

3月电动车销量持续超预期，疫情冲击不改产业链长期向好

--电动车2022年4月月报

首席证券分析师：曾朵红

执业证书编号：S0600516080001

联系邮箱：zengdh@dwzq.com.cn

联系电话：021-60199798

2022年4月21日

- ◆ **3月国内需求旺盛，Q1销量大超市场预期，奠定全年高增。**中汽协口径，3月电动车销48.4万辆，同环比+114.2%/+44.9%，渗透率为21.7%，略超市场预期，Q1销125.7万辆，同比增长138.6%，我们维持全年600万辆的销量预期，同增70%+。3月美国电动车销8.3万辆，同环比+66%/+19%，符合市场预期，Q1美国销21.51万辆，同环比+72.39%/+99.26%，我们预计2022年销量有望翻番130万辆+。3月欧洲主流国家合计销20.6万辆，同环比+7%/+61%，整体渗透率29.4%，同环比+5.8/+2.4pct，我们预计2022年欧洲销量270万辆+，同增30%+。2022年全球电动车销量有望超过1000万辆，同增60%+。
- ◆ **疫情冲击4-5月销量及排产，但不改产业链长期向好趋势。**受疫情影响，特斯拉、蔚来、上汽等车企停产/减产，物流、供应链受到冲击，4月中下旬起车企准备逐步恢复生产，我们预计4月电动车减产30%，对应影响9-14万辆，销量回落至33-38万辆，5月环比小幅提升，6月销量恢复至50万辆，Q2销量环比持平。行业排产方面，4月行业排产仍受疫情影响，电池龙头排产环比下滑20%左右，但材料企业海外客户等需求较好，排产环比基本持平，预计5月排产恢复，6月增长提速，龙头全年预期翻番左右增长。
- ◆ **上游原材料价格已趋缓，电池及车企已二轮涨价开启传导成本压力。**由于碳酸锂等原材料价格涨幅超预期，Q2产业链开启二轮涨价，电池厂商二次涨幅普遍在20%-30%，已传导大部分成本上涨。车企同步开启第二轮提价，涨幅普遍在1万元左右，对成本上涨覆盖程度50%-70%，短期盈利压力较大。但4月以来碳酸锂价格已逐渐企稳回落、六氟持续下跌，成本端有望下降，联动定价机制下电池价格或有所松动，进而缓解车企盈利压力，我们认为短期低三轮涨价可能性不大；电池端有望22H2迎来盈利拐点，23年原材料价格松动后释放极大盈利弹性。
- ◆ **投资建议：电动车核心公司Q1业绩亮眼，估值已回落至底部，22年高景气度延续，龙头预计80-100%高增，继续全面看多电动车龙头，第一条主线看好22年盈利修复的电池环节，长期格局好，叠加储能加持，龙头宁德时代、亿纬锂能、比亚迪，关注欣旺达、蔚蓝锂芯，第二条主线：电池技术升级高镍三元（容百科技、中伟股份、当升科技、关注华友钴业）、结构件（科达利）、锰铁锂（德方纳米）、添加剂（天奈科技）；第三条为持续紧缺的龙头：隔膜（恩捷股份、星源材质）、负极（璞泰来，关注贝特瑞、中科电气、杉杉股份）、电解液（天赐材料、新宙邦）、铜箔（嘉元科技、诺德股份）；第四条：锂紧缺和价格超预期，建议关注赣锋锂业、天齐锂业、永兴材料、融捷股份、盐湖股份、西藏矿业、天华超净等。**
- ◆ **风险提示：**价格竞争超市场预期，原材料价格不稳定，影响利润空间，投资增速下滑及疫情影响。



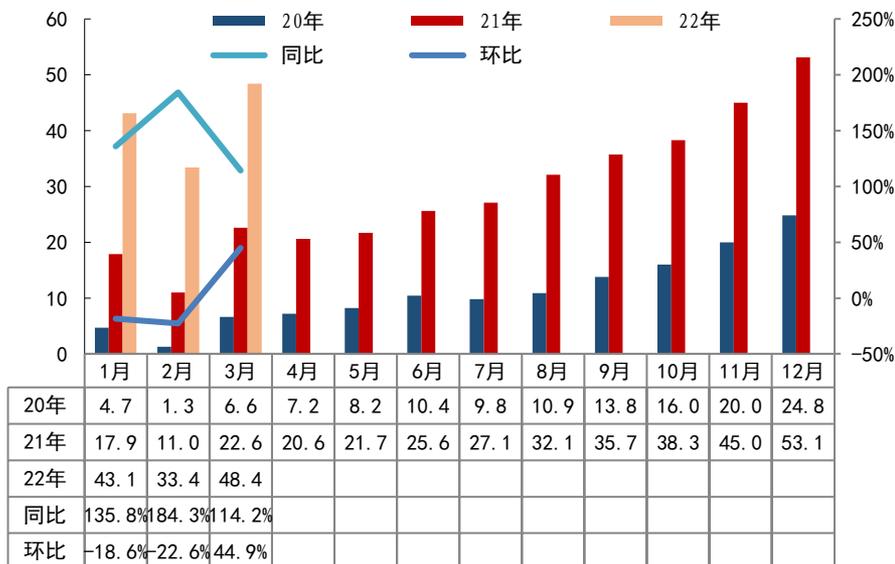
- 3月国内销量大超预期，车企全面开花
- 疫情短期影响4月排产，全年出货目标不变
- 上游涨价趋缓，产业链已2次提价传导
- 电池龙头强者恒强，中游环节产量高增
- 锂电龙头量利双升，业绩普遍超预期
- 投资建议与风险提示

1、销量：3月国内销量亮眼，车企全面开花

国内：3月疫情影响下，国内电动车销量仍亮眼

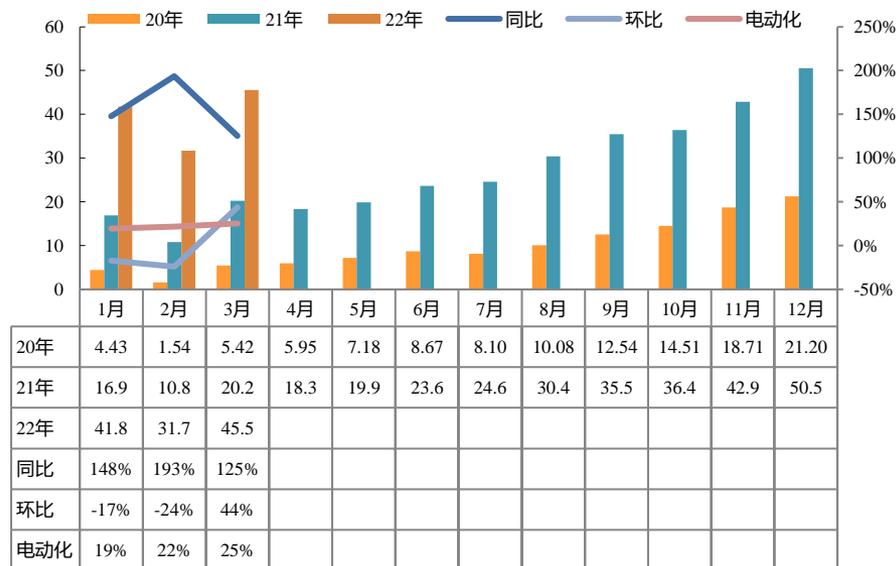
- ◆ **中汽协：3月电动车销量48.4万辆，同环比+114.2%/+44.9%，渗透率为21.7%，超市场预期。**3月新能源汽车销量48.4万辆，同环比+114.2%/+44.9%，渗透率21.7%，Q1销125.7万辆，同比增长138.6%，累计渗透率为19.3%；3月电动车产量为46.5万辆，同环比+115.3%/+26.4%，Q1累计产量为129.3万辆，同比增长142.6%。
- ◆ **乘联会：3月电动乘用车批发45.5万辆，同环比+125%/+44%，渗透率24%，环比+3pct。**3月新能源乘用车批发销量45.5万辆，同环比+122%/+44%，渗透率为25%，同/环比提升14/3pct，Q1累计销量达118.97万辆，同比大幅增长148%；3月新能源乘用车零售销量44.5万辆，同环比+140%/+63%，渗透率为28%，环比上升6pct，Q1累计零售105.98万辆，同比增长142%，累计渗透率22%。

图：国内电动车月度销量（万辆）



数据来源：中汽协，东吴证券研究所

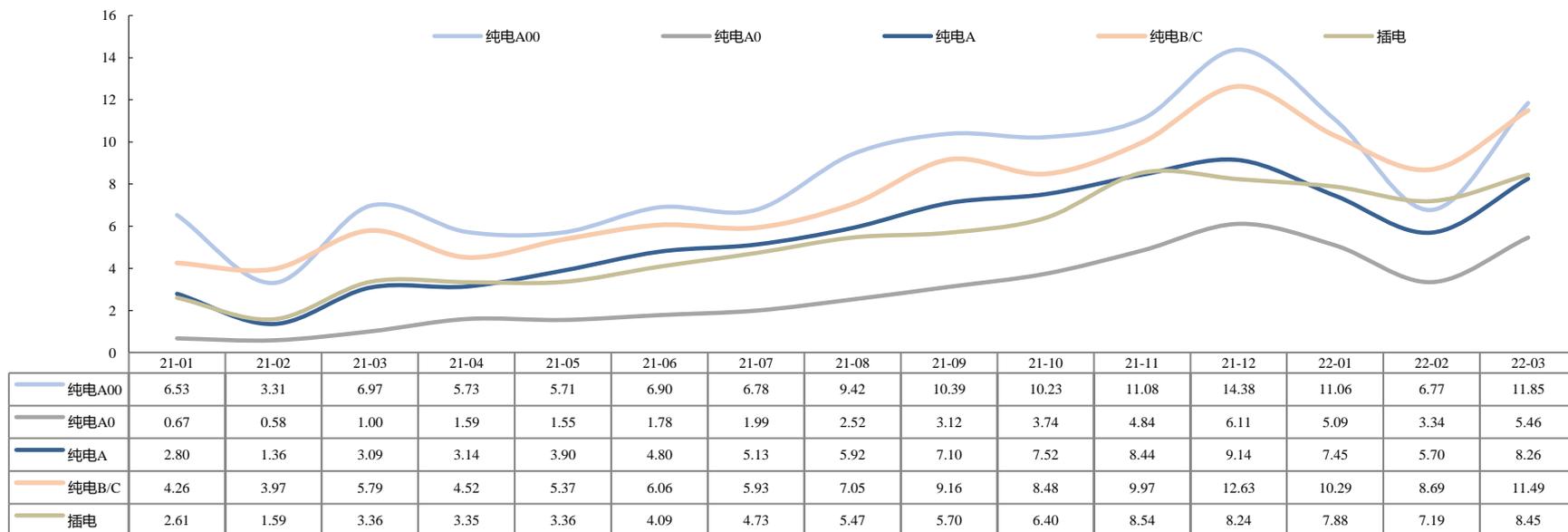
图：国内电动乘用车月度销量（万辆）



数据来源：乘联会，东吴证券研究所

- ◆ **3月纯电车型占比提升，低端车表现强劲。** 3月纯电乘用车销量占比提升，表现亮眼，销量37.06万辆，同环比+120%/+51%，占比81%，环比上升4pct；其中A00级销量11.85万辆，同比增加70%，环比增加75%，占比32%，环比上升4pct；A0级销量5.46万辆，同比大增445%，环比增63%，占比15%，环比上升1pct；A级销量8.26万辆，同比增167%，环比上升45%，占比22%，环比下降1pct；B/C级销量11.49万辆，同比增加98%，环比上升32%，占比31%，环比下降4pct；插电乘用车销量8.45万辆，同比增加151%，环比上升17%，占新能源车销量比例为19%，环比下降4pct。

图：分车型月度销量（万辆）



国内：各大车企全面开花，二线车企开始起量

◆ **自主品牌持续发力，新势力表现亮眼。**特斯拉3月产5.5万辆，批发6.6万辆（环+16%），出口60辆。**自主品牌中**，比亚迪销10.4万辆，同环比+336%/+19%，行业领先，且率先停售燃油车；广汽埃安表现亮眼，3月销2.0万辆，同环比+132%/+138%。**造车新势力**受涨价影响较小，其中小鹏销1.5万辆，同环比+202%/+19%，哪吒销1.2万辆，同环比+270%/+69%领跑；零跑、哪吒贡献主要增量，其中零跑销1.0万辆，同环比+909%/+193%；此外，理想销1.1万辆，同环比+125%/-10%，蔚来销9985辆，同环比+38%/+3%，威马销3719辆，同环比+49%/+139%；此外，极氪、创维、岚图分别销1795、1184、1400辆，环比-38%/+13%/+89%。**合资车企**大众ID系列销8750辆，环比+37%，

表：分车企类型销量数据（辆）

| 车企类型 | 3月 | 同比 | 市占率 | 环比 | 电动化率 | 环比 | 年初累计 | 同比 | 累计市占率 |
|-----------|----------------|-------------|-----|-----|------|----|------------------|-------------|-------|
| 自主 | 289,804 | 144% | 64% | 2% | 41% | 3% | 742,956 | 161% | 62% |
| 新势力 | 70,899 | 160% | 16% | 3% | 100% | 0% | 174,111 | 159% | 15% |
| 合资 | 21,146 | 38% | 5% | -2% | 3% | 0% | 67,370 | 104% | 6% |
| 豪华 | 7,432 | 47% | 2% | 0% | 34% | 5% | 23,113 | 72% | 2% |
| 特斯拉 | 65,814 | 85% | 14% | -3% | 100% | 0% | 182,174 | 127% | 15% |
| 总计 | 455,095 | 125% | | | | | 1,189,724 | 148% | |

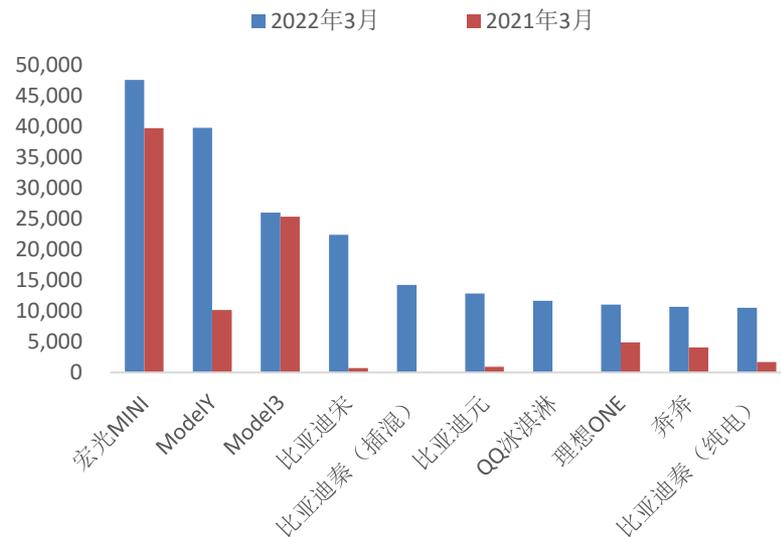
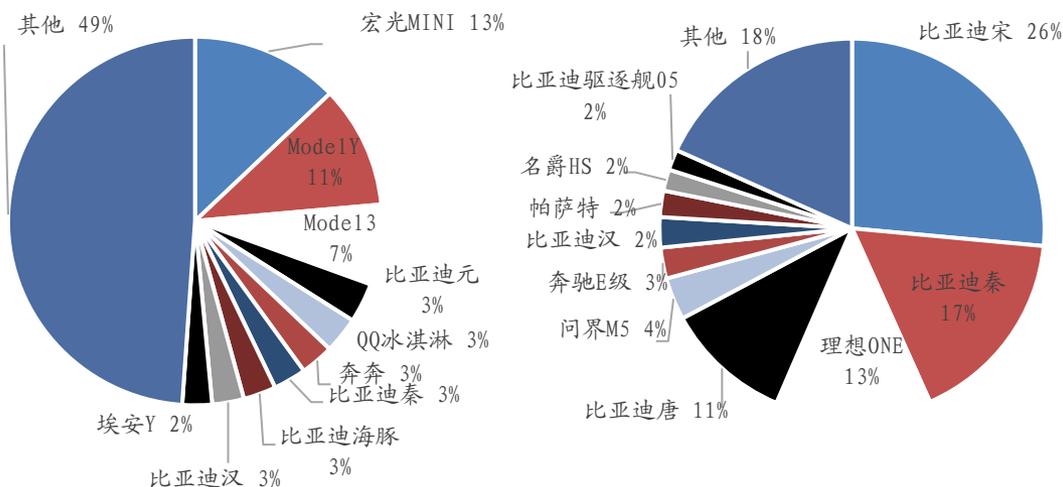
表：主流车企月度销量（辆）

| | 202107 | 202108 | 202109 | 202110 | 202111 | 202112 | 202201 | 202202 | 202203 | 同比 | 环比 |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|------|------|
| 特斯拉中国 | 32,968 | 44,264 | 56,006 | 54,391 | 52,859 | 70,847 | 59,845 | 56,515 | 65,814 | 86% | 16% |
| 比亚迪 | 50,387 | 60,858 | 70,432 | 80,373 | 90,546 | 93,338 | 93,101 | 87,473 | 104,338 | 336% | 19% |
| 广汽埃安 | 10,604 | 11,631 | 17,000 | 12,064 | 15,035 | 14,500 | 2,200 | 8,526 | 20,317 | 132% | 138% |
| 大众ID | 5,249 | 6,955 | 10,290 | 11,624 | 15,555 | 16,705 | 10,478 | 6,383 | 8,750 | 375% | 37% |
| 蔚来 | 7,931 | 5,880 | 10,628 | 3,667 | 10,878 | 10,489 | 9,652 | 9,652 | 9,985 | 38% | 3% |
| 理想 | 8,589 | 9,433 | 7,094 | 7,649 | 13,485 | 14,087 | 12,268 | 12,268 | 11,034 | 125% | -10% |
| 小鹏 | 8,040 | 7,214 | 10,412 | 10,138 | 15,613 | 16,000 | 12,922 | 12,922 | 15,414 | 202% | 19% |
| 威马 | 4,027 | 4,346 | 5,005 | 5,025 | 5,027 | 5,062 | 2,200 | 1,557 | 3,719 | 49% | 139% |
| 哪吒 | 6,011 | 6,613 | 7,699 | 8,107 | 10,013 | 10,127 | 2,200 | 7,117 | 12,026 | 270% | 69% |
| 零跑 | 4,404 | 4,448 | 4,095 | 3,654 | 5,628 | 7,807 | 8,085 | 3,435 | 10,059 | 909% | 193% |

- **分车型看，宏光MINI销量第一，埃安Y、奔奔等车型增量明显。**纯电动乘用车中，**宏光MINI (A00级)** 3月销量位居第一，销量为4.8万辆，同环比+20%/+115%，销量市占率12.8%；**国产Model Y (B级)** 位居第二，销量为4.0万辆，同环比+292%/+23%，销量市占率10.7%；**Model 3 (B级)** 销量为2.6万辆，销量市占率7.0%。埃安Y、奔奔、QQ冰淇淋3月分别销9501辆、1.2万辆、1.3万辆，环比分别+218%、+91%、+81%，贡献主要增量。
- **插混主流车型中，比亚迪dm-i系列同比高增，理想销量环比恢复。**插电主流车型中，**比亚迪宋 (A级)** 销2.2万辆，同环比+2991%/+17%，市占率26.5%，位居第一；**比亚迪秦 (A级)** 销量为1.4万辆，同环比+29608%/+0%，销量市占率16.9%，位列第二；**理想ONE (B级)** 销量为1.1万辆，同环比+125%/+31%，销售市占率13.1%。

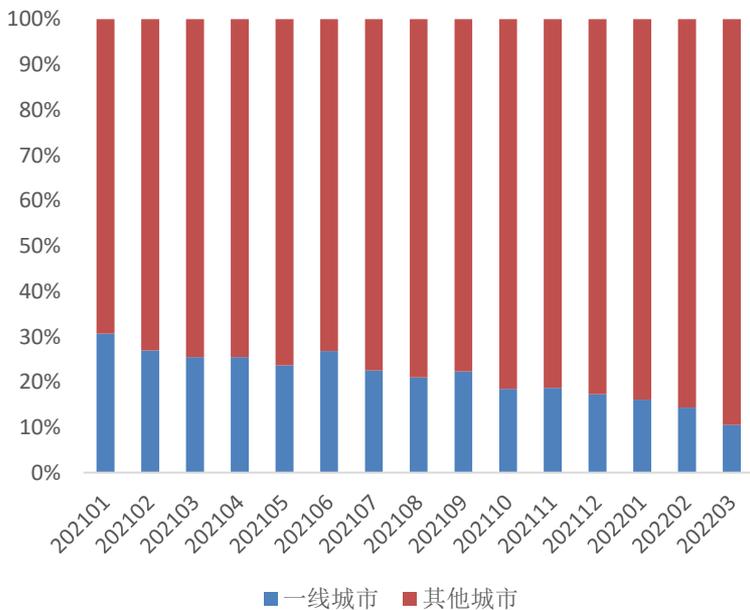
图：国内3月纯电动车（左）&插混车（右）分车型销量市占率（%）

图：国内3月电动车前十车型销量及同比（左：辆）

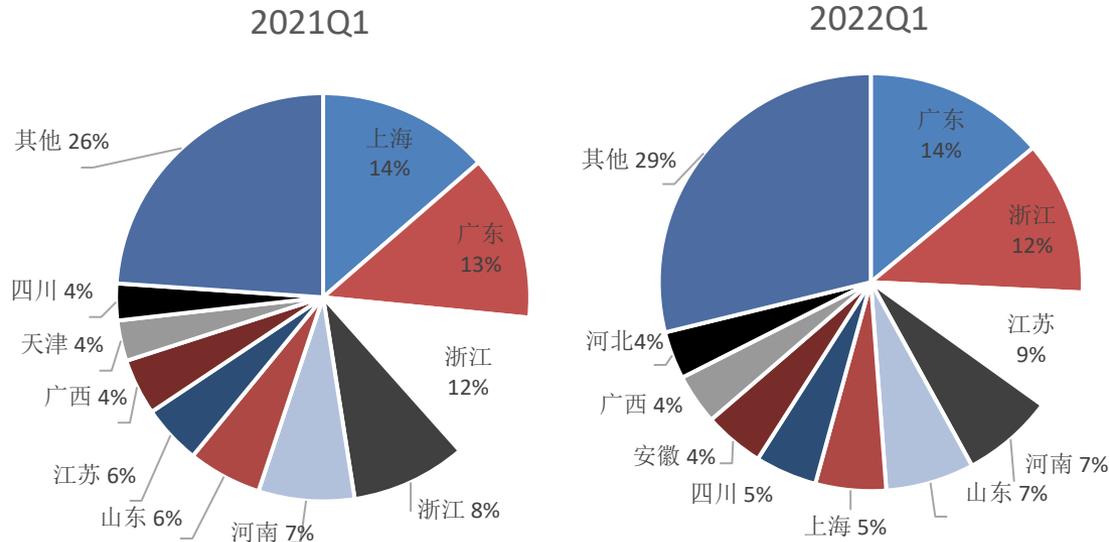


- ◆ **二三线城市销量占比显著提升，电动车普及度提升。** 2022年Q1一线城市北京、上海、广东（以广深为主）销13.3万辆，占比13%，同比下降14.3pct；二三线城市销87.5万辆，销量占比87%，显著提升，同比+14.3pct。
- ◆ **分区域来看，安徽、江苏、四川等地销量增速迅猛，占比提升。** 2022年Q1安徽销4.7万辆，同比大增374%，销量市占率4.6%，同比提升2.4pct；江苏销量9.3万辆，同比增181.0%，销量市占率9.2%，同比提升1.7pct；四川销量4.8万辆，同比增236.2%，销量市占率4.7%，同比提升1.5pct；山东、河北等省份占比进一步提升。

图：新能源汽车一线城市上险占比变化（%）

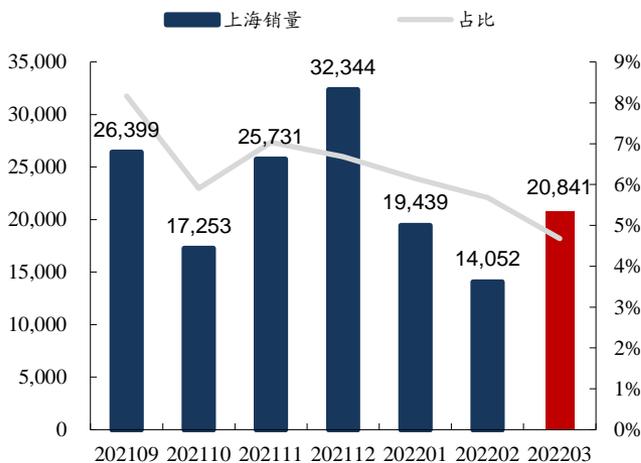


图：分区域销量占比（%）

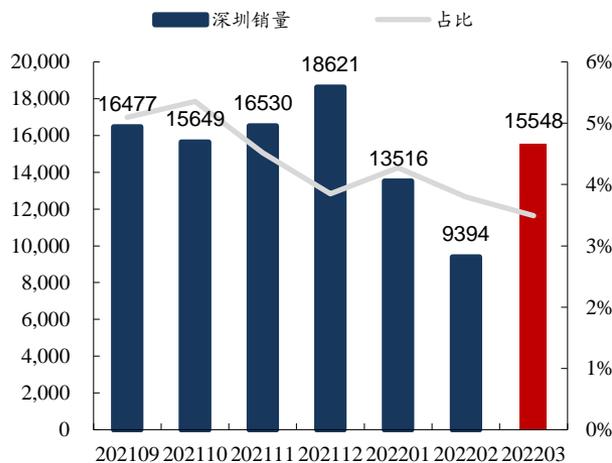


◆ 3月疫情对吉林影响较大，上海、深圳略有影响，疫情地区上险占比7-9%，4月销量端承压。从交强险数据来看，3月总上险量44.5万辆，环比增长80%，Q1累计上险量100.9万辆，同比增长128%。吉林、长春市电动车上险下滑，受到疫情影响。此外，上海、深圳略有影响，其中上海市上险量为2.08万辆，环比增长48%，占比5%；深圳市上险量为1.55万辆，环比增长66%，占比3%，从销量角度看，疫情主要影响上海、吉林等地，占上险比重7-9%，其他有疫情省市占上险比重50%左右，4月销量受疫情影响预计10%左右，对应3-4万辆。

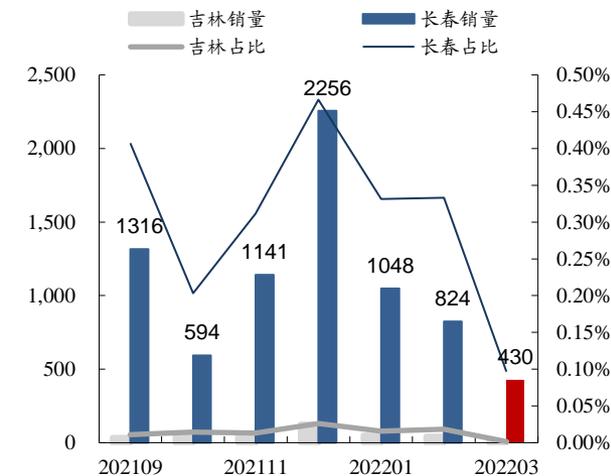
图：上海市上险销量及占比（辆）



图：深圳市销量及占比（辆）



图：吉林市、长春市销量及占比（辆）



◆ **疫情短期冲击电动车生产，特斯拉、上汽等车企自3月底开始减产停产。**由于疫情影响，部分车企4-5月生产受冲击。一类车企由于生产基地处于疫情，物流、生产管控原因，处于停产状态，如特斯拉、上汽大众等，特斯拉自3月29号停产至今，尚未复工；另一类车企，受供应商停产而造成原材料紧缺导致停产或减产，如蔚来等。但大部分车企，如比亚迪、广汽、小鹏等，生产基地非疫区，物流虽有影响，但基本可满足需求，整体排产相对正常。4月中下旬车企及供应链将陆续复工复产，若顺利，我们预计5月销量增速可逐渐恢复。

表 疫情影响下主流车企生产情况

| 车企 | 生产情况 | 程度 |
|------|---------------------------------------|--------|
| 蔚来 | 4月9日宣布整车生产已暂停 | 停产 |
| 特斯拉 | 3月28日宣布其上海工厂将停产四天，目前仍未恢复生产 | 上海工厂停产 |
| 上汽大众 | 嘉定安亭工厂3/14进入闭环生产，工厂员工剩余10%；3/31停止部分生产 | 部分停产 |
| 上汽通用 | 浦东金桥工厂：3月下旬，维持两班生产，节奏放慢；3/31停止部分生产 | 部分停产 |
| 上汽 | 约5000名员工睡在工厂，保持封闭生产 | 封闭生产 |
| 吉利汽车 | 主要受上海、大连、昆山供应商停产影响 | 减产 |

表 主流车企产能区域分布情况

| 车企 | 工厂名称 | 地区 | 规划产能（万辆） |
|------|---------------------|--------|--------------------------------|
| 特斯拉 | 上海超级工厂 | 上海 | 现有 > 45万，总规划200万辆 |
| 蔚来 | 合肥工厂 | 安徽 | 现有12万，升级后达30万 |
| | 合肥新桥智能汽车产业园区的第二生产基地 | 安徽 | 规划30万辆，预计Q3投产 |
| 小鹏 | 郑州小鹏海马智能工厂 | 河南 | 一期15万辆，二期暂未披露 |
| | 广州智造基地 | 广东 | 10万辆，预计22年底投产 |
| | 肇庆工厂 | 广东 | 一期10万辆（2020年投产）；二期10万辆预计22Q3投产 |
| | 佛山弗迪工厂 | 广东 | 5 |
| 威马汽车 | 武汉工厂 | 湖北 | 10万辆，预计23年投产 |
| | 温州工厂 | 浙江 | 20 |
| | 黄冈工厂 | 湖北 | 一期15万已投产，二期15万未披露投产时间 |
| | 常州工厂 | 江苏 | 20 |
| 理想汽车 | 北京顺义工厂 | 北京 | 30万，一期10万（2023年底投产） |
| | 深圳工厂 | 广东深圳 | 20 |
| 比亚迪 | 长沙工厂 | 湖南长沙 | 10 |
| | 西安生产基地 | 陕西西安 | 70 |
| | 宁德生产基地 | 福建宁德 | 24 |
| 上汽 | 郑州工厂 | 河南郑州 | 30 |
| | 南京基地 | 江苏南京 | 30 |
| | 浦东临港基地 | 上海浦东新区 | 20 |

国内：疫情冲击电动车生产，3月底部分车企减产停产

表 主流车企产能区域分布情况 (续表)

| | 工厂名称 | 地区 | 规划产能 (万辆) |
|--------|----------|---------|-----------|
| 上汽通用 | 武汉基地 | 湖北武汉 | 60 |
| | 沈阳北盛基地 | 辽宁沈阳 | 50 |
| | 烟台东岳基地 | 山东烟台 | 60 |
| | 浦东金桥基地 | 上海浦东新区 | 48 |
| 上汽大众 | 长沙工厂 | 湖南长沙 | 30 |
| | 南京工厂 | 江苏南京 | 36 |
| | 仪征工厂 | 江苏扬州仪征 | 45 |
| | 上海工厂 | 上海嘉定区 | 80 |
| | 新疆乌鲁木齐工厂 | 新疆乌鲁木齐 | 5 |
| 吉利 | 宁波工厂 | 浙江宁波 | 70 |
| | 兰州基地 | 甘肃兰州 | 5 |
| | 张家口基地 | 河北张家口 | 20 |
| | 湘潭基地 | 湖南湘潭 | 30 |
| | 济南基地 | 山东济南 | 30 |
| | 宝鸡基地 | 陕西宝鸡 | 20 |
| | 晋中基地 | 陕西晋中 | 10 |
| | 上海金山基地 | 上海 | 35 |
| | 成都基地 | 四川成都 | 12 |
| | 宁波春晓基地 | 浙江宁波 | 63 |
| 台州临海基地 | 浙江台州 | 50 | |
| 上汽通用五菱 | 柳州基地 | 广西柳州 | 180 |
| | 青岛基地 | 山东青岛 | 51 |
| | 重庆基地 | 重庆两江新区 | 80 |
| 奇瑞 | 合肥基地 | 安徽合肥 | 10 |
| | 芜湖基地 | 安徽芜湖 | 60 |
| | 石家庄基地 | 河北石家庄 | 10 |
| | 开封基地 | 河南开封 | 10 |
| | 大连基地 | 辽宁大连 | 20 |
| | 鄂尔多斯基地 | 内蒙古鄂尔多斯 | 10 |
| | 德州基地 | 山东德州 | 10 |
| | 齐和基地 | 山东齐和 | 10 |
| 长安 | 合肥基地 | 安徽合肥 | 15 |
| | 北京基地 | 北京房山区 | 36 |
| | 定州基地 | 河北定州 | 15 |
| | 两江新区工厂 | 重庆两江新区 | 24 |
| | 渝北基地 | 重庆渝北区 | 28 |
| 广汽 | 广州基地 | 广东广州 | 35 |
| | 乌鲁木齐基地 | 新疆乌鲁木齐 | 10 |
| 长城 | 杭州基地 | 浙江杭州 | 20 |
| | 保定基地 | 河北保定 | 85 |
| 零跑 | 天津基地 | 天津 | 40 |
| | 金华基地 | 浙江金华 | 20 |
| 哪吒 | 桐乡基地 | 桐乡 | 8 |
| | 宜春基地 | 宜春 | 10 |
| | 南宁基地 | 南宁 | 10 |

国内：零部件短缺及物流管制，影响整车生产

- ◆ **零部件厂商主要分布上海及周边，车企面临供应链短缺问题。**整车的生产不可缺少任一零部件，而全球多家零部件百强企业多在上海及周边设厂，包括杭州、苏州、宁波、嘉兴等地区，长三角周边零部件供应紧张，长城汽车多家零部件供应商已受到波及。
- ◆ **物流效率显著降低，供应链受到破坏。**本次疫情冲击使得吉林、上海、山东、广东、河北等地经销商进店和成交都受到影响，物流效率显著降低。同时，上海聚集全国25%的芯片产业规模，虽闭环生产确保工厂正常运转，但仍然欠缺物流配送，无法将产品送到客户手上。

表 汽车零部件生产基地分布情况

| 公司 | 地区 | 规模 (亩) | 产品 |
|------|-------------|--------|-------------------------|
| 爱柯迪 | 广西 | 90.7 | 铝合金压铸件 |
| | 浙江 | 468.1 | 精密铝合金压铸件、压铸模具、铝合金压铸件、模具 |
| 伯特利 | 安徽 | 31.0 | 液压制动防抱死，液压电子稳定控制系统 |
| | 山东 | 7.8 | 轻量化配件 |
| 德赛西威 | 广东 | 463.9 | 汽车电子 |
| 华阳集团 | 广东 | 864.3 | 汽车电子+精密压铸+LED照明 |
| 华域汽车 | 上海 | 545.0 | 照明电子产品、车身结构件及集成、模具 |
| | 上海、广西 | 2.7 | 离合器、液力变矩器 |
| | 上海、重庆、天津、安徽 | 13.0 | 弹簧件 |
| 继峰股份 | 湖北 | 32.9 | 汽车金属件、塑料内饰件 |
| | 吉林 | 41.0 | 汽车内饰件、汽车零部件 |
| | 四川 | 46.4 | 汽车零部件及配件 |
| 均胜电子 | 浙江 | 189.3 | 汽车金属件、塑料内饰件 |
| | 上海 | 90.0 | 汽车安全系统生产制造 |
| 玲珑轮胎 | 广西 | 1098.0 | 全钢胎、半钢胎、特胎 |
| | 湖北 | 1355.0 | 全钢胎、半钢胎 |
| | 吉林 | 970.5 | 全钢胎、半钢胎 |
| 三花智控 | 山东 | 1449.9 | 全钢胎、半钢胎、斜交轮胎 |
| | 浙江省 | 38.0 | 阀类、控制器、传感器 |
| 拓普集团 | 湖北 | 201.1 | NVH |
| | 湖南 | 210.1 | 底盘系统+NVH |
| | 四川 | 115.0 | 底盘系统 |
| | 浙江 | 3583.8 | 底盘系统+空气悬挂 |
| | 重庆 | 180.4 | 各类产品 |

表 部分汽车零部件企业生产情况

| 公司 | 生产情况 | 客户 |
|-----|--|---------------------------|
| 博世 | 2月苏州工厂出现疫情，3月对上海两家工厂裁员，车身电子稳定系统（ESP）供应不足 | 长城、吉利 |
| 安波福 | 为中国汽车市场最大的线束供应商，3月29日要求部分员工开始居家办公 | 长安福特、特斯拉、上汽集团、福特、丰田、一汽-大众 |

- ◆ **工信部优先保障在沪重点企业复工复产，车企已准备复工。**吉林地区汽车产业率先实现复工复产，供应链也已同步恢复生产，红旗蔚山工厂、中国一汽已启动复工复产。长三角地区，工信部已经派出上海前方工作组，集中资源优先保障集成电路、汽车制造、装备制造、生物医药等重点行业666家重点企业复工复产。特斯拉上海超级工厂将于4月18日恢复生产，上汽集团4月18日将启动复工复产压力测试。蔚来4月9日由于供应链短缺宣布停产，现在供应链略有恢复，合肥生产基地正逐步恢复生产。主要车企复产复工的推进缓解行业短期悲观情绪。

表 疫情影响下主流车企生产情况

| 车企 | 生产情况 | 程度 |
|------|--------------------------------------|------|
| 蔚来 | 供应链略有恢复，合肥生产基地正逐步恢复生产 | 部分复产 |
| 特斯拉 | 特斯拉上海超级工厂已获批复产，将于4月18日尝试复产 | 逐步复产 |
| 上汽 | 4月17日反馈复工摸排情况，4月18日启动复工复产压力测试 | 逐步复产 |
| 红旗 | 蔚山工厂已率先启动复工复产，其他主机厂已提前做好复工准备，将分批有序复产 | 逐步复产 |
| 中国一汽 | 已全面启动复工，同时首批47家零部件企业正有序复工 | 全面复产 |

◆ **假设明确减产车企减产60%-70%，其他车企减产10%-20%，预计行业整体减产25%-33%，4月销量预计33-38万辆：**我们测算明确减产车企过去几个月总体占销量比重平均25%，若4月下旬生产逐步恢复，对应4月减产60-70%，并假设其他车企4月减产10-20%，则整体行业减产26-33%。按照3月乘用车产量44万辆左右，减产25-33%，对应影响10-15万辆。因此4月电动车销量33-38万辆左右。

表 明确停产/减产车企月度销量 (辆)

| | 202109 | 202110 | 202111 | 202112 | 202201 | 202202 | 202203 |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 特斯拉 | 56,006 | 54,391 | 52,859 | 70,847 | 59,845 | 56,515 | 65,814 |
| 蔚来 | 10,628 | 3,667 | 10,878 | 10,489 | 9,652 | 6,131 | 9,985 |
| 减产/停产车企 | | | | | | | |
| 上汽乘用车 | 21,552 | 24,085 | 12,225 | 14,868 | 14,414 | 9,154 | 14,868 |
| 上汽大众 | 5,484 | 6,914 | 8,153 | 8,083 | 7,391 | 2,539 | 8,285 |
| 吉利 | 7,175 | 6,007 | 10,611 | 13,450 | 15,442 | 12,239 | 16,831 |
| 上汽通用 | 2,081 | 642 | 3,263 | 5,829 | 4,249 | 1,665 | 5,829 |
| 合计 | 102,926 | 95,706 | 97,989 | 123,566 | 110,993 | 88,243 | 121,612 |
| 所有乘用车 | 354,718 | 363,712 | 428,761 | 505,013 | 417,653 | 316,976 | 455,095 |
| 占比 | 29% | 26% | 23% | 24% | 27% | 28% | 27% |

表 整体行业减产程度弹性测算

| 明确减产/停产车企减产程度 | 30% | 40% | 50% | 60% | 70% | 80% | 90% |
|---------------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| 5% | 11% | 14% | 16% | 19% | 21% | 24% | 26% |
| 10% | 15% | 18% | 20% | 26% | 25% | 28% | 30% |
| 15% | 19% | 21% | 24% | 29% | 29% | 31% | 34% |
| 20% | 23% | 25% | 28% | 32% | 33% | 35% | 38% |
| 其余车企减产程度 | | | | | | | |
| 25% | 26% | 29% | 31% | 35% | 36% | 39% | 41% |
| 30% | 30% | 33% | 35% | 38% | 40% | 43% | 45% |
| 35% | 34% | 36% | 39% | 40% | 44% | 46% | 49% |
| 40% | 38% | 40% | 43% | 43% | 48% | 50% | 53% |
| 45% | 41% | 44% | 46% | 46% | 51% | 54% | 56% |
| 50% | 45% | 48% | 50% | 49% | 55% | 58% | 60% |

- ◆ **5月销量逐步恢复，全年仍维持600万辆预期：**疫情冲击电动车生产，4月电动车销量受疫情影响环比下滑，中性假设下预计35万辆，5月销量开始复苏，有望环比增15%，达到40万辆，6月恢复至50万辆+，Q2销量达到125万辆，环比持平，上半年可达250万辆。随着2022H2放量，全年可达600万辆。

表 我们对国内电动车销量（含出口）预测（单位：万辆）

| | | 1月 | 2月 | 3月 | 4月 | 5月 | 6月 | 7月 | 8月 | 9月 | 10月 | 11月 | 12月 | 合计 |
|---------------|----|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|------|------|------|------|------|-------|
| 2020年 | 销量 | 4.7 | 1.3 | 6.6 | 7.2 | 8.2 | 10.4 | 9.8 | 10.9 | 13.8 | 16.0 | 20.0 | 24.8 | 133.7 |
| | 同比 | -51% | -76% | -48% | -26% | -21% | -32% | 23% | 28% | 73% | 100% | 90% | 71% | 11% |
| 2021年 | 销量 | 17.9 | 11.0 | 22.6 | 20.6 | 21.7 | 25.6 | 27.1 | 32.1 | 35.7 | 38.3 | 45.0 | 53.1 | 352.1 |
| | 同比 | 281% | 753% | 245% | 186% | 165% | 146% | 177% | 194% | 159% | 139% | 125% | 114% | 163% |
| 2022年 (乐观) | 销量 | 43.1 | 33.4 | 48.4 | 37.0 | 44.4 | 55.0 | 55.0 | 55.0 | 63.3 | 66.4 | 69.7 | 76.7 | 647 |
| | 同比 | 141% | 204% | 114% | 80% | 105% | 115% | 103% | 71% | 77% | 73% | 55% | 44% | 84% |
| 2022年 (中性) | 销量 | 43.1 | 33.4 | 48.4 | 35.0 | 40.3 | 50.0 | 50.0 | 50.0 | 57.5 | 60.4 | 63.4 | 69.7 | 601 |
| | 同比 | 141% | 204% | 114% | 70% | 85% | 95% | 85% | 56% | 61% | 58% | 41% | 31% | 71% |
| 2022年 (悲观) | 销量 | 43.1 | 33.4 | 48.4 | 32.0 | 35.2 | 48.0 | 47.0 | 50.0 | 54.0 | 58.0 | 58.0 | 63.8 | 571 |
| | 同比 | 141% | 204% | 114% | 55% | 62% | 88% | 73% | 56% | 51% | 51% | 29% | 20% | 62% |
| | | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | 合计 | | | | | | | | |
| 2020年 | 销量 | 12.6 | 25.8 | 34.5 | 60.8 | 133.7 | | | | | | | | |
| | 同比 | -54% | -27% | 41% | 84% | 11% | | | | | | | | |
| 2021年 | 销量 | 51.5 | 67.9 | 94.9 | 136.4 | 352.1 | | | | | | | | |
| | 同比 | 310% | 163% | 175% | 124% | 163% | | | | | | | | |
| 2022年 (乐观) | 销量 | 124.9 | 136.4 | 173.3 | 212.9 | 647.4 | | | | | | | | |
| | 同比 | 143% | 101% | 83% | 56% | 84% | | | | | | | | |
| 2022年 (中性) | 销量 | 124.9 | 125.3 | 157.5 | 193.5 | 601.2 | | | | | | | | |
| | 同比 | 143% | 84% | 66% | 42% | 71% | | | | | | | | |
| 2022年 (悲观) | 销量 | 124.9 | 115.2 | 151.0 | 179.8 | 570.9 | | | | | | | | |
| | 同比 | 143% | 70% | 59% | 32% | 62% | | | | | | | | |

◆ **2022Q2新车型推出，2H为电动车销售旺季，且年底补贴退坡，抢装效应明显，全年仍维持600万辆销量预期。** Q2起新车型密集推出，基本均为换代升级车型，产品力强，催生新需求，包括新势力中的蔚来ET7（3月交付）、ES7（Q3发布，Q4交付）、ET5（9月交付）、理想L9（4月首发）、小鹏G9（Q3上市）；自主车企比亚迪汉DM-i（3月上市）、驱逐舰05（3月上市）、海豹（4月上市）、海鸥（年中上市）、海狮（下半年上市）、长城芭蕾猫（3月上市）、闪电猫（4月上市）、朋克猫（上半年上市）；合资车企吉利奔驰smart（4月上市）等。新车型的推出将催生新需求，拉动终端销量增长。22年奇瑞、长安等二线车企电动车加速，叠加新势力等，新车型丰富程度更高。因此，即便考虑疫情短期对4-5月销量有所影响，我们仍随着下半年冲量，国内销量仍可达到600万辆。

表 国内上市新车型

| 品牌 | 车型 | 级别 | 上市时间 | 电池 | 续航里程 | 快充系统 (充电功率) | 感知硬件 | 算法平台/芯片 |
|------|--------------|---------|--------|------------------|-------------------------|----------------|-------------------|--|
| 蔚来 | ET7 | 纯电动轿车 | 2022年 | 70/100/150kWh | 500/700/1000km | | 1个图达通激光雷达 | Adam蔚来超算平台/4颗NVIDIA Orin芯片，算力1016 Tops |
| 小鹏 | G9 | 纯电动SUV | 2022年 | 100kWh | | 800V/480kW | 2个（大疆揽沃/速腾聚创）激光雷达 | 英伟达Drive Orin芯片，算力508TOPs |
| 理想 | X01 | 纯电动SUV | 2022年 | 44.5kWh三元 | WLTC工况155km（增程版800km） | | 128 线激光雷达 | 双“征程3”芯片 |
| 零跑 | C11 | 纯电动轿车 | 2022年 | 三元 | 480/550/600km | | | 2颗凌芯01芯片，算力8.4T |
| 威马 | M7 | 纯电动轿车 | 2022年 | | 800km | | 3颗速腾聚创激光雷达 | 4枚Orin-X芯片，算力1016TOPs |
| 哪吒 | 哪吒S | 纯电/增程轿车 | 2022年 | | 800km (增程续航超过1100km) | 240kW | 2颗华为激光雷达 | 华为MDC，算力最高200T |
| 广汽埃安 | AION LX PLUS | 纯电动SUV | 2022年 | 144.4kWh 三元 | 1008km | | 第二代智能可变焦激光雷达 | |
| 比亚迪 | 宋PRO DM-i | 混动SUV | 2021年底 | 混动专用刀片电池 | 1090km | | | |
| 长城 | 沙龙机甲龙 | 纯电动轿车 | 2022年 | 115 kWh大禹电池 | 802km | 800V/480kW | 4颗华为96线混合固态激光雷达 | 华为双MDC610芯片，算力400Tops |
| 长安 | 阿维塔11 | 纯电动SUV | 2022年 | CATL电池 | 700km+ | 200kW | | 算力400Tops |
| 北汽极狐 | 阿尔法S华为Hi版 | 纯电动轿车 | 2021年底 | 三元 | 708km | 750V/187kW | 3颗华为96线激光雷达 | 华为MDC，算力3.5TOPs |
| 上汽智己 | L7 | 纯电动轿车 | 2022年 | 93/118kWh三元，掺硅补锂 | 655km | | 速腾聚创激光雷达 | 英伟达Orin X芯片，算力254 TOPs |
| 上汽飞凡 | R7 | 纯电动SUV | 2022年 | | | | 1颗Luminar激光雷达 | 英伟达Drive Orin芯片，算力500-1000+TOPs |

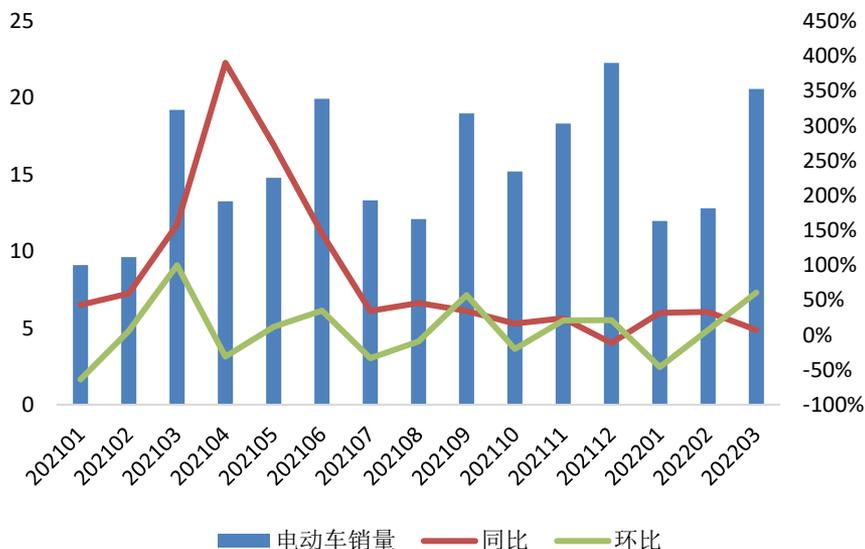
国内：分车企看，疫情影响下，不改全年600万辆预期

表 我们对国内电动车销量预测（分车企口径，辆）

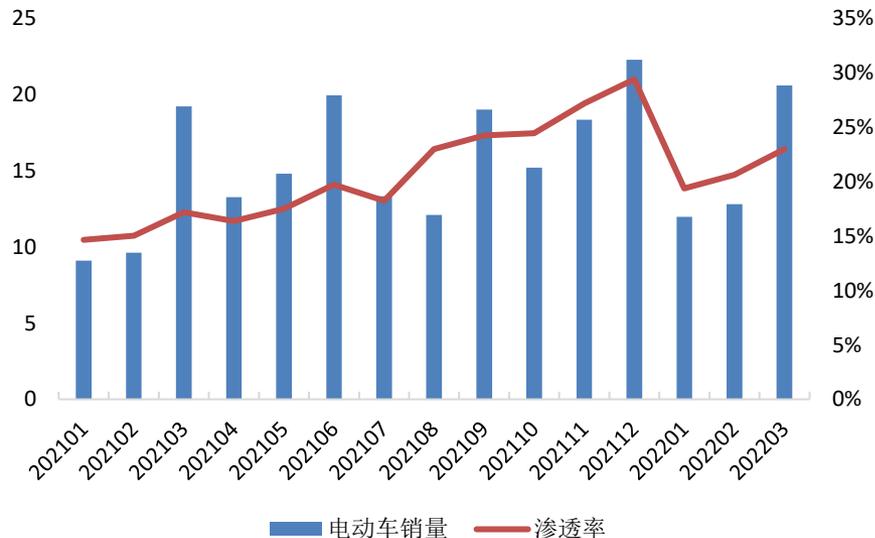
| | | 年度 | | | | | | 22年考虑疫情影响 | | 22年乐观预测 | |
|--------------|--------|------------------|-----------|------------------|-------------|----------------|-------------|------------------|------------|------------------|------------|
| | 企业 | 20年 | 同比 | 21年 | 同比 | 22年3月 | 同比 | 22年 | 同比 | 22年 | 同比 |
| 自主品牌 | 比亚迪 | 183,229 | -17% | 598,528 | 227% | 104,338 | 336% | 1,526,246 | 155% | 1,795,584 | 200% |
| | 北汽新能源 | 27,778 | -82% | 26,228 | -6% | 5,735 | 438% | 31,474 | 20% | 31,474 | 20% |
| | 上汽乘用车 | 76,815 | 1% | 171,671 | 123% | 10,880 | -15% | 197,422 | 15% | 223,172 | 30% |
| | 吉利汽车 | 29,857 | -57% | 82,148 | 175% | 14,166 | 293% | 205,370 | 150% | 230,014 | 180% |
| | 奇瑞汽车 | 43,683 | -7% | 98,172 | 125% | 20,440 | 263% | 255,247 | 160% | 255,247 | 160% |
| | 广汽埃安 | 59,849 | 36% | 120,155 | 101% | 20,317 | 190% | 264,341 | 120% | 264,341 | 120% |
| | 长城汽车 | 54,245 | 37% | 135,028 | 149% | 15,057 | 15% | 182,288 | 35% | 189,039 | 40% |
| | 江淮汽车 | 5,341 | -85% | 39,342 | 637% | 4,496 | 157% | 62,947 | 60% | 62,947 | 60% |
| | 上汽通用五菱 | 165,609 | 176% | 452,270 | 173% | 51,157 | 23% | 542,724 | 20% | 587,951 | 30% |
| 合资车 | 上汽大众 | 31,255 | -21% | 57,179 | 83% | 5,799 | 79% | 97,204 | 70% | 108,640 | 90% |
| | 华晨宝马 | 27,221 | -15% | 47,316 | 74% | 3,684 | 0% | 70,974 | 50% | 70,974 | 50% |
| | 东风日产 | 11,558 | -11% | 15,259 | 32% | 670 | 156% | 30,518 | 100% | 30,518 | 100% |
| | 广汽丰田 | 12,212 | 25% | 11,374 | -7% | 623 | -46% | 13,649 | 20% | 13,649 | 20% |
| | 一汽丰田 | 8,136 | -9% | 10,775 | 32% | 507 | 27% | 11,853 | 10% | 11,853 | 10% |
| | 一汽大众 | 33,235 | 692% | 68,905 | 107% | 6,910 | 19% | 82,686 | 20% | 82,686 | 20% |
| | 上汽通用 | 17,639 | 426% | 26,942 | 53% | 3,012 | 81% | 36,372 | 35% | 40,413 | 50% |
| 特斯拉中国 | 特斯拉中国 | 138,069 | 14778% | 484,130 | 251% | 65,814 | 85% | 823,021 | 70% | 919,847 | 90% |
| 新造车势力 | 蔚来汽车 | 43,728 | 109% | 91,429 | 109% | 9,985 | 38% | 164,572 | 80% | 201,144 | 120% |
| | 小鹏汽车 | 26,428 | 59% | 98,155 | 271% | 15,414 | 202% | 196,310 | 100% | 215,941 | 120% |
| | 威马汽车 | 22,495 | 44% | 44,157 | 96% | 3,719 | 49% | 48,573 | 10% | 48,573 | 10% |
| | 哪吒汽车 | 16,439 | 64% | 69,674 | 324% | 12,026 | 270% | 132,381 | 90% | 139,348 | 100% |
| | 云度汽车 | 4,470 | 74% | 5,361 | 20% | 0 | | 5,897 | 10% | 5,897 | 10% |
| | 零跑汽车 | 10,540 | | 44,906 | 326% | 10,059 | 251% | 94,303 | 110% | 103,284 | 130% |
| | 理想汽车 | 31,175 | | 90,491 | 190% | 11,034 | 125% | 180,982 | 100% | 199,080 | 120% |
| 乘用车合计 | | 1,156,181 | 9% | 3,293,160 | 185% | 455,200 | 125% | 5,952,076 | 81% | 6,559,134 | 99% |
| -自主品牌 | | 699,819 | -19% | 2,003,986 | 186% | 287,796 | 143% | 3,693,269 | 84% | 4,097,774 | 104% |
| -合资品牌 | | 163,018 | 29% | 327,182 | 101% | 34,393 | 68% | 534,988 | 64% | 550,465 | 68% |
| -新造车势力 | | 155,275 | 136% | 477,862 | 208% | 67,197 | 143% | 900,798 | 89% | 991,047 | 107% |
| -特斯拉 | | 138,069 | 14778% | 484,130 | 251% | 65,814 | 85% | 823,021 | 70% | 919,847 | 90% |
| 客车 | | 60,616 | -25% | 43,212 | -29% | 5,806 | 183% | 56,176 | 30% | 56,176 | 30% |
| 专用车 | | 70,773 | -3% | 82,469 | 17% | 17,547 | 364% | 131,951 | 60% | 131,951 | 60% |
| 合计 | | 1,305,099 | 8% | 3,418,841 | 162% | 478,552 | 130% | 6,140,202 | 80% | 6,747,260 | 97% |

- ◆ **受俄乌战争影响，欧洲3月电动车增速放缓，纯电占比进一步提升。** 欧洲电动车销量同比攀升，欧洲主流九国合计销量为20.6万辆，同环比+7%/+61%，受俄乌战争影响增速放缓，欧洲9国整体电动车渗透率23%，同环比+5.8/+2.4pct。考虑2022年欧洲碳排考核边际趋严，补贴力度基本维持，全年电动车销量有望270万辆+，同增30%+，且纯电比例有望进一步提升，结构性优化明显。
- ◆ **主流国家3月电动车渗透率进一步提升，英国受换牌影响贡献主要增量。** 德国3月电动车销售6.2万辆，同比-6%，环比+24%，电动车渗透率25.6%；英国销5.5万辆，同比+41%，环比+267%，电动车渗透率22.7%；法国3.2万辆，同比+7%，环比+36%，渗透率21.4%；瑞典1.6万辆，同比-9%，环比+46%，渗透率55.6%；挪威1.5万辆，同比+15%，环比+113%，渗透率91.9%；意大利1.1万辆，同比-30%，环比+23%，渗透率8.7%；西班牙6397辆，同比+15%，环比-6%，渗透率10.7%；瑞士6210辆，同比+44%，环比+57%，渗透率28.6%；葡萄牙3027辆，同比+43%，环比+22%，渗透率19.3%。

图表：欧洲月度销量（左/万辆）&同环比（右/%）



图表：欧洲主流电动车销量（左/万辆）&渗透率（右/%）



欧洲：2月电动车销量环比微增，符合市场预期

- ◆ **欧洲2022年2月销15.4万辆，同环比增长38%/6%，符合市场预期。** 2月欧洲共销售15.4万辆，同环比+38%/+6%，电动车渗透率15.58%，同比+5.1pct，环比+0.9pct。
- ◆ **大众集团位居欧洲销量第一，Tesla市占率同环比提升明显。** 分车企来看，大众集团2月销量2.6万辆，同比+9%，环比-14%，市占率17.1%，位居第一。Tesla 2月销量1.6万辆，同比+189%，环比+1811%，市占率10.3%，同比+5.4pct，环比+4.3pct。
- ◆ **Model3 位列欧洲销量第一，其他新车型迅速起量。** Model3 2月销量9491辆，环比1607%，同比+78%，为欧洲2月最畅销车型。Model Y 销量6251辆，环比+2241%，NIRO 销4507辆，同环比+31%/-8%。此外，新车型IONIQ 5、Audi Q4 e-tron、Enyaq iV等迅速起量。

图表：欧洲2月电动车销量（分车企/辆）

| | 202202 | 环比 | 同比 | 2022年累计 | YOY |
|---------------|--------|-------|------|---------|------|
| 大众集团 | 26,205 | -14% | 9% | 56,687 | 20% |
| Stellantis | 24,377 | 3% | 47% | 48,111 | 51% |
| 现代-起亚汽车集团 | 17,934 | -3% | 101% | 36,411 | 98% |
| 宝马集团 | 16,300 | 3% | 23% | 32,124 | 10% |
| Tesla | 15,822 | 1811% | 189% | 16,650 | 133% |
| 梅赛德斯-奔驰集团 | 14,507 | 8% | | 27,922 | |
| 吉利控股集团(Geely) | 12,181 | 3% | 13% | 24,041 | 12% |
| 雷诺-日产联盟 | 10,192 | -16% | 2% | 22,329 | 17% |
| 福特集团 | 4,435 | -12% | 60% | 9,460 | 75% |
| 上海汽车工业(集团)总公司 | 3,155 | -8% | 193% | 6,574 | 149% |
| 塔塔集团 | 2,101 | -36% | -29% | 5,394 | 5% |
| 丰田集团 | 1,972 | 22% | -1% | 3,587 | 11% |
| 戴姆勒集团 (-2021) | 1,902 | 6% | | 3,690 | |
| 三菱 | 1,415 | 15% | 19% | 2,646 | 15% |
| 其他中小整车集团 | 313 | 60% | 794% | 509 | 695% |

图表：欧洲2月电动车销量（分车型/辆）

| | 202202 | 环比 | 同比 | 2022年累计 | YOY |
|---------------------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|
| Model 3 | 9,491 | 1607% | 78% | 10,047 | 47% |
| Model Y | 6,251 | 2241% | | 6,518 | |
| NIRO | 4,507 | -8% | 31% | 9,410 | 31% |
| XC40 (Volvo Cars (2011-)) | 3,994 | -1% | 2% | 8,023 | 0% |
| Fiat 500 | 3,586 | 19% | 81% | 6,602 | 91% |
| Peugeot 3008 | 3,424 | 11% | 63% | 6,496 | 52% |
| IONIQ 5 | 3,255 | 3% | | 6,426 | |
| Kona | 3,112 | 4% | 25% | 6,112 | 27% |
| Audi Q4 e-tron | 3,073 | -14% | | 6,635 | |
| ZOE | 3,019 | -14% | -19% | 6,548 | -11% |
| 3 Series | 2,874 | -4% | 4% | 5,869 | -3% |
| ID.4 | 2,808 | -12% | 559% | 6,016 | 627% |
| GLC-Class (GLK-Class) | 2,697 | 27% | 45% | 4,819 | 24% |
| Enyaq iV | 2,693 | -15% | 44783% | 5,851 | 5932% |

◆ 我们预计Q1欧洲销量53万辆左右，全年预期270万辆+，同比增长30%左右。我们预计欧洲Q1电动车53万辆左右，同比增20%+；Q2预计仍受战争影响，销量增长放缓，但下半年预计销量增长恢复，全年电动车销量有望达270万辆+，同增30%左右，且纯电比例有望进一步提升，结构性优化明显。

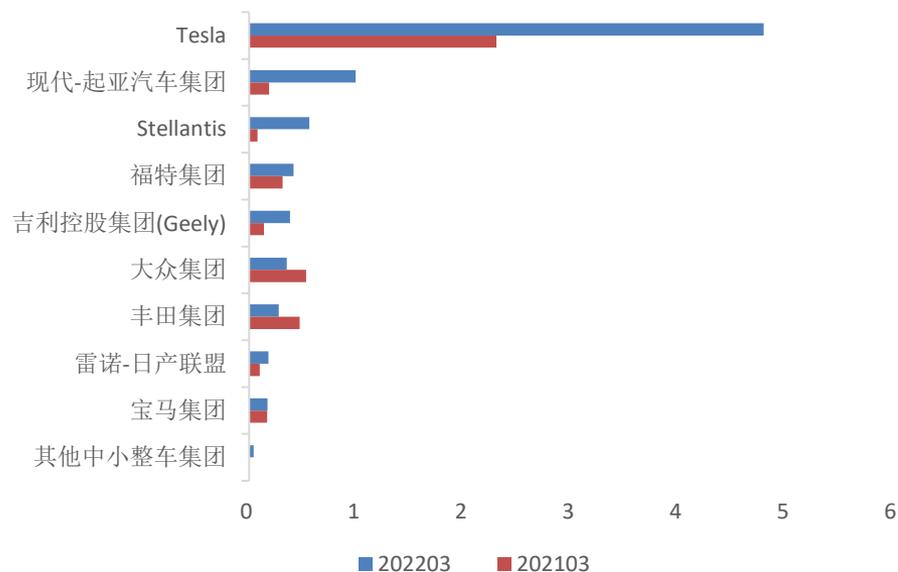
表 我们对欧洲电动车销量预测（万辆）

| | | 1月 | 2月 | 3月 | 4月 | 5月 | 6月 | 7月 | 8月 | 9月 | 10月 | 11月 | 12月 | 合计 |
|---------------|----|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|
| 2020年 | 销量 | 7.5 | 7.3 | 8 | 3 | 4.8 | 9.2 | 10.9 | 8.9 | 14.9 | 14.1 | 14.5 | 24.1 | 127.1 |
| | 同比 | 141% | 137% | 37% | -17% | 36% | 100% | 220% | 157% | 161% | 187% | 171% | 225% | 135% |
| 2021年 | 销量 | 10.9 | 11.1 | 21.6 | 15.1 | 16.9 | 23 | 15.4 | 14.6 | 21.6 | 17.4 | 21.3 | 25.4 | 214.2 |
| | 同比 | 45% | 52% | 171% | 404% | 249% | 151% | 41% | 64% | 45% | 23% | 47% | 5% | 69% |
| 2022年 (乐观) | 销量 | 14.4 | 15.4 | 23.5 | 20.0 | 22.4 | 30.3 | 21.5 | 22.6 | 32.5 | 27.2 | 30.1 | 40.7 | 300.6 |
| | 同比 | 33% | 38% | 9% | 33% | 32% | 32% | 40% | 55% | 50% | 56% | 42% | 60% | 40% |
| 2022年 (中性) | 销量 | 14.4 | 15.4 | 23.2 | 17.4 | 19.5 | 26.3 | 20.5 | 21.5 | 29.5 | 23.6 | 26.2 | 35.4 | 273.0 |
| | 同比 | 33% | 38% | 7% | 15% | 15% | 14% | 33% | 48% | 37% | 36% | 23% | 40% | 27% |
| 2022年 (悲观) | 销量 | 14.4 | 15.4 | 22.0 | 15.7 | 17.5 | 23.7 | 18.5 | 19.4 | 26.6 | 21.3 | 23.6 | 31.8 | 249.8 |
| | 同比 | 33% | 38% | 2% | 4% | 4% | 3% | 20% | 33% | 23% | 22% | 11% | 26% | 17% |

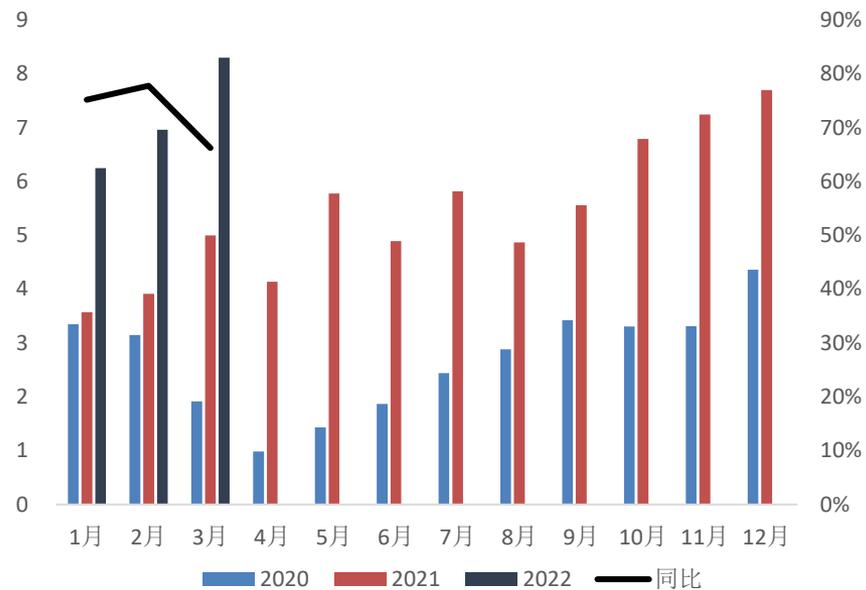
| | 万辆 | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | 合计 |
|---------------|----|-----|------|------|------|------|
| 2020年 | 销量 | 23 | 17 | 35 | 53 | 127 |
| | 同比 | 90% | 45% | 176% | 198% | 135% |
| 2021年 | 销量 | 44 | 55 | 52 | 64 | 214 |
| | 同比 | 91% | 223% | 49% | 22% | 69% |
| 2022年 (乐观) | 销量 | 53 | 73 | 77 | 98 | 301 |
| | 同比 | 22% | 32% | 49% | 53% | 40% |
| 2022年 (中性) | 销量 | 53 | 63 | 72 | 85 | 273 |
| | 同比 | 21% | 15% | 39% | 33% | 27% |
| 2022年 (悲观) | 销量 | 52 | 57 | 64 | 77 | 250 |
| | 同比 | 19% | 3% | 25% | 20% | 17% |

◆ **美国2022年3月电动车销8.3万辆，同环比+66%/+19%，符合市场预期。**美国2022年3月电动车销8.3万辆，同环比+66%/+19%，电动化渗透率6.6%，环比进一步提升0.2pct，Q1累计销量21.5万辆，同比增长72%，同比增速亮眼，符合市场预期。

图表：2021年3月及2022年3月美国电动车销量（分车企，万辆）



图表：美国市场电动车2020-2022年销量（左/万辆；右/%）



◆ **分车企来看，车企多元化趋势明显，新势力开始放量。** Tesla 2022年3月在美销量4.8万辆，同比+108%，环比+12%，市占率58%，同环比+12pct/-4pct，车企多元化趋势明显。3月传统车企现代-起亚、福特集团、吉利控股集团在美销量实现同环比高增长，现代-起亚汽车集团在美销0.99万辆，同比+430%，环比+31%，福特集团销0.42万辆，同环比+32%/+48%，吉利控股集团销0.38万辆，同环比+175%/-1%。Tesla、现代-起亚、Stellantis 22年3月销量市占率分别为58%、12%、7%，同比提升明显。其他中小整车集团中，新势力Rivian、Lucid Motors实现稳定交付，环比稳步提升，销量市占率1%，环比基本持平。

图表：美国3月电动车销量市占率（分车企，%）

| 美国分车企 | 2022年3月电动车销量 | | | | | | 2022年1-3月累计电动车销量 | | | |
|---------------|--------------|------|-------|-----|-------|-------|------------------|-------|-----|-------|
| | 销量 | 环比 | 同比 | 市占率 | 同比变动 | 环比变动 | 销量 | 同比 | 市占率 | 同比变动 |
| | (万辆) | | | | | | (万辆) | | | |
| Tesla | 4.80 | 12% | 108% | 58% | 12pct | -4pct | 13.09 | 89% | 61% | 5pct |
| 现代-起亚汽车集团 | 0.99 | 31% | 430% | 12% | 8pct | 1pct | 2.10 | 386% | 10% | 6pct |
| Stellantis | 0.56 | 124% | 601% | 7% | 5pct | 3pct | 1.07 | 546% | 5% | 4pct |
| 福特集团 | 0.42 | 48% | 32% | 5% | -1pct | 1pct | 1.01 | 30% | 5% | -2pct |
| 吉利控股集团(Geely) | 0.38 | -1% | 175% | 5% | 2pct | -1pct | 1.05 | 224% | 5% | 2pct |
| 大众集团 | 0.35 | 36% | -34% | 4% | -6pct | 1pct | 0.85 | -10% | 4% | -4pct |
| 丰田集团 | 0.28 | -22% | -41% | 3% | -6pct | -2pct | 1.03 | 13% | 5% | -3pct |
| 雷诺-日产联盟 | 0.18 | 25% | 80% | 2% | 0pct | 0pct | 0.44 | 49% | 2% | 0pct |
| 宝马集团 | 0.17 | 28% | 1% | 2% | -1pct | 0pct | 0.46 | 28% | 2% | -1pct |
| 其他中小整车集团 | 0.04 | 12% | 3050% | 1% | 1pct | 0pct | 0.14 | 9643% | 1% | 1pct |

◆ 政策支持有望加速落地，新车型加速推出，维持美国全年130万辆+销量预期，同比翻番增长：Q1美国电动车销量21.5万辆，同比增72%，油价上涨，推动电动车订单增加，Q2销量环比进一步向上。2H随着福特F-150及美国新势力等众多新车型推出及政策落地，我们预计2022年美国电动车销量有望翻番以上达到130万辆+。

表 美国电动车销量预测 (万辆)

| | | 1月 | 2月 | 3月 | 4月 | 5月 | 6月 | 7月 | 8月 | 9月 | 10月 | 11月 | 12月 | 合计 |
|---------------|----|------|------|------|------|-------|------|------|------|------|------|------|------|-------|
| 2020年 | 销量 | 3.3 | 3.1 | 1.9 | 1.0 | 1.4 | 1.9 | 2.4 | 2.9 | 3.4 | 3.3 | 3.3 | 4.4 | 32.4 |
| | 同比 | 27% | 29% | -27% | -52% | -42% | -31% | -1% | 7% | 23% | 28% | 12% | 22% | 1% |
| 2021年 (中性) | 销量 | 3.6 | 3.9 | 5.0 | 4.1 | 5.8 | 4.9 | 5.8 | 4.9 | 5.6 | 6.8 | 7.2 | 7.6 | 65.2 |
| | 同比 | 7% | 24% | 161% | 321% | 305% | 162% | 138% | 69% | 62% | 105% | 119% | 75% | 101% |
| 2022年 (乐观) | 销量 | 6.2 | 7.0 | 8.3 | 9.1 | 10.0 | 11.5 | 12.6 | 13.2 | 15.2 | 16.1 | 20.1 | 24.1 | 153.3 |
| | 同比 | 75% | 78% | 66% | 119% | 73% | 134% | 117% | 172% | 174% | 137% | 177% | 215% | 135% |
| 2022年 (中性) | 销量 | 6.2 | 7.0 | 8.3 | 7.9 | 8.7 | 10.0 | 11.0 | 11.5 | 13.2 | 13.4 | 16.7 | 20.1 | 133.9 |
| | 同比 | 60% | 78% | 66% | 91% | 50% | 104% | 89% | 137% | 138% | 97% | 131% | 163% | 105% |
| 2022年 (悲观) | 销量 | 6.2 | 7.0 | 8.3 | 7.1 | 7.8 | 8.5 | 8.1 | 8.1 | 8.9 | 9.7 | 11.2 | 12.8 | 103.6 |
| | 同比 | 75% | 78% | 66% | 72% | 35% | 73% | 38% | 65% | 59% | 44% | 55% | 67% | 59% |
| | | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | 合计 | | | | | | | | |
| 2020年 | 销量 | 8.4 | 4.3 | 8.7 | 11.0 | 32.4 | | | | | | | | |
| | 同比 | 9% | -41% | 10% | 20% | 1% | | | | | | | | |
| 2021年 (中性) | 销量 | 12.5 | 14.8 | 16.2 | 21.7 | 65.2 | | | | | | | | |
| | 同比 | 48% | 246% | 86% | 97% | 101% | | | | | | | | |
| 2022年 (乐观) | 销量 | 21.5 | 30.5 | 41.1 | 60.2 | 153.3 | | | | | | | | |
| | 同比 | 72% | 106% | 153% | 178% | 135% | | | | | | | | |
| 2022年 (中性) | 销量 | 21.5 | 26.5 | 35.7 | 50.2 | 133.9 | | | | | | | | |
| | 同比 | 72% | 79% | 120% | 132% | 105% | | | | | | | | |
| 2022年 (悲观) | 销量 | 21.5 | 23.4 | 25.0 | 33.7 | 103.6 | | | | | | | | |
| | 同比 | 72% | 58% | 54% | 56% | 59% | | | | | | | | |

- ◆ **2022年全球销量有望突破1000万辆，维持62%左右高增长：**我们预计2022年全球电动车突破1000万辆，同比增61%，其中中国销600万辆+（含出口），同增70%+，欧洲销270万辆+，同增30%+，美国销130万辆+，同比翻番以上。

表 全球电动车销量预测（万辆）（表中国内销量不含出口）

| | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 海外：新能源乘用车销量（万辆） | 168 | 300 | 450 | 653 | 945 | 1,329 |
| YoY | 77% | 78% | 50% | 45% | 45% | 41% |
| -海外电动化率 | 3.4% | 5.9% | 8.4% | 12.0% | 17.0% | 23.5% |
| -欧洲新能源车销量（万辆） | 126 | 214 | 273 | 355 | 461 | 600 |
| -YoY | 136% | 70% | 27% | 30% | 30% | 30% |
| -美国 | 32 | 65 | 134 | 241 | 386 | 579 |
| -YoY | 1% | 101% | 105% | 80% | 60% | 50% |
| -其他国家 | 10 | 20 | 43 | 57 | 97 | 150 |
| -YoY | 0% | 112% | 108% | 33% | 72% | 54% |
| 国内：新能源车合计销量（万辆） | 133 | 345 | 592 | 777 | 1,010 | 1,299 |
| YoY | 11% | 159% | 71% | 31% | 30% | 29% |
| -国内电动化率 | 5.8% | 14.4% | 23.5% | 29.4% | 37.1% | 46.8% |
| 全球新能源车销量（万辆） | 301 | 645 | 1,041 | 1,430 | 1,955 | 2,628 |
| YoY | 40.4% | 114.2% | 61.4% | 37.3% | 36.7% | 34.5% |
| -全球电动化率 | 4.2% | 8.6% | 13.3% | 17.7% | 23.6% | 31.1% |
| 全球动力电池装机需求（gwh） | 133 | 282 | 457 | 679 | 1,016 | 1,478 |
| YoY | 28.0% | 111.7% | 61.9% | 48.6% | 49.6% | 45.5% |

2. 疫情短期影响4月排产，全年出货目标不变

- ◆ **疫情影响下，龙头生产受到小幅影响，其余电池生产端受疫情影响有限。**宁德市出现病例后，开启交通闭环管理，现阶段公司实行网格化管理，配件材料运输问题已得到解决，保持有序生产；比亚迪深圳风控期间园区内工厂仍可封闭开工，因此受疫情干扰较小；孚能、国轩、亿纬、中航等厂商生产端未受显著影响。海外电池厂国内基地基本不受疫情影响，保持正常生产。

表 电池厂商产能分布 (gwh)

| 电池企业 | 持股 | 基地 | 2021年底产能 | 占比 |
|------|----|---------|----------|-----|
| 宁德时代 | 独资 | 宁德 | 100.2 | 46% |
| | | 溧阳 | 34.0 | 16% |
| | | 四川 | 33.0 | 15% |
| | | 青海 | 15.0 | 7% |
| | | 德国 | 4.0 | 2% |
| | 合资 | 时代上汽 | 22.0 | 10% |
| | | 时代广汽 | 5.0 | 2% |
| | | 时代东风 | 5.0 | 2% |
| 比亚迪 | 独资 | 深圳 | 14.0 | 18% |
| | | 青海 | 20.0 | 26% |
| | | 西安 | 20.0 | 26% |
| | | 长沙 | 10.0 | 13% |
| | | 重庆 | 13.0 | 17% |
| 孚能科技 | 独资 | 赣州 | 5.0 | 24% |
| | | 镇江 | 16.0 | 76% |
| 亿纬锂能 | 独资 | 惠州 | 10.0 | 19% |
| | | 荆门 (1例) | 32.5 | 62% |
| | 合资 | 惠州 | 10.0 | 19% |
| 国轩高科 | 独资 | 合肥 | 2.0 | 6% |
| | | 唐山 | 3.0 | 9% |
| | | 青岛 | 3.0 | 9% |
| | | 庐江 | 4.0 | 12% |
| | | 南京 | 8.0 | 24% |
| | | 成都 | 13.0 | 39% |
| 中航锂电 | 独资 | 洛阳 | 10.0 | 31% |
| | | 常州 | 2.5 | 8% |
| | | 厦门 | 20.0 | 62% |

- ◆ **正极厂商生产端未受影响，物流影响较小，三元正极4月排产预计环比持平，铁锂正极排产环比进一步增长。**容百科技生产基地分布在宁波、湖北、贵州，因此疫情对公司及物流的影响较小，可以给大客户正常送货，预计4月份排产环比持平，维持22年出货预期不变；当升科技生产暂未受到疫情冲击，但物流受到影响，预计4月排产环比基本持平；厦钨宁德基地物流闭环，生产经营正常，整体来看疫情对公司基本没有影响；德方纳米生产基地位于广东、云南，疫情对生产端没有影响，Q2排产预计环比进一步增长。

表 正极厂商产能分布 (万吨)

| | 公司 | 基地 | 产能 (万吨) | 占比 |
|------|------|-----------|---------|-----|
| 铁锂正极 | 德方纳米 | 广东佛山 | 3 | 19% |
| | | 云南曲靖-曲靖德方 | 7 | 45% |
| | | 云南曲靖-曲靖麟铁 | 2 | 13% |
| | 龙蟠科技 | 技改增量 | 3.5 | 23% |
| | | 天津 | 1.2 | 18% |
| | | 常州 | 5.4 | 82% |
| | | 湖南湘潭/广西靖西 | 3 | 21% |
| | | 四川遂宁 | 11 | 79% |
| 富临精工 | 江西 | 1 | 17% | |
| | 四川 | 5 | 83% | |
| 湖北万润 | 湖北 | 8 | 100% | |
| 三元正极 | 容百科技 | 浙江余姚 | 1 | 8% |
| | | 湖北鄂州 | 10 | 80% |
| | | 贵州遵义 | 1.5 | 12% |
| | 当升科技 | 江苏海门 | 1.6 | 36% |
| | | 江苏金坛 | 2.0 | 45% |
| | 厦钨业 | 河北燕郊 | 0.8 | 18% |
| | | 厦门海璟 | 1 | 13% |
| | | 宁德 | 2.5 | 33% |
| | | 三明 | 2 | 27% |
| | | 海昌 | 2 | 27% |
| | 长远锂科 | 麓谷基地 | 1 | 13% |
| 铜官基地 | | 3 | 38% | |
| 长沙基地 | | 4 | 50% | |
| 天津巴莫 | 天津 | 4 | 50% | |
| | 成都 | 4 | 50% | |

- ◆ 负极厂商过半产能位于内蒙、四川，部分产能位于江苏，对生产端影响较小。负极厂商多分布在内蒙（40%）、四川（20%），基本不受疫情影响，部分产能分布在江苏，其中璞泰来47%产能位于江苏常州、贝特瑞18%位于江苏常州，但疫情影响较小，预计对负极厂商生产端影响不大，物流或受一定限制。

表 负极厂商产能分布（万吨）

| | 负极类型 | 基地 | 2021年底产能 | 占比 | |
|------|------|------|----------|------|----|
| 璞泰来 | 人造石墨 | 江西 | 3.0 | 20% | |
| | | 溧阳 | 7.0 | 47% | |
| | | 内蒙 | 5.0 | 33% | |
| 杉杉股份 | 人造石墨 | 宁波 | 4.0 | 17% | |
| | | 包头一期 | 10.0 | 43% | |
| | | 宁德 | 5.0 | 22% | |
| | | 湖州 | 4.0 | 17% | |
| | | 天津 | 1.0 | 6% | |
| 贝特瑞 | 人造石墨 | 常州 | 2.0 | 12% | |
| | | 惠州 | 6.0 | 35% | |
| | 天然石墨 | 深圳 | 5.0 | 29% | |
| | | 常州 | 1.0 | 6% | |
| | | 惠州 | 2.0 | 12% | |
| 东莞凯金 | 人造石墨 | 硅碳负极 | 深圳 | 0.3 | 2% |
| | | 东莞 | 2.5 | 23% | |
| | | 湖州 | 6.5 | 59% | |
| | | 内蒙 | 2.0 | 18% | |
| 翔丰华 | 人造石墨 | 内蒙包头 | 2.0 | 67% | |
| | 天然石墨 | 内蒙包头 | 1.0 | 33% | |
| 中科电气 | 人造石墨 | 贵州 | 8.0 | 87% | |
| | | 长沙 | 1.2 | 13% | |
| 尚太科技 | 人造石墨 | 山西昔阳 | 8.0 | 100% | |

- ◆ 隔膜行业部分产能位于上海、江苏，疫情对生产端影响有限，江浙地区物流受到影响。龙头恩捷股份3.5亿平产能位于疫情严重的上海，生产正常运转，部分产能分布在江苏无锡、苏州，短期对生产影响有限，但江浙物流受到影响，预计4月排产受到影响，环比持平，全年出货预期不变。星源材质主要产能分布于江苏常州，预计主要物流受到影响。

表 隔膜厂商产能分布 (亿平)

| 公司 | 隔膜类型 | 基地 | 产能 | 占比 |
|------|------|-----------|------|-----|
| 恩捷股份 | 湿法 | 上海 | 3.5 | 6% |
| | | 珠海 | 16.0 | 29% |
| | | 江西通瑞 | 14.0 | 26% |
| | | 无锡 | 14.0 | 26% |
| | | 捷力 | 4.5 | 8% |
| | 干法 | 深圳-纽米科技 | 1.5 | 3% |
| | | 广东佛山-东航光电 | 0.8 | 1% |
| 星源材质 | 干法 | 深圳 | 2.2 | 15% |
| | | 常州 | 3.6 | 24% |
| | 湿法 | 深圳 | 0.3 | 2% |
| | | 常州 | 8.0 | 54% |
| 中材科技 | 湿法 | 常德 | 4.8 | 30% |
| | 湿法 | 长沙 | 4.5 | 28% |
| | 湿法 | 内蒙 | 2.7 | 17% |
| | 湿法 | 山东滕州 | 4.0 | 25% |
| 沧州明珠 | 湿法 | 河北沧州、山东德州 | 1.9 | 66% |
| | 干法 | 河北沧州 | 1.0 | 34% |

- ◆ **受疫情影响，我们预计电解液厂商生产小幅受限，Q2电解液出货仍能保持持平/环比增长。**天赐材料有4万吨产能分布于疫情地区广州、宁德，受疫情影响叠加产线改造，我们预计Q2小幅受疫情影响；新宙邦仅有1万吨产能位于苏州，受疫情影响有限；国泰华荣两大生产基地张家港、宁德皆出现疫情，我们预计生产受到一定影响。

表 电解液厂商产能分布 (万吨)

| | 基地 | 2021年底产能 | 占比 |
|-------|--------|----------|------|
| 天赐材料 | 广州 | 1 | 7% |
| | 宁德 | 3 | 20% |
| | 九江 | 10 | 67% |
| 新宙邦 | 惠州 | 3 | 23% |
| | 南通 | 3 | 23% |
| | 福建-海斯福 | 3 | 23% |
| | 苏州-诺莱特 | 1 | 8% |
| | 湖北荆门 | 2 | 15% |
| 国泰华荣 | 江苏张家港 | 3 | 43% |
| | 福建宁德 | 4 | 57% |
| 巴斯夫杉杉 | 广东东莞 | 4 | 100% |
| 天津金牛 | 天津 | 1 | 100% |
| 汕头金光 | 汕头 | 2 | 100% |
| 北京化学 | 北京 | 0.7 | 100% |
| 珠海赛纬 | 珠海 | 2.5 | 100% |
| 香河昆仑 | 河北廊坊 | 4.8 | 100% |
| 山东海容 | 山东 | 1 | 100% |
| 河南恩莱特 | 河南 | 2 | 100% |

3. 上游涨价趋缓，产业链已2次提价传导

- ◆ **电池企业二次提价开启，多采用联动定价机制。** 电池涨价总幅度预计30%+，其中Q1、Q2二次涨价传导，提价后价格三元、铁锂价格预计突破1元/wh（不含税），二线电池厂多与谈判采用联动定价机制，价格锚定m-1碳酸锂，将原材料成本波动顺利传导。
- ◆ **涨价顺利传导原材料成本上涨，Q2电池企业盈利将明显好转。** 由于Q1上游材料价格加速上涨，1月电池提价未覆盖，若无低价库存，电池企业盈利受损明显。4月电池二次提价已落地，且近期原材料价格涨幅已趋缓，电池企业Q2盈利将迎来好转，但对于二线电池企业，由于涨价幅度有限，盈利完全恢复正常，仍需至23年。

表 2022年电池厂商涨价情况

| 公司 | 涨价机制 |
|------|---|
| 宁德时代 | Q1涨价10%；Q2三元再次提价 |
| 比亚迪 | 浮动定价，保持毛利润，向下游传导成本 |
| 亿纬锂能 | Q1涨幅较小；Q2价格再调整，涨幅可接受。采用联动、定价两种方式。原则为净利率为正 |
| 鹏辉能源 | 联动定价机制，22年价格涨幅20%左右 |
| 中航锂电 | 22年价格涨幅20%左右 |
| 欣旺达 | 联动定价机制 |

车企：迎二轮涨价潮，涨价幅度5000-20000元

◆ 第二轮新能源汽车涨价潮开启，自今年初调价以来，整车涨幅自5000-20000元不等。特斯拉、比亚迪、小鹏等率先提价，理想、上通五菱、威马、零跑等也陆续涨价，除个别车型外，大部分车型涨价幅度在1万元左右。

表 车企涨价梳理

| 车企 | 车型 | 车型版本 | 21年补贴后售价 | 22年补贴后售价 | 实际涨价 | 涨价幅度 | 退补金额 | 调价开始时间 |
|-------------|--------------|-------------|----------------|------------------|------------|-------|-----------|-----------|
| 特斯拉 | Model 3 | 后轮驱动版本 | 255,652 | 279,900 | 24,248 | 9.5% | 5400 | 2022/3/15 |
| | Model 3 | 双电机全轮驱动高性能版 | 339,900 | 349,900 | 10,000 | 2.9% | 0 | 2022/3/10 |
| | | | 339,900 | 367,900 | 28,000 | 8.2% | 0 | 2022/3/15 |
| | Model Y | 后轮驱动版本 | 280,752 | 316,900 | 36,148 | 12.9% | 0 | 2022/3/17 |
| | Model Y | 双电机全轮驱动版 | 347,900 | 357,900 | 10,000 | 2.9% | 0 | 2022/3/10 |
| | | | 347,900 | 375,900 | 28,000 | 8.0% | 0 | 2022/3/15 |
| Model Y | 双电机全轮驱动高性能版 | 387,900 | 397,900 | 10,000 | 2.6% | 0 | 2022/3/10 | |
| | | | 387,900 | 417,900 | 30,000 | 7.7% | 0 | 2022/3/15 |
| 零跑汽车 | 零跑C11 | | 159800-199800 | 179800-229800 | 20,000 | 12.5% | 5400 | 2022/3/19 |
| 极氪 | ZEEKR 001 | WE 版 | 268,500 | 286,400 | 17,900 | 6.67% | 5,400 | 2022/5/1 |
| 小鹏 | P7 | | 21.99-40.99w | 23.99-28.59w | 1.01-2w | 4.7% | 5400 | 2022/3/21 |
| | P5 | | 15.79-22.39w | 177,900-242,900 | 1.01-2w | 11.2% | 5400 | 2022/3/21 |
| | G3i | | 14.98-18.58w | 168,900-203,900 | 1.01w | 9.8% | 5400 | 2022/3/21 |
| 理想 | 理想ONE | | 338,000 | 349,800 | 11,800 | 3.5% | 5400 | 2022/4/1 |
| 比亚迪 | 秦PLUS DM-i | | 10.58-14.58w | 111,800 -151,800 | 6,000 | 5.7% | 2000 | 2022/3/16 |
| | 宋PLUS DM-i | | 14.68-19.98w | 152,800 -205,800 | 6,000 | 4.1% | 2000 | 2022/3/16 |
| | 唐 DM-i | | 18.98-21.68w | 195,800-222,800 | 6,000 | 2.8% | 2000 | 2022/3/16 |
| | 宋pro DM-i | | 13.48-15.98w | 138,800-163,800 | 4,000 | 3.0% | 2000 | 2022/3/16 |
| | 宋PLUS EV | | 16.98-18.68w | 180,800-197,800 | 11,000 | 6.5% | 5400 | 2022/3/16 |
| | 秦PLUS EV | | 102800-166800 | 138,800-175,800 | 9,000 | 8.8% | 5400 | 2022/3/16 |
| | 海豚 | | 93,800-121,800 | 102,800 -130,800 | 9,000 | 9.6% | 3900/5400 | 2022/3/16 |
| 奇瑞 | 小蚂蚁 | | 59900-83900 | 69900-89000 | 5,100 | 8.5% | 3900/5400 | 2022/3/17 |
| | QQ冰淇淋 | | 29900-43900 | 29900-47000 | 0-3100 | 7.1% | 2000 | 2022/3/17 |
| 长安汽车 | 奔奔E-star | 磷酸铁锂 | 39,800 | 53,800 | 14,000 | 35.2% | 3900 | 2022/4/1 |
| 上通五菱 | | | | | 6k-7k | | 5400 | 2022/3/23 |
| | 五菱Nano EV | | 49,800-59,800 | 56,800-66,800 | 7000 | 14.1% | 3900 | 2022/3/24 |
| | 宝骏KiMi EV | | 69800-70800 | 77800-86,800 | 8000-16000 | 11.5% | 3900 | 2022/3/24 |
| | 宏光MINIEV | | 22800-38800 | 28800-40800 | 2,000 | 5.2% | 3900 | 2022/3/11 |
| | | | 22800-38800 | 32800-49800 | 4000-8000 | 13.4% | 3900 | 2022/3/24 |
| | 宏光MINIEV 马卡龙 | | 37600-48600 | 39600-50600 | 2,000 | 4.1% | 3900 | 2022/3/11 |
| 37600-48600 | | | 43800-49800 | 6,200 | 12.8% | 3900 | 2022/3/24 | |

- ◆ **车企对电池成本传导50%-70%，预计Q2盈利压力有望缓解。**按照车企涨价1W元计算，假设60%用于传导电池成本上涨（40%用于芯片、零部件涨价），我们预计电池价格上涨20-30%时（上涨0.2-0.3元/wh），40kwh带电量的车成本将上涨近1万元左右，覆盖成本上涨50%-70%，短期盈利承压。
- ◆ **车企主要目标仍为提升市占率，碳酸锂价格企稳的条件下，后续再涨价可能性很小。**目前车企自身承担部分成本，在车企接受范围内，主要因为车企目标仍为提升市占率，需保障车型性价比。根据主要车型涨价推断，我们预计对应电池厂涨价20%左右，龙头公司也有部分长单保护，当前碳酸锂价格带来的成本上涨预计基本传导。

表 车企涨价对电芯成本上涨的覆盖程度

| | 三元电池 | | | 铁锂电池 | | |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 电芯价格上涨 | 单车成本上涨 | 成本覆盖程度 | 电芯价格上涨 | 单车成本上涨 | 成本覆盖程度 |
| 电池价格上涨10% | 0.10 | 3800 | 158% | 0.07 | 2800 | 214% |
| 电池价格上涨15% | 0.14 | 5700 | 105% | 0.11 | 4200 | 143% |
| 电池价格上涨20% | 0.19 | 7600 | 79% | 0.14 | 5600 | 107% |
| 电池价格上涨30% | 0.29 | 11400 | 53% | 0.21 | 8400 | 71% |
| 电池价格上涨40% | 0.38 | 15200 | 39% | 0.28 | 11200 | 54% |
| 电池价格上涨50% | 0.48 | 19000 | 32% | 0.35 | 14000 | 43% |

表 主流电动汽车厂商涨价情况（金额单位：元，电量单位：kWh）

| | | 第一次涨价 | 第二次涨价 | 退补金额 | 单车带电量 | 电池涨价幅度假设 | 车企的电池成本上涨 | 车企自身承担成本 |
|-----|-------------|-------|-------|-------|-------|----------|-----------|----------|
| 特斯拉 | Model 3 | 10000 | 14248 | 5400 | 55 | 20% | 9944 | (8904) |
| | Model Y | 21088 | 15060 | 18000 | 60 | 20% | 10848 | (7300) |
| 比亚迪 | 秦 PLUS DM-i | 3000 | 3000 | 2000 | 18 | 20% | 3254 | (746) |
| | 海豚 | 3000 | 6000 | 3900 | 45 | 20% | 8136 | 3036 |
| 小鹏 | P7 | 4300 | 15700 | 5400 | 60 | 20% | 10848 | (3752) |
| 哪吒 | 哪吒V | 2000 | 3000 | 3900 | 32 | 20% | 5786 | 4686 |

- ◆ 中高端车型价格敏感度低，预计中高端车型短期新增订单承压，但有在手订单缓冲，批发端销量不受影响。我们预计涨价后短期内新增订单承压，主要系消费者需一定时间消化涨价影响，主流车企目前交车周期需3-4个月，在手订单充裕，车企在手订单交付可平滑这段时间的销量影响，且车企反馈3月调价后订单下滑程度明显小于1月，长期看我们预计批发端销量不受影响。

表 主流车企交付时间进一步拉长，在手订单充裕

| | 2022年3月 | 2021年年底 |
|----------|---------|---------|
| Model 3 | 20-24周 | 12-16周 |
| Model Y | 10-14周 | 10-14周 |
| 小鹏P7 | 12-13周 | 13-14周 |
| 小鹏P5 | 8-9周 | 12-16周 |
| 小鹏G3i | 20-21周 | 12周 |
| 蔚来ES8 | 8周 | 8周 |
| 理想ONE | 5-7周 | 5-7周 |
| 比亚迪秦DM-i | 2-4个月 | |

- ◆ **上游碳酸锂价格已开始松动，后续高位震荡，推动边际需求恢复。**3月碳酸锂价格突破50万元/吨，近2周碳酸锂价格震荡下行，价格有所松动，且由于下游正极企业高位拿货意愿不高，实际成交价在45万元/吨左右，已低于市场报价，我们预计4-5月起盐湖逐渐复产，国内盐湖+云母新增产能释放，且中游厂商库存周期缩短，我们预计Q2供需紧张边际放缓，价格高位震荡回调，拉动对价格较敏感的商用车、低端储能等需求恢复。
- ◆ **原材料价格涨幅趋缓，电池与车企定价稳定，短期无第三次提价计划。**4月以来碳酸锂价格高位企稳，随着Q2国内盐湖产能的释放，价格逐步松动，六氟价格已持续下跌，我们预计联动定价机制下电池价格有望企稳回落，第三次涨价可能性不大。

表 碳酸锂与氢氧化锂价格 (万元/吨)

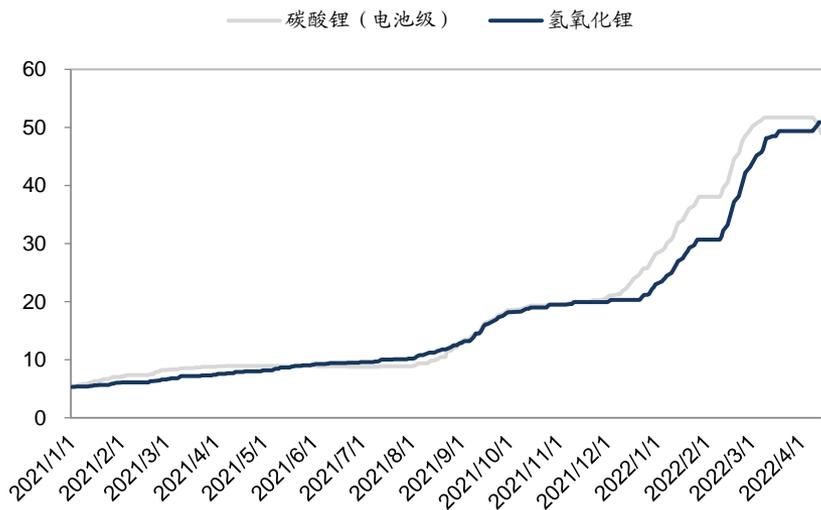
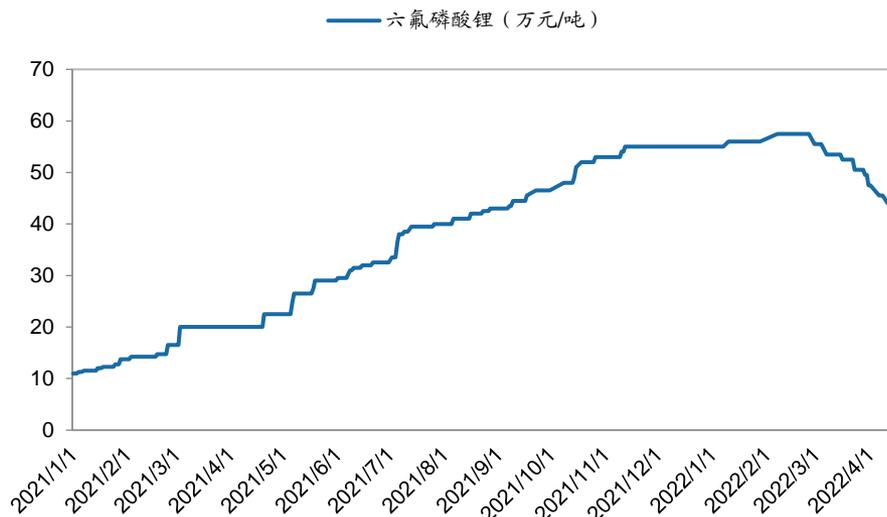


表 六氟磷酸锂价格 (万元/吨)



储能：碳酸锂涨价带动储能系统成本价格上涨

- ◆ **22年储能系统面临成本压力，售价上涨17-18%。**铁锂电芯的碳酸锂用量是550吨/gwh，锂价格从10万涨至50万对应电芯成本上涨2毛/wh，售价提升到0.89元/wh，电芯成本上涨28-30%；储能变流器因igbt紧缺，提价10%传导成本上涨；使得储能售价上涨至1.6-1.8元/wh，较21年上涨17-18%。

图表：碳酸锂价格快速上涨，储能系统成本和售价上涨

| 锂价 (万元/吨) | 10 | 15 | 20 | 25 | 30 | 35 | 40 | 45 | 50 | 55 | 60 |
|---------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 铁锂电芯成本 (元/Wh) | 0.55 | 0.58 | 0.6 | 0.62 | 0.65 | 0.67 | 0.69 | 0.72 | 0.74 | 0.76 | 0.79 |
| 铁锂电芯涨幅 (元/Wh) | 0 | 0.02 | 0.05 | 0.07 | 0.09 | 0.12 | 0.14 | 0.16 | 0.19 | 0.21 | 0.24 |
| 铁锂电芯价格 (元/Wh) | 0.69 | 0.72 | 0.74 | 0.76 | 0.79 | 0.82 | 0.83 | 0.87 | 0.89 | 0.91 | 0.95 |

| 涨价前 | | | | | 涨价后 | | | | |
|-----------------|----------|-------|---------|--------|-----------------|----------|-------|---------|--------|
| | 单价 | 规格 | 金额 (万元) | 占比 | | 单价 | 规格 | 金额 (万元) | 占比 |
| 磷酸铁锂电芯 | 0.69元/Wh | 10MWh | 690 | 53.9% | 磷酸铁锂电芯 | 0.89元/Wh | 10MWh | 890 | 59.2% |
| 储能变流器 | 0.45元/W | 5MW | 225 | 17.6% | 储能变流器 | 0.5元/W | 5MW | 250 | 16.6% |
| BMS | 60000元/套 | 25套 | 150 | 11.7% | BMS | 60000元/套 | 25套 | 150 | 10.0% |
| EMS | | 1套 | 50 | 3.9% | EMS | | 1套 | 50 | 3.3% |
| 冷却系统 | 6000元/套 | 50套 | 30 | 2.3% | 冷却系统 | 6000元/套 | 50套 | 30 | 2.0% |
| 消防系统 | 400元/套 | 100套 | 4 | 0.3% | 消防系统 | 400元/套 | 100套 | 4 | 0.3% |
| 配件 (接口、线路、集装箱等) | | | 50 | 3.9% | 配件 (接口、线路、集装箱等) | | | 50 | 3.3% |
| 其他 (含建安) | | | 80 | 6.3% | 其他 (含建安) | | | 80 | 5.3% |
| 成本合计 (元/wh) | | | 1.28 | 100.0% | 成本合计 (元/wh) | | | 1.50 | 100.0% |
| 毛利率 | | | 20% | | 毛利率 | | | 20% | |
| 价格 (元/wh) | | | 1.53 | | 价格 (元/wh) | | | 1.80 | |

- ◆ **国内**：虽然国内涨价会一定程度上影响国内需求，但强制配储政策下储能需求较为刚性，尤其是我们预计下半年随硅料扩产，国内地面电站建设起量。当前在建储能规模超20GW，预计国内22年新增储能装机7GW/14GWh，同增309%，到25年新增储能装机34GW/76GWh，21-25年复合增速85%。
- ◆ **海外**：因海外电价不断上涨，且峰谷价差进一步拉大，因此海外市场受储能涨价影响不大，价格接受度高，需求旺盛。且俄乌局势冲突及能源危机推动海外储能发展进程，储能系统供应商Tes全球看储能用户侧和电源侧快速增长，预计全球22年新增储能装机33GW/76GWh，同增170%，到25年新增储能装机131GW/327GWh，21-25年复合增速63%。

图表：国内及全球储能新增装机规模预测

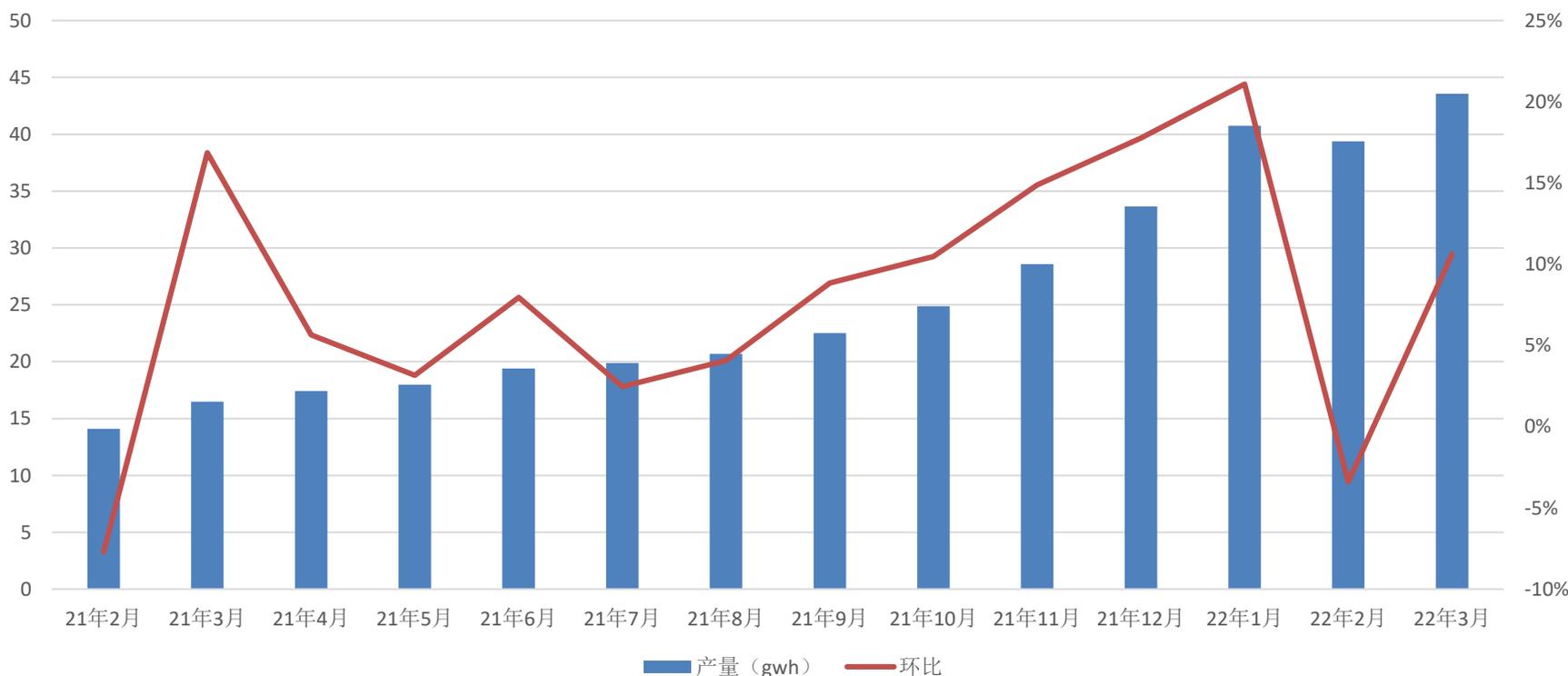
| 国内 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 新增储能装机 (GW) | 0.5 | 0.5 | 1.2 | 2.0 | 6.8 | 14.2 | 23.3 | 34.4 |
| 新增储能规模 (GWh) | 0.8 | 0.8 | 2.3 | 3.5 | 14.3 | 29.7 | 51.2 | 75.8 |
| 增速 | -74% | 11% | 168% | 53% | 309% | 108% | 72% | 48% |

| 全球 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 新增储能装机 (GW) | 3.4 | 3.4 | 5.3 | 12.5 | 33.0 | 56.2 | 89.8 | 130.9 |
| 新增储能规模 (GWh) | 7.5 | 6.8 | 10.7 | 28.1 | 75.9 | 134.8 | 219.9 | 327.2 |
| 增速 | 153% | -10% | 57% | 163% | 170% | 78% | 63% | 49% |

4. 电池龙头强者恒强，中游环节产量高增

- ◆ **2022年3月全球电池产量环比上升**：根据鑫椏资讯统计，2022年3月全球动力电池累计产量63.0GWh，环比上升7%。其中CATL产量23.0GWh（环+20%，同+125%），LG8.5GWh（环-1.2%，同+4.9%），松下4.1GWh（环+2.5%，同+2.5%），三星3.6GWh（环持平，同-2.7%）。扣除海外电池厂商后，国内主流动力电池厂月度产量43.55GWh，环比+9.5%。

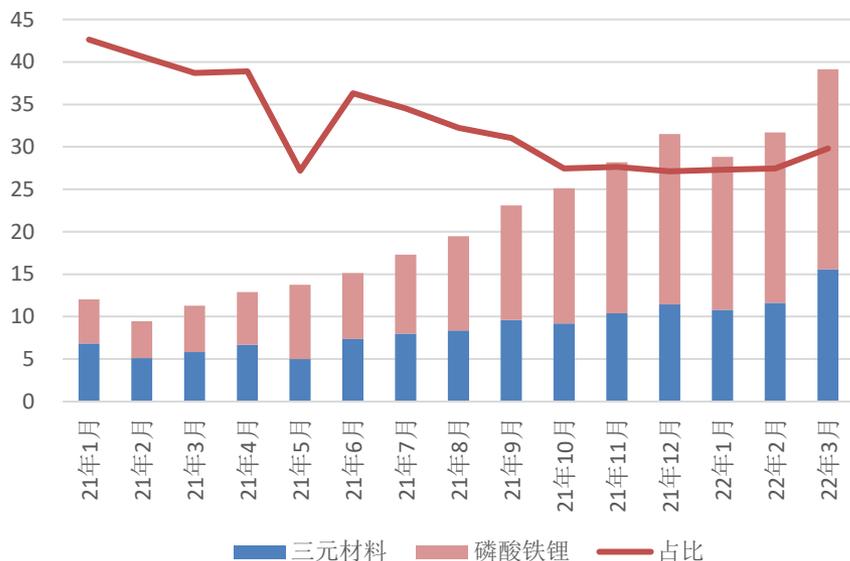
图表：国内主流动力电池厂月度产量（左/GWh）及环比（右/%）



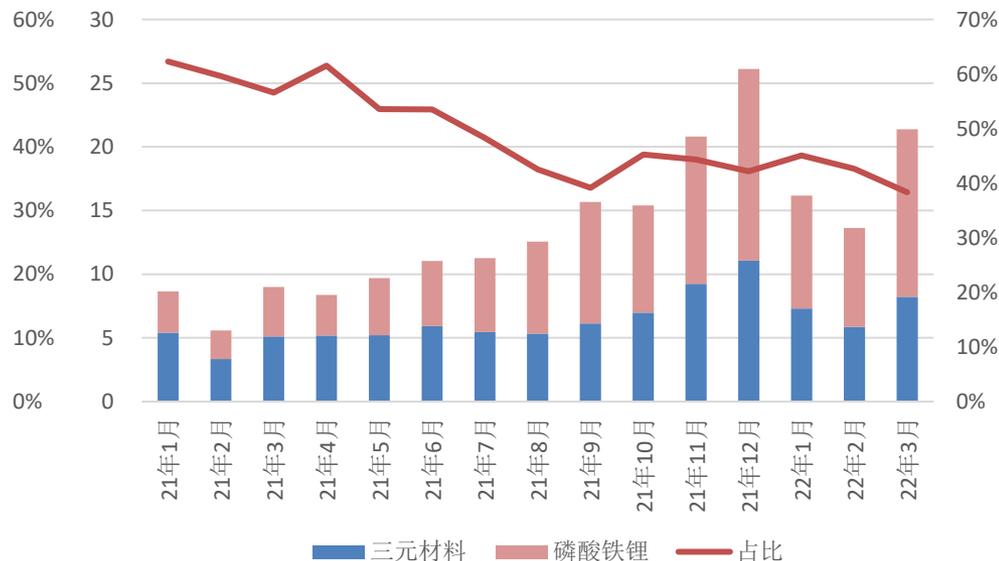
电池：3月国内装机量同比上涨，铁锂占比进一步提升

- ◆ **3月装机电量21.42gwh，环比上升56%，铁锂占比62%，环比增长5pct**：2022年3月电池装机电量21.42gwh，同比增长138%，环比增加56%。装机结构看，三元装机8.21gwh，同环比+61%/+40%，铁锂装机13.18gwh，同环比+239%/+69%，占比62%，环比增长5pct。
- ◆ **3月国内动力电池产量39.18gwh，环比上升23%，铁锂占比60%**：2022年3月电池产量39.2gwh，同比增长247%，环比上升23%，其中三元产量15.57gwh，同环比+167%/+34%，铁锂产量23.58gWh，同环比+333%/+18%，占比60%，环比微降3pct。

图表：国内电动车月度电池产量 (gwh)

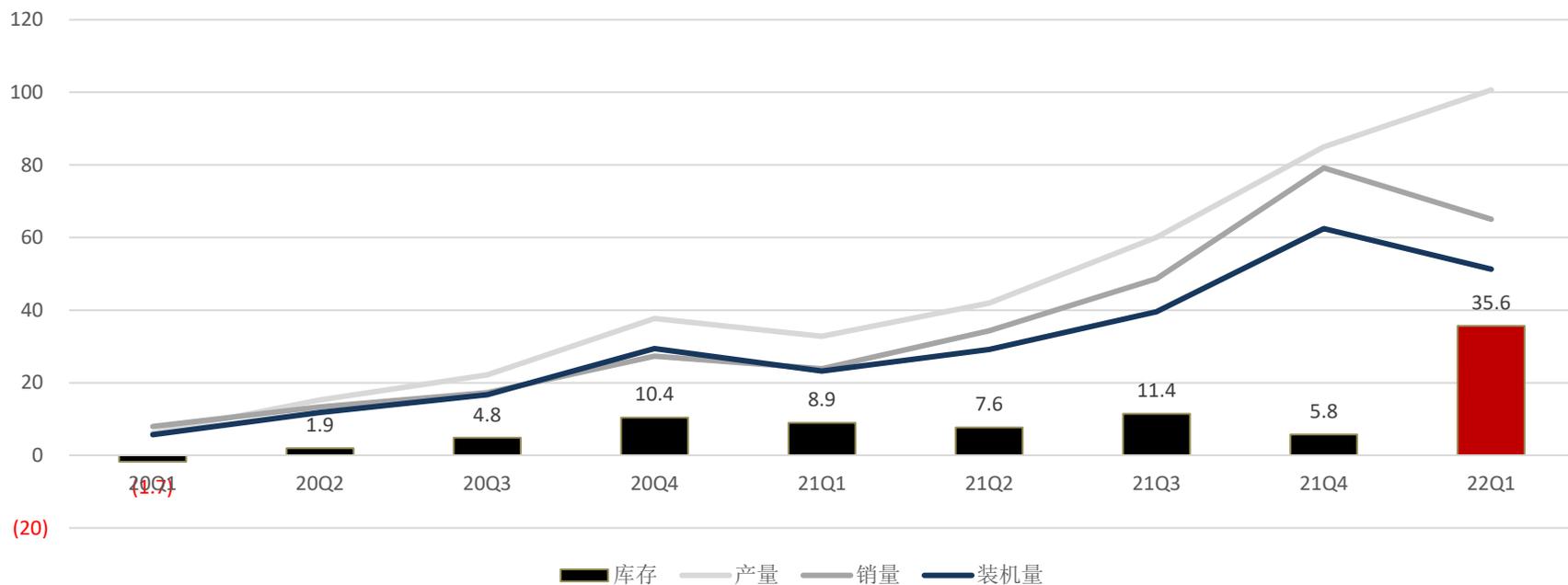


图表：国内电动车月度电池装机量 (gwh)



◆ **Q1动力电池销量、装机量同比大增，受备货需求影响，库存预计36gwh左右，显著提升。**2022年Q1动力电池累计销量65gwh，同比累计增长172.6%，环比下滑18%；装机量51.3gwh，同比累计增长120.7%，环比下滑17.84%。2022年Q1动力电池产量100.65gwh，同比累计增长206.9%，环比增长18.48%；库存约35.6gwh，主要由于Q1受春节假期影响，电池厂商存在备库需求，库存显著增长。

图表：国内电动车月度库存（gwh）



(20)

◆ **宁德时代装机份额环比提升，龙头地位稳固。** 根据动力电池产业联盟数据，2022年3月国内装机总量21.42GWh，宁德时代装机10.81gwh，同环比+161%/+65%，市占率50%，环比提升2.5pct，2022年1-3月累计装机25.51gwh，累计市占率50%。比亚迪位列装机量第二，3月装机4.12gwh，同比提升354%，环比上涨42%，装机量占比19%，环比微降1.9pct。第三为中创新航，3月装机1.84gwh，同比提升214%，环比上涨60%，装机量占比为9%。

图表：2022年3月电池企业装机 (GWh)

| | 3月装机量 | 同比 | 环比 | 市占率 | 环比 | 22年累计装机 | 累计市占率 |
|-------------|--------------|--------|------|-----|-------|--------------|-------|
| 宁德时代 | 10.81 | 161.0% | 65% | 50% | 2.5% | 25.51 | 50% |
| 比亚迪 | 4.12 | 354% | 42% | 19% | -1.9% | 10.41 | 20% |
| 中创新航 | 1.84 | 214% | 60% | 9% | 0.2% | 4.19 | 8% |
| 国轩高科 | 0.93 | 161% | 33% | 4% | -0.8% | 2.57 | 5% |
| LG新能源 | 0.79 | -25% | 126% | 4% | 1.1% | 1.25 | 2% |
| 蜂巢能源 | 0.51 | 211% | 50% | 2% | -0.1% | 1.29 | 3% |
| 亿纬锂能 | 0.47 | 391% | 88% | 2% | 0.4% | 1.09 | 2% |
| 孚能科技 | 0.4 | 203% | 100% | 2% | 0.4% | 0.94 | 2% |
| 欣旺达 | 0.35 | 668% | 46% | 2% | -0.1% | 0.82 | 2% |
| 瑞浦能源 | 0.22 | 106% | 144% | 1% | 0.4% | 0.4 | 1% |
| 前十合计 | 20.44 | | | | | 48.47 | |

- ◆ **2月宁德时代全球装机份额稳定，稳居行业首位。** 2022年2月全球装机量合计25.9GWh，宁德时代装机量8.3GWh，占比32%，环比下降17.8%；LG、松下全球装机量分别为4.1GWh、3.0GWh，占15.8%、11.6%，位居第二名、第三名。
- ◆ **2022年1-2月宁德时代装机市占率再提升，比亚迪超越SKI位列第三：** 根据SNE数据，2022年1-2月宁德时代装机18.4gwh，市占率达34.4%；LG装机7.4gwh，市占率13.8%，位列第二；比亚迪装机6.4gwh，市占率12%，超过松下位列第三；松下装机5.8gwh，市占率10.8%；SKI装机3.5gwh，市占率6.5%，三星装机2gwh，市占率3.7%。

图表：2022年2月全球装机量前十企业及占比

| | 202202 (GWh) | 2月环比 | 2月市占率 |
|-------|--------------|--------|-------|
| 宁德时代 | 8.3 | -17.8% | 32.0% |
| LG新能源 | 4.1 | 24.2% | 15.8% |
| 松下 | 3.0 | 7.1% | 11.6% |
| 比亚迪 | 3.01 | -11.5% | 11.6% |
| SKI | 2.1 | 50.0% | 8.1% |
| 中创新航 | 1.1 | -15.4% | 4.2% |
| 三星SDI | 1.0 | 0.0% | 3.9% |
| 国轩高科 | 0.7 | -22.2% | 2.7% |
| 蜂巢能源 | 0.3 | -40.0% | 1.2% |
| 远景动力 | 0.3 | | 1.2% |
| 其他 | 2.0 | | |
| 全球合计 | 25.9 | 12% | 100% |

图表：2021年1-2月全球装机量前十企业及占比

| Top10 | 企业 | 装机量 | 占比 |
|-------|-------|------|--------|
| 1 | 宁德时代 | 18.4 | 34.4% |
| 2 | LG新能源 | 7.4 | 13.8% |
| 3 | 比亚迪 | 6.4 | 12.0% |
| 4 | 松下 | 5.8 | 10.8% |
| 5 | SKI | 3.5 | 6.5% |
| 6 | 中创新航 | 2.4 | 4.5% |
| 7 | 三星SDI | 2.0 | 3.7% |
| 8 | 国轩高科 | 1.6 | 3.0% |
| 9 | 蜂巢能源 | 0.8 | 1.5% |
| 10 | 亿纬锂能 | 0.6 | 1.1% |
| 前10总量 | | 48.9 | 91.4% |
| 全球总量 | | 53.5 | 100.0% |

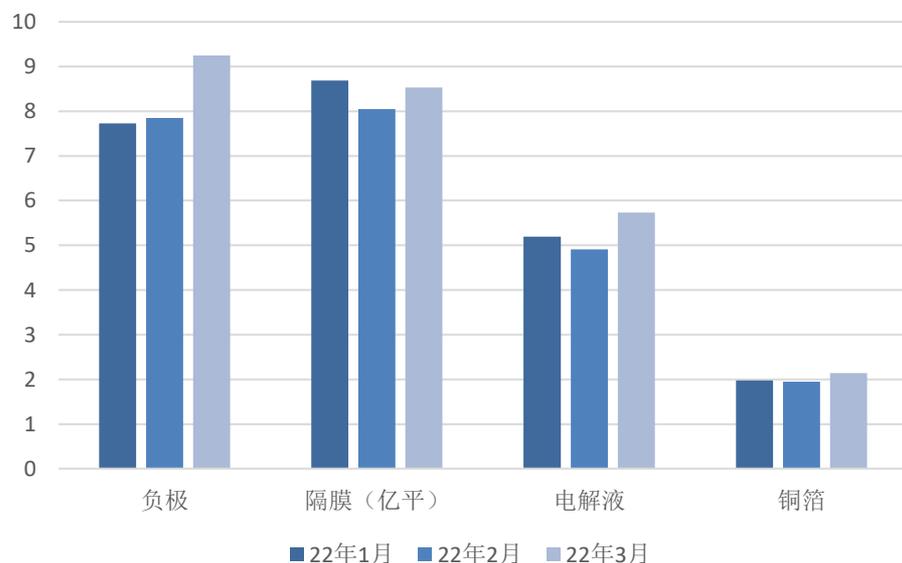
中游材料：3月产量同比高增长，环比进一步提升

- ◆ **3月正极材料产量10.77万吨，环比上升14%，铁锂占比微降2pct。负极材料产量9.25万吨，环比上升16%**。2022年3月正极产量10.77万吨，同环比+113%/14%，磷酸铁锂正极产量6.10万吨，同环比+166%/11%，占比57%，三元正极产量4.67万吨，同环比+69%/19%。3月负极产量9.25万吨，同环比+90%/16%。
- ◆ **3月前驱体产量59.7万吨，隔膜8.53亿平，电解液5.74万吨，铜箔2.14万吨**。2022年3月前驱体产量59.7万吨，同环比+25%/8%。3月隔膜产量8.53亿平，同环比+57%/6%。3月电解液产量5.74万吨，同环比+89%/17%。3月铜箔产量2.14万吨，同环比+115%/10%。

图表：正极材料月度产量（万吨）



图表：中游材料月度产量（万吨）



- ◆ **中游材料环节中铁锂增长最为强劲，同比高增202%**。2021年铁锂正极出货37.2万吨，同比增长202%。22Q1出货17.5万吨，同比高增202%，其中3月份出货6.1万吨，同比增长166%，增长势头强劲。
- ◆ **22Q1三元正极同增67%，隔膜同增64%**。Q1三元正极产量为12.8万吨，同比增长67%，3月份产量为4.7万吨，同比增长69%。隔膜环节Q1产量为25.3亿平，同比增长64%，3月份产量为8.5亿平，同比增长57%。

图表：各环节总产量及头部企业材料产量

| | 3月 | 同比 | 环比 | Q1 | 同比 | 环比 | 2021 | 同比 |
|------|------|------|-----|-------|------|-----|-------|------|
| 动力电池 | 63.0 | 95% | 7% | 182.1 | 98% | 34% | 446.3 | 368% |
| 三元正极 | 4.7 | 69% | 19% | 12.8 | 67% | 28% | 37.7 | 106% |
| 铁锂正极 | 6.1 | 166% | 10% | 17.5 | 202% | 56% | 37.2 | 202% |
| 负极 | 9.3 | 90% | 16% | 25.1 | 82% | 32% | 66.2 | 79% |
| 隔膜 | 8.5 | 57% | 6% | 25.3 | 64% | 24% | 76.1 | 150% |
| 电解液 | 5.7 | 89% | 17% | 15.8 | 89% | 27% | 44.1 | 80% |

5. 锂电龙头量利双升，业绩普遍超预期

- ◆ **2021年公司实现归母净利润9.11亿元，同比增长328%，符合市场预期。**2021年公司营收102.59亿元，同比增长170.36%；归母净利润9.11亿元，同比增长327.59%；扣非净利润8.08亿元，同比增长404.73%。**公司预计2022年Q1归母净利润2.8-3亿元，同增134%-151%，环比下滑17%-23%，符合市场预期；**扣非归母净利润2.83-3.03亿元，同比增长215%-237%。
- ◆ **出货持续增长，单吨盈利显著提升。**2021年正极出货5.3万吨，同增85.53%，其中8系、9系及NCA正极合计出货5万吨+，同比增170%，高镍及NCA三元占比90%+。我们预计2022年Q1出货约1.8万吨，环比微增约5%，同比翻番以上，Q2排产环比进一步增长，全年出货我们预计15万吨，同比增180%+。盈利方面，我们预计2021年单吨利润1.65万元，同比+173%。2022年Q1单吨净利约1.5-1.6万元/吨，环降20%左右，我们预计全年单吨净利维持1.3-1.5万元/吨左右，同比基本持平。
- ◆ **高镍为三元明确方向，与宁德战签订略合作，高镍龙头地位稳固。**高镍电池为行业大势所趋，公司为高镍正极龙头企业，22年底产能将超25万吨，25年产能预计60万吨+。公司为宁德高镍主供，2022年1月跟宁德签战略合作，今年有望出9-10万吨高镍正极；此前与孚能签订3万吨高镍供货协议，国内动力电池龙头均是公司客户，也在积极拓展海外客户。同时，积极拓展上游资源布局，与格林美、华友等签订框架协议合作协议，保障资源的供给。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**下游需求旺盛，我们预计公司2022-2024年归母净利润20.04/30.38/42.56亿元，同增120%/52%/40%，对应PE29/19/13x，给予2022年45xPE，目标价201.1元，维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**政策不及预期、销量不及预期。

表：容百科技分季度经营情况（百万元）

| | 2021Q4 | 2021Q3 | 2021Q2 | 2021Q1 |
|-------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万) | 4,007.7 | 2,659.1 | 2,198.2 | 1,394.0 |
| -同比 | 176.62% | 138.65% | 279.53% | 113.70% |
| 毛利率 | 16.67% | 14.62% | 13.44% | 15.90% |
| 归母净利润(百万) | 362.3 | 227.7 | 201.4 | 119.6 |
| -同比 | 263.81% | 284.70% | 593.31% | 373.95% |
| 归母净利率 | 9.04% | 8.56% | 9.16% | 8.58% |
| 扣非归母净利润(百万) | 339.3 | 204.7 | 174.52 | 89.79 |
| -同比 | 380.87% | 400.13% | 644.04% | 256.26% |
| 扣非归母净利率 | 8.47% | 7.70% | 7.94% | 6.44% |

- ◆ **2021年公司实现归母净利润10.91亿元，同比增长183.45%，符合市场预期。**2021年公司营收82.58亿元，同比增长159.41%；归母净利润10.91亿元，同比增长183.45%。**公司预计2022年Q1归母净利润3.5-4亿元，同比大增135%-168%，环比变动-4%~+10%，略超市场预期；**扣非归母净利润3.2-3.7亿元，同增178%-222%，环增3%-19%。
- ◆ **正极业务量利齐升，2022年高增有望维持。**公司锂电材料2021年出货4.72万吨，同比增长97%，其中Q4出货量我们预计1.5万吨，环比增长15%。2022年我们预计Q1出货1.6万吨+，同增85%+，环比增5-10%，全年预计出货9-10万吨，同比翻番增长。盈利方面，2021年扣非单吨净利1.6万元/吨+，同比增长25%左右，预计22Q1单吨净利2.2-2.3万/吨，环比再提升，业绩超市场预期。公司具备稳定的碳酸锂供应渠道、且22年高镍占比有望进一步提升，预计全年单吨利润可维持1.6-1.7万/吨，同比持平。
- ◆ **绑定下游大客户，扩产稳步推进，一体化布局完善。**公司22年海外客户占比我们预计70%+，客户结构进一步优化，其中公司为SK主供，22年需求预计翻番，且进入美国一线品牌电动汽车供应链，预计贡献主要增量。公司现有4.4万吨产能，常州3万吨预计22H1落地，年底新增5万吨。公司以合作方式锁定上游低价镍，与华友战略合作，且拟参股中伟印尼红土镍矿项目，降低采购成本。此外公司携手中伟布局铁锂，携手华友布局电池回收，拓展新利润增长点。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们维持之前对公司2022-2024年归母净利润16.78/23.00/30.59亿元的预测，同+54%/+37%/+33%，给予2022年40xPE，目标价132.4元，维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**政策不及预期、电动车销量不及预期、竞争加剧。

表：当升科技分业务经营情况（百万元）

| | | 2021年 | | | 2021H2 | | 2021H1 | | |
|---------------|------|--------------|-------------|------------|----------------|--------------|------------|--------------|------------|
| | | 营业收入 (亿) | 同比 | 毛利率 | 同比 | 营业收入 (亿) | 毛利率 | 营业收入 (亿) | 毛利率 |
| 锂电材料 | 多元材料 | 69.09 | 180% | 18% | 0.1pct | 45.54 | 17% | 23.55 | 21% |
| | 钴酸锂 | 9.67 | 81% | 16% | 1.7pct | 4.87 | 14% | 4.80 | 18% |
| | 其他 | 1.90 | 1544% | 6% | -54pct | 1.22 | 3% | 0.68 | 12% |
| 锂电材料合计 | | 80.66 | 168% | 18% | 0.1pct | 51.63 | 16% | 29.03 | 21% |
| -境内：锂电材料 | | 53.70 | 198% | 19% | 0.9pct | 33.68 | 17% | 20.02 | 22% |
| -境外：锂电材料 | | 26.97 | 122% | 15% | -1.7pct | 17.96 | 14% | 9.01 | 19% |
| 智能装备 | | 1.91 | 13% | 41% | -6.4pct | 1.05 | 42% | 0.86 | 41% |
| -境内：智能装备 | | 1.87 | 13% | 41% | -6.7pct | 1.01 | 41% | 0.86 | 41% |
| -境外：智能装备 | | 0.05 | 23% | 62% | 5.7pct | 0.05 | 62% | 0.00 | 74% |

- ◆ **2021年公司实现归母净利润8.01亿元，同比增长2918.83%，处于业绩预告中值偏上，符合市场预期。** 2021年公司营收48.42亿元，同比增长413.93%；归母净利润8.01亿元，同比增长2918.83%；扣非净利润7.7亿元，同比增长1325.82%。**公司Q1归母净利润7.62亿元，同环比增长1402.77%/36.87%，大超市场预期。** 2022年Q1公司营收33.74亿元，同比增长561.88%；归母净利润7.62亿元，同比增长1402.77%；扣非净利润7.56亿元，同比增长2136.2%。
- ◆ **出货同比高增，供给紧缺+库存收益贡献，盈利大幅提升。** 公司2021年铁锂出货9.1万吨，同增198%，其中Q4出货3.8万吨左右，环比增长70%+，我们预计公司2022Q1铁锂出货3.5万吨，同比大增150%+，环比基本持平，我们预计2022年全年出货有望超23万吨，同比增155%+，权益出货20万吨。盈利方面，公司2021年单吨净利0.88万/吨左右，盈利显著提升，其中Q4库存收益贡献部分增量，单吨盈利1.5~1.6万元/吨，环比大增近2倍。22Q1铁锂正极售价约10.9万元/吨（含税），环增30%左右，22Q1单吨净利2.1-2.2万元/吨，环增50%左右，盈利能力大幅提升，我们预计22年盈利水平有望维持1万/吨，同比持平微增。
- ◆ **公司锰铁锂布局行业领先，竞争力进一步强化，预计2022H2开始小批量量产。** 公司在新型磷酸盐系正极材料开发方面取得了技术突破，产品已通过小试环节，并已初步投入建设研发中试线，产品已通过下游客户的小批量验证，获得客户的高度认可，我们预计2022H2有望小批量出货，2023年11万吨产能释放，有望大规模量产。
- ◆ **盈利预测与投资评级：** 考虑公司为铁锂龙头企业，产能快速扩张，我们调整2022-2024年归母净利至20.19/25.59/33.29亿元（原预测值为15.57/22.46/32亿元），同比增长152%/27%/30%，对应PE25/20/15X，给予2022年30倍PE，目标价678.9元，维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示：** 电动车销量不及预期，政策不及预期，竞争加剧。

表：德方纳米分季度业绩拆分情况（百万元）

| | 2022Q1 | 2021Q4 | 2021Q3 | 2021Q2 | 2021Q1 |
|-------------|----------|-----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万) | 3,373.9 | 2,570.6 | 996.7 | 764.8 | 509.7 |
| -同比 | 561.88% | 599.71% | 356.34% | 284.25% | 224.07% |
| 毛利率 | 34.78% | 34.50% | 23.42% | 24.58% | 17.40% |
| 归母净利润(百万) | 761.7 | 556.5 | 109.0 | 84.4 | 50.7 |
| -同比 | 1402.77% | 3134.22% | 2346.39% | 537.11% | 678.57% |
| 归母净利率 | 22.58% | 21.65% | 10.94% | 11.04% | 9.94% |
| 扣非归母净利润(百万) | 755.5 | 549.4 | 105.79 | 81.10 | 33.79 |
| -同比 | 2136.20% | -3062.70% | -621.65% | -427.06% | 4127.89% |
| 扣非归母净利率 | 22.39% | 21.37% | 10.61% | 10.60% | 6.63% |

- ◆ **2021年归母净利润22.08亿元，同比增长314%，处于业绩预告中值，符合市场预期：**2021年公司营收110.91亿元，同比增长169.26%；归母净利润22.08亿元，同比增长314.42%；扣非净利润21.69亿元，同比增长310.55%；**公司2022年Q1归母净利润14.98亿元，同环比+422%/+129%，超市场预期。**2022年Q1公司实现营业收入51.49亿元，同环比+229.71%/+15.25%；归母净利润14.98亿元，同环比+422.19%/+128.81%；扣非归母净利润14.95亿元，同环比+427.01%/+126.92%；
- ◆ **电解液量利齐升，2022年出货我们预计同比连续翻番。**2021年全年公司电解液出货超14.4万吨，同比增长97.3%，其中2021Q4我们预计出货近5万吨，环比增长32%。我们预计公司2022Q1出货6万吨+，环比增长20%+，同比翻番以上增长，我们预计Q2仍能环比向上，我们预计2022年公司出货35万吨，同增140%+。盈利方面，公司电解液21年均价6-7万元/吨+，单吨净利近1.4万元。扣除碳酸锂库存收益，22Q1单吨净利近2万/吨，环增40%+，新型锂盐预计自供1000-2000吨，提升单吨利润。我们预计2022全年单吨盈利1.5万/吨以上。
- ◆ **加速一体化产能布局，加大六氟、LiFSI、各类添加剂产能规划。**公告拟募资34.7亿元投资已规划项目，包括池州天赐液体六氟15万吨、二氟0.2万吨，浙江天赐VC一期2万吨，天赐新动力LiFSI2万吨、HFSI6万吨、TSMP0.2万吨。六氟21年底产能3.2万吨，22年上半年新增3万吨，22年有效产能5万吨。新型锂盐6000吨产能率先量产，现有2万吨产能在建，预计22年上半年新增1万吨，全年有效产能1万吨。此外VC、二氟磷酸锂、DTD等新型添加剂产能22-23年逐步释放，强化一体化竞争力，对冲六氟周期下行，单吨盈利有望维持。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**公司盈利能力超预期，我们预计公司2022-2024年归母净利润55.96/72.87/95.72亿元（原预期55.52/72.73/96.00亿元），同比+153%/30%/31%，对应PE为14/11/8倍，给予2022年20倍PE，对应目标价116元，维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**政策不及市场预期，竞争加剧。

表：天赐材料分季度经营情况（百万元）

| | 2022Q1 | 2021Q4 | 2021Q3 | 2021Q2 | 2021Q1 | 2020Q4 |
|-------------|---------|----------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万) | 5,149.1 | 4,467.8 | 2,923.6 | 2,137.8 | 1,561.7 | 1,423.5 |
| -同比 | 229.71% | 213.86% | 165.10% | 100.21% | 197.47% | 80.07% |
| 毛利率 | 44.04% | 29.08% | 43.47% | 36.17% | 34.33% | 23.04% |
| 归母净利润(百万) | 1,497.9 | 654.6 | 771.0 | 495.8 | 286.9 | 14.5 |
| -同比 | 422.19% | 4415.56% | 273.00% | 83.53% | 591.15% | 119.67% |
| 归母净利率 | 29.09% | 14.65% | 26.37% | 23.19% | 18.37% | 1.02% |
| 扣非归母净利润(百万) | 1,494.6 | 658.6 | 744.32 | 482.51 | 283.59 | 12.54 |
| -同比 | 427.01% | 5150.84% | 263.13% | 78.78% | 592.88% | 115.40% |
| 扣非归母净利率 | 29.03% | 14.74% | 25.46% | 22.57% | 18.16% | 0.88% |

- ◆ **2021年归母净利润13.07亿元，同比+152%，符合市场预期。**2021年公司营收69.51亿元，同比增长134.76%；归母净利润13.07亿元，同比增长152.36%；扣非归母净利润12.33亿元，同比增长156.17%。**公司预告2022年Q1归母净利润4.82-5.13亿元，同比增210%-230%，环比增长9.9%-16.9%，超市场预期。**
- ◆ **电池化学品营收及出货量同比高增，22Q1延续高增趋势。**21年电池化学品收入52.7亿元，同+218%，毛利率31.6%，同+6pct，其中21H2毛利率34%，环+6pct。电池化学品21年销量9.2万吨，扣除乙二醇，电解液出货7.8万吨，翻番，其中Q4出货2.1万吨左右，我们预计Q1出货2.3-2.4万吨，环+15%，2022年出货预计翻番至14-15万吨。
- ◆ **电解液业务2H2021盈利大幅提升，22Q1环比进一步增长。**我们测算公司电解液全年均价近7万/吨，单吨利润近1万/吨，同+150%，主要受益于一体化，溶剂2H贡献3万+产量，自供比例约70%，添加剂自供比例可达60%；22Q1电解液单吨净利1.5万元/吨+，环+10%，超市场预期。全年看，公司溶剂可贡献6.5万产量，六氟价格顺利传导，盈利能力可维持1万/吨以上。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**考虑到行业高景气度持续，我们将公司2022-2024年归母净利润调整为19.86/26.37/37.38亿元（原预期20.05/27.21亿元），同增52%/33%/42%，对应PE为18/13/9x，给予2022年27xPE，目标价130元，维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**竞争加剧，原材料价格波动超市场预期。

表：新宙邦分季度业绩经营情况（百万元）

| | 2022Q1 | 2021Q4 | 2021Q3 | 2021Q2 | 2021Q1 |
|-------------|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万) | | 2,482.4 | 1,912.4 | 1,416.7 | 1,139.8 |
| -同比 | | 159.81% | 135.45% | 110.81% | 118.63% |
| 毛利率 | | 35.58% | 37.35% | 36.14% | 31.35% |
| 归母净利润(百万) | 482-513 | 438.7 | 431.0 | 281.4 | 155.5 |
| -同比 | 210%-230% | 204.72% | 216.60% | 102.57% | 57.51% |
| 归母净利率 | | 17.67% | 22.54% | 19.86% | 13.65% |
| 扣非归母净利润(百万) | 472-503 | 420.6 | 413.3 | 262.30 | 136.52 |
| -同比 | 246%-268% | 207.63% | 232.58% | 109.94% | 43.28% |
| 扣非归母净利率 | | 16.94% | 21.61% | 18.51% | 11.98% |

- ◆ **公司Q1归母净利6.37亿元，同环比+90.28%/+22.95%，超市场预期。**2022年Q1公司营收31.31亿元，同环比+80%/+15.91%；归母净利润6.37亿元，同环比+90.28%/+22.95%；扣非净利润6.13亿元，同环比+96%/+21.73%。
- ◆ **出货持续增长，石墨化涨价顺利传导，负极一体化带动盈利稳健增长。**我们预计公司2022Q1负极出货2.6-2.7万吨，同增30%左右。盈利方面，我们测算公司2022Q1负极（含石墨化）单吨净利1.2-1.3万元/吨左右，环比+10%左右，公司产品涨价10%+，顺利传导成本上涨，盈利水平环比提升，Q1预计贡献利润3-3.5亿元，同增50%左右。全年看，公司Q2排产预计环比进一步提升，随着新增产能释放，我们预计公司2022年出货量有望达到16-18万吨，同比增长60%+。
- ◆ **Q1隔膜出货8-9亿平，同比翻番以上增长，2022年出货预计同比翻番。**我们预计公司2022Q1涂覆膜出货8-9亿平，同比翻番以上增长，环比微增；盈利能力方面，我们测算公司2022Q1单平盈利维持0.2元/平+，环比持平微增。公司2021年年底涂覆产能40亿平，其中江苏卓高涂覆加工扩产项目、宁德卓高（二厂区）涂覆加工项目建成投产，江苏卓高15亿m²涂覆加工项目和广东卓高一期20亿m²隔膜涂覆项目分别通过自有资金启动建设。我们预计公司2022年出货有望达40亿平+，同比接近翻番增长。
- ◆ **投资建议：**考虑到公司产能扩张加速，我们将公司2022-2024年归母净利润从30.70/44.29/63.20亿元上调至31.07/45.10/63.55亿元，对应2022-2024年EPS为4.47/6.49/9.15元，同比增长78%/45%/41%。当前市值对应2022-2024年PE为30/21/15倍，给予2022年45xPE，对应目标价201.2元，维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**销量不及预期，盈利水平不及预期。

表：璞泰来分季度业绩拆分情况（百万元）

| | 2022Q1 | 2021Q4 | 2021Q3 | 2021Q2 | 2021Q1 | 2020Q4 |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万) | 3,130.6 | 2,700.8 | 2,372.2 | 2,183.7 | 1,739.2 | 1,934.0 |
| -同比 | 80.00% | 39.65% | 62.59% | 104.29% | 112.43% | 49.11% |
| 毛利率 | 38.73% | 35.02% | 34.14% | 36.38% | 37.77% | 30.64% |
| 归母净利润(百万) | 636.6 | 517.8 | 456.1 | 440.3 | 334.6 | 252.3 |
| -同比 | 90.28% | 105.22% | 108.61% | 324.11% | 260.21% | 30.97% |
| 归母净利率 | 20.34% | 19.17% | 19.23% | 20.16% | 19.24% | 13.05% |
| 扣非归母净利润(百万) | 612.9 | 503.5 | 440.38 | 403.42 | 312.73 | 243.71 |
| -同比 | 96.00% | 106.60% | 115.21% | 335.91% | 277.66% | 31.80% |
| 扣非归母净利率 | 19.58% | 18.64% | 18.56% | 18.47% | 17.98% | 12.60% |

- ◆ **2022年股权激励方案落地，利于公司长期发展。**公司拟实施2022年股权激励计划，计划授予743.83万股，占总股本1.07%，其中股票期权637万份，限制性股票106.83万股，授予董事、高管及核心骨干78人，其中授予的股票期权行权价格为138.68元/股（公告前一日交易均价），限制性股票授予价格为69.34元/股（公告前一日交易均价50%）。公司明确公司、个人层面考核，限制性股票考核要求2022-2024年营业收入分别不低于125/165/215亿元，2023/2024年同比增长32%/30%，股权期权考核要求2022-2024年净利润分别不低于26/40/54亿元，2023/2024年同比增长54%/35%。
- ◆ **采取收入+利润考核模式，不同激励手段分开考核，利润目标超预期，彰显公司信心。**限制性股票部分主要面向公司执行层的核心骨干，公司采用营业收入作为考核指标，要求2022-2024年营业收入分别**不低于125/165/215亿元，2023/2024年同比增长32%/30%**。股票期权部分主要面向公司董事、高管及其他与公司整体业绩与价值直接相关的核心骨干人员，用净利润作为考核指标，要求2022-2024年净利润分别**不低于26/40/54亿元，2023/2024年同比增长54%/35%**，超市场预期。该股权激励计划主要针对决定公司营收、业绩的核心骨干，利润目标有一定挑战性，目标在于充分激发公司核心骨干人员的积极性，确保公司未来发展战略和经营目标的实现。
- ◆ **新增2022-2025年费用，2022年需摊销约0.66亿元。**假设公司2022年4月底授予限制性股票及股票期权，据公司测算，2022-2025年分别需分摊0.66/0.64/0.3/0.07亿元，将在经常性损益中列支。

表：公司股权激励对象及分配情况

| 姓名 | 职务 | 获授的股票期权数量 (万份) | 占拟授予权益总数的比例 | 占本计划公告时公司总股本的比例 |
|--------------|--------------------|-----------------|-------------|-----------------|
| 冯苏宁 | 副总经理 | 100 | 13% | 0.14% |
| 韩钟伟 | 董事、副总经理、董事会秘书、财务总监 | 100 | 13% | 0.14% |
| 刘芳 | 副总经理 | 100 | 13% | 0.14% |
| 王晓明 | 副总经理 | 100 | 13% | 0.14% |
| 核心骨干员工13人 | | 237 | 32% | 0.34% |
| 合计 | | 637 | 86% | 0.92% |
| 职务 | | 获授的限制性股票数量 (万股) | 占拟授予权益总数的比例 | 占本计划公告时公司总股本的比例 |
| 核心骨干员工 (65人) | | 106.83 | 14% | 0.15% |

表：公司股权激励费用测算

| 解除限售期/行权期 | 限制性股票业绩考核目标 | 股票期权业绩考核目标 |
|--------------|----------------------|--------------------|
| 第一个解除限售期/行权期 | 2022年公司营业收入不低于125亿元; | 2022年公司净利润不低于26亿元; |
| 第二个解除限售期/行权期 | 2023年公司营业收入不低于165亿元; | 2023年公司净利润不低于40亿元; |
| 第三个解除限售期/行权期 | 2024年公司营业收入不低于215亿元。 | 2024年公司净利润不低于54亿元。 |

恩捷股份：隔膜业务量利齐升，2022年维持高增长

- ◆ **2021年归母净利润27.18亿元，同比增长143.60%，处于业绩预告中值，符合市场预期。**2021年公司营收79.82亿元，同比增长86.37%；归母净利润27.18亿元，同比增长143.6%；扣非归母净利润25.67亿元，同比增长159.17%；2021年毛利率为49.86%，同比增加7.23pct；销售净利率为36.17%，同比增加8.72pct。公司此前预告2021年全年归母净利润26.6-27.6亿元，处于业绩预告中值，符合市场预期。2021年Q4公司实现归母净利润9.62亿元，环比高增36%。2021年Q4公司实现营收26.43亿元，同比增加55.34%，环比增长35.89%；归母净利润9.62亿元，同比增长103.81%，环比增长36.44%。
- ◆ **2022Q1量利齐升同比高增，2022年全年出货预计仍能维持80%+高增长。**公司2021年出货30亿平以上，同比增长130%+，对应单平售价2.3元/平+（含税），同比持平微降，我们测算对应全年单平净利近0.87元/平，同比持平；其中公司2021Q4隔膜预计销售10.5亿平+，环比+30%左右，Q4隔膜单平归母利润近0.9元/平，环比提升5%左右，隔膜业务量利齐升。公司2022Q1预计出货11亿平，环增10%左右，同比大增140%+，4月排产环比进一步提升。
- ◆ **公司产能扩张领先，产品结构进一步改善，布局干法隔膜、铝塑膜未来贡献新增量。**2022年行业供不应求，行业产能利用率维持高位，公司产能扩张速度领先，排产持续向上，我们预计2022年年底母卷产能有望达75亿平左右；考虑公司产能释放加速，2022年全年出货我们上修至55亿平左右，同比增长80%+。分客户来看，2022年我们预计宁德时代需求翻倍以上增长，海外客户占比进一步提升至30%左右，2022年涂覆比例预计进一步提升至40%左右。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**考虑公司产能落地加速，我们预计公司2022-2024归母净利50.11/71.42/96.76亿元（原预期50.06/70.34亿元），同比增长84%/43%/35%，对应PE值分别为36/25/19X，给予2022年55xPE，对应目标价309.1元。维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**电动车销量不及预期

表：恩捷股份分季度业绩拆分情况（百万元）

| | 2022Q1 | 2021Q4 | 2021Q3 | 2021Q2 | 2021Q1 |
|-------------|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万) | | 2,643.3 | 1,945.3 | 1,950.6 | 1,443.2 |
| -同比 | | 55.34% | 70.53% | 119.71% | 161.05% |
| 毛利率 | | 53.07% | 49.97% | 46.42% | 48.51% |
| 归母净利润(百万) | 865-950 | 962.2 | 705.2 | 618.1 | 432.1 |
| -同比 | 100%-120% | 103.81% | 118.94% | 237.46% | 212.59% |
| 归母净利率 | | 36.40% | 36.25% | 31.69% | 29.94% |
| 扣非归母净利润(百万) | 835-920 | 938.7 | 644.6 | 578.80 | 404.95 |
| -同比 | 106%-127% | 117.82% | 120.71% | 256.95% | 284.44% |
| 扣非归母净利率 | | 35.51% | 33.14% | 29.67% | 28.06% |

- ◆ **2021年归母净利润9.39亿元，同比增长123%，处于业绩预告中值，符合市场预期。**2021年公司营收200.72亿元，同比增长169.81%；归母净利润9.39亿元，同比增长123.48%；扣非净利润7.69亿元，同比增长121.57%；**公司预告2022年Q1归母净利润2.48-2.66亿元，同比增长17.23%-25.74%，环比增长42.80%-53.16%，符合市场预期；**扣非归母净利润2-2.18亿元，同比增长1.64%-10.79%，环比增长93.45%-110.86%，其中非经常性损益0.48亿元，主要系政府补助，业绩符合市场预期。
- ◆ **2021年下游需求爆发，公司前驱体出货量高增，2022年维持高增态势。**公司21年销正极前驱体17.6万吨，同+93%，单吨利润0.44万元/吨（扣非），同+16%，Q4扣非单吨0.22万，环-50%，剔除上述影响，21Q4扣非近0.6万/吨。公司Q1预计出货5万吨，同比增长35%左右，环比微增。盈利方面，对应Q1单吨净利约0.42万元/吨，较21Q4的0.22万/吨明显恢复，但因Q1液碱价格处于高位，预计仍影响单吨净利0.2万/吨左右。目前公司生产暂未受到疫情影响，预计Q2排产环比进一步增长，全年出货预计30万吨，同增70%，随着Q3一期2万吨镍冶炼产能投产，预计22年全年单吨利润有望提升至0.6万/吨。
- ◆ **国内外扩产提速，纵向一体化布局，横向拓展磷酸铁锂，全面发展。**公司2021年底三元前驱体产能约20万吨，三氧化二钴产能约3万吨，较年初翻番，南部基地18万吨三元前驱体募投项目在建，随着西部基地6万吨2022年Q1投产，中部基地3.5万吨前驱体材料及循环回收项目、南部基地18万吨产能建成投产，公司预计到2023年公司产能将超过50万吨，我们预计公司全年出货30万吨+，同比增长70%。
- ◆ **投资建议：**我们维持之前对公司2022-2024年归母净利润18.59/30.80/43.21亿元的预测，同比增长98%/66%/40%，给予2022年45xPE，目标价138.1元，维持“买入”评级。风险提示：电动车销量不及预期，原材料价格波动。
- ◆ **风险提示：**电动车销量不及预期

表：中伟股份分季度业绩拆分情况（百万元）

| | 2021Q4 | 2021Q3 | 2021Q2 | 2021Q1 | 2020Q4 | 2020Q3 |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万) | 6,199.0 | 5,517.7 | 4,666.3 | 3,689.5 | 2,362.6 | 2,121.4 |
| -同比 | 162.38% | 160.09% | 236.41% | 135.23% | 0.00% | 0.00% |
| 毛利率 | 10.02% | 11.84% | 11.60% | 13.58% | 12.80% | 13.94% |
| 归母净利润(百万) | 173.7 | 277.4 | 276.3 | 211.5 | 139.9 | 126.2 |
| -同比 | 24.16% | 119.86% | 202.15% | 237.63% | | |
| 归母净利率 | 2.80% | 5.03% | 5.92% | 5.73% | 5.92% | 5.95% |
| 扣非归母净利润(百万) | 103.4 | 239.3 | 229.21 | 196.76 | 125.41 | 120.32 |
| -同比 | -17.56% | 98.91% | 256.04% | 434.28% | | |
| 扣非归母净利率 | 1.67% | 4.34% | 4.91% | 5.33% | 5.31% | 5.67% |

中伟股份：股权激励方案落地，利润目标超预期

- ◆ **2022年股权激励方案落地，覆盖范围广泛，利于公司长期发展。**公司拟实施22年股权激励计划，授予限制性股票605万股，占总股本0.2%，授予董事、高管及核心技术骨干1113人，限售期分别为自限制性股票授予登记完成之日起12/24/36个月，限制性股票授予价格为63.97元/股。要求22/ 22-23 /22-24年营业收入分别为260/626/1139亿元（对应22-24年260/366/513，同比增长41%/40%），净利润分别为18/48/98亿元（对应22-24年18/30/50，同比增长67%/67%），若各年度公司层面业绩考核条件达标，个人当年计划解除限售额度×公司层面解除限售比例×个人层面解除限售比例。
- ◆ **采取收入考核及利润考核模式，利润目标较高，充分激励员工，彰显管理层信心。**选取营业收入及利润作为公司层面业绩考核指标，对应22/ 22-23 /22-24年营业收入分别为260/626/1139亿元（对应22-24年260/366/513，同比增长41%/40%），净利润分别为18/48/98亿元（对应22-24年18/30/50，同比增长67%/67%），营业收入或净利润目标完成其一可满足解除限售条件。该股权激励净利润目标较高，具有一定挑战性，充分彰显管理层信心。
- ◆ **新增2022-2025年费用，2022年需摊销约1.38亿元。**假设公司22年4月底授予限制性股票，据公司测算，22-25年分别需分摊1.38/1.13/0.54/0.11元，将在经常性损益中列支。
- ◆ **技术优势持续领先，深度绑定国际头部电池企业，高质量持续增长。**公司高镍产品占比显著提升，且公司无钴单晶产品、多款7系产品、8系产品及9系产品均取得突破。公司与多位客户建立稳定合作关系。公司深度绑定LG、特斯拉、当升、厦钨等客户，且进入宁德供应链，我们预计22年公司出货量超30万吨，同比增70%。

表：激励对象获授的限制性股票分配情况

| 序号 | 姓名 | 国籍 | 职务 | 获授的限制性股票数量 (万股) | 占授予限制性股票总数的比例 | 占本激励计划公告日公司股本总额的比例 |
|------------------------|----------------|----|-----------|--------------------|---------------|--------------------|
| 1 | 陶昊 | 中国 | 董事、副总裁 | 3.88 | 1% | 0% |
| 2 | 廖恒星 | 中国 | 董事会秘书 | 3.78 | 1% | 0% |
| 3 | 朱宗元 | 中国 | 财务总监 | 3.38 | 1% | 0% |
| 4 | 李卫华 | 中国 | 核心技术人员 | 3.68 | 1% | 0% |
| 5 | 阎硕 | 中国 | 核心技术人员 | 3.68 | 1% | 0% |
| 6 | 尹桂珍 | 中国 | 核心技术人员 | 3.48 | 1% | 0% |
| 7 | 任永志 | 中国 | 核心技术人员 | 1.87 | 0% | 0% |
| 8 | KIM DONGHOAN | 韩国 | 经营中心 副总经理 | 2.625 | 0% | 0% |
| 9 | YOON HYENG BAE | 韩国 | 专家 | 0.4 | 0% | 0% |
| 10 | KANG HEE SAM | 韩国 | 专家 | 1.43 | 0% | 0% |
| 董事会认为需要激励的其他人员 (1103人) | | | | 456 | 75% | 0.8% |
| 预留部分 | | | | 121 | 20% | 0.2% |
| 合计 | | | | 605 | 100% | 1.0% |

表：公司股权激励对应业绩目标

| 解除限售期 | 对应考核年度 | 业绩考核目标 | | 公司层面解除限售比例 (X) |
|--------------------|--------|-------------------------------|--------------------------|---|
| | | 营业收入 (Am) | 净利润 (Bm) | |
| 首次授予的限制性股票第一个解除限售期 | 2022年 | 营业收入值达到260亿元 | 净利润值达到18亿元 | 各考核年度内营业收入 (A) 与净利润 (B) 实际完成值： 1.A≥Am或B≥Bm, X=100%； 2.A < Am且B < Bm, X=0%。 |
| 首次授予的限制性股票第二个解除限售期 | 2023年 | 2022-2023年两年的累计营业收入值达到626亿元 | 2022-2023年两年累计净利润值达到48亿元 | |
| 首次授予的限制性股票第三个解除限售期 | 2024年 | 2022-2024年三年的累计营业收入值达到1,139亿元 | 2022-2024年三年累计净利润值达到98亿元 | |

表：公司股权激励费用测算

| 首次授予的限制性股票数量 (万股) | 需摊销的总费用 (亿元) | 2022年 (亿元) | 2023年 (亿元) | 2024年 (亿元) | 2025年 (亿元) |
|-------------------|--------------|------------|------------|------------|------------|
| 484 | 3.16 | 1.38 | 1.13 | 0.54 | 0.11 |

科达利：产能扩张加速，锂电结构件龙头开启高增长

- ◆ **2021年归母净利润5.42亿元，同比增长203.19%，符合市场预期。** 2021年公司营收44.68亿元，同比增长125.06%；归母净利润5.42亿元，同比增长203.19%；扣非净利润5.15亿元，同比增长218.4%；**公司预计22Q1归母净利1.68-1.78亿元，同比大增92%-103%，环增0.6%-6.6%，符合市场预期。**扣非归母净利1.6-1.7亿元，同增98%-111%，环增0%-6.3%，符合市场预期。
- ◆ **下游需求旺盛，22年预计维持翻番以上增长。** 公司21年收入44.68元，同增125%，下游需求旺盛，收入增量主要来自宁德、国内二线电池、LG等。我们预计公司Q1收入15亿元，环比持平微增，同增94%；短期疫情影响物流，4月排产仍环比向上，Q2总体预计环比增长20%左右，全年收入有望预计90-100亿元，同比翻番以上增长。盈利方面，铝价上涨情况下，公司21年净利率维持12%，盈利抗压能力强，我们预计公司Q1净利率为11-12%，环比持平，同比提升1-2%，后续随着新产能进一步释放、设备稼动率提升和海外客户放量，预计全年盈利能力将进一步增强，预计有望超过12%。
- ◆ **公司生产基地紧随大客户前瞻布局，海外市场和大圆柱结构件是新看点，持续高成长明确。** 公司紧随全球和国内电池大客户前瞻布局产能，具有设备、原材料和良率的领先优势，在中高端市场优势非常明显，下半年欧洲三大基地开始逐步放量，且惠州三期、宜宾基地、宁德二期、溧阳二期产能陆续投放，公司目前产值规划近200亿元，远远领先竞争对手，同时大圆柱结构件已获国内外大客户定点，将成为明年新的增长点，未来今年持续高成长值得期待。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司22-24年归母净利润12.3/20.1/29亿元，同增128%/63%/45%，对应PE为24x/15x/10x，给予22年45xPE，目标价238.1元，维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**电动车销量不及预期，政策不及预期，竞争加剧。

表：科达利分季度业绩拆分情况（百万元）

| | 2021Q4 | 2021Q3 | 2021Q2 | 2021Q1 | 2020Q4 |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万) | 1,480.4 | 1,184.9 | 1,002.1 | 800.2 | 764.5 |
| -同比 | 93.66% | 122.18% | 156.35% | 169.95% | 44.21% |
| 毛利率 | 21.67% | 29.41% | 29.52% | 25.93% | 35.95% |
| 归母净利润(百万) | 167.1 | 156.0 | 131.0 | 87.5 | 80.3 |
| -同比 | 108.15% | 202.46% | 315.43% | 473.69% | -11.55% |
| 归母净利率 | 11.28% | 13.17% | 13.08% | 10.93% | 10.50% |
| 扣非归母净利润(百万) | 159.9 | 150.0 | 124.39 | 80.67 | 71.18 |
| -同比 | 124.68% | 200.76% | 342.49% | 541.42% | -18.06% |
| 扣非归母净利率 | 10.80% | 12.66% | 12.41% | 10.08% | 9.31% |

亿纬锂能：加码动力储能布局，再推员工持股计划

- ◆ **事件：**1) 子公司亿纬动力拟在荆门投建20gwh方形铁锂电池、48gwh动力储能电池项目（18+15+15gwh），总投资126亿。2) 发布第九期员工持股计划，资金规模上限1.8亿。3) 拟用自有资金1.5-3亿回购公司股票，回购价格不超过129元/股。
- ◆ **产能规划逐步落地，扩产提速。**公司已稳定供货戴姆勒、现代、小鹏，并获得宝马两个定点、欧洲戴姆勒定点、及新增国内某客户定点。公司此前公告在荆门将建设产能153gwh电池产业园，此次20+48gwh项目为此前的规划落地，其中20gwh为方形磷酸铁锂电池，48gwh为动力储能电池，我们预计建设周期1-2年，有望从2023H2开始逐步投产。此外，公司成都规划50gwh、惠州已建成10gwh软包、与林洋合资20gwh，合计产能规划近250gwh。
- ◆ **多技术布局，已获大客户绑定，2022-2023年出货量多点开花。**2021年动力储能电池预计出货12-13gwh，同比翻番；2022年预计出货27-30gwh，其中三元软包10gwh，+42%；铁锂电池17-20gwh，+300%，其中储能贡献8gwh增量，出货弹性大；2023年磷酸铁锂继续贡献贡献增长，且公司大圆柱20gwh产能释放，有望贡献10gwh出货量，同时公司10gwh三元方形达产，出货量有望达到55-60gwh，继续翻番增长。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**由于原料上涨，公司短期盈利承压，我们小幅下修公司业绩预期，我们预计2021-2023年归母净利润29.1/40.2/71亿元（原预测29.97/47.35/75.81亿元），同比增长76%/38%/77%，对应49/36/20xPE，给予2022年55xPE，目标价116.6元，维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**销量及盈利不及预期，原材料成本上涨，竞争加剧等。

表：亿纬锂能产能规划 (GWh)

| 电池企业 | 持股 | 基地 | 规划产能 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | | |
|------|----|-------------|------|--------|-------|-------|-------|-------|-----|-----|
| 亿纬锂能 | 独资 | 惠州：软包三元 | 10 | 10 | 10 | 10 | 10 | 10 | | |
| | | 惠州：软包三元2期 | 10 | | | 10 | 10 | 10 | | |
| | | 惠州：铁锂一期 | 4 | | 4 | 4 | 4 | 4 | | |
| | | 惠州：铁锂二期（暂定） | 16 | | 16 | 16 | 16 | 16 | | |
| | | 荆门：方形三元 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | | | |
| | | 荆门：方形三元（宝马） | 10 | 10 | 10 | 10 | 10 | | | |
| | | 荆门：铁锂一区 | 3 | 6 | 6 | 6 | 6 | | | |
| | | 荆门：铁锂二区 | 15 | 15 | 15 | 15 | 15 | | | |
| | | 荆门：铁锂三区 | 20 | | 20 | 20 | 20 | | | |
| | | 荆门：铁锂四区 | 20 | | 10 | 20 | 20 | | | |
| | | 荆门：铁锂（新增） | 15 | | | 15 | 15 | | | |
| | | 荆门：铁锂（新增） | 16 | | | | 8 | 8 | | |
| | | 荆门：三元（新增） | 15 | | | 15 | 15 | | | |
| | | 荆门：大圆柱三元 | 20 | | 6 | 18 | 36 | 50 | | |
| | | 成都基地 | 50 | | | | 20 | 50 | | |
| | | | | 合计 | 225 | 43 | 99 | 161 | 207 | 251 |
| | | 合资 | | 铁锂（林洋） | 10 | | | 5 | 10 | 10 |
| 软包 | 27 | | | 10 | 27 | 27 | 27 | 27 | | |
| | | 合计 | 262 | 53 | 126 | 193 | 244 | 288 | | |

- ◆ **2021 年归母净利润 30.45 亿元，同比降 28.08%，略低于市场预期。** 2021 年公司营收 2161.42 亿元，同比增长 38.02%；归母净利润 30.45 亿元，同比下降 28.08%；扣非净利润 12.55 亿元，同比下降 57.53%；**公司预计 2022 年第一季度归母净利润 6.5-9.5 亿元，同比增长 174%-300%，环比增长 8%-58%。** 业绩中值为 8 亿元，同比增长 237.55%，环比增长 32.89%，业绩超市场预期。其中汽车业务量利齐升，手机部件及组装业务受需求疲软影响，产能利用率偏低，我们预计盈利短期承压。
- ◆ **销量强势增长，全年销量高增可期。** 2021 年公司汽车收入 1125 亿元，同比增长 33.9%；毛利率 17.39%，同比下降 7.8pct，主要由于原材料成本上涨影响盈利水平。2021 年比亚迪新能源汽车全年销量 60 万辆，同比大增 218%。Q1 比亚迪销电动车 28.49 万辆，同比增长 423%，环比增长 7.8%，创历史新高，我们预计 2022 年比亚迪电动车销量 150 万辆+，同比增长 155%+。
- ◆ **二次提价传导成本压力，销量高增对冲部分成本上涨。** 2022 年初以来，比亚迪部分车型 2 月初期上调售价，涨幅在 3000-5000 元，3 月中旬开启二次提价，涨幅在 4000-11000 元，传导一定的成本压力。同时，公司电动车销量高增所形成的高产能利用率带动盈利大幅改善，一定程度上对冲上游原材料涨价所带来的盈利压力。
- ◆ **全年电池装机同比高增，22 年储能弹性大，出货有望翻番增长。** 2021 年比亚迪电池动力及储能装机合计 37.92GWh，同增 321%，2022Q1 装机合计 14.73GWh，环比持平微增。我们预计 2022 年公司储能出货 8-10GWh，同比翻倍，动力电池出货翻倍增长至 60gwh+，储能+动力电池（自用及外供）总出货量接近 80GWh，同比翻番以上增长。
- ◆ **盈利预测与投资评级：** 考虑公司销量创新高，盈利显著改善，我们维持 2022-2024 年归母净利润 63.82/111.46/185.05 亿元的预期，同比增长 109.58%/74.65%/66.02%，对应 109/62/38xPE，维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示：** 电动车销量不及市场预期、原材料价格波动、竞争加剧等。

表：比亚迪分季度业绩拆分情况（百万元）

| | 2021Q4 | 2021Q3 | 2021Q2 | 2021Q1 |
|-------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万) | 70,950.0 | 54,307.0 | 49,893.5 | 40,991.9 |
| -同比 | 37.57% | 21.98% | 22.21% | 108.31% |
| 毛利率 | 13.12% | 13.33% | 12.90% | 12.60% |
| 归母净利润(百万) | 602.1 | 1,269.5 | 936.2 | 237.4 |
| -同比 | -26.64% | -27.50% | -39.59% | 110.73% |
| 归母净利率 | 0.85% | 2.34% | 1.88% | 0.58% |
| 扣非归母净利润(百万) | 368.2 | 517.7 | 450.32 | -81.65 |
| -同比 | -20.09% | -67.17% | -67.55% | -82.69% |
| 扣非归母净利率 | 0.52% | 0.95% | 0.90% | -0.20% |

蔚来：Q4营收同比增长，高端车型持续放量

- ◆ **2021Q4营收同比增长49%，毛利率同比基本持平。**蔚来2021Q4营收99.01亿元人民币，同比大幅增长49%，毛利率17%，同比基本持平，环比下降3pct，主要是由于2021Q3汽车监管信贷销售的增加贡献了较高的毛利率；净亏损21.43亿元人民币，同比增加54%，环比增加157%。2021Q4归母净亏损为21.79亿元人民币，同比增长46%，环比收窄24%。Q4股权激励费用为3.967亿元人民币，同比增加559%，环比增加49.4%，主要是由于公司获得了额外的期权和限制性股票。
- ◆ **分业务来看**，其中汽车销售业务2021Q4收入92.15亿元，同比增长49%，毛利率21%，同比提升3.7pct，主要受益于汽车平均售价的提高以及75千瓦时LFP/NCM混合动力电池带来的成本优化。其他业务收入6.85亿元，同比提升47%，环比下滑41%，主要是由于2021Q3汽车监管信贷销售的增加贡献了更高的其他业务收入。
- ◆ **高端车型放量盈利强劲，未来目标毛利率25%。**蔚来2021Q4共交付25034辆，同比增长44%，环比增长2pct，符合市场预期。其中，ES8 2021Q4销量5683辆，同比增长17%，环比增长5%，占比23%；ES6 2021Q4销量12180辆，同比增长61%，环比增长8%，占比49%；EC6 2021Q4销7171辆，环比下滑7%，占比29%。其中ES6为Q主要增量车型，销量占比由2021Q3的46%上升至2021Q4的49%。随着上游原材料成本上升及销量增长摊销成本，毛利率或有所提高。蔚来电话会议表示，随着蔚来NT2.0技术平台新产品的推出，预计2022年汽车销售毛利率将达到18%-20%，长期将做到25%左右。
- ◆ **风险提示：**电动车销量不及市场预期、竞争加剧。

表：蔚来分季度业务收入和毛利率情况（亿元）

| 单位：亿元人民币 | 2019Q1 | 2019Q2 | 2019Q3 | 2019Q4 | 2020Q1 | 2020Q2 | 2020Q3 | 2020Q4 | 2021Q1 | 2021Q2 | 2021Q3 | 2021Q4 |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 16.89 | 15.46 | 18.30 | 28.27 | 13.74 | 36.79 | 45.26 | 66.41 | 79.82 | 84.48 | 98.05 | 99.01 |
| 营业成本 | 18.50 | 20.13 | 20.58 | 31.02 | 15.41 | 33.70 | 39.40 | 54.99 | 64.28 | 67.74 | 78.12 | 82.01 |
| 汽车销售收入 | 15.90 | 14.50 | 17.27 | 26.63 | 12.57 | 34.49 | 42.67 | 61.74 | 74.06 | 79.12 | 86.37 | 92.15 |
| -汽车收入占比 | 94% | 94% | 94% | 94% | 92% | 94% | 94% | 93% | 93% | 94% | 88% | 93% |
| 其他收入 | 0.99 | 0.96 | 1.03 | 1.63 | 1.17 | 2.30 | 2.59 | 4.67 | 5.77 | 5.36 | 11.68 | 6.85 |
| -其他收入占比 | 6% | 6% | 6% | 6% | 8% | 6% | 6% | 7% | 7% | 6% | 12% | 7% |
| 汽车销售成本 | 17.04 | 17.99 | 18.44 | 28.23 | 13.51 | 31.15 | 36.49 | 51.12 | 58.39 | 63.08 | 70.78 | 72.92 |
| 其他成本 | 1.46 | 2.14 | 2.14 | 2.79 | 1.91 | 2.54 | 2.91 | 3.87 | 5.89 | 5.66 | 7.34 | 9.10 |
| 汽车毛利 | -1.14 | -3.49 | -1.17 | -1.60 | -0.93 | 3.34 | 6.19 | 10.62 | 15.67 | 16.04 | 15.59 | 19.24 |
| -汽车毛利率 | -7% | -24% | -7% | -6% | -7% | 10% | 15% | 17% | 17% | 20% | 18% | 21% |
| 其他业务毛利 | -0.47 | -1.18 | -1.11 | -1.16 | -0.74 | -0.24 | -0.32 | 0.80 | -0.12 | -0.30 | 4.34 | -2.24 |
| -其他业务毛利率 | -47% | -122% | -108% | -71% | -63% | -10% | -12% | 17% | -2% | -6% | 37% | -33% |
| 毛利率 | -13% | -33% | -12% | -9% | -12% | 8% | 13% | 17% | 20% | 19% | 20% | 17% |
| 同比 | | 299pct | -4pct | -9pct | 1pct | 42pct | 25pct | 26pct | 32pct | 10pct | 7pct | 0pct |
| 环比 | -14pct | -20pct | 21pct | 3pct | -3pct | 21pct | 4pct | 4pct | 2pct | -1pct | 2pct | -3pct |

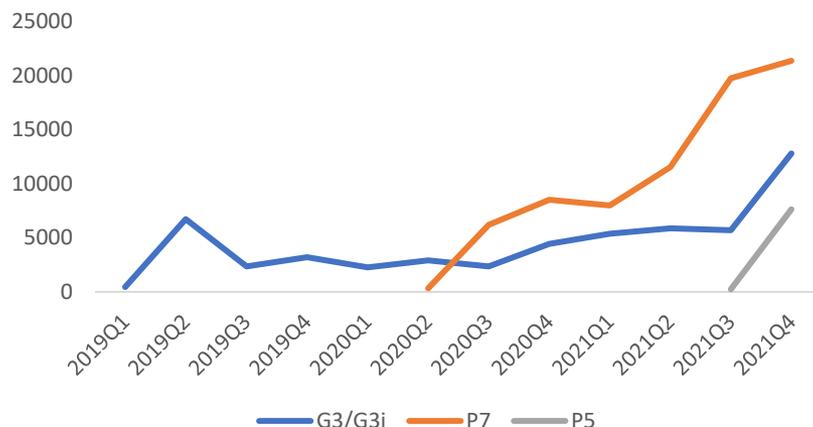
小鹏汽车：21Q4营收高速增长，汽车交付创新高

- ◆ **2021年Q4营收同比大增200%，全年毛利率同比大幅提升。**小鹏2021Q4营收88.6亿元，同比大幅提升200%；毛利率为12%，环比下滑2.4pct，净亏损12.87亿元，同比扩大63%，环比收窄19%。分业务看，汽车销售业务21Q4收入81.87亿元，同比增长199%，毛利率10.9%，环比下滑2.7pct；整车快速上量拉动零部件及配套服务，服务及其他收入3.69亿元，同比增长218%，毛利率35.5%，环比上升5.4pct。全年来看，小鹏2021年营业收入209.9亿元，同比+259%，毛利率12.5%，同比+7.9pct，净亏损48.63亿元，同比扩大78%。其中，2021年汽车销售业务200.4亿元，同比+261%，毛利率11.5%，同比+8pct，服务及其他收入9.5亿元，同比+218%，毛利率33.1%，同比+9pct。
- ◆ **2021Q4汽车交付创新高，2022年汽车销量有望继续升高。**小鹏2021Q4交付量创新高，共交付41751辆车，同比增长222%，环比增长63%，超此前指引上限。其中P7交付量达21342万辆，同比大增150%，环比增8%，销量占比51%。全年看，小鹏2021年交付量达98155辆，同比大增263%，其中P7交付量达60569辆，同比+302%，G3/G3i交付29721辆，P5交付7856辆。2022Q1小鹏交付约3.5万辆，同比+159%，我们预计全年有望进一步超预期。
- ◆ **新车型发布，打开销量增长空间。**公司对于几款核心产品在2022年销量充满信心。P7在2021年度交付超6万台，同比+302%，在纯电销量中排名第三，是智能化标杆车型，随着产能提高，公司预计会实现单月销量破1万的目标。P5在2021Q4交付，单季度交付近8000台，公司预计P5销量将持续爬坡，如果供应链问题缓解，P5销量公司预计追赶P7。公司旗舰SUV G9样车已经下线，预计于2022Q3正式发售，代表了小鹏坚持核心硬件、技术自主的最高水平，其产品力大幅领先市场，公司有信心将其打造为智能纯电中大型SUV爆款。另外，公司计划于2023年推出两个全新平台首款汽车，包含1款C级车和1款B级车。我们预计公司销量持续维持高增。
- ◆ **风险提示：**电动车销量不及市场预期、竞争加剧。

表：小鹏汽车分季度业务收入和毛利率情况 (亿元)

| | 2020H1 | 2020Q3 | 2020Q4 | 2020A | 2021Q1 | 2021Q2 | 2021Q3 | 2021Q4 | 2021A | |
|-------------|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 汽车销售 | 收入 (亿) | 9.13 | 18.98 | 27.35 | 55.47 | 28.10 | 35.84 | 54.60 | 81.87 | 200.42 |
| | -同比 | -24% | 376% | 376% | 156% | 655% | 562% | 188% | 199% | 261% |
| | 收入占比 | 91% | 95% | 96% | 95% | 95% | 95% | 95% | 96% | 95% |
| | 成本 (亿) | 9.63 | 18.37 | 25.49 | 53.53 | 25.27 | 31.90 | 47.18 | 72.95 | 177.33 |
| | 毛利率 | -5.5% | 3.2% | 6.8% | 3.5% | 10.1% | 11.0% | 13.6% | 10.9% | 11.5% |
| | 毛利 (亿) | -0.50 | 0.61 | 1.86 | 1.94 | 2.84 | 3.94 | 7.43 | 8.92 | 23.09 |
| | 销量合计 (辆) | 5,499 | 8,578 | 12,964 | 27,041 | 13,340 | 17,398 | 25,666 | 41,751 | 98,155 |
| | P7交付量 (辆) | 325 | 6,210 | 8,527 | 15,062 | 7,974 | 11,522 | 19,731 | 21,342 | 60,569 |
| | P5交付量 (辆) | | | | | | | 244 | 7,621 | 7,856 |
| | G3/G3i交付量 (辆) | 5,174 | 2,368 | 4,437 | 11,979 | 5,366 | 5,876 | 5,691 | 12,788 | 29,721 |
| 平均毛利 (万元/辆) | (0.91) | 0.71 | 1.43 | 0.72 | 2.13 | 2.27 | 2.89 | 2.14 | 2.35 | |
| 平均成本 (万元/辆) | 17.51 | 21.41 | 19.67 | 19.79 | 18.94 | 18.34 | 18.38 | 17.47 | 18.07 | |
| 服务及其他收入 | 收入 (亿) | 0.90 | 0.92 | 1.16 | 2.98 | 1.41 | 1.77 | 2.598 | 3.688 | 9.462 |
| | -同比 | 164% | 81% | 79% | 98% | 295% | 256% | 182% | 218% | 218% |
| | 收入占比 | 9% | 5% | 4% | 5% | 5% | 5% | 5% | 4% | 5% |
| | 成本 (亿) | 0.76 | 0.62 | 0.91 | 2.26 | 0.95 | 1.21 | 1.82 | 2.38 | 6.33 |
| | 毛利 (亿) | 0.14 | 0.30 | 0.25 | 0.72 | 0.45 | 0.56 | 0.78 | 1.31 | 3.14 |
| 毛利率 | 15.4% | 32.9% | 21.2% | 24.1% | 32.2% | 31.5% | 30.1% | 35.5% | 33.1% | |
| 合计 | 收入 (亿) | 10.03 | 19.90 | 28.51 | 58.44 | 29.51 | 37.61 | 57.20 | 85.56 | 209.88 |
| | -同比 | -19% | 343% | 287% | 152% | 616% | 537% | 187% | 200% | 259% |
| | 成本 (亿) | 10.39 | 18.99 | 26.41 | 55.78 | 26.21 | 33.13 | 48.99 | 75.33 | 183.66 |
| | 毛利 (亿) | (0.36) | 0.92 | 2.11 | 2.66 | 3.30 | 4.49 | 8.21 | 10.23 | 26.23 |
| 毛利率 | -3.6% | 4.6% | 7.4% | 4.6% | 11.2% | 11.9% | 14.4% | 12.0% | 12.5% | |

图：小鹏汽车分季度交付情况 (辆)



- ◆ **疫情影响下，特斯拉Q1销量仍超市场预期，上海工厂正式复工复产，德国工厂开启交付。** 特斯拉Q1交付31万辆，同比大增73%，环比微增，创历史新高，其中Model 3 和 Y 的交付量为29.5万辆，而 Model S 和 X 的交付量为1.47万辆，超市场预期。据外媒报道，特斯拉3月16-17日停产两日，随后受上海疫情影响，特斯拉自3月28日起停产，且原定于4月2日的复工时间推迟，我们测算特斯拉3月生产受影响4-6天，预计影响产量1万辆左右，4月19日特斯拉上海工厂正式复工复产，疫情影响有限。此外特斯拉已于 3 月 22 日正式启用柏林超级工厂，并已完成首批 Model Y 交付。
- ◆ **风险提示：**电动车销量不及市场预期、竞争加剧。

表：特斯拉分季度产销情况（辆）

| 销量：辆 | 2021Q1 | 2021Q2 | 2021Q3 | 2021Q4 | 2022Q1 | 2021年 |
|-------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Model3/Y | 182,847 | 199,409 | 232,102 | 296,850 | 295,324 | 911,208 |
| -环比 | 13.1% | 9.1% | 16.4% | 27.9% | -0.5% | - |
| -同比 | 140.0% | 149.1% | 86.7% | 83.6% | 89.0% | 106.0% |
| Model S/X | 2,030 | 1,895 | 9,289 | 11,750 | 14,724 | 24,964 |
| -环比 | -89.3% | -6.7% | 390.2% | 26.5% | 25.3% | - |
| -同比 | -83.4% | -82.1% | -39.2% | -38.0% | -35.4% | -56.2% |
| 销量总计 | 184,877 | 201,304 | 241,391 | 308,600 | 310,048 | 936,172 |
| 总销量环比 | 2.3% | 8.9% | 19.9% | 27.8% | 0.5% | - |
| 总销量同比 | 109.1% | 122.1% | 72.9% | 70.8% | 73.2% | 87.5% |
| | | | | | | |
| 产量：辆 | 2021Q1 | 2021Q2 | 2021Q3 | 2021Q4 | 2022Q1 | 2021年 |
| Model3/Y | 180,338 | 204,081 | 228,882 | 292,731 | 291,189 | 906,032 |
| -环比 | 10.2% | 13.2% | 12.2% | 27.9% | -0.5% | - |
| -同比 | 106.6% | 168.7% | 78.8% | 78.9% | 78.4% | 99.1% |
| Model S/X | 0 | 2,340 | 8,941 | 13,109 | 14,218 | 24,390 |
| -环比 | -100.0% | -- | 282.1% | 46.6% | 8.5% | - |
| -同比 | -100.0% | -63.0% | -47.4% | -18.6% | -34.5% | -55.5% |
| 产量总计 | 180,338 | 206,421 | 237,823 | 305,840 | 305,407 | 930,422 |
| 总产量环比 | 0.3% | 14.5% | 15.2% | 28.6% | -0.1% | - |
| 总产量同比 | 75.6% | 150.8% | 64.0% | 70.1% | 65.1% | 82.5% |

LG新能源：Q1业绩符合预期，22年平稳增长

- ◆ **22年Q1业绩符合预期：**公司预计22年Q1实现营收263亿元(165:1换算)，同比+2.1%，环比-2.2%，营业利润15.7亿元，同比-24.1%，环比+242%，营业利润率5.96%，符合市场预期。
- ◆ **装机份额下滑，22年目标增长平稳：**公司22年1-2月装机量达7.4GWh，同增37%，份额13.8%，位居全球第二，下降6.9pct，份额收到宁德、sk等挤压。公司预计22年收入将达到1164亿元，同比增长8%，若扣除21年一次性收入影响，预计收入增长14%。我们预计LG22年产品结构将分化，增量更多来自给配套特斯拉的21700圆柱电池及在美国市场配套通用的软包电池。
- ◆ **22年产能建设提速，资本开支加大：**21年产能共计155GWh，其中欧洲70GWh、中国62GWh、韩国18GWh、美国5GWh，计划25年实现产能450GWh。公司预计全球芯片短缺将在下半年缓解，并计划稳步扩大其制造能力，22年投入382亿元的资本支出，同增58%。同时，公司加大在美产能扩产，与通用合资企业Ultium在23年下半年量产，24年达到40GWh，25年达到80GWh。
- ◆ **风险提示：**电动车销量不及市场预期、竞争加剧。

表：LG新能源分季度经营情况（亿元）

| | 1Q20 | 2Q20 | 3Q20 | 4Q20 | 1Q21 | 2Q21 | 3Q21 | 4Q21 | 1Q22E |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营收 | 135.19 | 168.79 | 187.98 | 247.77 | 254.35 | 247.47 | 240.77 | 265.41 | 263.00 |
| 同比 | 37.0% | 40.5% | 42.3% | 67.0% | 88.1% | 46.6% | 28.1% | 7.1% | 2.1% |
| 经营性利润 | -3.11 | 9.33 | 10.10 | -26.25 | 20.39 | 14.95 | 15.01 | 4.54 | 15.70 |
| 同比 | -64.9% | 221.9% | 138.0% | -75.6% | 755.8% | 60.3% | 48.5% | n.a. | -24.1% |
| 利润率 | -2.3% | 5.5% | 5.4% | -10.6% | 8.0% | 6.0% | 6.2% | 1.7% | 6.0% |

5、投资建议与风险提示

◆ **投资建议：电动车核心公司Q1业绩亮眼，估值已回落至底部，22年高景气度延续，龙头预计80-100%高增，继续全面看多电动车龙头，第一条主线看好22年盈利修复的电池环节，长期格局好，叠加储能加持，龙头宁德时代、亿纬锂能、比亚迪，关注欣旺达、蔚蓝锂芯，第二条主线：电池技术升级高镍三元（容百科技、当升科技、华友钴业中伟股份）、结构件（科达利）、锰铁锂（德方纳米）、添加剂（天奈科技）；第三条为持续紧缺的龙头：隔膜（恩捷股份、星源材质）、负极（璞泰来，关注贝特瑞、中科电气、杉杉股份）、电解液（天赐材料、新宙邦）、铜箔（嘉元科技、诺德股份）；第四条：锂紧缺和价格超预期，建议关注赣锋锂业、天齐锂业、永兴材料、融捷股份、盐湖股份、西藏矿业、天华超净等。**

表 相关公司估值表（截至2022年4月21日股价）

| 细分环节 | 名称 | 市值 (亿元) | 总股本 (亿股) | 归母净利润 (亿元) | | | | | PE | | | | | 评级 |
|------|------|------------|-------------|------------|---------|--------|--------|--------|-------|---------|-------|-------|-------|-----|
| | | | | 2020A | 2021A/E | 2022E | 2023E | 2024E | 2020A | 2021A/E | 2022E | 2023E | 2024E | |
| 电池 | 宁德时代 | 9,487 | 23.31 | 55.83 | 151.97 | 301.62 | 463.10 | | 170 | 62 | 31 | 20 | | 买入 |
| | 亿纬锂能 | 1,284 | 18.99 | 16.52 | 29.05 | 40.18 | 71.01 | | 78 | 44 | 32 | 18 | | 买入 |
| | 欣旺达 | 389 | 17.19 | 8.02 | 9.16 | 15.71 | 24.13 | 31.98 | 48 | 42 | 25 | 16 | 12 | 未评级 |
| | 比亚迪 | 6,522 | 29.11 | 42.34 | 30.45 | 63.82 | 111.46 | 185.05 | 166 | 231 | 110 | 63 | 38 | 买入 |
| 上游资源 | 天齐锂业 | 1,050 | 14.77 | -18.34 | 19.48 | 76.50 | 95.13 | | -57 | 54 | 14 | 11 | | 未评级 |
| | 华友钴业 | 960 | 12.21 | 11.65 | 40.04 | 57.12 | 75.36 | | 82 | 24 | 17 | 13 | | 买入 |
| | 赣锋锂业 | 1,483 | 14.37 | 10.25 | 52.28 | 105.73 | 134.20 | 191.03 | 154 | 30 | 15 | 12 | 8 | 未评级 |
| 电解液 | 新宙邦 | 289 | 4.12 | 5.18 | 13.07 | 19.86 | 26.37 | 37.38 | 56 | 22 | 15 | 11 | 8 | 买入 |
| | 天赐材料 | 760 | 9.63 | 5.33 | 22.08 | 55.96 | 72.87 | 95.72 | 143 | 34 | 14 | 10 | 8 | 买入 |
| 隔膜 | 星源材质 | 222 | 11.55 | 1.21 | 2.83 | 7.02 | 10.87 | 15.30 | 274 | 117 | 47 | 31 | 22 | 买入 |
| | 恩捷股份 | 1,678 | 8.92 | 11.16 | 27.18 | 50.11 | 71.42 | 96.76 | 150 | 62 | 33 | 23 | 17 | 买入 |
| 正极 | 中伟股份 | 522 | 6.06 | 4.20 | 9.39 | 18.59 | 30.80 | 43.21 | 124 | 56 | 28 | 17 | 12 | 买入 |
| | 德方纳米 | 417 | 0.89 | -0.28 | 8.01 | 20.19 | 25.59 | 33.29 | -1467 | 52 | 21 | 16 | 13 | 买入 |
| | 容百科技 | 445 | 4.48 | 2.13 | 9.11 | 20.04 | 30.38 | 42.56 | 209 | 49 | 22 | 15 | 10 | 买入 |
| | 当升科技 | 352 | 5.07 | 3.85 | 10.30 | 16.78 | 23.00 | 30.59 | 91 | 34 | 21 | 15 | 11 | 买入 |
| 负极 | 璞泰来 | 862 | 6.94 | 6.68 | 17.49 | 31.07 | 45.10 | 63.55 | 129 | 49 | 28 | 19 | 14 | 买入 |
| 结构件 | 科达利 | 284 | 2.33 | 1.79 | 5.51 | 12.33 | 20.07 | 29.02 | 159 | 51 | 23 | 14 | 10 | 买入 |
| 铜箔 | 嘉元科技 | 176 | 2.34 | 1.86 | 1.86 | 10.94 | 18.91 | 29.02 | 94 | 94 | 16 | 9 | 6 | 未评级 |
| 导电剂 | 天奈科技 | 273 | 2.32 | 1.07 | 2.96 | 6.73 | 10.86 | 16.85 | 254 | 92 | 41 | 25 | 16 | 买入 |

- **价格竞争超市场预期：**18年至今新能源汽车市场迅速发展，市场竞争日趋激烈。动力电池作为新能源汽车核心部件之一，吸引众多投资者通过产业转型、收购兼并等方式参与市场竞争，各大厂商产能扩大迅速，市场竞争十分激烈，市场平均价格逐年走低，压缩了公司的盈利水平。
- **原材料价格不稳定，影响利润空间：**原材料成本在整体成本中占比较高，原材料价格波动将会直接影响各板块的毛利水平。
- **投资增速下滑：**各板块投资开始逐渐放缓，对行业发展和核心技术的突破有直接影响。
- **疫情影响：**疫情影响海外需求不稳定因素。

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园