

证券研究报告

2022年10月29日

行业报告 | 行业深度研究

# 电动车·论β：当前时点，我们如何定义电车的估值？

作者：

分析师 孙潇雅 SAC执业证书编号：S1110520080009



天风证券

[综合金融服务专家]

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

# 摘要

**当前时点，市场对电车的分歧不是个股基本面，而是行业 $\beta$ 。**7月后，电动车板块一路向下，电车指数（以中证新能源汽车指数为例）22Q3（7.1-9.30）跌幅25%，据风光储榜首。我们认为**电车大幅跑输风光储简单说是担心销量，进入22Q4，市场对22年销量基本无分歧，对Q3/Q4业绩也不担心，但分歧在23年销量**：1）**悲观者：担心销量不好杀估值。**预期23年电动车销量国内（乘联会零售口径）800万辆（复刻今年欧洲，增速骤降；而实际中欧不一样，后面论述）+欧洲250+美国200=1250万辆，同比增速29%，增速从22年的64%降至23年的29%，故7月以来板块提前杀估值。2）**乐观者：担心销量太好渗透率见顶杀估值。**看好国内供给创造需求，认为23年国内销量（乘联会零售口径）可达900万辆，但开始担心二阶导，认为明年渗透率见顶，也提前杀板块估值。我们认为担心销量的背后，本质是不知如何定义增速、渗透率和估值的关系，本文拟回答这个问题。

**成长股估值是二阶导，反映的是预期，而不是当期基本面，当前时间点板块估值回落到历史底部区间。**从中证新能源汽车指数分位数看，目前锂电板块估值在历史（15年至今）10%分位出头，处于历史底部水平。细分子板块来看，根据wind一致预期，23年锂电公司平均估值19X。其中，主材公司（15X左右）、新材料（20X出头），电池估值12-25X左右，零部件25X左右，整车比亚迪28X。与此同时，根据wind一致预期，23年板块公司平均业绩增速59%。

## **展望明年，板块销量、增速、渗透率究竟如何？**

根据中欧美三地需求分析，我们预计23年全球新能源车销量达1390万辆，渗透率18%，装机需求693GWh，同比增长42%。预计23年全球锂电装机需求在993GWh，同比增长46%，后续动力电池需求增速放缓，但储能依旧保持高增，预计25年全球锂电池装机需求达1700GWh，22-25年复合增速36%。

✓ **中国：优质供给是第一驱动力。**预计22、23年新能源车零售销量630、900万辆，渗透率分别为27%、41%。国内市场逐渐摆脱政策驱动，转为供给驱动，我们认为无需过度担忧补贴退坡的短暂影响，关注各车企供应链能力增强下的产能提升与替代合资带来的增量空间。我们预计明年较今年增量270万辆主要来自于特斯拉、比亚迪产能提升带来的订单转化；新势力新品周期与中高端市场国产替代；传统车企转型战略下高性价比纯电与插混替代合资。我们认为不应忽视车企对销量的重视程度，对特斯拉、比亚迪而言，销量是通往规模效应、释放盈利弹性的关键，对造车新势力而言，销量更关乎现金流与生存，重要性不言而喻。

- ✓ **欧洲：关注车型结构改善，BEV占比提升。**预计22、23年新能源车销量240、270万辆，渗透率分别为22%、24%。我们认为22年欧洲销量连续几个月增长乏力更多是供给问题而不是需求，BEV占比持续提升改善结构，明年好于市场预期的概率反而大。
- ✓ **美国：补贴政策落地，电动化趋势加速。**预计22、23年新能源车销量100、200万辆，渗透率分别为7%、13%。基于《通胀削减法案》补贴政策落地与特斯拉以外的车型新品放量，明年销量高增确定性较强。

## 当板块失去销量、增速、渗透率和估值的锚，我们如何定义板块估值？

我们通过两层类比去探讨锂电板块合理估值，一层是行业层面类似智能手机和电动车渗透率走势，另一层是类比消费电子龙头（歌尔股份）和锂电龙头公司（宁德时代）估值走势，在充分考虑歌尔和宁德不同优势下，我们认为宁德时代23年合理估值在30-40X。

- ✓ **从渗透率走势看，23年的电动车类似11年的智能手机，参考12-15年的智能手机进入第二轮成长期，我们认为电动车渗透率并没有见顶。**根据我们的预测，23年全球/国内新能源车渗透率在18%/41%，市场担心见顶，但对标消费电子发现2011年全球智能手机在29%渗透率下，12-15年仍然在快速提升，进入第二轮成长期。
- ✓ **从产业链龙头公司看，11年的歌尔股份估值在30-40X，考虑歌尔和宁德的不同优势，我们认为23年的宁德时代合理估值在30-40X。**11年的歌尔除了受益于智能手机渗透率提升外，还有初进苹果，跟随苹果市占率提升的优势（12年手机全球市占率在18.7%，同比提升12.7pct），而当前的宁德的优势在于：1）在供应链地位明显高于歌尔（歌尔随后逐步沦为苹果代工厂，宁德可通过技术+订单扶持甚至有可能让中游锂电材料成为自己代工厂）；2）往上游锂、镍布局，一体化可增厚利润；3）宁德是锂电行业技术迭代领军者，材料体系下的锰铁锂、钠电，结构体系的CTP、麒麟电池均走在前列，有望获得估值溢价；4）储能业务带来天然第二增长极，目前宁德在全球储能电池出货排名第一，22Q3储能电池出货占比电池总出货20%左右，弹性可观。

**风险提示：新能源车销量不及预期、政策变化超预期、疫情反复影响超预期、供应链短缺超预期，测算有一定主观性**

# 1、为什么7月以后，电动车板块大幅跑输风光储？

对销量预期的悲观，提前杀板块估值；其背后是失去了板块销量、渗透率和估值的锚

# 今年7月以来，电动车指数大幅跑输风光储

□ 我们对电车、光伏、风电、储能分别选择中证新能源汽车、光伏指数、中信风电、万得储能概念。

□ 20年至今，风光储电表现如下：1) 20年度：电车表现最佳，收益率102%，远超风光储；2) 21年度：风光储电收益率在40-65%之间，光伏较高在62%。3) 22年Q1-3：电车为-25%，明显跑输光伏-9%，储能-11%。4) 20年至今：电车在116%，低于光储160%/147%。

表：20年至今四大板块指数收益率（红色是表现最好，蓝色是最差）

收益率	新能源车指数	光伏指数	风电指数	储能指数
代码	399976	884045.WI	C1005284	884790.WI
20年度	102%	76%	41%	81%
21年度	42%	62%	46%	52%
22年Q3	-25%	-6%	-19%	-7%
22年Q1-3	-25%	-9%	-25%	-11%
20年至22Q3	116%	160%	55%	147%

图：风光锂电指数20年至今走势(2020.1.1-2022.9.30)



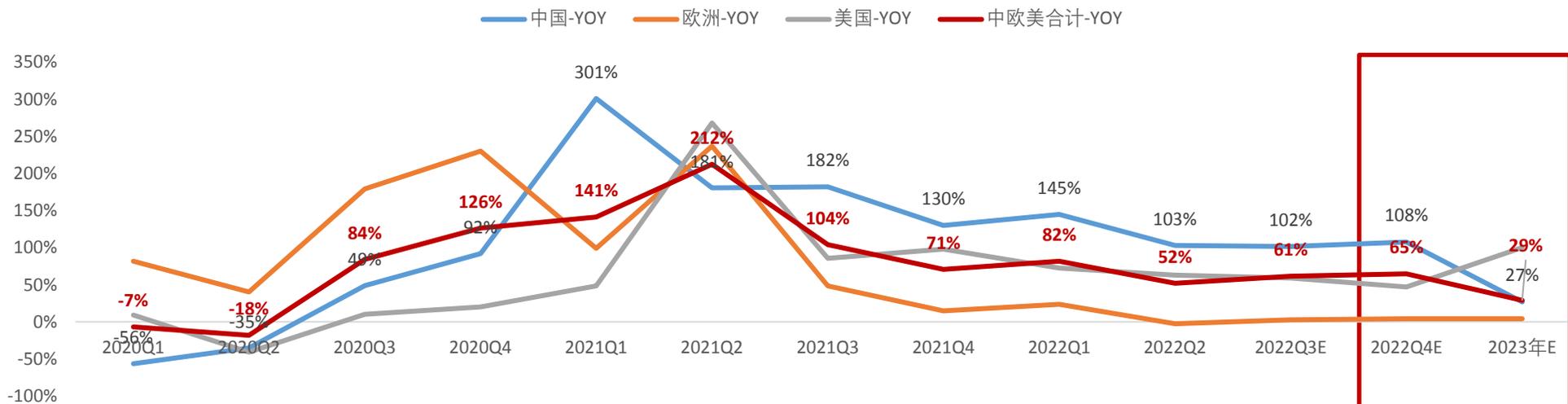
# 市场在担心什么？销量悲观者担心明年销量增速骤降

□ 进入22Q4，市场对22年销量基本无分歧，对Q3/Q4业绩也不担心，**但分歧在23年**。悲观预期下认为明年电动车销量国内（乘联会零售口径）800（复刻今年欧洲，增速骤降；而实际中欧不一样，后面论述）+欧洲250+美国200=1250万辆，同比增速29%，增速从22年的64%降至23年的29%，故7月以来板块提前杀估值。

表：中欧美乘用车销量（万辆）

销量（万辆）	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3E	2022Q4E	2020年	2021年	2022年E	2023年E悲观预期	2023年E乐观预期
中国	11	21	29	51	44	58	81	117	107	117	163	243	111	299	630	800	900
YOY	-56%	-35%	49%	92%	301%	181%	182%	130%	145%	103%	102%	108%	8%	169%	111%	27%	43%
欧洲	23	17	37	60	45	57	55	68	56	56	56	71	136	226	240	250	270
YOY	82%	40%	179%	230%	99%	237%	48%	15%	24%	-2%	3%	4%	144%	66%	6%	4%	13%
美国	8.4	4.3	8.7	11.0	12.5	15.7	16.2	21.7	21.5	25.7	25.9	27.0	32.4	66	100	200	200
YOY	9%	-41%	10%	20%	48%	268%	86%	98%	72%	63%	59%	24%	1%	104%	51%	100%	100%
合计	42	42	74	121	102	131	152	207	185	199	245	341	280	592	970	1250	1370
YOY	-7%	-18%	84%	126%	141%	212%	104%	71%	82%	52%	61%	65%	47%	111%	64%	29%	41%

图：中欧美20Q1-23年E（23年E按照悲观预期）同比增速（%）



# 市场在担心什么？销量乐观者担心明年渗透率见顶

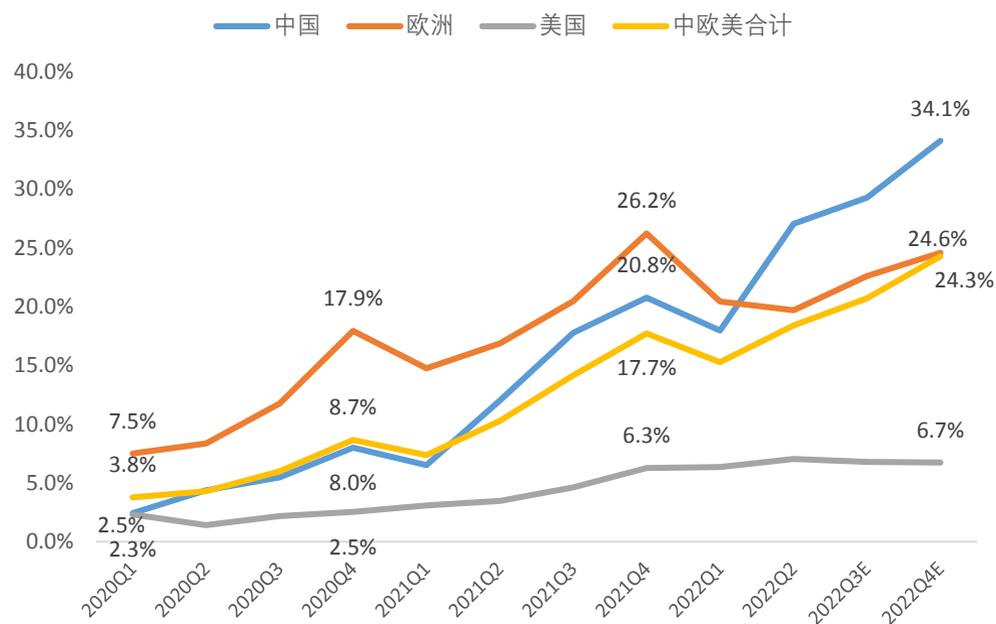
□ 乐观预期下认为明年国内电动车销量在900万辆+，但开始担心二阶导，认为明年渗透率见顶，也提前杀板块估值。而假设23年国内零售口径900万辆预测下，渗透率情况如下：

✓ 从季度看：22Q2中欧美新能源车渗透率分别达27%、20%、7%，预计到22Q4达34%、25%、7%，中欧美合计22Q2/22Q4E分别达18%、24%。

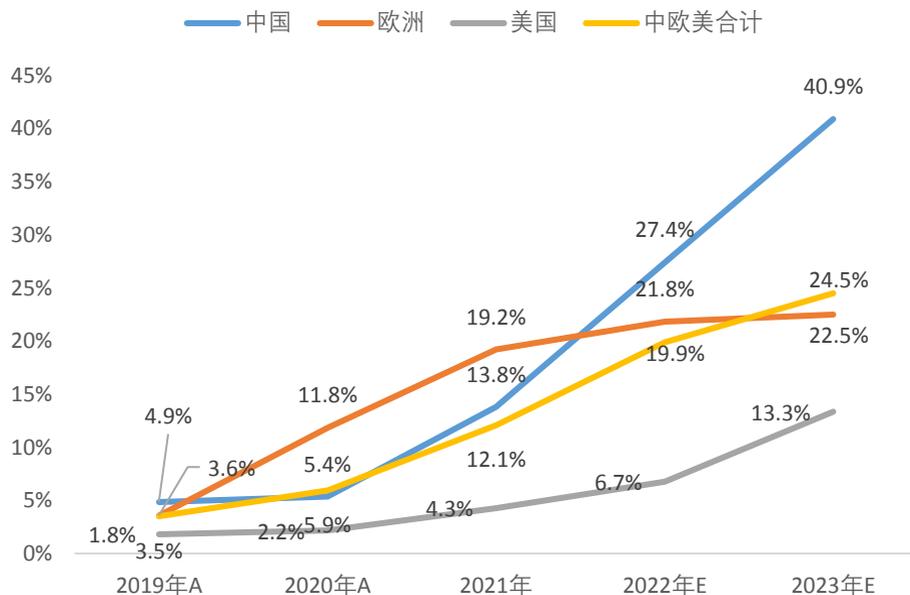
✓ 从年度看：我们预计22年中欧美渗透率分别达27%、22%、7%，23年中欧美渗透率分别达41%、23%、13%。

□ 此外，需注意的是20到22年受疫情影响，欧美汽车总盘子逐年下降，这说明目前电车渗透率有被高估成分。19年欧/美汽车销量在1500/1700万辆+，22年预计在1100/1400万辆左右。

图：中欧美新能源车季度渗透率（%）



图：中欧美新能源车年度渗透率（%）



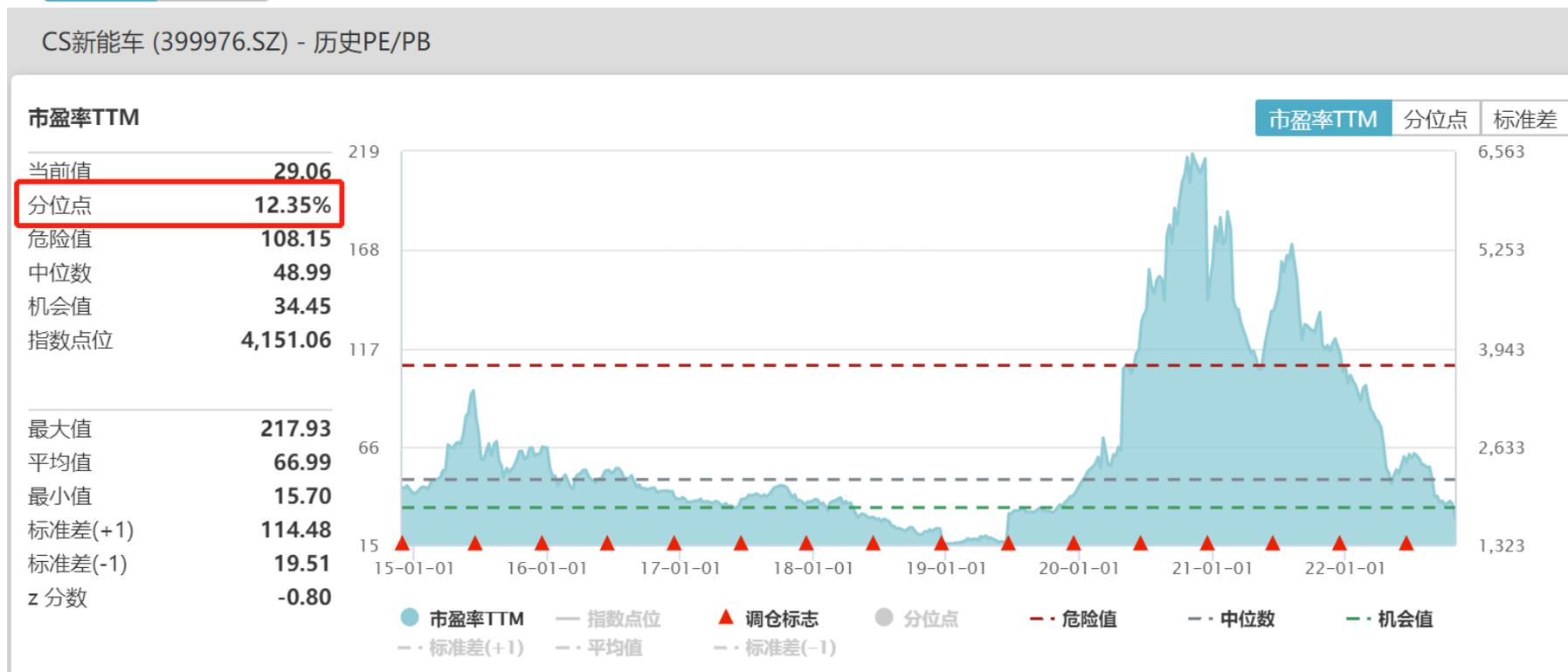
## 2、当前时点，电车板块估值？

历史底部区间范围，电池对应23年25X、零部件25X（估值跨度大）、材料15X

# 历史分位-目前行业整体估值水位在历史10%分位出头

□ 从中证新能源汽车指数分位数看，目前锂电板块估值在历史（15年至今）10%分位出头，处于历史底部水平。

图：从中证新能源汽车指数估值水平（基于2022年10月28日数据）



# 分环节估值水平：23年平均估值在20X左右，电池在25X左右，大部分材料在15X左右

表：按照2022年10月28日wind一致预期下板块估值水平

板块	个股	个股代码	市值 (亿)	归母净利润 (亿元, Wind一致预期)			估值 (PE)		业绩增速 (%)	
				2021	2022E	2023E	2022E	2023E	2022年YoY	2023年YoY
三元正极	当升科技	300073.SZ	294	11	20	25	15	12	85%	25%
	容百科技	688005.SH	338	9	17	26	20	13	85%	55%
	长远锂科	688779.SH	283	7	15	19	19	15	114%	30%
	厦钨新能	688778.SH	248	6	12	18	20	13	118%	52%
铁锂正极	振华新材	688707.SH	221	4	12	14	19	15	183%	23%
	德方纳米	300769.SZ	448	8	21	27	21	16	166%	28%
	龙蟠科技	603906.SH	149	4	8	10	18	16	136%	16%
前驱体	中伟股份	300919.SZ	437	9	18	37	24	12	96%	98%
负极	璞泰来	603659.SH	703	17	31	44	23	16	76%	42%
	中科电气	300035.SZ	137	4	7	12	19	11	94%	73%
	贝特瑞	835185.BJ	305	14	23	31	13	10	58%	37%
	信德新材	301349.SZ	72	1	2	3	39	23	33%	69%
隔膜	恩捷股份	002812.SZ	1,330	27	49	72	27	19	82%	45%
	星源材质	300568.SZ	238	3	8	14	29	17	186%	70%
	壹石通	688733.SH	88	1	2	4	42	20	96%	104%
电解液	天赐材料	002709.SZ	809	22	57	67	14	12	158%	17%
铜箔	嘉元科技	688388.SH	149	5	9	16	16	10	68%	68%
	诺德股份	600110.SH	169	4	7	11	24	15	76%	54%
	中一科技	301150.SZ	65	4	5	7	14	9	18%	51%
铝箔	鼎胜新材	603876.SH	250	4	12	18	20	14	185%	50%
导电液	天奈科技	688116.SH	217	3	5	10	39	22	85%	78%
电池	宁德时代	300750.SZ	8,920	159	275	435	32	21	73%	58%
	亿纬锂能	300014.SZ	1,585	29	33	64	48	25	14%	93%
	欣旺达	300207.SZ	398	9	12	24	34	16	29%	106%
	蔚蓝锂芯	002245.SZ	171	7	8	14	20	12	25%	69%
汽零	科达利	002850.SZ	219	5	11	17	21	13	96%	59%
	宏发股份	600885.SH	342	11	14	17	25	20	27%	28%
	法拉电子	600563.SH	375	8	10	14	36	27	25%	32%
	中熔电气	301031.SZ	109	1	2	3	69	40	95%	71%
	铂科新材	300811.SZ	105	1	2	3	54	36	62%	50%
	拓普集团	601689.SH	715	10	17	25	41	29	69%	43%
	铭利达	301268.SZ	212	1	3	6	64	33	124%	91%
	祥鑫科技	002965.SZ	95	1	2	5	40	20	268%	100%
整车	隆盛科技	300680.SZ	55	1	1	3	40	20	39%	104%
	比亚迪	002594.SZ	6,011	30	122	212	49	28	300%	74%
<b>平均估值</b>							<b>30</b>	<b>19</b>	<b>98%</b>	<b>59%</b>

注：市值更新日期为 10月28日

- 根据wind一致预期，23年锂电公司平均估值19X。其中，主材公司（15X左右）、新材料（20X出头），电池估值12-25X左右，零部件25X左右，整车比亚迪28X。
- 与此同时，根据wind一致预期，23年板块公司平均业绩增速59%。

### 3、电车基本面到底怎么样？

中国：优质供给是核心驱动力

欧洲：关注车型结构改善，BEV占比提升

美国：补贴政策落地，电动化提速

# 3.1、国内讨论1：合理成本下的优质供给是第一驱动力

## 中国：考虑不同车企的增量获取路径，我们预计23年增量270万辆

□ 国内市场已逐步摆脱政策驱动，转向供给与需求内生驱动。对各车企而言，关注供应链能力增强下的产能提升与替代合资带来的增量空间。我们预期明年国内零售销量900万辆，较今年增量270万辆，主要来自于以下三类车企：

- ✓ **比亚迪与特斯拉**：两大龙头综合实力强劲，产能释放稳步转化为销量，**贡献约155万增量。**
- ✓ **新势力**：加速推出新品、增强供应链能力，在中高端市场率先实现国产替代，预计增量主要来自于金康埃安理想。
- ✓ **传统自主车企**：新能源战略转型下，凭借高性价比的插混与纯电替代在中低端市场加速替代合资燃油车，预计增量主要来自于吉利长安长城。

表：22-23年新能源车销量及增量拆解（万辆）

【天风电新】新能源车销量分车企预测（万辆）								
类型	车企	21年销量	22年销量E	YOY	23年销量E	YOY	增量	描述
1	特斯拉	31	50	60%	85	70%	35	两大龙头综合实力强劲，主要依靠产能提升放量
	比亚迪	59	180	203%	300	67%	120	
2	华为金康	7	10	34%	30	200%	20	加速推出新品占领市场，在中高端领域国产替代
	广汽埃安	12	23	88%	41	78%	18	
	理想	9	13	44%	22	69%	9	
	蔚来	9	12	29%	20	67%	8	
	小鹏	10	12	22%	15	25%	3	
	哪吒	7	17	144%	23	35%	6	
	零跑	4	13	201%	18	38%	5	
3	吉利	9	22	155%	45	105%	23	传统自主车企在新能源战略转型下通过性价比占优的插混和纯电带来增量
	长安	10	22	114%	43	95%	21	
	长城	13	14	4%	21	50%	7	
其他		117	243	108%	237	-2%	-6	包括合资、进口新能源以及其他自主品牌新能源车等
<b>整体</b>		<b>299</b>	<b>630</b>	<b>111%</b>	<b>900</b>	<b>43%</b>	<b>270</b>	

## 3.1、国内讨论2：补贴退坡，23年特别是Q1增速怎么看？

# 中国：补贴退出舞台，转向内生需求驱动

□ 新能源国家补贴预计23年将完全退出，市场转向内生驱动。2022年新能源汽车补贴标准在2021年基础上退坡30%，2023年起将不再有补贴。我们认为获得补贴已不是消费者购车时的主要考量，高性价比和强产品力的车型更受消费者青睐，例如不享受补贴的五菱宏光MINIEV和理想ONE都取得了销量佳绩。

□ 2022年初同样经历了补贴退坡以及原材料涨价，车企涨价传导，但并没有明显影响销量。今年以来新能源车掀起几轮涨价潮，主因系补贴退坡及原材料的大幅涨价，但销量表现并没有预期的悲观，即将超额完成乘联会年初的销量预测。尽管年底存在补贴退坡前的部分冲量因素，预计明年一季度短期销量会有所波动，但考虑到优质的车型供给驱动，我们对全年的预测并不悲观。

表：国内新能源畅销车型补贴变化

【天风电新】国内新能源畅销车型补贴变化			
名称	2021年国补金额（万元）	2022年国补金额（万元）	当前补贴后价格（万元）
理想ONE	0.00	0.00	32.80
Model Y (标准续航版)	1.58	1.11	27.60
ID.4 X	1.80	1.26	26.89
小鹏P7	1.98	1.39	25.49
Model 3	1.58	1.11	23.59
小鹏P5	1.80	1.26	22.39
汉EV	1.62	1.13	20.98
ID.4 CROZZ	1.80	1.26	19.99
AION V	1.80	1.26	18.76
威马EX5	1.80	1.26	17.98
秦 PLUS EV	1.78	1.25	16.68
AION Y	1.80	1.26	14.86
AION S	1.80	1.26	13.98
哪吒U	1.80	1.26	13.98
帝豪EV	1.80	1.26	13.68
荣威Ei5	0.90	0.63	13.08
AION Y	1.80	1.26	12.56
唐Dmi	0.68	0.48	11.26
元EV	1.80	1.26	10.99
欧拉好猫	1.80	1.26	10.39
e2	1.30	0.91	8.98
欧拉黑猫	1.17	0.82	7.38
思皓E10X	1.17	0.82	7.04
奔奔EV	1.17	0.82	6.98
EQ	0.00	0.00	6.98
奇瑞小蚂蚁	1.02	0.71	6.79
哪吒V	1.17	0.82	6.29
科莱威CLEVER	0.00	0.00	5.99
零跑T03	1.44	1.01	5.98
宏光MINI	0.00	0.00	4.36

## 中国：补贴退坡影响最大系10万以下车型

- 我们认为销量可能会受到退坡影响的主要是售价较低且退坡金额占比高的新能源车型，或导致一定比例的价格敏感型消费者放弃购买，而其余消费者会结合自身购车预算在新能源车型之间重新做出选择，而只有较小概率会退出购车市场或转向购买燃油车。
- 基于此，我们选取10万以下且退坡金额/售价>10%的新能源车型进行量化测算，推测23Q1将有4.6%的消费者放弃买车，进而短期内影响Q1销量，在悲观、中性、乐观情形下，新能源乘用车销量分别为142、153、160万辆，同比+33%、43%、50%。

表：补贴退坡影响较大的新能源车型

【天风电新】补贴退坡影响较大的新能源车型			
退坡金额/售价>10%的新能源车型	22Q1销量（辆）	22Q2销量（辆）	价格带
奔奔EV	21157	24442	5-10万
思皓E10X	9226	9570	5-10万
零跑T03	12154	16820	5-10万
哪吒V	18096	20132	5-10万
欧拉黑猫	16329	7977	5-10万
奇瑞小蚂蚁	24531	22815	5-10万
比亚迪e2	8260	8571	5-10万
欧拉好猫	16193	11767	10-15万
AION Y	15446	20705	10-15万
比亚迪元PRO EV	10732	13685	10-15万

# 中国：考虑10万以下车型受补贴退坡影响而流失，预计23Q1销量增速仍可维持在40%左右

- **计算过程：**假设①：5-10万的车型中销量流失率约50%。假设②：10万以上车型不受影响，消费者仍有购车需求，价格敏感度较高但不会放弃购买，不在流失率的计算范围内。
- **对明年新能源乘用车销量的整体预期：**悲观、中性、乐观分别为800、859、900万辆。
- **一季度在全年销量的占比：**传统乘用车整体历年约稳定在24%，新能源车21年为14.6%、22年为18.8%，假设23年与22年持平。
- **考虑流失率的情况下，预计23Q1悲观、中性、乐观情形下，新能源乘用车销量分别为142、153、160万辆，同比+33%、43%、50%。**

表：考虑补贴退坡后23Q1新能源销量预测

【天风电新】考虑补贴退坡后的23Q1新能源车销量预测			
假设：	22Q1对应销量 (辆)	占22Q1新能源车 销量比例	
5-10万之间车型50%销量流失	54877	5.1%	
10万以上车型不受影响	0	0	
合计影响销量	54877	5.1%	
<b>新能源乘用车零售销量 (万辆)</b>	<b>Q1</b>	<b>全年</b>	
21年	44	299	
占比	14.6%		
22年	107	570	
占比	18.8%		
<b>预测：</b>	<b>乐观</b>	<b>中性</b>	<b>悲观</b>
23年新能源乘用车零售销量 (万辆)	900	859	800
<b>假设：23Q1新能源乘用车销量占全年的20%</b>	<b>乐观</b>	<b>中性</b>	<b>悲观</b>
不考虑补贴退坡影响23Q1新能源乘用车零售销量	169	161	150
考虑补贴退坡影响后的23Q1新能源乘用车零售销量 (假设损失4.6%)	160	153	142
YOY	50%	43%	33%

# 中国：按照中性预期，明年乘用车销量和装机需求仍有35%+同比增速

□ 我们基于中性预期来测算，预计明年国内乘用车销量仍有859万辆，YOY+36%、对应装机383GWh，YOY+35%。

□ 核心假设在于锚定确定性较强的特斯拉和比亚迪销量，假设其他BEV增速15%（中性预期），PHEV增速50%（明年国内混动放量期），比亚迪单车带电BEV/PHEV 分别为60/15度，其他车单车带电BEV/PHEV 分别为48-52/15度（参考中国汽车动力产业联盟数据，纯电平均单车带电这两年在提升）。

表：中性预期下的国内动力装机需求测算

国内乘用EV销量（万辆）	2021年	2022年E	2023年E
特斯拉	31	50	85
比亚迪	59	185	300
BEV	32	93	150
PHEV	27	90	150
其他	209	395	474
YOY		89%	20%
BEV	179	338	389
YOY		89%	15%
PHEV	30	57	86
YOY		89%	50%
<b>国内零售总销量</b>	<b>299</b>	<b>630</b>	<b>859</b>
<b>YOY</b>		<b>111%</b>	<b>36%</b>
BEV	242	480	624
YOY		98%	30%
PHEV	57	150	236
YOY		163%	57%
国内单车带电（kwh）	2021年	2022年E	2023年E
特斯拉	65	65	65
比亚迪	39	37	38
BEV	60	60	60
PHEV	15	15	15
其他	43	46	45
BEV	48	52	52
PHEV	15	15	15
<b>合计</b>	<b>45</b>	<b>45</b>	<b>45</b>
国内动力装机（GWh）	2021年	2022年E	2023年E
特斯拉	20	33	55
比亚迪	23	69	113
其他	90	183	215
<b>合计</b>	<b>134</b>	<b>284</b>	<b>383</b>
		<b>112%</b>	<b>35%</b>

# 3.1、国内讨论3：从车企角度，为什么销量是第一位？

# 从特斯拉到比亚迪：销量是获得规模效应、盈利弹性释放的关键

□ 对整车而言，规模效应是盈利弹性释放的关键因素，而销量是获得规模效应的基础。我们通过复盘车企季度销量与季度财务数据，观察规模效应的作用，以特斯拉为例，季度销量在突破10、20、30万辆时，单车净利率实现由负转正、从5%-10%、从10-15%的跃升。同样可以看到，当比亚迪的季度销量突破20、30万辆时，单车盈利亦显著提高，迎来从量变走向质变的关键时刻。

图：特斯拉季度销量（万辆）与季度单车净利率（%）



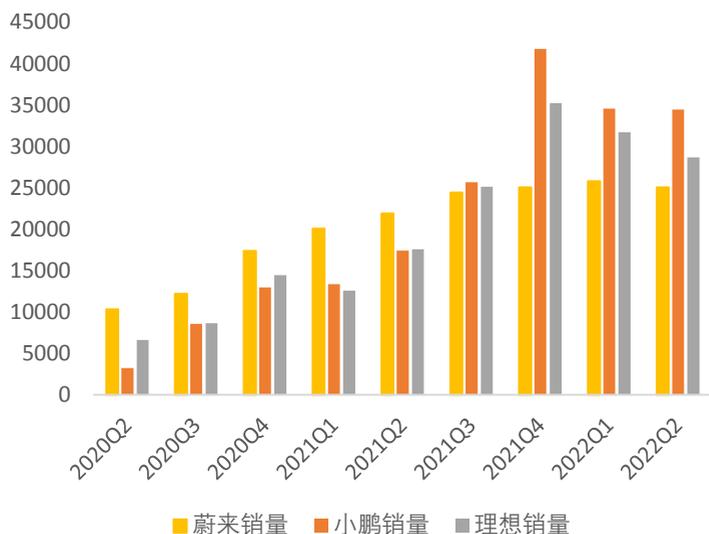
图：比亚迪季度销量（万辆）与季度单车净利率（%）



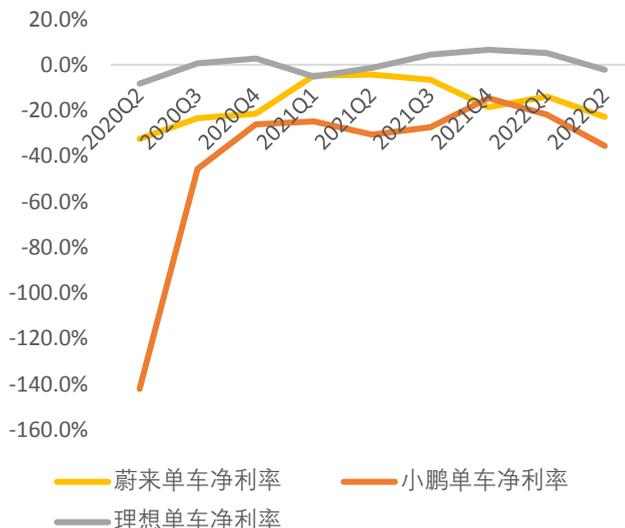
## 对于新势力而言，销量是存活的前提

- 当下的新势力类似特斯拉成立早期阶段，今年即将跨过年销10万辆的“生死线”，品牌形象树立、工厂进入良性运转，但单车净利率仍不容乐观，经营性现金流表现也参差不齐。小鹏、理想21Q4季度销量环比提升显著，季度单车净利率亦达到历史高位，理想21年经营性现金流大幅领先对手，22年来三家新势力季度销量都有不同程度的环比下滑，单车净利率走低，经营性现金流表现亦较弱（小鹏22H1经营性现金流净流出额超过21年全年）。
- 所以我们认为不应忽视车企对销量的重视程度，尤其对新造车势力而言，销量攸关生死，是立足的根基。

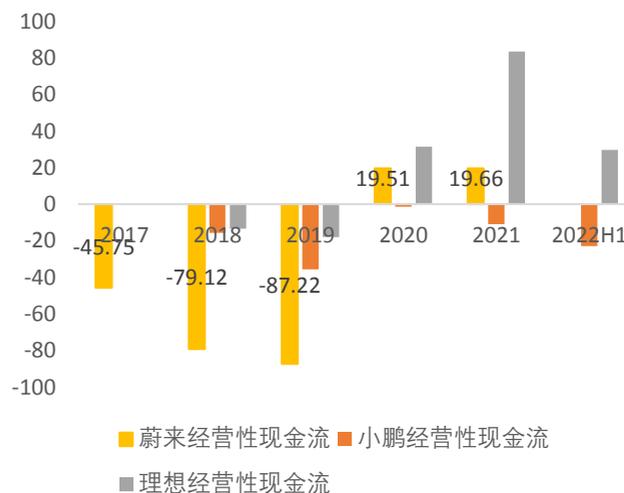
图：蔚来销量对比（辆）



图：蔚来单车净利率对比（%）



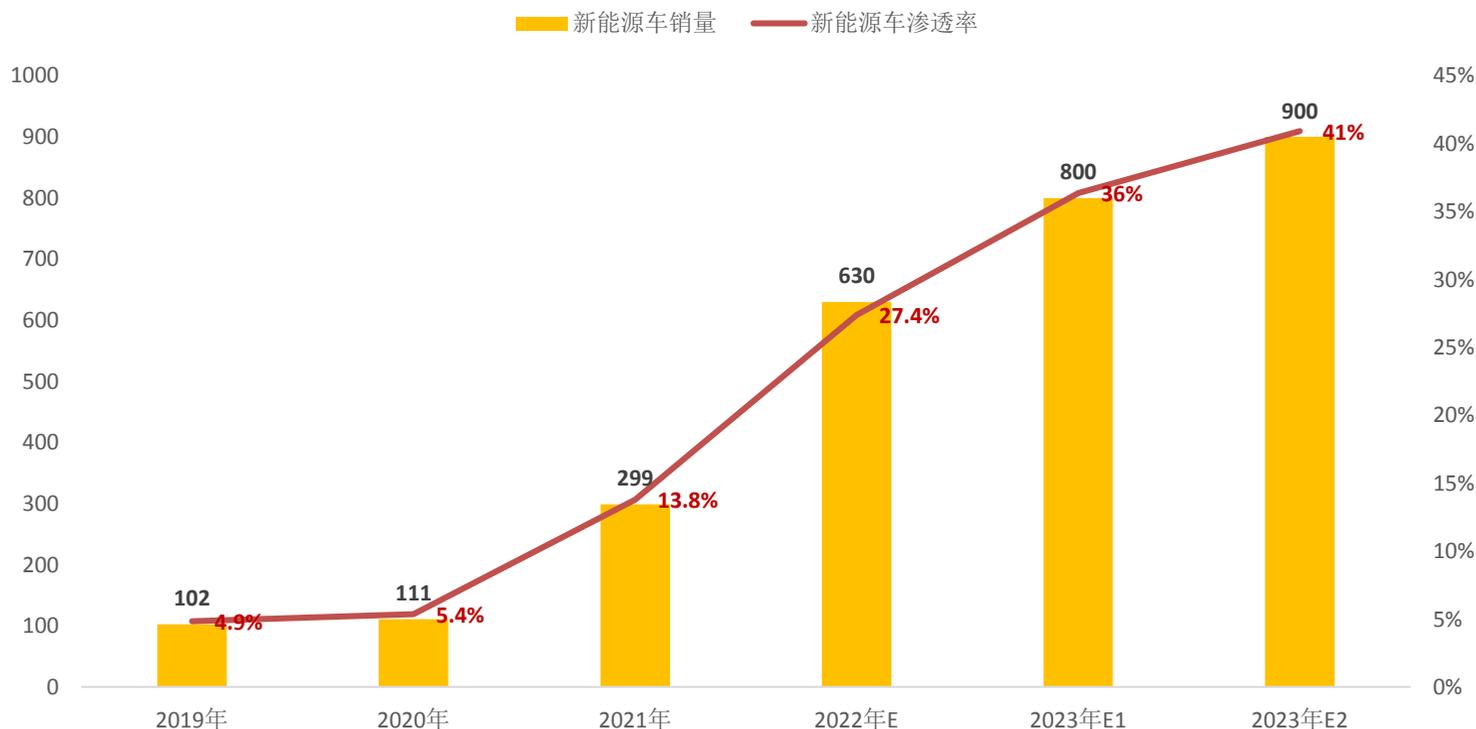
图：蔚来经营性现金流对比（亿元）



## 国内总结：23年悲观/乐观销量预期在800/900万辆，渗透率36%、41%

- 22年在经历了原材料涨价、补贴退坡、车型涨价、疫情等因素的压制下，新能源车销量的复苏之快、需求韧性之强超过市场预期，超额完成年初的600万辆指引，政策的引导已经逐步减弱，核心驱动力是优质的电车供给。
- 综上分析，在我们的乐观预期下，23年国内零售销量900万辆，渗透率将达到41%。在市场的悲观预期下，国内零售销量800万辆，渗透率36%。

图：国内新能源车零售销量及渗透率（万辆、%）E1系我们认为的23年销量底，E2系我们的乐观预期



## 3.2、欧洲：供给影响大于需求，明年好于市场预期的概率大

## 欧洲：连续数月增长乏力更多是供给问题而不是需求

□ 欧洲今年自4月开始电动车销量就出现同比负增长，市场多担心需求出问题，我们统计了欧洲畅销车型交付周期发现大部分在半年以上，这说明欧洲销量增速一般更多是供给影响（缺芯、缺线束，缺乏有竞争力的车型）。

表：欧洲7国月底销量（万辆）

7国月度EV销量合计	202201	202202	202203	202204	202205	202206	202207	202208	202209	22年1-9月
BEV	6.3	7.0	12.6	6.6	8.2	10.7	7.0	7.4	13.3	79
YOY	63%	69%	42%	7%	15%	1%	15%	9%	14%	21%
PHEV	5.0	5.2	7.3	5.4	6.4	6.5	5.1	4.6	6.7	52
YOY	3%	1%	-25%	-17%	-10%	-23%	-23%	-8%	3%	-13%
BEV+PHEV	11.4	12.2	19.9	12.0	14.6	17.2	12.1	12.0	20.0	131
YOY	30%	32%	7%	-5%	3%	-10%	-5%	2%	10%	5%

表：欧洲销量前20新能源车型交付周期统计

【天风电新】欧洲销量前20新能源车型交付周期统计-0905						
车企	车型	类型	国家	交付周期	22年6月销量	22年6月销量占比
特斯拉	Model Y	EV	法国	4-6个月	16758	7.48%
			瑞典			
			英国			
			意大利			
			西班牙			
			德国			
			挪威	5-7个月		
菲亚特	500e	EV	欧洲	4-6个月	7322	3.27%
特斯拉	Model 3	EV	欧洲	5-7个月	6408	2.86%
标致	e-208	EV	欧洲	3.5个月	5691	2.54%
斯柯达	Enyaq	EV	欧洲	Coupe9-12个月, SUV12-15个月	5664	2.53%
大众	ID. 4	EV	欧洲	12个月	4993	2.23%
雷诺	Zoe	EV	欧洲	5个月	4673	2.09%
大众	ID. 3	EV	欧洲	12个月	3800	1.70%
福特	Kuga	EV	欧洲	6.75个月	3792	1.69%
现代	Kona	EV	欧洲	10.25个月	3716	1.66%
起亚	Niro	EV	欧洲	3-6个月	3400	1.52%
雪铁龙	e-C4	EV	欧洲	9-12个月	3233	1.44%
奥迪	e-tron	EV	欧洲	12个月	3128	1.40%
欧宝	Corsa	EV	欧洲	6-8个月	3079	1.37%
宝马	330e	PHEV	欧洲	9个月	2939	1.31%

## 欧洲：9月销量已达拐点，7国单月合计销量重回20万辆，同增10%

□ 根据目前已出的9月销量数据，7国9月销量累计达20万辆，同增10%，环增67%。其中BEV销量13.3万辆，同增14%，环增81%，PHEV销量6.7万辆，同增3%，环增46%。

□ 22Q3 7国累计销量在44万辆，同增3%，环增1%，我们预计22Q3欧洲总销量在56万辆。（根据Q2 7国合计销量/总销量\*Q37国总销量算出）

表：欧洲电动车销量（万辆）

【天风电新】欧洲新能源销量前瞻									
单位：万辆	车型	202209	202109	YOY	MON	202208	202108	YOY	MOM
德国	电动车小计	7.27	5.65	29%	28%	5.67	5.34	6%	8%
	BEV	4.44	3.37	32%	39%	3.20	2.89	11%	11%
	PHEV	2.83	2.28	24%	15%	2.47	2.45	1%	4%
法国	电动车小计	3.41	2.90	18%	77%	1.92	1.72	12%	-4%
	BEV	2.25	1.71	31%	82%	1.23	0.98	26%	-4%
	PHEV	1.16	1.18	-2%	68%	0.69	0.74	-7%	-5%
瑞典	电动车小计	1.22	1.22	0%	30%	0.94	0.93	1%	6%
	BEV	0.78	0.75	5%	34%	0.58	0.48	22%	24%
	PHEV	0.44	0.48	-7%	22%	0.36	0.45	-21%	-15%
英国	电动车小计	5.04	4.66	8%	263%	1.39	1.24	12%	26%
	BEV	3.81	3.27	16%	281%	1.00	0.74	35%	18%
	PHEV	1.23	1.39	-12%	216%	0.39	0.50	-23%	-41%
挪威	电动车小计	1.31	1.65	-21%	23%	1.06	1.44	-26%	77%
	BEV	1.14	1.39	-18%	23%	0.92	1.18	-22%	80%
	PHEV	0.17	0.25	-33%	19%	0.14	0.26	-46%	57%
意大利	电动车小计	0.95	1.40	-32%	90%	0.50	0.64	-22%	43%
	BEV	0.51	0.85	-40%	121%	0.23	0.32	-29%	36%
	PHEV	0.45	0.55	-19%	64%	0.27	0.32	-15%	47%
西班牙	电动车小计	0.80	0.71	13%	71%	0.47	0.42	11%	25%
	BEV	0.38	0.32	21%	101%	0.19	0.15	26%	27%
	PHEV	0.42	0.40	6%	51%	0.28	0.27	3%	24%
七国小计	电动车小计	20.00	18.18	10%	67%	11.96	11.74	2%	-1%
	BEV	13.31	11.66	14%	81%	7.36	6.74	9%	5%
	PHEV	6.69	6.53	3%	46%	4.60	5.00	-8%	-10%

## 22年1-9月欧洲销量约在170万辆，预计今年销量在240、270万辆

- 虽然今年欧洲整体同比增速一般，但BEV增速明显高于PHEV，BEV 22年1-9月销量100万辆，同比增长25%，PHEV销量68万辆，同比下降12%。我们认为随着销量结构的改善（BEV占比提升），欧洲电池需求增速高于电动车销量增速。
- 22年1-9月欧洲销量在169万辆，考虑Q4一般为旺季，我们预计全年销量在240万辆，其中BEV 152万辆，同增25%，PHEV88万辆，同比下降16%。假设23年BEV保持25%增速，PHEV继续同比下降，预计23年销量在270万辆。

表：欧洲电动车分类型销量（万辆）

EU + EFTA + UK (万辆)	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3E	21年	22年Q1-3
BEV	20	29	31	42	33	32	36	122	100
YOY	55%	220%	57%	28%	61%	11%	15%	63%	25%
PHEV	25	29	24	27	24	24	21	104	68
YOY	153%	256%	39%	0%	-6%	-16%	-13%	69%	-12%
<b>BEV+PHEV</b>	<b>45</b>	<b>57</b>	<b>55</b>	<b>68</b>	<b>56</b>	<b>56</b>	<b>56</b>	<b>226</b>	<b>169</b>
YOY	97%	237%	48%	15%	24%	-2%	3%	66%	7%

表：欧洲电动车销量预测（万辆）

销量（万辆）	2021年	2022年E	2023年E
BEV	122	152	190
YOY	63%	25%	25%
PHEV	104	88	80
YOY	69%	-16%	-9%
<b>BEV+PHEV</b>	<b>226</b>	<b>240</b>	<b>270</b>
YOY	66%	6%	13%

# 23年BEV增量在哪里？关注特斯拉产能爬坡和国内自主品牌出口

□ 23年BEV如何实现25%的增速？我们认为重点关注两方面：

- ✓ 特斯拉柏林工厂的产能提升，伴随供应链问题好转，爬坡有望提速，预计特斯拉德国今、明产量分别为6、15万辆。
- ✓ 国内自主品牌出口，上汽名爵MG MULAN9月登陆欧洲市场，广受消费者关注；10月比亚迪汉、唐、ATTO3也将亮相巴黎车展，高定价树立高端品牌形象，我们认为自主品牌新能源车凭借出色的产品力与性价比，有望在欧洲市场占领一席之地。

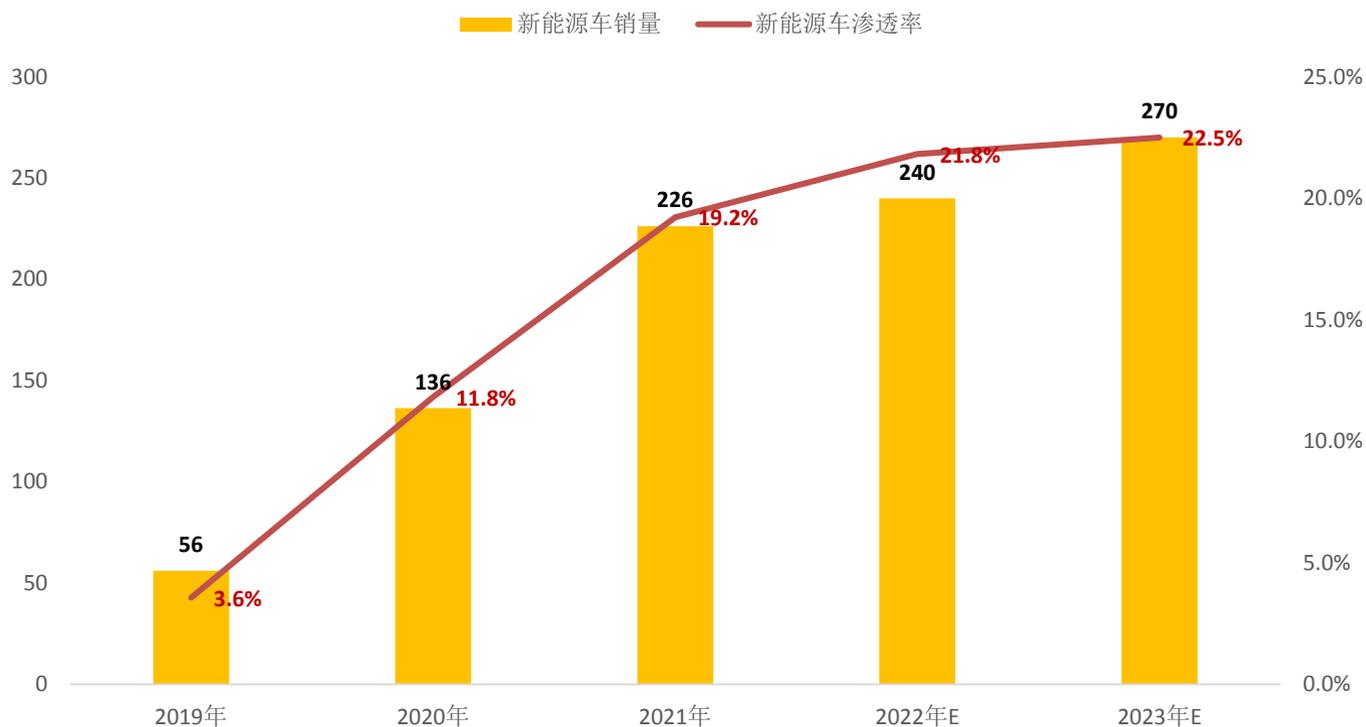
表：欧洲22H2-23年上市新车型

【天风电新】欧洲2022H2-2023新车型						
车企	车型	类型	动力	预计上市时间	起售价（欧元）	带电量（kwh）
奔驰	奔驰EQE	中大型车	BEV	2022年8月	77000	96.1
奔驰	2023款奔驰C级新能源	中型车	PHEV	2022年8月	-	25.4
雪铁龙	天逸C5 AIRCROSS	紧凑型SUV	PHEV	2022年8月	33680	12.96
名爵	MG MULAN	紧凑型车	BEV	2022年9月	-	-
广汽本田	ZR-V（致在）	紧凑型SUV	HEV	2023年	-	-
奔驰	2023款奔驰E	轿车	PHEV	2023年	-	-
现代	2023款IONIQ 5	中型SUV	BEV	2023年10月	46220	58/77.4
雪铁龙	雪铁龙C3	小型SUV	BEV	2023年	-	30/40
丰田	2023款卡罗拉	轿车	HEV	2022年10月	-	-
三菱	Colt	SUV	HEV	2023年秋季	-	1.2
福特	TourneoCustom	大型MPV	BEV	2023年	-	-
玛莎拉蒂	Grecale Folgore	紧凑型SUV	BEV	2023年	47625	105
大众	ID. 3 GTX	紧凑型车	BEV	2023年	-	82
Stellantis	新款标致408	SUV	BEV/HEV	2023年	32000	-
起亚	EV9	大型SUV	BEV	2023年初	50000美元	>73
汉兰达	2023款汉兰达	SUV	HEV	2023年	-	-
比亚迪	汉	E级轿车	BEV	2023年	72000欧元	-
比亚迪	唐	E级SUV	BEV	2023年	72000欧元	-
比亚迪	ATTO3	C级SUV	BEV	2023年	38000欧元	-

## 欧洲总结：预计23年实现销量270万辆，同增13%，渗透率达22.5%

□ 目前市场对于欧洲销量预期悲观，我们认为伴随供给端好转、特斯拉产能爬坡、本土及国内出口的强产品力车型加速上市，我们预计销量与销量结构迎来改善，好于市场预期的概率反而大。

图：欧洲新能源车销量（万辆）及渗透率



## 3.3、美国：政策+车型双轮驱动，市场处于高速增长期

# 美国：车企积极推动电气化转型，加码布局美国市场

- 美国本土车企通用、福特加速电动化进程。通用提出25年前推出30款电动车，福特提出到2030年BEV销量占比总销量达40%。
- 此外，日韩、欧美车企加速布局美国市场。大众提出2030年电动车在北美市场的销量渗透率提升至50%以上，现代计划2025年前在美国投资74亿美元。

表：部分车企电气化规划总结

品牌	产销规划	车型规划	研发投入
大众	至2030年，将电动汽车在北美市场的销量占比提升至50%以上	到2025年，集团内各品牌将推出共计超过80款全新的电动车型，包括超过30款纯电动车型，纯电车销量占全球乘用车市场份额20%-25%	2020-2024年间，投入330亿欧元布局电动化；至2021年底增加北美快充站数量至3500个
戴姆勒	至2025年，纯电车销量占总销量50%；至2030年，纯电车销量占100%	至2025年，所有的车型都会有纯电版本	2021至2025年将投入超过700亿欧元（约850亿美元），投资重点为“电气化和数字化”
福特	至2030年，纯电动汽车占福特汽车全球销量40%	主要针对欧洲：欧洲市场2030年之前实现所有车型百分百纯电动	到2025年底，将在包括电池开发在内的电气化业务方面投入超过300亿美元；将与SKI在美国组建“BlueOval SK”合资公司，并投资两家工厂生产电芯和电池组，为未来的福特和林肯品牌车型提供电池。
通用	无北美地区规划	2025年前，至少推出30款电动汽车，覆盖凯迪拉克、别克、雪佛兰、GMC在内的所有全球品牌	在2025年前投入至少350亿美元用以开发电动汽车和自动驾驶汽车；与LG化学在俄亥俄州和田纳西州建立两家电动电池工厂
奥迪	无北美地区规划	到2025年，电动化车型的数量将提升到30款，其中20款为纯电动车型	2021-2025年，电动汽车预算增加至350亿欧元，大规模开发纯电动和部分电动车型产品
现代	至2025年，每年将销售约100万辆电动汽车，以达到全球电动汽车市场10%的份额	到2025年，集团内新能源车型将增加至44款，其中纯电车23款	2025年前，在美国投资74亿美元，用于生产电动汽车、加强生产设施并开发智能移动出行技术

# 美国：特斯拉占比稳步下降，新车型表现亮眼

□ 16-20年美国新能源车政策扶持力度较弱，新能源车市场主要靠特斯拉Model 3和Model Y驱动，21年至今特斯拉占比稳步下降，更多有竞争力的新车型份额提升。2016-2020年特朗普政府执政期间，美国缺少有强刺激性的新能源车政策，各车企投放新能源车产品缺乏积极性，电动化主要依靠特斯拉带动。2021年以来受福特Mach-E、大众ID.4等新车型驱动，市场逐步打开。23年多款电动皮卡与中大型车上市，将构成明年美国EV市场的重要增量。

图：美国新能源车销量与特斯拉销量及占比（辆）

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月
2021年	24700	21550	23050	25918	28790	22869	26200	23140
美国EV总销量	35437	38764	49487	50295	57447	48726	58150	48561
特斯拉市占率	69.7%	55.6%	46.6%	51.5%	50.1%	46.9%	45.1%	47.7%
2022年	40165	42742	47953	48432	47706	42757	42813	42837
美国EV总销量	62485	69576	82987	86162	84840	85696	85734	82754
特斯拉市占率	64.3%	61.4%	57.8%	56.2%	56.2%	49.9%	49.9%	51.8%
YOY	63%	98%	108%	87%	66%	87%	63%	85%

图：美国22H2-23新车型

【天风电新】美国2022H2-2023新车型						
车企	车型	类型	动力	预计上市时间	起售价(美元)	带电量(kwh)
福特	新款Escape	紧凑型SUV	PHEV	2022年年底	-	-
福特	Mach-E	小型SUV	EV	2023年	-	-
林肯	新款Corsair	紧凑型SUV	PHEV	2022年秋	-	-
林肯	Mark-E	中型SUV	EV	2023年	-	-
特斯拉	Cybertruck	皮卡	EV	2023年年中	5万	-
特斯拉	第二代Roadster	跑车	EV	2023年	20万	-
本田	新款雅阁	中型车	HEV	2023年	-	-
本田	新款CR-V	紧凑型SUV	HEV	2022年7月	-	-
本田	HR-V	紧凑型SUV	HEV	2022年下半年	2.45万	-
丰田	新款红杉	大型SUV	HEV	2022年夏季	5.9万	-
丰田	新款皇冠	中型车	HEV/EV	2022年秋季	-	-
丰田	新款卡罗拉	紧凑型车	HEV	2023年一季度	-	-
雷克萨斯	新款UX	紧凑型SUV	HEV	2022年夏季	3.2万	-
起亚	EV9	中大型SUV	EV	2023年	-	73
大众	新款帕萨特	中型车	PHEV/MHV	2023年年中	-	-
大众	ID. BUZZ	小型巴士	EV	2023年	小于5万	77
宝马	新款3系	中型车	PHEV/MHV	2022年夏季	-	-
斯巴鲁	新款森林人	紧凑型SUV	HEV	2023年	-	-
雪佛兰	Silverado	皮卡	EV	2023年	-	200
GMC	悍马	皮卡	EV	2023年	10.6万	212.7
三菱	L200	皮卡	PHEV	2023年	-	-
奔驰	新款E系	中大型车	HEV	2023年	-	-
奔驰	ePrinter	客货车	EV	2023年	-	-
Rivian	R1S和R1T explorer package	大型SUV	EV	2023年	-	180

# 美国：《2022年减少通胀法案》EV补贴政策——最大利好是取消单一车企上限

- ❑ 1.75万亿美元的BBB法案（Build Back Better）在21年12月遭遇议员Manchin反对后陷入僵局，因而新的电动车补贴政策一直无法落地，美国电动车补贴政策旧版如下：
  - 抵税上限：\$7500/辆。带电量 < 5Kwh的车型抵税\$2500/辆，带电量 ≥ 5Kwh部分，每Kwh抵税\$417，直至到达上限。
  - 退坡：车企累计销量达20万辆开始退坡，1年内退坡完毕（前半年退至50%，后半年退至25%，1年后0补贴）。【当前已无补贴车企包括特斯拉、通用；丰田达到20万辆上限】。
- ❑ 当地时间22年8月16日下午3点，总统拜登签署《通胀缩减法案》（IRA），使其正式成为法律，其中包括3690亿美元的气候和能源支出，本次法案，新能源车补贴政策如下：
  - 从23年开始，购买新电动汽车可获得最高\$7,500的税收抵免、二手电动汽车可获得最高\$4,000的税收抵免（新车价格上限为轿车\$55,000、皮卡和SUV \$80,000）。
  - 取消20万辆的车企销量上限，购买特斯拉、通用、丰田等车均可重新获得补贴。

	现行政策（2009年法案）	2022年减少通胀法案
抵税金额	带电量 < 5Kwh的汽车抵税417美元/辆，带电量 ≥ 5Kwh部分，每Kwh抵税417美元，抵税上限为7500美元/辆	<u>单车基础补贴上限仍为7500美金，但需要满足以下两个条件（满足其中一项则有3750美金）：</u> 1、关键金属原材料：以价值量衡量，有一定比例需要从与美国有自由贸易协定的国家开采或加工或在北美回收；比例：24年以前为40%，而后每年+10%至27年的80%。 2、以价值衡量，需要有一定比例在北美生产或组装；比例：24年以前为50%，24-25年60%，而后每年+10%直至29年的100%。
车企退坡门槛	累计销售20万辆（ <u>特斯拉、通用已无补贴；丰田已达20万辆</u> ）	无

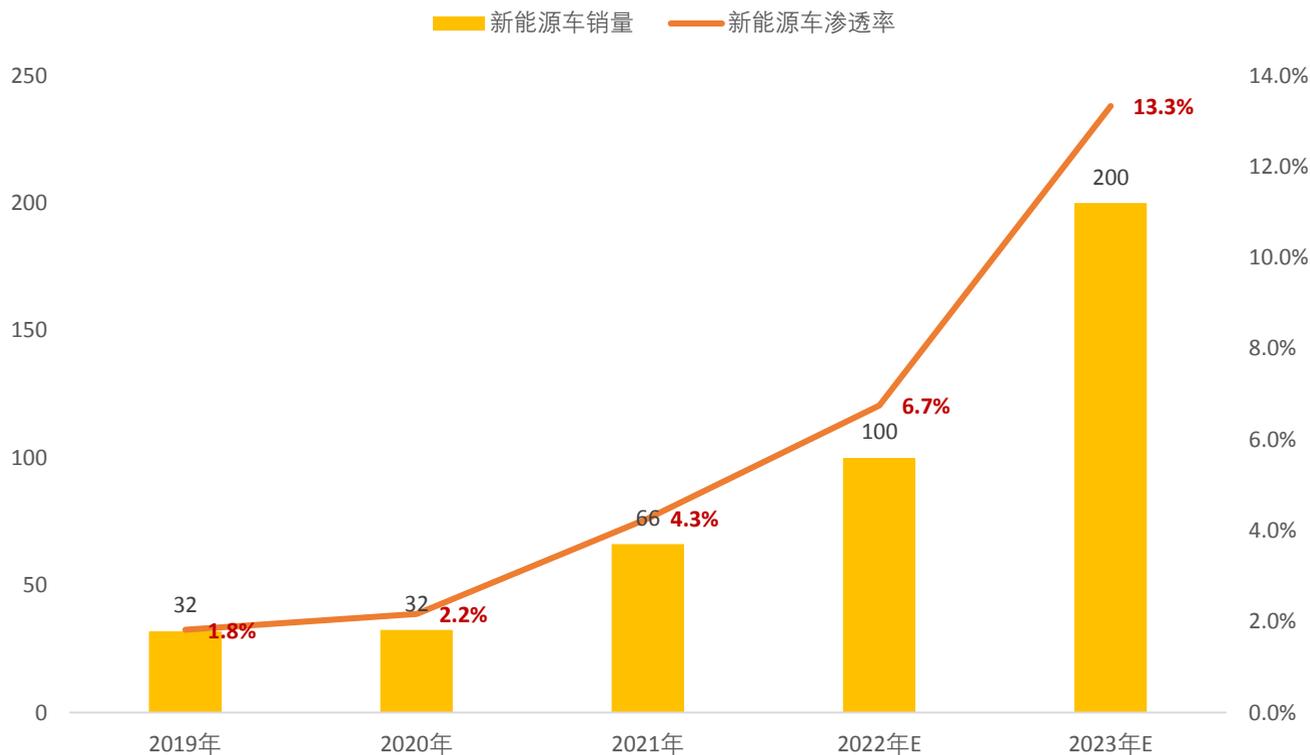
# 美国政策解读：特斯拉3Y、通用等热销车企重获补贴，不需过于担心24年开始对中国的限制

- 我们认为，本次新法案的最大突破在【取消车企销量上限，特斯拉、通用等热门车企可以重获补贴】。本次新法案落地，23年起购买特斯拉、通用等车企的热门车型（尤其是Model3/Y等），税收抵免补贴额度将从\$0上升至\$3750-\$7500，热门车型重获补贴，有望驱动美国电动车销量超预期。我们预计，23年美国电动车销量有望达200万辆以上。
- 不需过于担心24年开始对中国产业链的限制。根据IRA法案，从24年开始，电池成分中包含任何产自“特别关注国”名单中的国家（中国在列），将不再适用此补贴，市场对此存在较多担心。但实际上，若以CBO口径看，预计电动车税收抵免政策仅能支撑23-24年的补贴。
- 预算：美国国会预算办公室（CBO）估算23-31年，电动车税收抵免部分总预算约75亿美元。对IRA法案中所有项目，基于总盘子进行分项预算的拆解估算，包括对3690亿美金的气候及能源支出中的各项项目进行预算估计，其中，电动车税收抵免部分（针对新车）的总预算预计约75亿美元。尽管IRA法案的实际支出不由CBO决定，但CBO的预算估计具备参考意义。以CBO口径，75亿美元的总盘子对应可补贴电动车以\$7500计算上限约100万辆、以\$3750计算对应上限约200万辆，预计总盘子会在24年前后用完。
- 政策在24年前后有望修改：本次法案在投票过程中，多家车企及多位民主党议员提出了对补贴限制部分的质疑，但参议院Manchin坚持限制部分的各项要求不得更改，否则将投出反对票。我们认为，基于当前中美两国的锂电池产业链布局情况，24年开始完全绕开中国产业链几乎不可能。同时，我们亦有关注意到Manchin将在2024年进行西弗吉尼亚州的参议院换届选举。
- 基于预算总盘子（仅为估算）+24年美国总统及参议院部分议员换届选举等不确定性，我们认为，过于担心24年开始对中国产业链的限制意义不大，更应着眼于法案落地后对23年美国电动车销量及相关产业链的带动。

## 美国总结：政策与车型双轮驱动，预计23年销量翻倍达200万辆，渗透率13%

□ 基于补贴政策落地+新车型投放周期，我们预计美国22、23年新能源车销量达100、200万辆，渗透率达6.7%、13.3%。预计多款电动皮卡及大型SUV车型有望贡献增量，特斯拉以外的车企份额将持续提升。

图：美国新能源车销量及渗透率（万辆、%）



## 3.4、全球销量/装机、增速、渗透率：

- ✓ 23年全球新能源车销量达1390万辆，渗透率18%，装机需求693GWh，同比增长42%。
- ✓ 预计23年全球锂电装机需求在993GWh，同比增长46%，后续动力电池需求增速放缓，储能依旧保持高增，预计25年全球锂电池装机需求达1700GWh，22-25年复合增速36%。

# 全球：预计23年全球新能源车销量达1390万辆，装机需求693GWh，同比增长42%

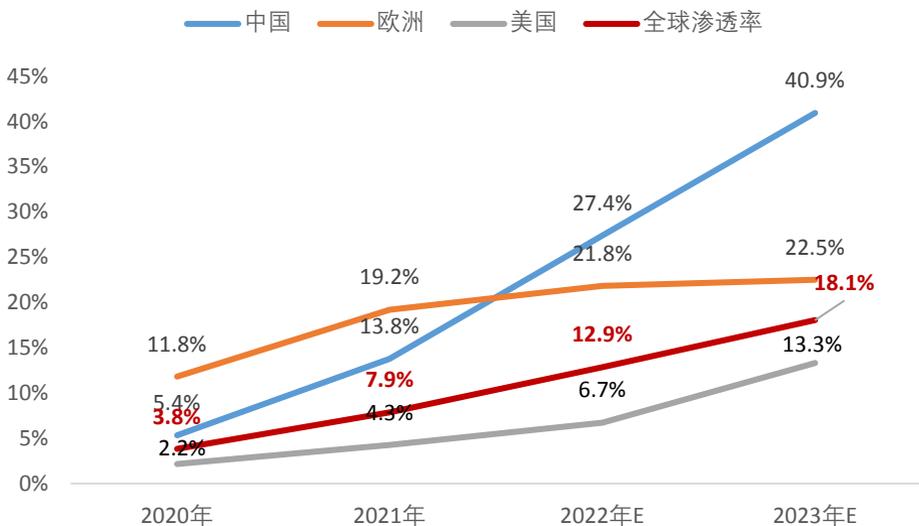
□ 分中、美、欧分析，我们预计全球新能源车销量明年达1390万辆，同比增长41%，整体渗透率为18%。

□ 按照分地区单车带电\*销量，我们预计23年全球动力（不包括两轮车）装机需求在693GWh，同比增长42%。

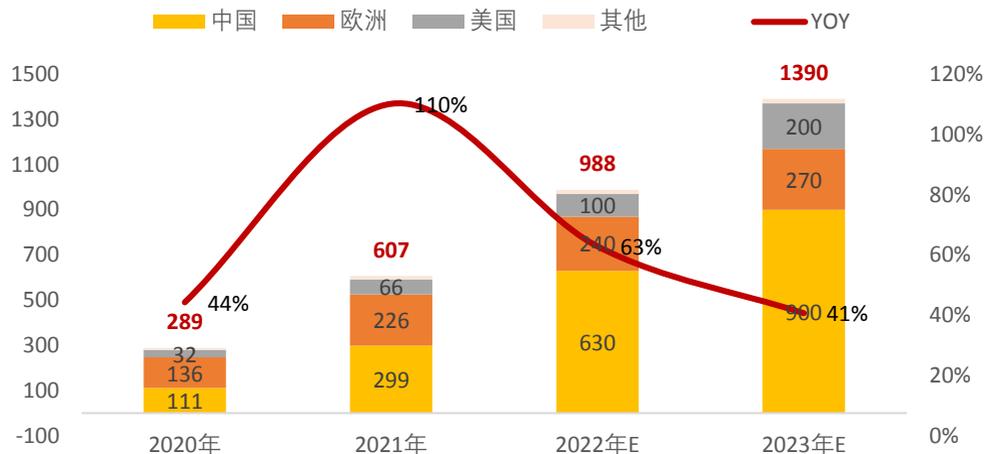
表：各地区新能源车单车带电（kwh）

单车带电	2020年	2021年	2022年E	2023年E
中国	53	49	47	46
欧洲	41	42	43	44
美国	70	70	70	70
其他	51	50	50	50
平均单车带电	46	45	45	45

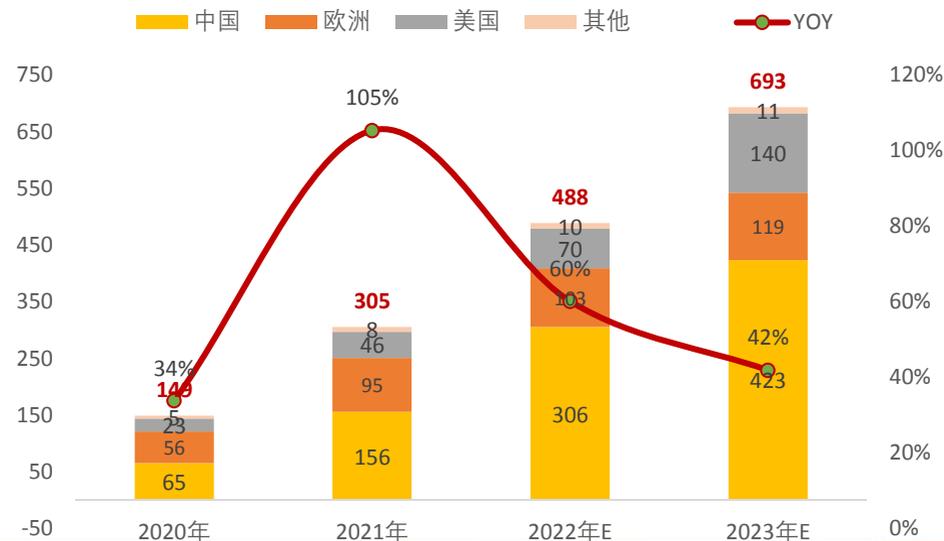
图：各地区新能源车渗透率（%）



图：各地区新能源车销量（万辆）



图：各地区新能源车装机需求（GWh）



## 全球：预计23年全球锂电需求在993GWh，同比增长46%

- 基于以上对动力电池的需求预测，我们在加上对储能、消费电子、电动工具和两轮车需求预测，我们预计23年全球锂电池装机需求在993GWh，同比增长46%，其中动力693GWh，储能180GWh。
- 后续动力电池需求增速放缓，储能依旧保持高增。我们预计后续动力保持30%左右增速（24、25年国内渗透率假设在45%/50%），储能保持在50%以上增速，其他在个位数增速，我们预计25年全球锂电池需求达1700GWh，22-25年复合增速36%。（根据天风策略组报告，增速保持在30%以上即为高景气度赛道，故我们认为锂电依旧是高景气度的成长股赛道）

表：全球锂电池需求（GWh）

锂电池需求（GWh）	2020年	2021年	2022年E	2023年E	2024年E	2025年E
动力	149	305	488	693	870	1097
YOY	34%	105%	60%	42%	26%	26%
储能	11	32	87	180	294	464
YOY	57%	200%	170%	107%	63%	58%
消费电子	75	81	73	80	84	88
YOY	7%	8%	-10%	10%	5%	5%
电动工具	16	22	22	24.2	26	27
YOY	45%	38%	0%	10%	8%	5%
两轮车	12.3	13	9	14	19	23
YOY	126%	6%	-28%	54%	31%	20%
合计	264	457	682	993	1294	1700
YOY	29%	73%	49%	46%	30%	31%

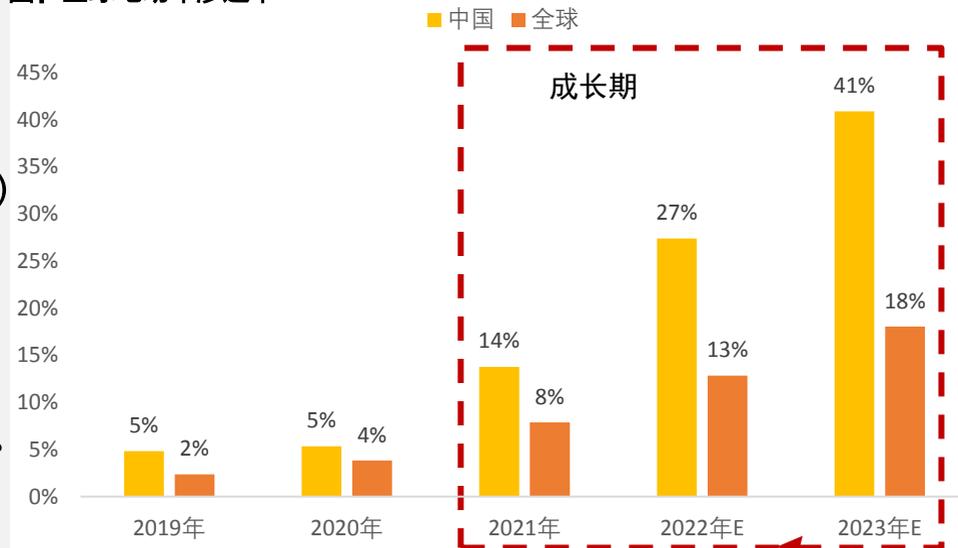
## 4、当前时点，如何定义电车板块估值？

- ✓ 从渗透率走势看，23年的电动车类似11年的智能手机，参考12-15年的智能手机进入第二轮成长期，我们认为电动车渗透率并没有见顶。
- ✓ 从产业链龙头公司看，11年的歌尔股份估值在30-40X，考虑歌尔和宁德的不同优势，我们认为23年的宁德时代合理估值在30-40X。

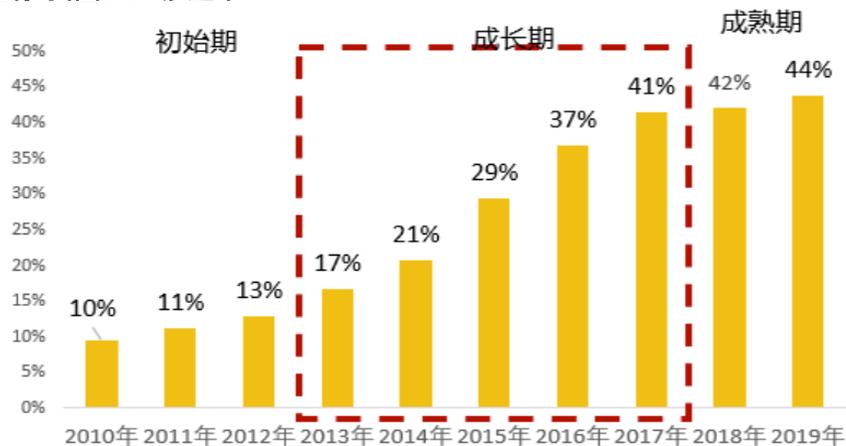
# 横向类比-渗透率：我们预计渗透率稳定期是80%而不是50%

- 根据我们的预测23年全球/国内渗透率在18%/41%，市场担心见顶，但对标消费电子发现2011年全球智能手机在29%渗透率下，12-15年仍然在快速提升，进入第二轮成长期。
- 当然这里的问题是电车为什么是智能手机（稳定期渗透率是80%）而不是SUV（稳定期是50%），我们认为原因如下：
  - ✓ 从需求看：电车的技术迭代（电动化+智能化）更类似智能手机周期，甚至从TSL全球市场加速放量就使得行业扩容，而SUV渗透率到40%见顶的原因系功能性的局限性（有消费者喜欢轿车）。
  - ✓ 从供给看：从车企规划看，车企大部分转型电车，电动智能化趋势不可挡。

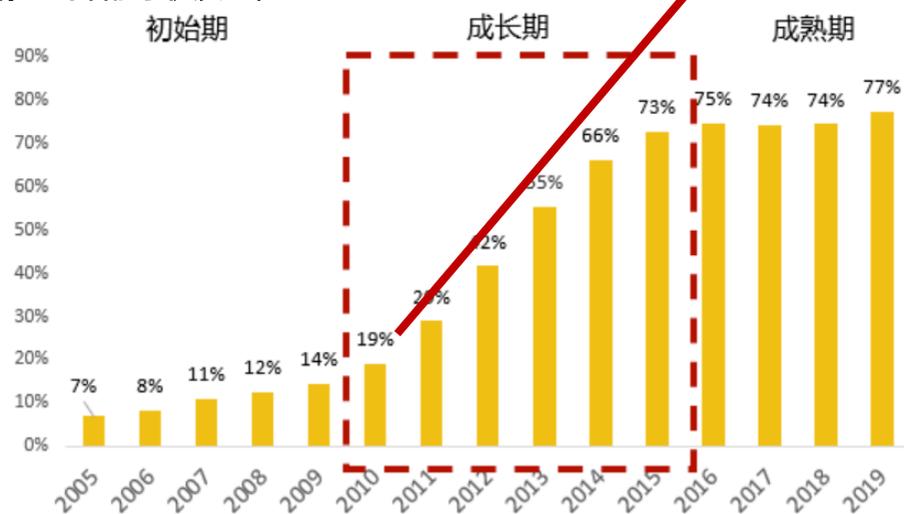
图：全球电动车渗透率



图：我国SUV渗透率



图：全球智能手机渗透率



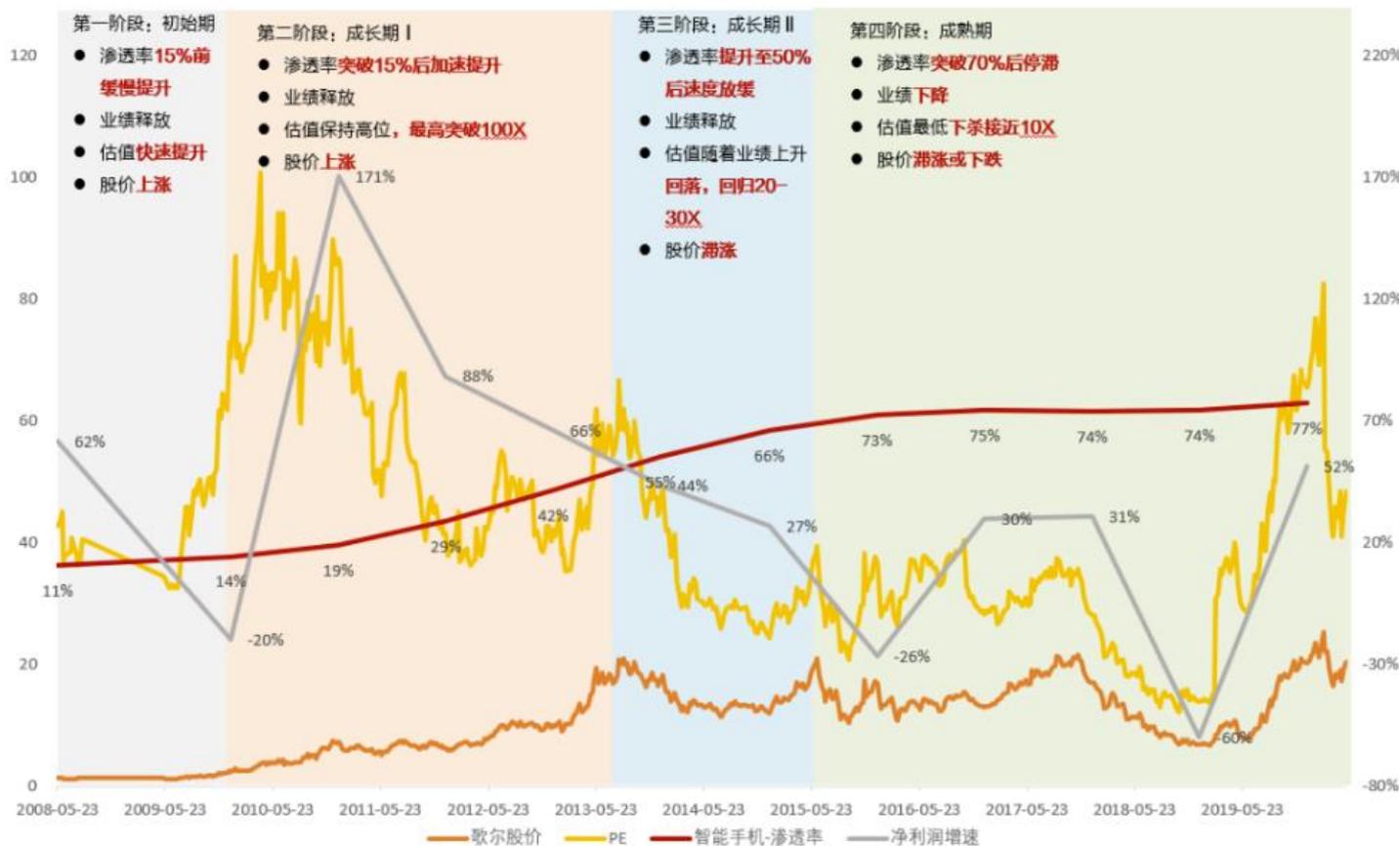
# 横向类比-发展阶段：电动车仍处于成长期 I，时间点类似于11年的智能手机，估值会有回落，但业绩属于高增期

通过横向对比智能手机和电动车渗透率，我们认为23年电动车正处于从成长期 I 迈向成长期 II。

根据我们在20年5月发布的报告《复盘SUV和智能手机，如何看当前时点电动车估值与基本面》提出的：

✓ **成长期 I**：当行业产品发展至较为成熟时（二者渗透率临界点均为15%左右），行业渗透率开始加速提升，此时行业内公司“量升”成为主逻辑，规模化提升甚至带来利润率上升，板块估值继续保持高位，业绩持续释放，股价处于上升态势。

图：歌尔股份股价、PE、扣非净利润增速与全球智能手机渗透率关系图

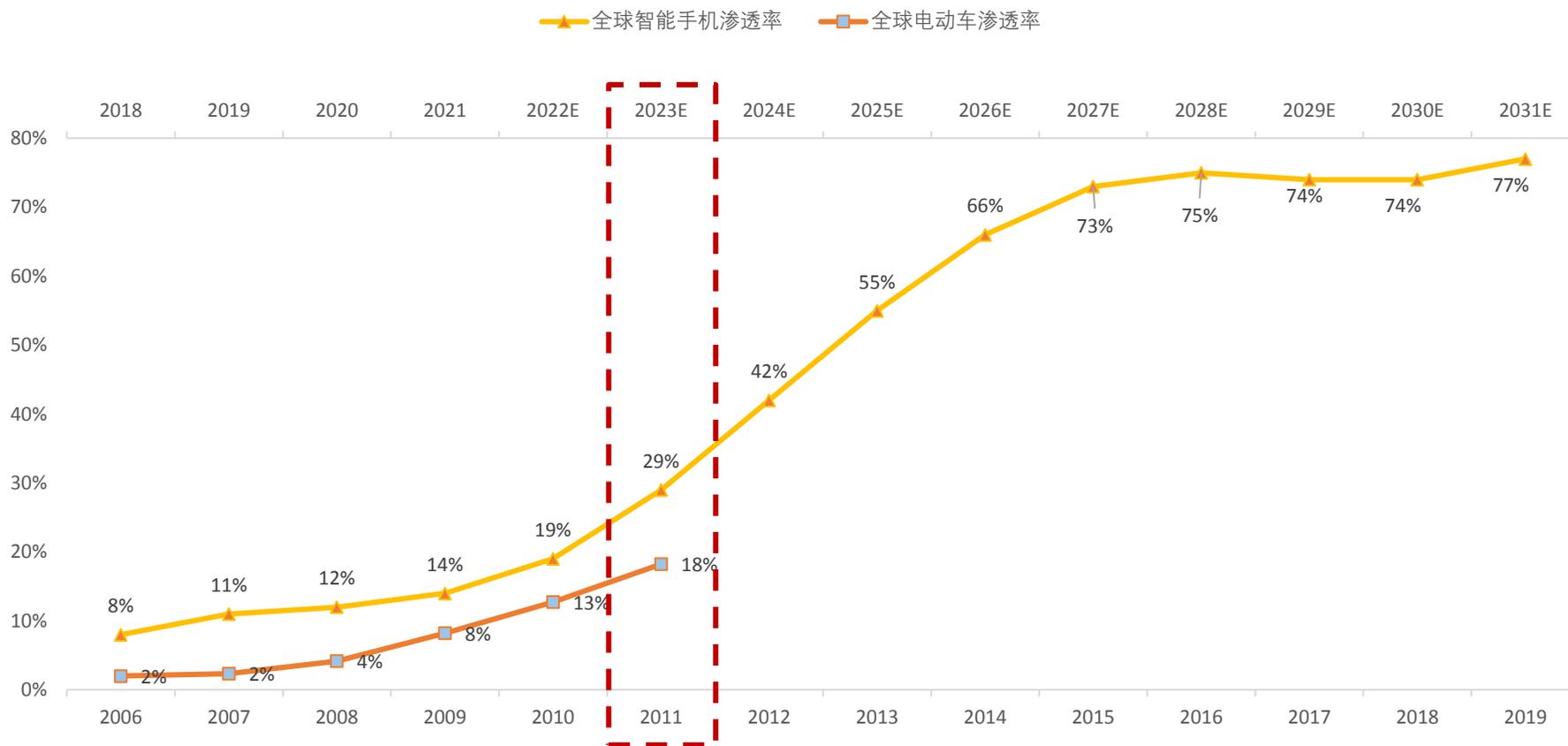


✓ **成长期 II**：当行业渗透率提升至一定高点后（SUV超过30%，智能手机超过50%），渗透率提升速度开始放缓，板块公司股价滞涨，但盈利能力保持高位，估值会通过业绩增长消化。

## 横向类比-发展阶段：从渗透率看，我们预计23年的电车是11年的智能手机

□ 从渗透率走势看，我们认为23年的电车类似11年的智能手机。我们预计2023年全球电动车渗透率在18%，2011年全球智能手机渗透率在29%，这里手机渗透率绝对值高于电车，但我们认为走势类似。

图：全球智能手机/电动车渗透率（下面是智能手机，上面坐标是电动车）

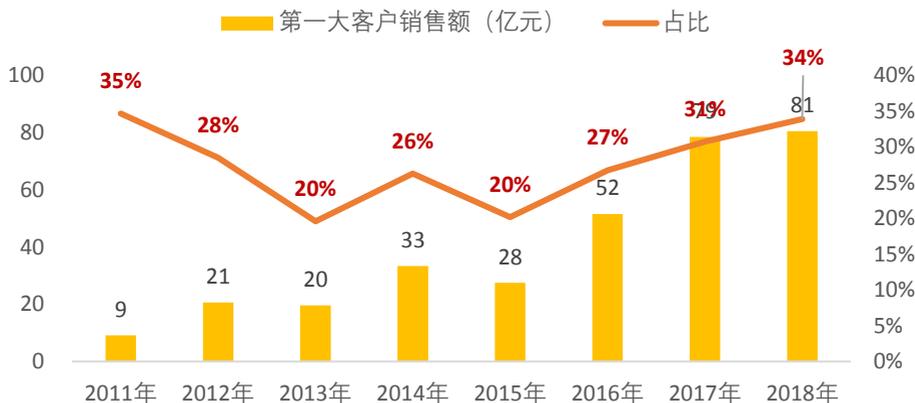


# 宁德VS歌尔不同点-11年的歌尔优势：突破苹果，12年苹果手机全球市占率显著提升

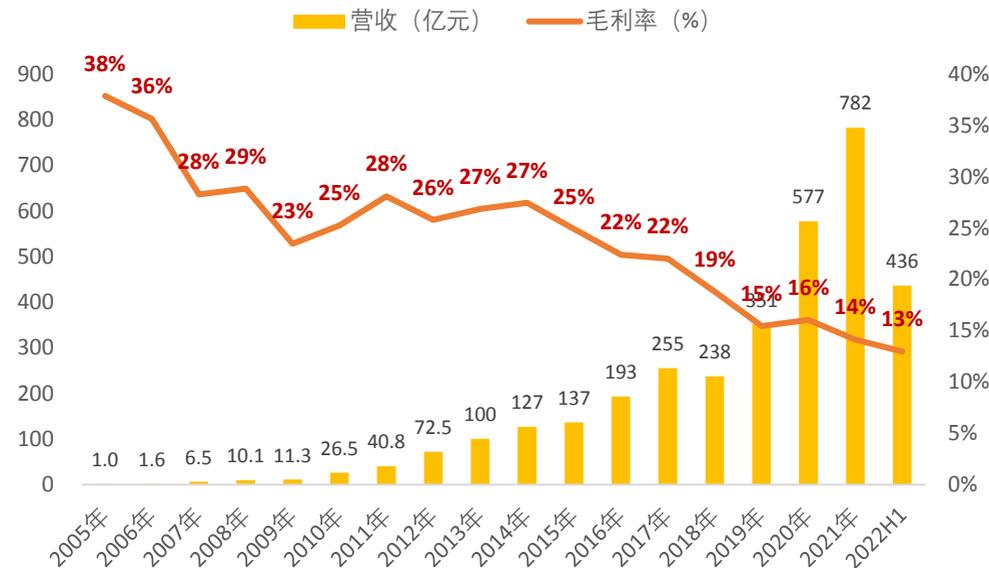
□ 2011年，歌尔股份进军苹果供应链，随后几年跟随苹果快速放量。根据IDC数据，苹果手机11-12年全球市占率快速提升，从11年的6.0%提升至12年的18.7%，随后几年在15%左右徘徊。

□ 成也苹果，败也苹果，歌尔目前面临严重的大客户依赖，苹果占比在50%左右。19-22H1歌尔向苹果产业链公司的销售金额占营业收入的比例分别为47.76%、58.53%、56.37%和52.04%，与之相对应的是歌尔毛利率从11年的28%下降至22H1的13%。

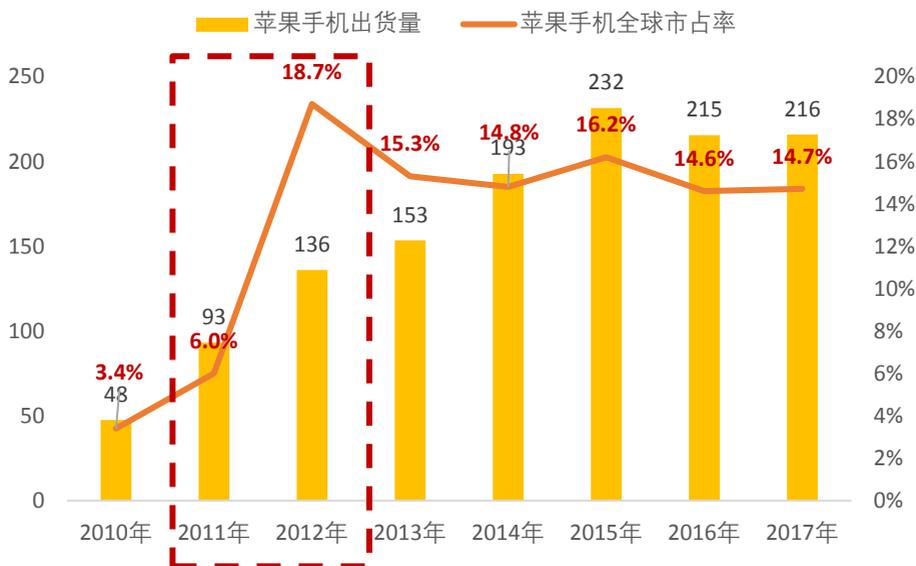
图：歌尔第一大客户销售额、占歌尔份额（亿元、%）



图：歌尔股份营业收入、毛利率（亿元、%）



图：苹果手机全球出货量、市占率（百万部、%）



# 宁德VS歌尔不同点-宁德优势1：参股/订单扶持中游材料，供应链地位强势

□ 不同于歌尔只是苹果供应链的一环，甚至后几年沦为苹果代工厂，宁德是整个锂电产业的核心，且供应链地位强势，大有让中游材料沦为其代工厂的架势。

✓ 宁德的对中游供应链布局全面。涉及到正负极、隔膜电解液、铜铝箔、导电剂、设备、回收多个环节。

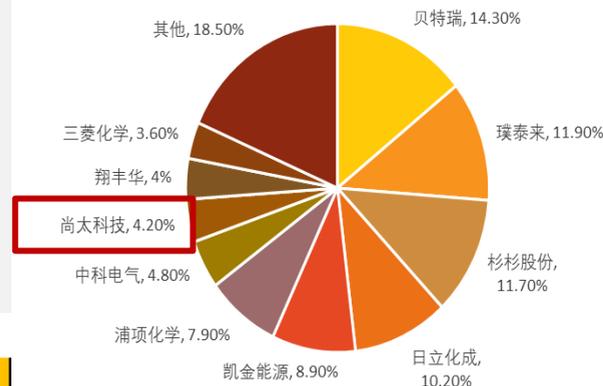
✓ 宁德布局方式多种多样。包括控股/参股/合资扩产/订单扶持等多种方式，此外宁德在中游供应链有很强的扶持二供能力，典型系尚太科技在宁德扶持下市占率明显提升。

图：宁德时代中游供应链布局

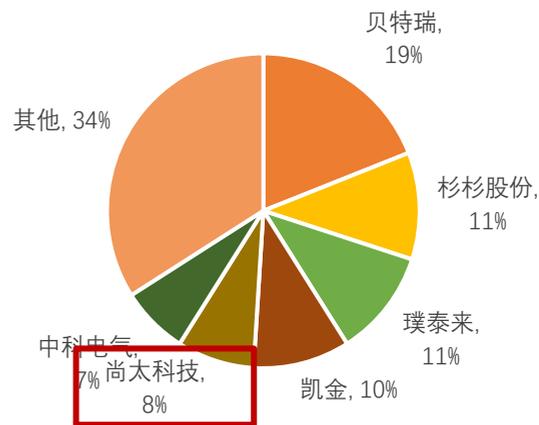
【天风电新】宁德时代供应链布局

环节	布局公司	布局方式	详情
三元前驱体	湖南邦普	控股子公司	宁德持股52.88%
磷酸铁	湖北宜化	合资扩产	持股65%，建设及运营磷酸铁、硫酸镍及其前端磷矿、磷酸、硫酸等化工原料；建设及运营配套磷石膏周转场、磷石膏综合利用项目
铁锂正极	湖南裕能	战略参股	宁德时代持股10.54%
	德方纳米	合资扩产	宁德持股40%，合资在曲靖扩产2万吨，四川8万吨
	龙蟠科技	战略参股	通过问鼎投资持股9.57%
	江西升华	战略参股	持股20%
负极	凯金能源	战略参股	通过问鼎投资持股3.53%（截至21年11月11日）
	尚太科技	战略参股	通过参股公司长江晨道（15.8%）持有尚太14%股权，折算宁德时代持股2.2%
	中科电气	合资扩产	宁德持股35%，规划合资扩产10万吨锂电池负极材料一体化项目
隔膜	恩捷股份	合资扩产	宁德持股49%，规划合资扩产湿法16亿平，干法20亿平
	厚生新材料	战略参股	通过参股公司长江晨道（15.8%）持有厚生22.2%股权，折算宁德时代持股3.5%
电解液	时代思康	战略参股	新型锂盐（LiFSI），宁德持股66%
	永太科技	保供协议	确定了2021年7月31日-2026年底6F、LIFSI及VC产品最低采购数量。6F最低采购量为24,150吨；LIFSI最低采购量为3,550吨，VC最低采购量不低于200吨/月。
铜箔	嘉元科技	合资扩产	宁德持股20%，规划合资扩产10万吨高性能电解铜箔
铝箔	鼎胜新材	保供协议	2021年11月1日至2025年底日，承诺向宁德供应电池铝箔，最低供货量51.2万吨
导电剂	无锡东恒	战略参股	通过参股公司长江晨道持有东恒9.2%股权
设备	先导智能	战略参股	持股7.29%
回收	邦普	控股子公司	宁德持股52.88%，邦普多项技术被行业专家评价达到国际领先水平，废旧电池资源综合回收率可达99.3%，动力电池回收产能已达12万吨/年。

图：2020年全球锂电负极格局（%）



图：2021年全球锂电负极格局（%）



## 宁德VS歌尔不同点-宁德优势2：布局上游锂镍，有望带来利润弹性

- 21年来，在下游电动车高需求刺激下，锂价大幅上涨，电池跟随纷纷布局上游，宁德18年参股北美锂业，22年开始布局自有矿。
- 高镍低钴趋势下，宁德也在加强镍资源布局，从参股到赴印尼开采镍矿，全产业链打通。

表：宁德时代锂资源布局

公司	布局方式	布局时间	合作企业	内容
宁德时代	参股、保供	2018年	北美锂业	目前持股43.59%
		2018年11月	天宜锂业	宁德持股天华超净子公司天宜锂业15%股权，优先供应宁德时代
		2019年9月	Pilbara Minerals	2.6亿人民币认购8.5%股权
		2021年4月	天华超净	投资1.2亿参与天华超净二期氢氧化锂定增项目（天宜锂业），一期已投产2万吨，二期2.5万吨，合计4.5万吨
	合资扩产锂盐冶炼产能	2022年1、9月	永兴材料	与永兴材料成立合资公司，并以合资公司为主体投资建设5万吨碳酸锂产能项目，总投资金额不超过25亿元，一期3万吨，投资总金额不超过15亿元；一期项目达产后，启动剩余产能建设。（ <b>宁德供矿，永兴加工</b> ）后改为和龙蟠科技合作
	保供（便宜碳酸锂来源）		宜春钽铌矿（414矿）	每年提供对应碳酸锂当量是1-2万吨
自己买矿	2022年4月	自己	以8.65亿元报价竞得江西省宜丰县圳口里-奉新县视下窝矿区陶瓷土（含锂）探矿权。探矿权面积6.44平方公里，推断瓷石矿资源量96025.1万吨，伴生锂金属氧化物量265.678万吨	

表：宁德时代镍资源布局

公司	布局方式	布局时间	合作企业	内容
宁德时代	参股	2018年	North American Nickel	持股25.38%
	镍矿布局		IWIP	青山在印尼的第二个工业园区，邦普参股20%，园区内红土镍矿资源约930 万金吨。
	扩产冶炼产能	2021年	印尼蓝天金属	<b>邦普持股75%，年产能3.6万金吨，21年3月已投产，为RKEF火法工艺生产镍铁项目</b> （由于项目地在Weda Bay，推测为高品位红土镍矿冶炼项目）
	扩产一体化	2022年	PT Aneka Tambang Tbk、PT Industri Baterai Indonesia	印度尼西亚动力电池产业链项目，主要建设从红土镍矿开发、火法冶炼、湿法冶炼、三元电池材料到电池回收及三元电池等产业集成化的电池全产业链项目

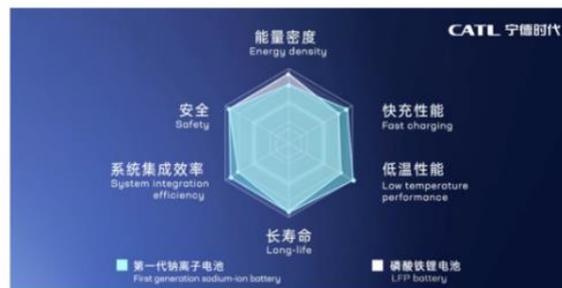
# 宁德VS歌尔不同点-宁德优势3：产业链技术领导者（材料体系），锰铁锂、钠电有望带来估值溢价

- 宁德时代是磷酸锰铁锂、M3P引领者。宁德时代拥有力泰锂能60%股权，在宁德时代控股前，该公司具备2000吨/年磷酸锰铁锂产能，宁德时代入股后，力泰锂能计划加大磷酸锰铁锂材料产能扩张，且于22年年初在四川眉山成立子公司。
- 自宁德时代21年7月召开钠离子电池发布会后，钠电产业进入发展快车道。宁德时代表示其第一代钠离子电池可实现 160 Wh/kg 的单体能量密度，同时电池系统集成效率可以达到 80% 以上，且钠离子电池拥有良好的快充（充电 15 分钟可补充至 80% 电量以上）、低温性能。

图：宁德时代钠离子电池发布会



图：宁德时代材料体系迭代



# 宁德VS歌尔不同点-宁德优势3：技术领导者（结构体系），麒麟电池有望带来估值溢价

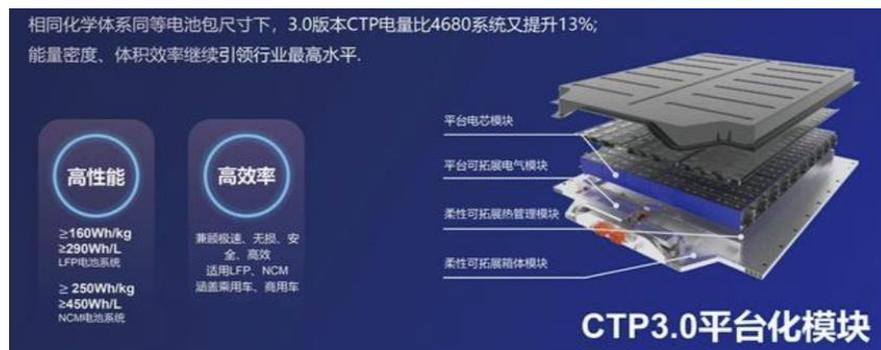
□ 2019年，宁德时代在德国法兰克福国际车展上，推出了全新的CTP高集成动力电池开发平台（Cell To Pack），即电芯直接集成到电池包。CTP电池包体积利用率提高了15%-20%，电池包零部件数量减少40%，生产效率提升了50%，电池包能量密度提升了10%-15%，将大幅降低动力电池的制造成本。特斯拉国内电池供应商有宁德、LG，22年前三季度宁德凭借CTP高性价比优势在特斯拉装机占比达82%。

□ 22年宁德推出第三代CTP技术（麒麟电池）的系统重量、能量密度及体积能量密度继续引领行业最高水平。在相同的化学体系、同等电池包尺寸下，麒麟电池包的电量，相比4680系统可以提升13%。根据电池中国，麒麟电池首配套极氪009。

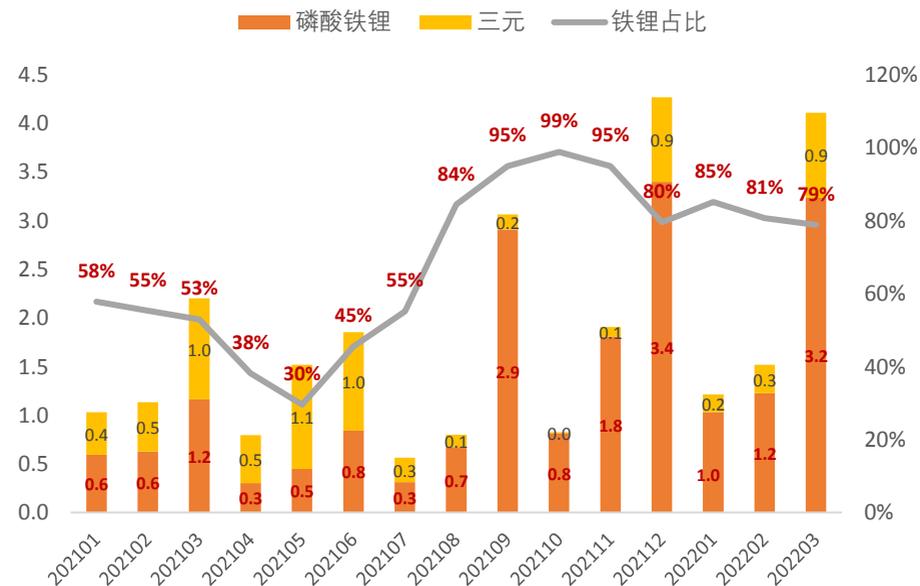
图：宁德时代CTP第一代



图：宁德时代CTP第三代（麒麟电池）



图：特斯拉铁锂和三元装机占比（%）



# 宁德VS歌尔不同点-宁德优势4：储能业务带来天然第二增长极

□ 储能行业未来几年处于高增状态。我们预计21年全球储能装机在32GWh，25年有望达464GWh，复合增速95%。

□ 宁德目前是储能电池全球龙头。公司储能电池产品包括电芯、模组/电箱和电池柜等，可用于发电、输配电和用电领域，涵盖太阳能或风能发电储能配套、工业企业储能、商业楼宇及数据中心储能、储能充电站、通信基站后备电池、家用储能等。**根据鑫椽锂电数据，宁德21年储能出货全球第一。**

图：宁德时代储能客户

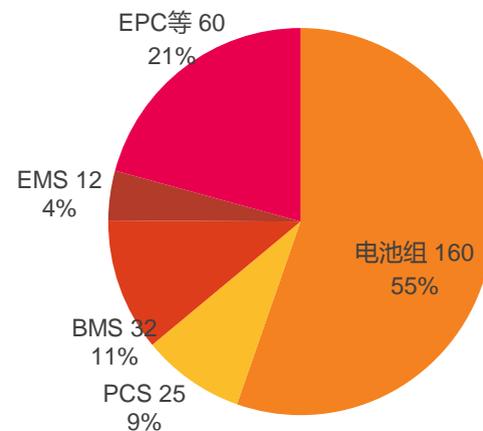
区域	储能客户
国内	国家能源集团、国电投、中国华电、三峡集团、中国能建
海外	Nextera、Fluence、Wartsila、Tesla、Powin

图：全球/中国储能电池竞争格局

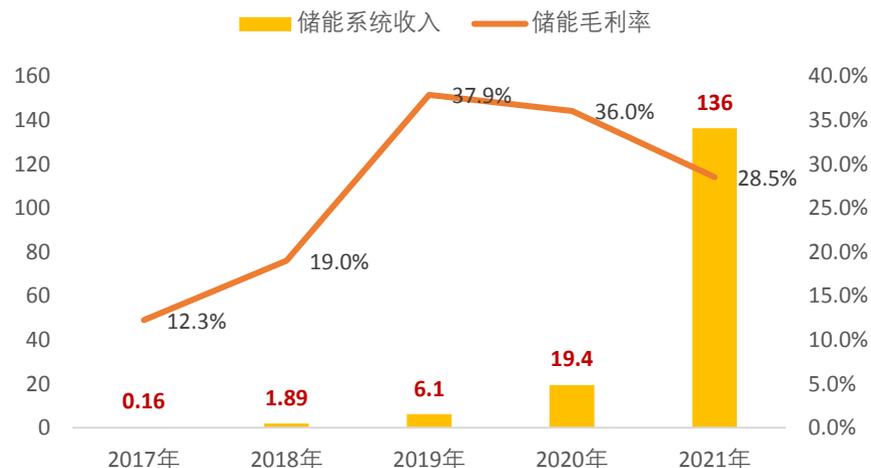


来源：鑫椽锂电、天风电新

图：锂电储能电站的成本构成（\$/kWh）



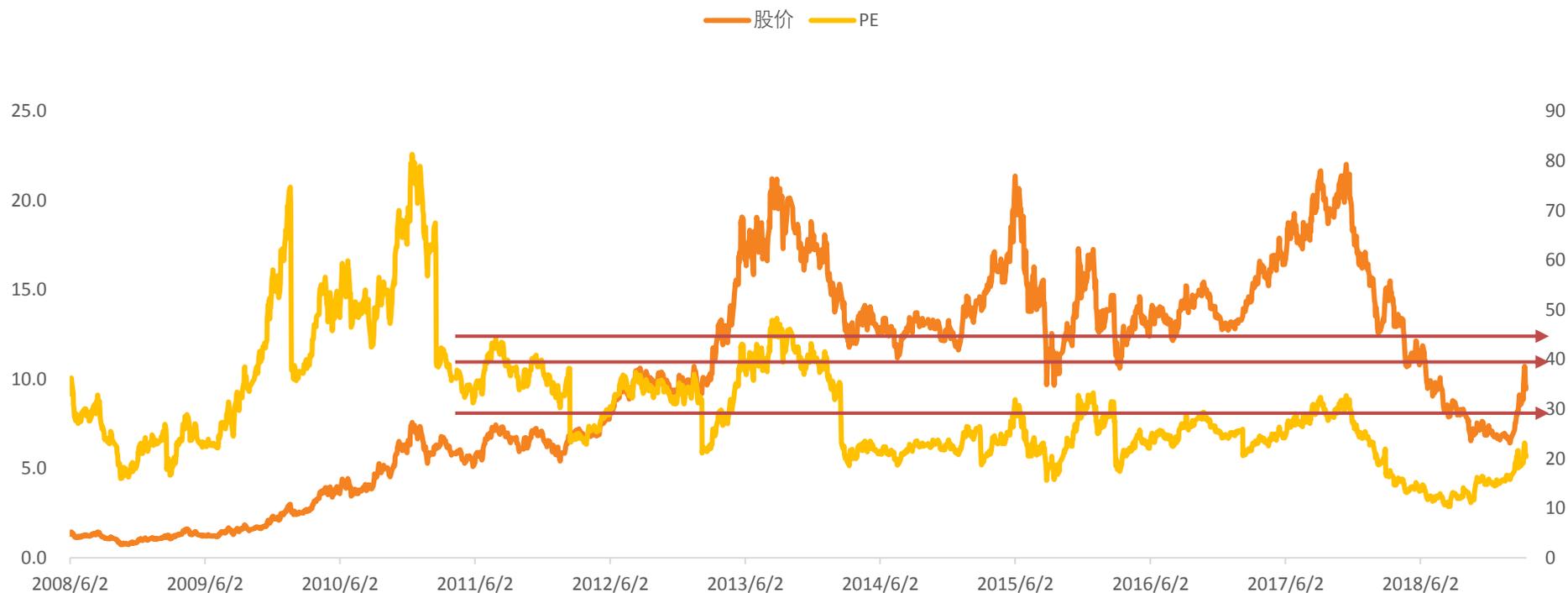
图：宁德时代储能收入、毛利率（亿元，%）



# 估值怎么看？11年歌尔估值区间在30-40X

□ 通过渗透率类似，我们认为23年的电车对应消费电子时代的11-12年，这个阶段歌尔股份的中枢估值在40X，且除了11-12年末年初的估值切换，大部分时间估值在30-40X。

图：歌尔股份股价和预测PE（市值/最近一期wind一致预测）走势图



# 估值怎么看？23年宁德估值不到25X，我们认为有望回归至30-40X

□ 从渗透率看，23年的电动车类似11年的智能手机，11年的智能手机产业链龙头歌尔股份估值在30-40X，11年的歌尔有跟随苹果拓品类提份额逻辑，但宁德有更强势的产业链地位+一体化提升盈利+新技术领军者带来估值溢价+储能带来天然第二增长极，看好宁德时代带领锂电板块估值回归。

图：宁德时代股价和预测PE（市值/最近一期wind一致预测）走势图



图：宁德时代wind一致预期（2022年10月28日）

一致预测							
关键指标	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业收入(百万)	45,788.02	50,319.49	130,355.80	308,548.12	427,432.74	548,287.76	
增长率(%)	54.63	9.90	159.06	136.70	38.53	28.27	
归母净利润(百万)	4,560.31	5,583.34	15,931.32	27,515.43	43,492.21	58,620.21	
增长率(%)	34.64	22.43	185.34	72.71	58.06	34.78	
EPS(摊薄)	2.06	2.40	6.83	11.27	17.82	24.02	
基准股本(百万股)	2,208.40	2,329.47	2,330.85	2,440.47	2,440.47	2,440.47	
ROE(摊薄)(%)	11.96	8.70	18.85	22.67	26.18	26.25	
ROA(%)	5.72	4.73	7.69	5.78	6.66	6.90	
PE	51.53	146.49	86.03	32.42	20.51	15.22	
PEG	1.49	6.53	0.46	0.45	0.35	0.44	

## 风险提示

- **新能源车销量不及预期：**本篇报告涉及对多地销量的预测，若新能源车销量不及预期，将影响我们对行业增速和估值的判断。
- **政策变化超预期：**各地的电动车销量和补贴政策也有高度相关性（特别是美国），若未来政策变化超预期，将影响我们对销量的预测。
- **疫情反复影响超预期：**全球疫情若变化超预期，将影响整个消费，电动车是大宗消费的一种。
- **供应链短缺超预期：**近两年全球汽车受芯片等短缺影响，若未来供应链再次出现紧张，将影响最终的销量。
- **测算有一定主观性：**本文涉及大量的销量、市场空间测算，具有一定主观性，仅供参考。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS