

新能源汽车行业观察：价格竞争依然激烈，电池降本让利用户

春节假期结束后，中国新能源车行业再次涌现了一波较为密集的价格竞争。我们测算了去年以来上游电池原材料成本下降在整车成本端的影响，以衡量车企在利润端的变化。

投资建议：综合考虑车企降价行为和电池降本让利消费者的关系，对于在今年具有能够支撑销量、具备强竞争力的新车型的车企，售价端的价格降低和配置升级传递到利润端的影响相对较小。因此，我们仍然看好理想汽车（LI.US/2015.HK）的盈利能力，也建议投资人关注零跑汽车（9863.HK）后续的表现。

进入 2024 年，中国新能源车行业竞争依然激烈，符合我们在[展望报告](#)中对于今年行业增量竞争态势仍将延续的判断。春节假期结束后，许多车企开始通过各种方式来实现直接或间接降价。在车企纷纷进行售价下探、配置升级的过程中，为了厘清车企的降价行为最终传导至利润端的影响，我们进行了一系列的比较。

首先，必须考虑动力电池上游原材料价格下行带来的成本降低。动力电池作为新能源车有别于传统车的部件，是新能源汽车最重要的能源供给，在新能源汽车物料成本中的占比达到 15%-40%。而动力电池正极材料中最重要的原料之一——碳酸锂的价格于 2022 年末的 56.8 万元/吨达峰之后，一路回落至 2023 年 4 月的 17.6 万元/吨，近期稳定在 10-11 万元/吨的水平，2023 年初至今的降幅达到 78%（图表 1）。在上游原材料价格逐步回归理性后，我们假设其今年的涨跌幅都在 0%-5% 之间，则碳酸锂价格就会稳定在 10-12 万元/吨之间，相应的电池价格也会比较稳定，意味着之后车企若想继续降本，就要考虑其他更具主观能动性的方式。

为了量化上游原材料价格变动至今带来的电池成本下行程度，我们选取了部分车企贡献销量的主力车型（图表 4）进行了测算。

在使用磷酸铁锂电池的车型中，以比亚迪秦 PLUS DM-i 为例，根据我们对于每 GWh 磷酸铁锂电池需要 588 吨碳酸锂原料的基本假设，秦 PLUS DM-i 荣耀版的入门款车型电池容量 8.32 kWh，对应单车碳酸锂用量近 5 千克，在整车供应链中的成本由 2023 年初的 2,494 元，降至 2023 年中的 1,501 元，再到今年 2 月末为 538 元，累计降幅达到 1,955 元。

而对于使用三元锂电池的车型，我们仅测算正极材料中的碳酸锂的影响。以理想的 L7 为例，我们对于每 GWh 三元锂电池正极材料的碳酸锂原料用量基本假设为 620 吨，可以计算出电池容量为 42.8 kWh 的 L7 Air 单车用量为 27 千克，相应的电池成本由 2023 年初的 13,525 元最终降至今年 2 月末的 2,919 元，电池端的整车成本累计降低近 1.1 万元。

沈岱

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

黄佳琦

科技分析师
sia_huang@spdbi.com
(852) 2809 0355

2024 年 3 月 18 日



扫码关注浦银国际研究

其次，对比来自电池的整车成本降幅对车企官方售价降低的覆盖程度。根据上述测算方式，我们分别计算了所覆盖车企部分热销车型的电池成本的下降程度，对比 2024 款相较于改款前版本的降价幅度，发现降价幅度将近一半来自电池成本下行后向消费者的让利。而不同车企之间表现略有不同：

- **理想：**L7/L8 从去年初到今年 2 月，单车电池成本下降 1.06-1.30 万元，考虑到碳酸锂价格下降传递到车企端的时间延搁，我们认为理想的单车利润从 4Q22 开始一路走高和电池成本的下降以及销量规模逐步扩大具有较强的相关性。同时，L 系列新款电池容量的升级只针对 L7/L8 顶配车型和 L9 全系，以当前碳酸锂价格计算，电池成本提升仅 648 元。

同时，理想在 2024 款 L 系列发布后，对原有的产品序列进行变更，引入降价 1.8 万元的新版 L7/L8 Air，并对新版 L7/L8 Max 提价 1.0 万元，以不同规格的产品密度，尽可能地获取选定价格段细分需求的目标人群。这也使得售价端的变化可以相互对冲，尽可能地弱化降价对于盈利能力的影响。我们认为 2024 年理想的单车利润仍将保持在 2.5 万元以上。

- **零跑：**依照官方售价，零跑 C11 是我们选取的车型中唯一一个能够实现电池降本对售价下行全覆盖的。2024 款 C11 的增程和纯电的入门版车型，2023 年初至今电池成本分别下降 0.7 万和 1.6 万元，远大于售价下降的 0.1 万和 0.4 万元。同时，考虑到零跑在借由经销商销售的过程中，售价和官方指导价之间存在一定差距，电池降本占降价幅度的比例或小于我们的测算数字。但可以肯定的是，电池端带来的整车成本下降将为零跑今年的毛利率上行提供空间。
- **比亚迪：**面向大众市场的热销车型电池容量较小，导致电池降本幅度不及新势力，对售价降低的影响覆盖程度也较低。秦 PLUS DM-i 入门款的官方指导价为人民币 7.98 万元，相较去年冠军版的降幅为 2 万元，而电池降本不到 2 千元。纯电车中以海豚为例，虽然电池用量大于插混车型，单车成本下降超过 7 千元，但是售价降幅达到 1.7 万元。

但同样考虑到经销商渠道的因素，我们此前的渠道调研结果显示，荣耀版秦 PLUS DM-i 上市后，经销商不再进行其他额外的促销，消费者实车到手价格降低约 4-6 千元。综合判断比亚迪今年国内的单车利润有一定压力，但降价对利润的实际影响或比想象中低。

最后，综合考虑其他带来利润变化的因素。

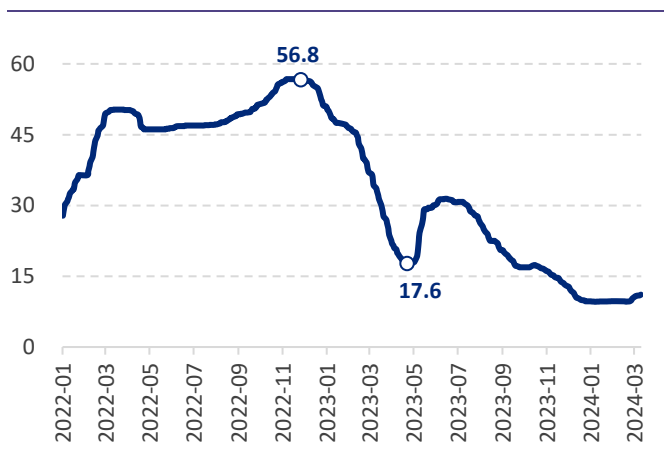
- 一是**智能硬件升级**带来的成本提升。包括蔚来的 NT2.0 全系车型、零跑 C11 智驾版在内的诸多车型，在 2024 款将智能座舱芯片升级为高通 8295。以蔚来为例，升级前的高通 8155，厂家给车企的出货价约为 70 美元/颗。但据传“缺芯”时期其出货价一度高达 250 美元/颗。而佐思汽车估算高通 8295 价格约 150 美元/颗。据此计算出智能座舱芯片采购成本的增加应低于人民币 1,000 元。

- 二是车企的灵活的价格调整策略。例如小鹏宣布 G6 全系在 3 月份限时降价 2 万元，以短效的降价手段提振主力车型的销量，这在全年维度对于利润端的影响将小于售价的降幅。
- 三是车企的出海进度。在今年国内竞争态势较为严峻的现实背景下，海外市场目前相对宽松的竞争环境和可观的盈利水平将为具有一定出口销量的车企带来额外的利润补充。
- 四是销量增长带来的规模效应。同时车企还将提升供应链商务谈判的议价权，利于车企更好地实现成本控制，其中以比亚迪和理想最为明显。

综合以上因素，考虑到上游电池成本下降、车型灵活调整配置、车企销量提升的规模效应以及出口销量和高端车型的占比提升，我们认为本轮价格竞争中，车企利润的下降仍是远小于汽车售价下行的。

投资风险：新能源车行业需求增速放缓，不及预期；中国新能源汽车渗透率增长放缓，未能如期高速爬升；上游原材料价格增幅高于预期，成本压力加大拖累车企利润表现；中国车企海外布局速度慢于预期。

图表 1: 中国电池级碳酸锂价格走势 (万元/吨)



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 2: 理想 L 系列产品序列变更

车型	新序列	旧序列	2024款售价 (万元)	2023款售价 (万元)	价格变动 (万元)
理想 L7	Ultra	Max	37.98	37.98	-
	Max	Pro	34.98	33.98	1.0
	Pro	Air	31.98	31.98	-
	Air	/	30.18	NM	NM
理想 L8	Ultra	Max	39.98	39.98	-
	Max	Pro	36.98	35.98	1.0
	Pro	Air	33.98	33.98	-
	Air	/	32.18	NM	NM
理想 L9	Ultra	Max	45.98	45.98	-
	Max	Pro	42.98	42.98	-

资料来源：理想汽车官方公众号、浦银国际

图表 3: 理想汽车单车盈利能力

汽车销售	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E
汽车销量	46,319	52,584	86,533	105,108	131,805	102,309	150,176	181,038	227,587
汽车均价 (人民币)	372,813	348,534	323,252	319,825	306,356	304,625	301,985	307,459	307,281
汽车销售收入 (人民币百万)	17,268	18,327	27,972	33,616	40,379	31,166	45,351	55,662	69,933
单车利润 (人民币)	5,547	17,680	26,500	26,860	42,928	22,327	24,084	26,010	26,888

注：E=浦银国际预测；
资料来源：公司公告、Wind、浦银国际

图表 4: 小鹏、理想、零跑、比亚迪部分车型售价变化及电池降本情况

品牌	代表车型	动力类型	电池容量 (kWh)	磷酸铁锂	三元锂	2023款售价 (万元)	2024款售价 (万元)	价格变动 (万元)	电池降本 (万元)	电池降本占降价比例
小鹏	G6	纯电	66.0 / 87.5	✓	✓	/	20.99-27.69	(2.0)	(1.6)	78%
	G9	纯电	78.2 / 98.0	✓	✓	30.99-46.99	26.39-35.99	(4.6)	(1.8)	40%
理想	L7	增程	42.8 / 52.3	✗	✓	31.98-37.98	30.18-37.98	(1.8)	(1.1)	59%
	L8	增程	42.8 / 52.3	✗	✓	33.98-39.98	32.18-39.98	(1.8)	(1.1)	59%
蔚来	C11增程	增程	30.1 / 43.74	✓	✓	14.98-18.58	14.88-18.58	(0.1)	(0.7)	707%
	C11纯电	纯电	69.2 / 78.5 / 89.97	✓	✓	15.58-20.98	15.18-20.58	(0.4)	(1.6)	407%
BYD	秦PLUS DM-i	插混	8.32 / 18.32	✓	✗	9.98-11.58	7.98-12.58	(2.0)	(0.2)	10%
	海豚	纯电	32.26 / 44.9	✓	✗	11.68-13.98	9.98-12.98	(1.7)	(0.8)	45%

注: 此表格中仅列示各家车企走量车型入门版的价格变动和电池降本幅度, 即大部分兼有两类电池的车型考虑的是磷酸铁锂电池的版本参数进行计算。另外, 小鹏 G6 的降价来自小鹏官方宣布的 3 月 G6 全系降价 2 万元。

资料来源: 各公司官网、懂车帝、浦银国际

图表 5: 碳酸锂价格变化对车企成本影响: 磷酸铁锂电池

车型	比亚迪秦 PLUS DM-i	比亚迪海豚	零跑 C11 增程	零跑 C11 纯电	小鹏 G6	小鹏 G9
上游化学原料需求基本假设						
电池 (GWh)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
磷酸铁锂 (吨)	2,350	2,350	2,350	2,350	2,350	2,350
碳酸锂 (吨)	588	588	588	588	588	588
单车需求假设						
电池容量 (kWh)	8.32	32.26	30.10	69.20	66.00	78.20
磷酸铁锂 (千克)	20	76	71	163	155	184
碳酸锂 (千克)	5	19	18	41	39	46
碳酸锂时点价格 (万元/吨)						
2023 年初	51.0	51.0	51.0	51.0	51.0	51.0
2023 年中	30.7	30.7	30.7	30.7	30.7	30.7
2023 年末	9.7	9.7	9.7	9.7	9.7	9.7
2024 年 2 月末	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
在整车供应链中的成本 (元)						
2023 年初	2,494	9,668	9,021	20,739	19,780	23,437
2023 年中	1,501	5,820	5,430	12,484	11,906	14,107
2023 年末	475	1,840	1,717	3,947	3,764	4,460
2024 年 2 月末	538	2,087	1,947	4,476	4,269	5,058
电池成本下降幅度 (元)						
2023 年初至年中	(993)	(3,849)	(3,591)	(8,256)	(7,874)	(9,330)
2023 年中至年末	(1,026)	(3,980)	(3,713)	(8,537)	(8,142)	(9,647)
2023 年初至今	(1,955)	(7,582)	(7,074)	(16,264)	(15,512)	(18,379)

资料来源: 各车企官网、懂车帝、行业资料、Wind、浦银国际

图表 6: 碳酸锂价格变化对车企成本影响: 三元锂电池

车型	理想 L7/L8	零跑 C11 增程	零跑 C11 纯电	小鹏 G6	小鹏 G9
电池上游化学原料需求基本假设					
电池 (GWh)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
正极材料 (吨)	1,650	1,650	1,650	1,650	1,650
碳酸锂 (吨)	620	620	620	620	620
单车需求假设					
电池容量 (kWh)	42.80	43.74	89.97	87.50	98.00
正极材料 (千克)	71	72	148	144	162
碳酸锂 (千克)	27	27	56	54	61
碳酸锂时点价格 (万元/吨)					
2023 年初	51.0	51.0	51.0	51.0	51.0
2023 年中	30.7	30.7	30.7	30.7	30.7
2023 年末	9.7	9.7	9.7	9.7	9.7
2024 年 2 月末	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
在整车供应链中的成本 (元)					
2023 年初	13,525	13,822	28,432	27,651	30,969
2023 年中	8,141	8,320	17,114	16,644	18,641
2023 年末	2,574	2,631	5,411	5,262	5,894
2024 年 2 月末	2,919	2,983	6,136	5,968	6,684
电池成本下降幅度 (元)					
2023 年初至年中	(5,384)	(5,502)	(11,318)	(11,007)	(12,328)
2023 年中至年末	(5,567)	(5,690)	(11,703)	(11,382)	(12,747)
2023 年初至今	(10,606)	(10,839)	(22,296)	(21,684)	(24,286)

资料来源: 各车企官网、懂车帝、行业资料、Wind、浦银国际

近期相关报告

[科技行业更新：基本面大体稳定，市场情绪仍待进一步修复](#)（2024-03-08）

[理想汽车 2024 春季发布会：高压纯电正式发车，开启新产品周期](#)（2024-03-04）

[MWC 2024 回顾：5G-A 加速到来，AI 持续赋能万物互联](#)（2024-03-04）

[科技行业调研：资金面变动放大市场情绪，基本面稳中有升](#)（2024-02-02）

[CES 2024 回顾：AI 加速落地千行百业](#)（2024-01-17）

[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](#)
（2023-12-15）

[科技行业调研：智能手机和新能源车行业趋势平稳，半导体行业基本面](#)
（2023-09-05）

[科技行业中期业绩小结：科技行业中期业绩小结：智能手机、新能源汽车等终端需求依然是最重要基本面支撑](#)（2023-09-04）

[科技行业调研：闻泰科技昆明工厂线下调研速览](#)（2023-08-08）

[科技行业调研：半导体及新能源车行业趋势逐渐明朗](#)（2023-07-10）

[科技行业调研：智能手机、新能源车及晶圆代工行业更新及趋势展望](#)
（2023-05-22）

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授权的行为。

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

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

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

美国

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

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

英国

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

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

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

评级定义

证券评级定义:

- “买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

- “超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

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

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

浦银国际证券财富管理团队

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

