱	25.6	(43.8%)	3.7%
8	上汽乘用车	25.3	45.4%	3.7%
9	长城汽车	20.1	85.9%	2.9%
10	蔚来汽车	12.6	36.3%	1.8%

注：“销量”指代新能源狭义乘用车厂商批发销量；
资料来源：乘联会、浦银国际

● 造车新势力横向比较

我们对于新能源车行业依然维持较为乐观的判断，预计 2024 年销量预测至 1,119 万辆。我们对于中国新能源车企抢占外资/合资市场份额保持相对乐观的判断，情况或与当年智能手机品牌在国内市场的成长类似。因此，从三至五年的时间维度看，中国头部新能源车企、头部新势力，都有足够的份额增长空间。尽管目前新能源车竞争激烈，但是远未到存量竞争阶段，还是在增量竞争的阶段。新势力的市销率估值都处于 0.8-1.9x 的历史低位，估值水位大都较为健康。

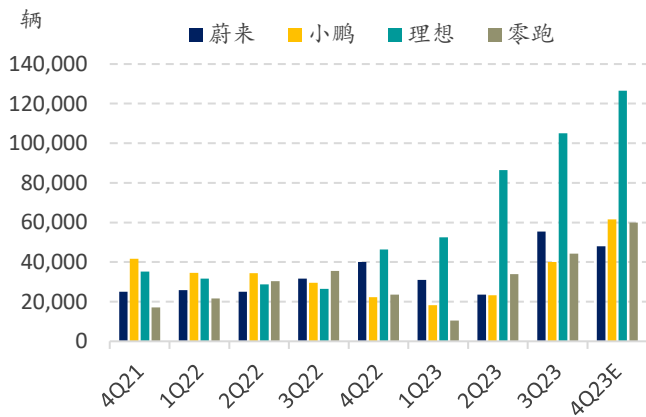
我们预期 2024 年比亚迪新能源车 378 万辆的销量预测，理想 60 万辆以上、小鹏和零跑接近 30 万辆。预计这三家新势力车企明年销量增速保持在 71%-104% 之间。

从下行风险角度来看，我们依然更看好基本面交付量更加扎实的比亚迪和理想。这两家车企目前已经形成并维持较好的盈利能力，因而可以在市场需求波动时有更加强的抵御需求波动的能力。而且，盈利能力是他们保持较高研发投入、实现产品升级迭代的保障。

比亚迪作为中国乃至全球的新能源龙头车企之一，是目前我们在新能源车行业的首选。我们认为当前行业过分担忧比亚迪所面临的竞争态势。展望明年，首先，比亚迪主力车型的价格段，即 10 万元-20 万元，面对燃油车的竞争烈度会下降，这是新老能源车型转换过程中的行业趋势所致。在今年 11 月广州车展发布的方程豹豹 5、宋 L、海狮 07，都有望成为明年上半年销量动能。而且 DM-i 5.0 有望在明年实现升级落地，保持技术领先优势。因此，比亚迪主力价格段有望维持接近行业的增长动能。其次，比亚迪在高端品牌销量以及出口销量的增长，有望带动其毛利率以及单车盈利趋势向上。

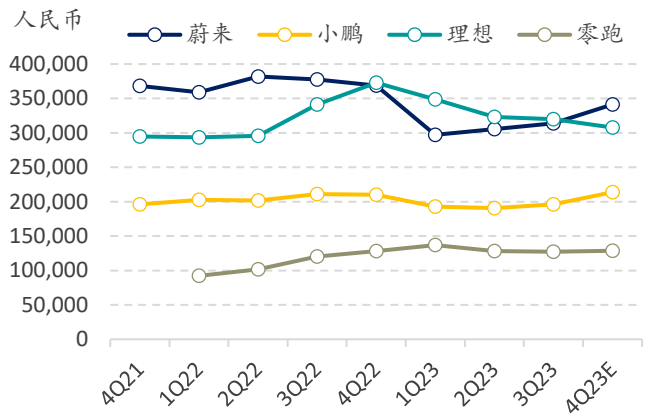
在新势力中，理想借助增程和精准定位消费者需求，率先迈入 30 万辆销量关卡，并且聚焦资源主攻中国市场，实现盈利。明年理想 L6 将进一步推动销量。小鹏则在今年大幅调整组织架构，推出更具性价比的 G6 和 G9，以及明年价格段进一步下沉的 MONA，有望实现较高的增速。零跑则会借助广州车展亮相的 C10 以及明年两款新车和与 Stellantis 的合作打开海外市场。

图表 57: 汽车销量



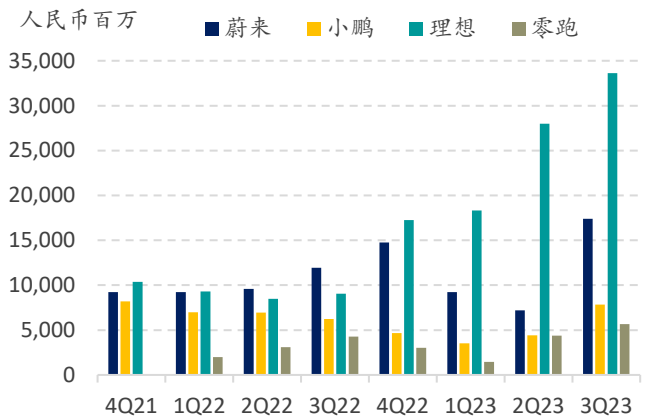
注: E=“蔚小理”4Q 预测来自指引区间中位数, 零跑为浦银国际预测;
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 58: 汽车均价



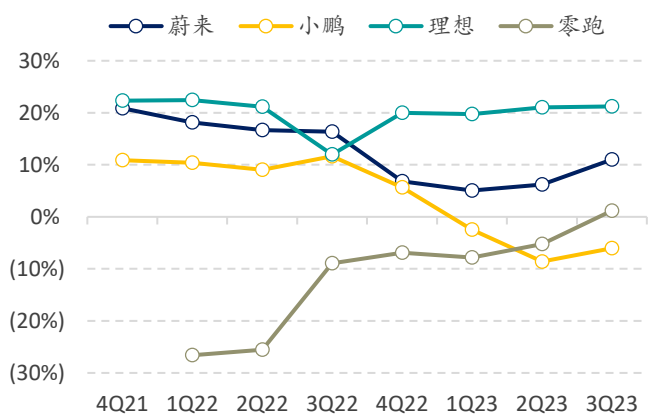
注: E=“蔚小理”4Q 预测来自指引区间中位数计算, 零跑为浦银国际预测, 零跑 4Q21 数据未披露; 资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 59: 汽车销售收入



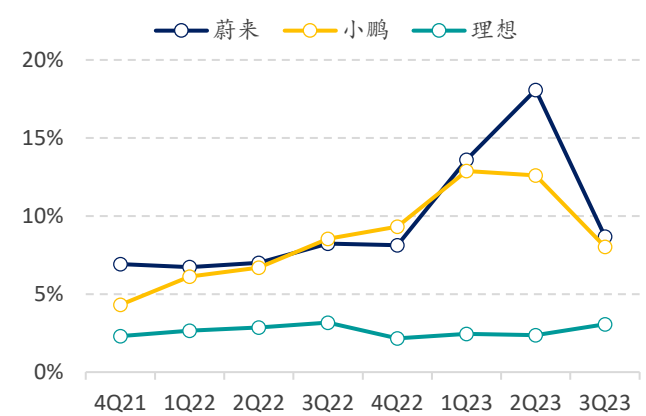
注: 零跑 4Q21 数据未披露;
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 60: 汽车板块毛利率



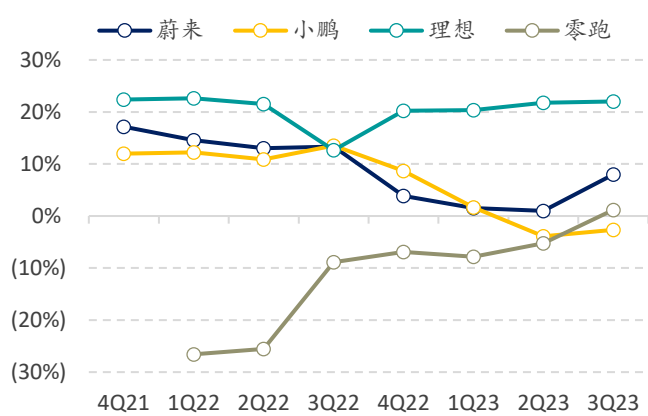
注: 零跑 4Q21 数据未披露;
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 61: 软件服务与其他收入占比



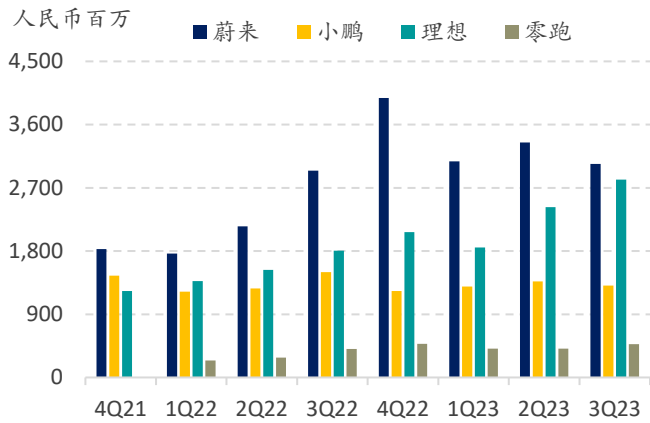
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 62: 公司综合毛利率



注: 零跑 4Q21 数据未披露;
资料来源: 公司公告、浦银国际

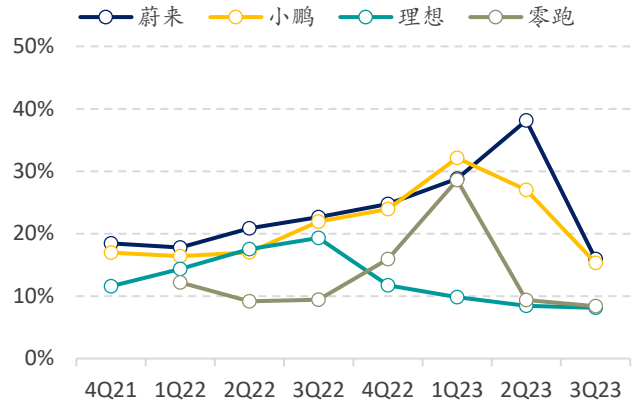
图表 63: 研发费用



注: 零跑 4Q21 数据未披露;

资料来源: 公司公告、浦银国际

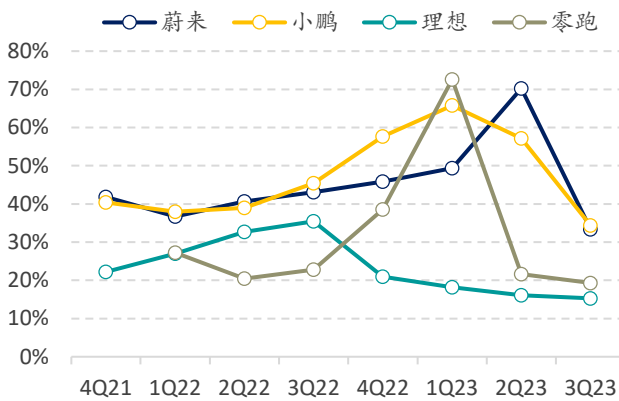
图表 64: 研发费用率



注: 零跑 4Q21 数据未披露;

资料来源: 公司公告、浦银国际

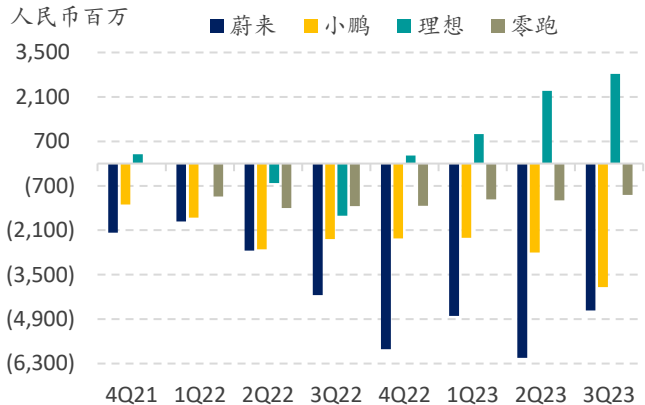
图表 65: 营业费用率



注: 零跑 4Q21 数据未披露;

资料来源: 公司公告、浦银国际

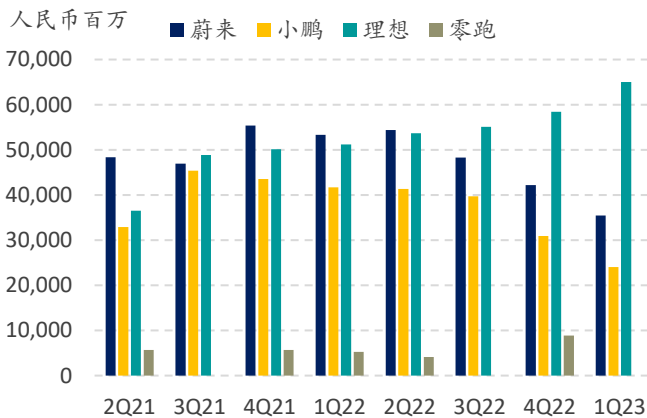
图表 66: 净利润(亏损)



注: 零跑 4Q21 数据未披露;

资料来源: 公司公告、浦银国际

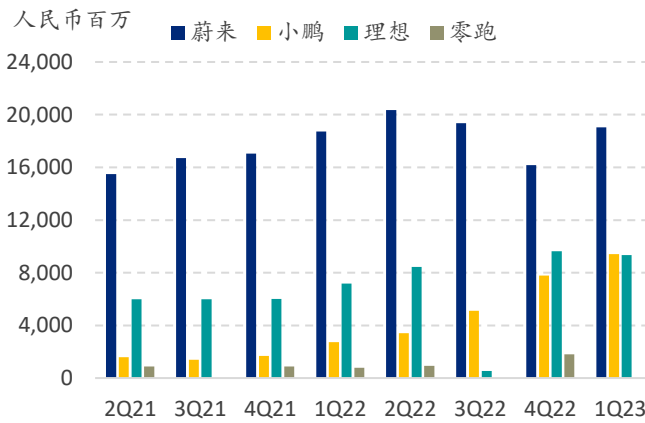
图表 67: 现金及现金等价物



注: 部分季度数据未披露;

资料来源: 公司公告、浦银国际

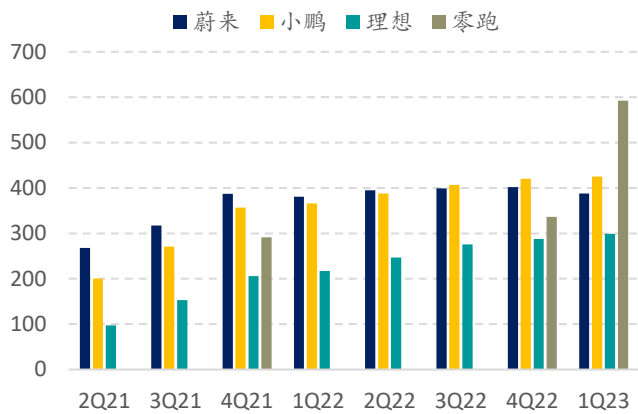
图表 68: 短期与长期借款



注: 部分季度数据未披露;

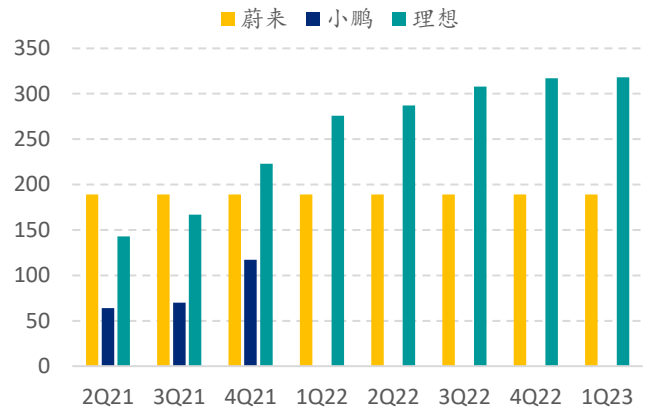
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 69：零售门店数量



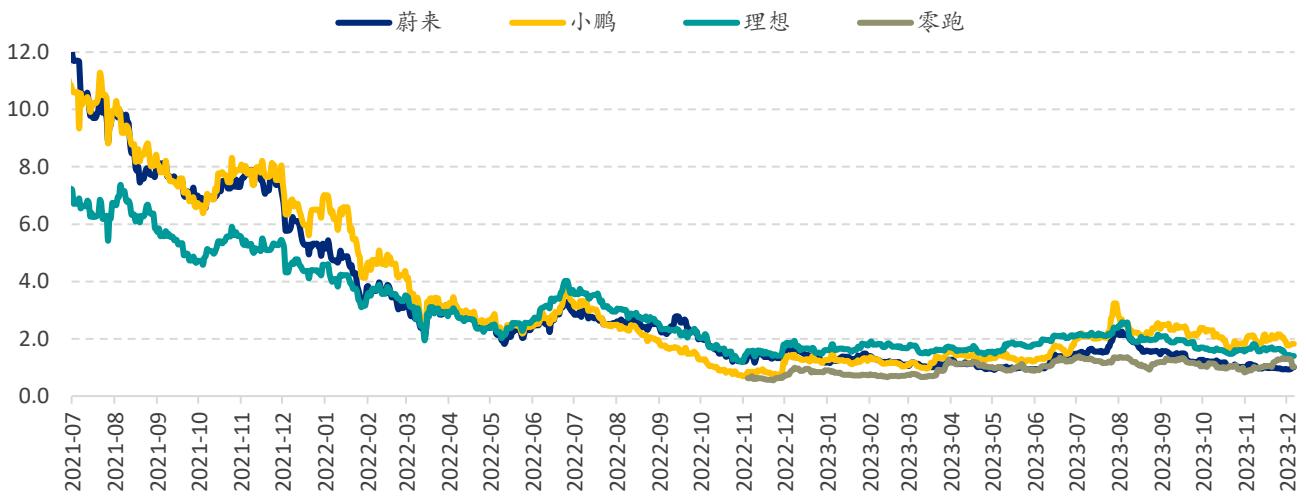
注：零跑部分季度数据未披露；
资料来源：公司公告、浦银国际

图表 70：服务门店数量



注：蔚来包括服务门店和交付中心，小鹏不包含授权店，部分季度数据未披露；
资料来源：公司公告、浦银国际

图表 71：蔚来、小鹏、理想、零跑市销率 (x) 估值比较



资料来源：Bloomberg、浦银国际

● 新能源车企估值

今年造车新势力的市销率估值在年中出现一波小波峰的形态，即从年初的低点逐步攀升至年中高点，随后有所回落。这与今年中国新能源车行业基本面走势大体类似，低开走高后，基本达到年初 850 万-900 万辆的行业销量预期。

目前，造车新势力目前市销率估值区间为 1.0x-1.8x 之间。我们认为，当前估值处于比较健康的位置。

当前的估值已经隐含明年新能源车行业竞争烈度随着行业规模提升的预期。因此，有较好新产品周期的车企有望享受更好的估值溢价。同时，比亚迪、理想等有盈利能力的车企的市销率估值还有望进一步享受溢价加成。新势力车企也越发看重公司盈利能力，逐步将公司的可持续性发展提到更加重要的战略方向。因此，这也为更加长期的从市销率向市盈率估值体系的切换做好基本面的铺垫。

图表 72: 蔚来美股市销率: 当前 1.0x vs 历史均值 4.3x vs 历史均值以下 1 个标准差 0.1x



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 73: 小鹏美股市销率: 当前 1.8x vs 历史均值 5.6x vs 历史均值以下 1 个标准差 0.6x



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 74: 理想美股市销率: 当前 1.4x vs 历史均值 4.2x vs 历史均值以下 1 个标准差 1.5x



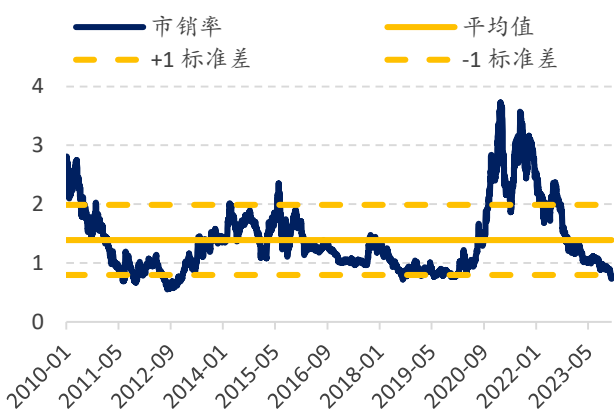
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 75: 特斯拉市销率: 当前 6.5x vs 历史均值 5.8x vs 历史均值以上 1 个标准差 9.6x



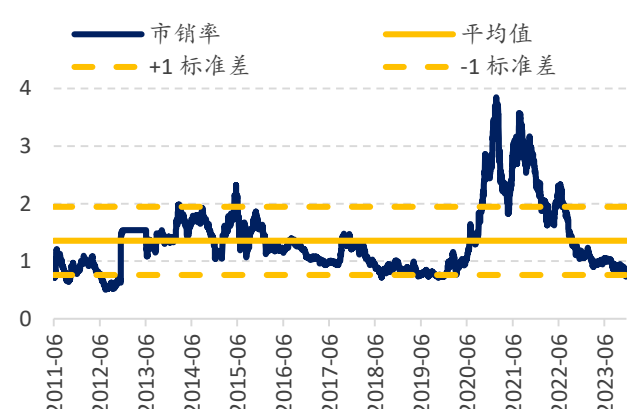
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 76: 比亚迪股份市销率: 当前 0.8x vs 历史均值 1.4x vs 历史均值以下 1 个标准差 0.6x



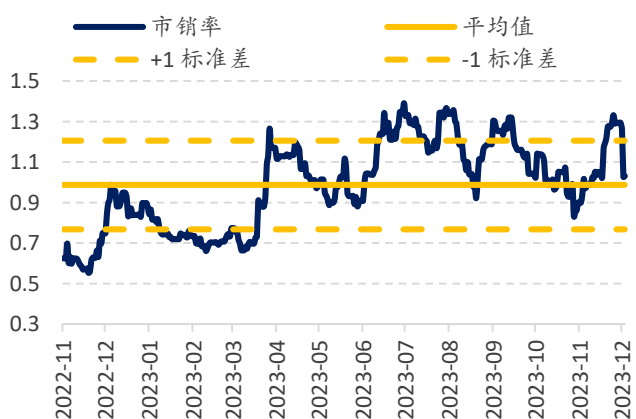
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 77: 比亚迪市销率: 当前 0.8x vs 历史均值 1.4x vs 历史均值以下 1 个标准差 0.8x



资料来源: Bloomberg、浦银国际

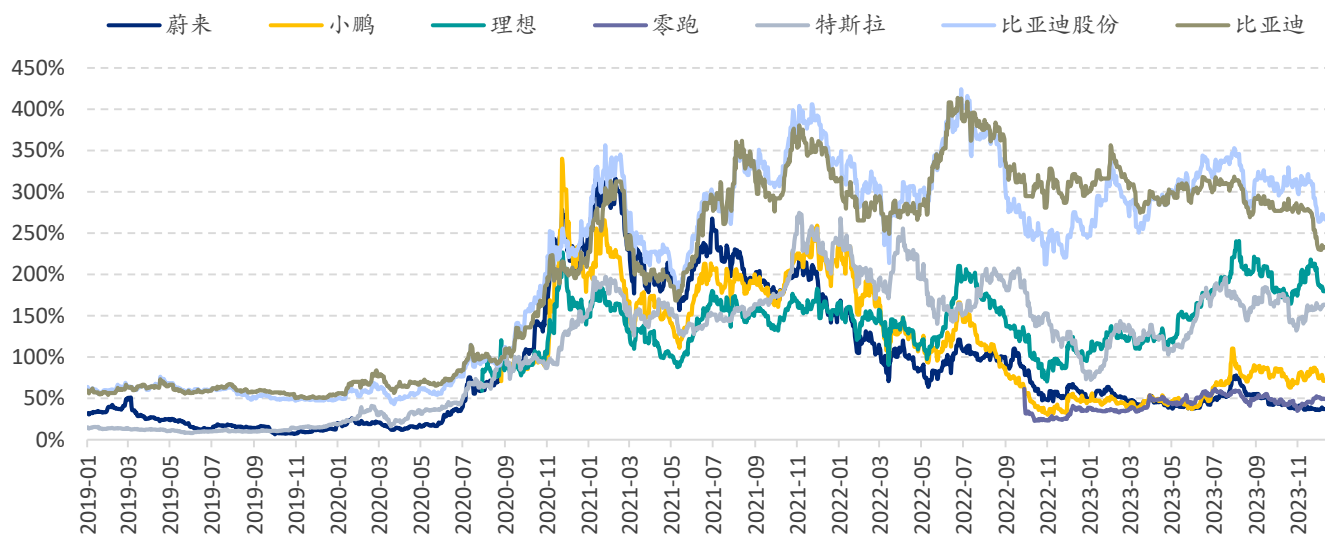
图表 78: 零跑汽车市销率: 当前 1.0x vs 历史均值 1.0x vs 历史均值以上 1 个标准差 1.2x



资料来源: Bloomberg、浦银国际

● 新能源车企股价及成交量

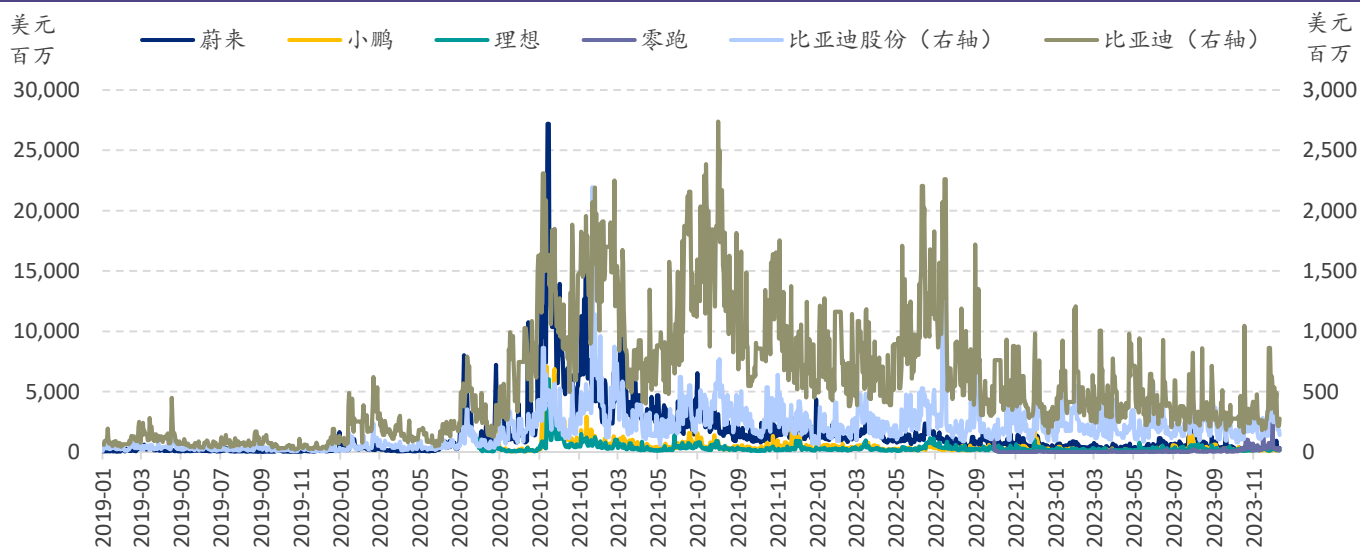
图表 79: 新能源车企股价走势



注: A股、港股截至2023年12月11日收盘, 美股截至2023年12月8日收盘。以2020年8月27日收盘价作为基数100%计算股价变动;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 80: 股票交易额比较



注: A股、港股截至2023年12月11日收盘, 美股截至2023年12月8日收盘;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

● 新能源汽车行业可比公司估值

图表 81: 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)		
					2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
新能源汽车													
TSLA US Equity	特斯拉	775,148	243.8	98%	(23%)	27%	37%	8.0	6.6	5.3	14.8	12.1	9.8
1211 HK Equity	比亚迪 (H)	79,596	210.8	9%	105%	32%	(83%)	0.9	0.7	0.6	4.0	3.1	2.4
002594 CH Equity	比亚迪 (A)	79,596	198.6	(23%)	99%	34%	(82%)	0.9	0.7	0.6	4.2	3.3	2.5
NIO US Equity	蔚来	12,317	7.4	(24%)	64%	(38%)	(95%)	1.5	1.0	0.8	8.5	58.9	N/A
9866 HK Equity	蔚来	12,526	57.8	(26%)	64%	(38%)	(95%)	1.5	1.0	0.8	8.6	59.9	N/A
XPEV US Equity	小鹏	14,282	15.2	52%	21%	(33%)	(94%)	3.2	1.7	1.3	3.8	5.0	5.7
9868 HK Equity	小鹏	14,586	60.4	57%	21%	(33%)	(94%)	3.3	1.8	1.3	3.9	5.1	5.8
LI US Equity	理想	36,953	34.9	71%	(666%)	60%	(79%)	2.2	1.3	1.0	5.7	4.6	3.6
2015 HK Equity	理想	37,299	135.7	77%	(666%)	60%	(79%)	2.2	1.4	1.0	5.7	4.6	3.6
9863 HK Equity	零跑汽车	5,489	38.7	28%	(14%)	(38%)	(99%)	1.9	1.0	0.6	6.5	9.4	5.0
RIVN US Equity	RIVIAN	18,235	19.0	3%	(25%)	(30%)	(47%)	4.1	2.9	1.8	1.9	1.9	2.4
RIDE US Equity	LORDSTOWN MOTORS	N/A	N/A	(80%)	63%	(30%)	(54%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
FFIE US Equity	法拉第未来	17	0.3	(99%)	(82%)	(68%)	(21%)	6.6	0.2	0.0	N/A	N/A	N/A
LCID US Equity	LUCID GROUP	10,829	4.7	(31%)	36%	(21%)	(18%)	17.3	8.1	3.0	2.1	3.7	4.4
平均								4.1	2.2	1.4	5.8	14.3	4.5
豪华汽车													
MBG GR Equity	戴姆勒	71,320	63.0	3%	3%	(10%)	10%	0.4	0.4	0.4	0.7	0.7	0.6
BMW GR Equity	宝马	68,659	101.2	21%	(29%)	(12%)	10%	0.4	0.4	0.4	0.7	0.7	0.6
RACE US Equity	法拉利	66,265	366.8	71%	34%	15%	22%	10.4	9.5	8.8	20.0	16.3	13.6
平均								3.7	3.5	3.2	7.2	5.9	4.9
海外品牌汽车													
7203 JP Equity	丰田	301,875	2,680.5	48%	(9%)	74%	(99%)	1.2	1.0	1.0	1.3	1.2	1.0
VOW GR Equity	大众	64,851	124.8	(15%)	(6%)	(2%)	19%	0.2	0.2	0.2	0.4	0.3	0.4
F US Equity	福特	44,073	11.0	(0%)	(5%)	(7%)	(0%)	0.3	0.3	0.3	1.0	0.9	0.8
GM US Equity	通用	46,220	33.8	0%	4%	1%	4%	0.3	0.3	0.3	0.7	0.5	0.5
7267 JP Equity	本田	55,543	1,458.0	44%	8%	40%	(99%)	0.5	0.4	0.4	0.7	0.6	0.6
005380 KS Equity	现代	29,749	185,100.0	23%	58%	(6%)	(100%)	0.2	0.2	0.2	0.5	0.5	0.4
平均								0.4	0.4	0.4	0.8	0.7	0.6
国产品牌汽车													
600104 CH Equity	上汽	22,772	14.1	(2%)	(20%)	9%	(85%)	0.2	0.2	0.2	0.6	0.5	0.5
2333 HK Equity	长城	25,696	10.2	0%	(23%)	30%	(83%)	1.1	0.9	0.8	1.2	1.1	1.0
2238 HK Equity	广汽集团	10,819	3.5	(34%)	(44%)	13%	(84%)	0.6	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
200625 CH Equity	长安汽车	22,807	4.3	15%	30%	(16%)	(82%)	1.1	0.9	0.7	0.6	0.5	0.5
平均								0.7	0.6	0.5	0.6	0.6	0.5
动力电池													
300750 CH Equity	宁德时代	101,338	163.6	(25%)	50%	24%	(82%)	1.8	1.5	1.2	3.6	2.9	2.3
051910 KS Equity	LG化学	25,462	478,500.0	(20%)	(22%)	77%	(100%)	0.6	0.5	0.4	1.1	1.0	0.9
6752 JP Equity	松下	24,036	1,428.0	29%	(15%)	106%	(99%)	0.4	0.4	0.4	1.0	0.8	0.8
002074 CH Equity	国轩高科	5,560	22.5	(22%)	46%	78%	(79%)	1.2	0.9	0.7	1.6	1.5	1.4
平均								1.0	0.8	0.7	1.8	1.5	1.3
软件公司													
MSFT US Equity	微软	2,781,376	374.2	56%	1%	17%	15%	13.2	11.4	10.1	12.9	9.8	7.9
ORCL US Equity	甲骨文	311,221	113.6	39%	6%	11%	12%	6.2	5.8	5.3	N/A	29.1	12.9
SAP US Equity	SAP	196,757	160.2	55%	14%	20%	30%	5.9	5.4	4.8	3.9	3.9	3.7
688111 CH Equity	金山办公	22,064	324.3	23%	18%	37%	(81%)	33.7	25.5	19.3	16.2	14.1	12.0
600588 CH Equity	用友	8,601	18.1	(25%)	(49%)	252%	(75%)	5.9	5.0	4.1	5.2	5.2	4.9
268 HK Equity	金蝶	4,996	11.2	(33%)	(40%)	(80%)	(173%)	6.1	5.1	4.2	5.1	5.2	5.0
平均								11.8	9.7	8.0	8.7	11.2	7.7
功率半导体													
IFX GR Equity	英飞凌	52,171	37.0	30%	36%	(9%)	27%	3.0	2.9	2.6	2.9	2.5	2.2
ON US Equity	安森美	32,793	76.1	22%	(3%)	(6%)	17%	4.0	4.1	3.7	4.1	3.3	2.7
600745 CH Equity	闻泰科技	7,734	44.6	(15%)	2%	32%	(83%)	0.9	0.7	0.6	1.4	1.3	1.2
688396 CH Equity	华润微电子	8,508	45.7	(13%)	(40%)	29%	(83%)	5.9	5.1	4.4	2.8	2.6	2.4
603290 CH Equity	斯达半导	4,185	172.9	(47%)	15%	30%	(82%)	7.9	6.0	4.6	4.7	4.0	3.4
平均								4.3	3.7	3.2	3.2	2.7	2.4
海外科技公司													
AAPL US Equity	苹果	3,043,829	195.7	51%	(1%)	9%	8%	7.9	7.7	7.2	52.1	41.4	36.4
GOOG US Equity	谷歌	1,699,701	136.6	54%	15%	20%	18%	6.7	6.0	5.4	5.9	4.6	3.9
AMZN US Equity	亚马逊	1,523,443	147.4	76%	187%	26%	26%	2.7	2.4	2.1	7.7	5.9	4.5
META US Equity	Meta	855,122	332.8	177%	36%	21%	12%	6.4	5.7	5.1	5.6	4.3	3.6
NFLX US Equity	奈飞	198,602	453.8	54%	16%	31%	23%	5.9	5.2	4.7	8.9	7.6	6.5
平均								5.9	5.4	4.9	16.0	12.8	11.0
中国科技互联网公司													
700 HK Equity	腾讯	374,117	305.6	(4%)	35%	17%	(84%)	4.4	3.9	3.6	3.1	2.7	2.3
9988 HK Equity	阿里巴巴	179,300	70.5	(18%)	14%	22%	(85%)	1.5	1.3	1.2	1.9	1.2	1.3
3690 HK Equity	美团	66,781	86.7	(50%)	761%	43%	(79%)	1.7	1.5	1.2	3.3	2.8	2.2
1810 HK Equity	小米	46,752	14.6	34%	104%	(4%)	(84%)	1.2	1.1	1.0	2.0	1.9	1.7
002230 CH Equity	科大讯飞	16,021	48.5	48%	65%	58%	(79%)	5.5	4.3	3.5	6.7	6.3	5.7
平均								2.9	2.4	2.1	3.4	2.9	2.6

注: E = Bloomberg 一致预测, A 股、港股截至 2023 年 12 月 11 日收盘, 美股截至 2023 年 12 月 8 日收盘;

资料来源: Bloomberg、公司公告、浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法团—浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

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

美国

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

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

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和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(吉利汽车 175.HK)在过去 12 个月内有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

周文頌

tallan_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

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

