

新能源汽车

优质供给不断，迎接自发需求大爆发时代

- 2021年国内新能源车终端市场分析

评级：增持

分析师：苏晨

执业证书编号：S0740519050003

电话：

Email: suchen@r.qlzq.com.cn

分析师：陈传红

执业证书编号：S0740519120001

电话：

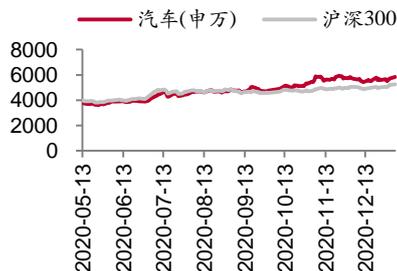
Email: chench@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数：204

行业总市值(百万元)：3347865

行业流通市值(百万元)：2325515

行业-市场走势对比

相关报告

简称	股价 (元)	EPS (摊薄)				PE				评级
		2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	
宁德时代	413.23	2.06	2.46	3.60	4.36	51.53	97.67	66.74	55.11	增持
恩捷股份	164.50	1.06	1.39	2.30	3.36	47.86	70.50	42.61	29.17	增持
克来机电	43.81	0.57	0.67	0.87	1.35	56.63	64.93	50.00	32.22	增持
中鼎股份	11.63	0.49	0.34	0.56	0.66	18.35	32.56	19.77	16.77	增持
天赐材料	115.35	0.03	1.30	1.50	1.70	695.50	32.05	28.29	24.42	买入

备注：股价采用 2021 年 1 月 7 号收盘价

投资要点

- **国内市场停滞 2 年，但结构优化显著。**18 年以来，国内电动车市场停滞了约 2 年，主要是因为 18 年前的高补贴下的销量基数需要消化。从结构上看，近 2 年电动车销量虽然没增长，但结构优化显著。根据 20H1 销量数据，目前 2C 销量占据了终端销量 70%+(2018 年 40%)，A+ 级车占比 69%(2018 年 52%)，且目前电动车基本是一二线主流品牌在销售(2018 年主要是中小型企业企业在销售)。
- **补贴因素对国内电动车市场扰动小。**近几年来，补贴因素一直是影响电动车板块的核心变量，目前国内电动车市场已经基本脱离补贴。低端车宏观 MIN I 等不拿补贴，20 万以上高端车目前补贴金额占车价 10% 不到。随着电动车成本下降以及智能化带来产品力提升，21 年新能源汽车补贴退坡 20%，对新能源汽车售价影响较小，对未来消费者需求扰动较小。
- **优质供给陆续爆发，21 年销量预计 200 万+。**特斯拉 Model 3、Model Y、比亚迪、理想、蔚来、小鹏等，激活了 20-40 万的中高端市场；五菱宏光 MIN I 激活了低端代步市场电动化。据我们统计，21 年国内电动车新上市车型达到 27 款，随着优质供给的陆续爆发，我们认为电动车市场将逐步被完全激活。我们通过分车企销量估算，认为 21 年国内电动车销量将达到 200 万+。
- **纺锤形重心市场若被激活，全球电动化将迈入再加速阶段。**根据我们统计，国内车市是典型的纺锤形市场，80% 销售量在 5-20 万价格区间。随着特斯拉价格和车型下探，比亚迪 DM-i 等国产平价车型的推出，我们预计未来 1-3 年，纺锤形重心市场将逐步被激活，全球电动化未来几年将进一步换挡加速。
- **整车竞争格局：(1) 智能化是真正的胜负手，一超已经出现。**我们认为，智能化是影响消费者支付意愿的核心变量。是车企获得竞争优势的胜负手。随着头部车企如特斯拉 FSD 装配率的提升，未来智能化落后的车企将被降维打击；(2) **产品周期为王，关注 21 年特斯拉和大众。**我们认为，整车环节产品周期性明显。21 年看，特斯拉 Model Y、大众 ID.4 等均可能成为爆款车型。
- **投资建议：重点配置全球竞争力的核心资产。**汽车行业面临着百年变局，国内供应链有望在这一轮电动和智能化浪潮中全面崛起，重点配置具备全球竞争力的核心资产。
 - (1) **竞争力强的全球龙头：**宁德时代、恩捷股份、三花智控、克来机电、当升科技、天赐材料、新宙邦、璞泰来、拓普集团、先导智能、赢合科技、亿纬锂能、孚能科技等，关注国轩高科；
 - (2) **国产短板领域：**国产替代加速的伯特利(智能刹车)、中鼎股份(空气悬挂)、保隆科技(空气弹簧)等；
 - (3) **21 年大概率出现短缺的环节：**6F、电解液(新宙邦、天赐材料)、锂、铜箔，看好阻燃剂(万盛股份)等。
- **风险提示：**国内电动车购置补贴等政策发生不利变动；国内宏观经济向下波动风险；整车行业竞争加剧风险；测算偏差风险(报告内涉及行业供需规模及公司销量等测算均基于一定前提假设，存在实际达不到，不及预期的风险)。

内容目录

一、需求分析：结构优化，自发需求激活.....	- 5 -
1.1 电动车销量结构优化，以自发需求驱动.....	- 5 -
1.2 电动车市场结构错位，15 万以下市场有待挖掘.....	- 7 -
二、政策分析：双积分约束增强，补贴政策扰动弱化.....	- 8 -
2.1 政策支持不动摇，强化非财政工具约束力.....	- 8 -
2.2 21 年退坡影响较小，市场扰动弱化.....	- 9 -
三、21 年展望：优质供给爆发，国内销量有望达到 200 万+.....	- 10 -
3.1 20 年回顾：优质供给陆续爆发，电动车自发需求开始被激活.....	- 10 -
3.2 21 年展望：预计销量 200 万+，步入增长 2.0.....	- 11 -
四、竞争格局：周期、差异化与重塑.....	- 16 -
4.1 周期：整车三重周期嵌套，核心看产品周期.....	- 16 -
4.2 差异化：车市高度差异化，传统主机厂仍存反击机会.....	- 17 -
4.3 行业重塑：核心竞争力“软化”，智能化将成为降维打击武器.....	- 17 -
五、投资建议.....	- 18 -
六、风险提示.....	- 19 -

图表目录

图表 1: 2015-2020 年 11 月国内电动车销量 (万辆)	- 5 -
图表 2: 16-20H1 国内新能源汽车 2C 销量占比.....	- 5 -
图表 3: 国内市场 20 年电动车增量主要来自于 2C 需求 (万辆)	- 5 -
图表 4: 历年各品牌份额对比.....	- 6 -
图表 5: 历年各品牌销量 (单位: 万辆)	- 6 -
图表 6: 限购与非限购地区电动车渗透率统计.....	- 6 -
图表 7: 限购与非限购地区历年销量 (万辆)	- 6 -
图表 8: 2015-2020.1-10 电动车分级别销量 (万辆)	- 7 -
图表 9: 2015-2020.1-10 电动车分级别市场份额.....	- 7 -
图表 10: 19 年国内汽车各价格区间销量 (万辆)	- 7 -
图表 11: 19 年国内电动车各价格区间销量 (万辆)	- 7 -
图表 12: 19 年国内各价格区间电动车渗透率.....	- 7 -
图表 13: 2020-2022 年新能源汽车补贴细则	- 8 -
图表 14: 国家生态文明区和大气污染防治重点区域年更新需求测算 (万台) ..	- 9 -
图表 15: NEV 积分约束下的电动车销量 (万台, 中泰证券测算)	- 9 -
图表 16: 21 年补贴退坡对车型经济性影响小	- 10 -
图表 17: 19、20 年各月份造车新势力销量对比 (辆)	- 10 -
图表 18: 五菱宏光 MINI 月度上险销量数据 (辆)	- 10 -
图表 19: 2021 年国内市场电动车上市新车型统计 (部分)	- 11 -
图表 20: 21 年造车新势力上市车型.....	- 12 -
图表 21: Model 3 历次价格调整 (单位: 万元)	- 12 -
图表 22: FSD5.0.....	- 12 -
图表 23: MQB 与 MEB 对比.....	- 13 -
图表 24: ID.4 IQ.Drive 系统.....	- 13 -
图表 25: 华为主要合作主机厂及合作内容.....	- 13 -
图表 26: 中端电动车车企情况 (部分)	- 14 -
图表 27: 2019 年全国摩托车+电动自行车年销量超 4200 万辆.....	- 14 -
图表 28: 2020 年 10 月宏光 MINI 销量分布 (辆)	- 14 -
图表 29: 我国巡游出租车数量 (万辆)	- 15 -
图表 30: 网约电动车相关整车政策.....	- 15 -
图表 31: 2020、2021 年国内新能源乘用车销量预测 (按品牌, 辆)	- 16 -
图表 32: 2019 年全球汽车市场.....	- 17 -

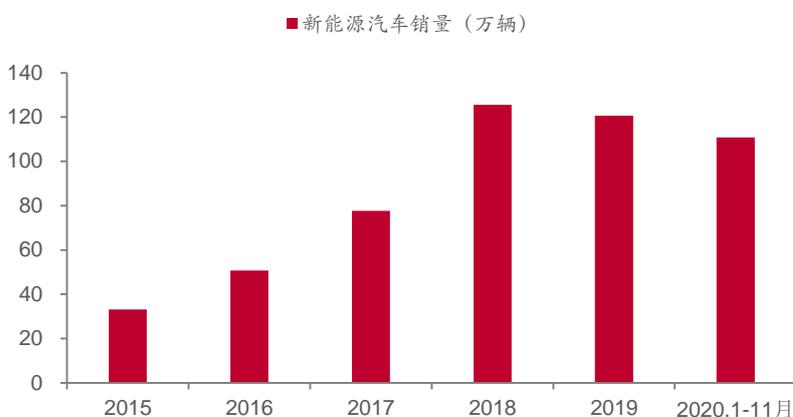
图表 33: 2019 年全球手机市场.....	- 17 -
图表 34: 特斯拉 FSD 功能与价格变化.....	- 18 -
图表 35: 车企软件包收费情况对比	- 18 -
图表 36: 重点公司估值情况	- 18 -

一、需求分析：结构优化，自发需求激活

1.1 电动车销量结构优化，以自发需求驱动

- **15-18年爆发式增长后，国内电动车销量18-20年经历三年盘整。**从电动车销量数据看，18-20年国内电动车销量在120万台的位置盘整了3年。2015-2018年，国内电动车在超额购置补贴下，5-20万价格区间的电动车经济性显著；2018年开始，国内电动车销量开始经历18-20年3年盘整，盘整主要原因是：1) 过去强补贴背景下，厂商依赖经济性车型带动，未能推出真正契合用户需求的消费产品；2) 2B市场驱动，国家补贴幅度下降50%以后，过度补贴带来的经济性优势丧失；3) 过去车市下行压力大，叠加消费升级趋势，车企销售导向变化。

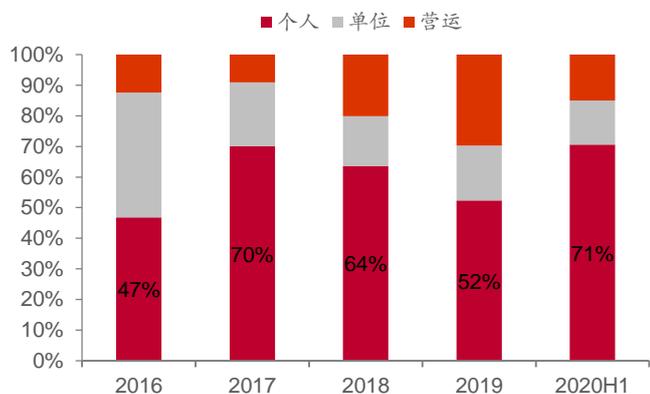
图表1：2015-2020年11月国内电动车销量（万辆）



来源：中国汽车工业协会，中泰证券研究所

- **2020年电动车消费者市场被激活，需求由2B转向2C。**在2017-2019年期间，由于电动车产品力不足、补贴套利等多方面原因，国内电动车2C占比一直不高，2019年约52%，如果考虑到部分2B车型上牌在个人名下，2019年2C端实际占比将更低。但是由于优质供给在2020年上半年大幅增加，2C市场被激活，占比大幅提升至71%。

图表2：16-20H1国内新能源汽车2C销量占比



来源：交强险，中泰证券研究所

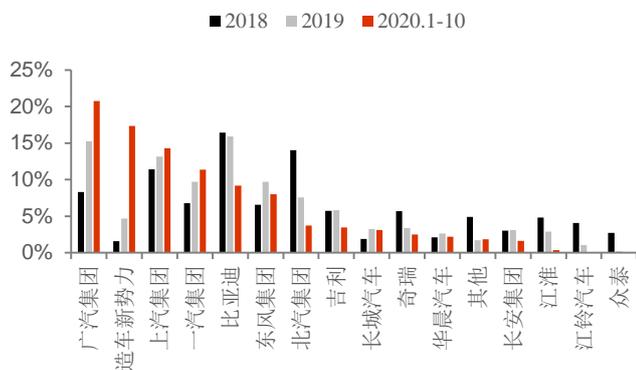
图表3：国内市场20年电动车增量主要来自于2C需求（万辆）



来源：交强险，中泰证券研究所

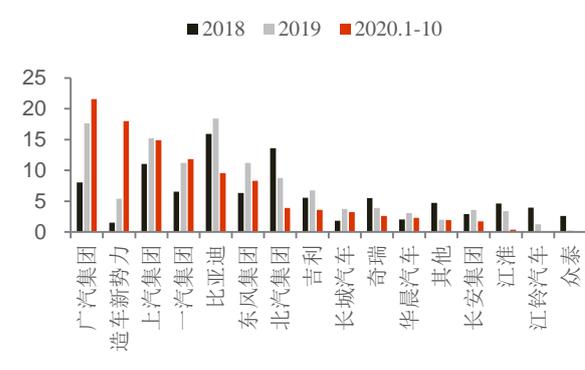
- **2018-2020年行业竞争格局持续优化，头部品牌销量占比提升。**从品牌结构看，近年来国内新能源车市场份额逐步向头部品牌集中，产品力不足的车企将出局。销量大幅增加车企主要有广汽、造车新势力、上汽、一汽、特斯拉等。

图表 4: 历年各品牌份额对比



来源：交强险，中泰证券研究所

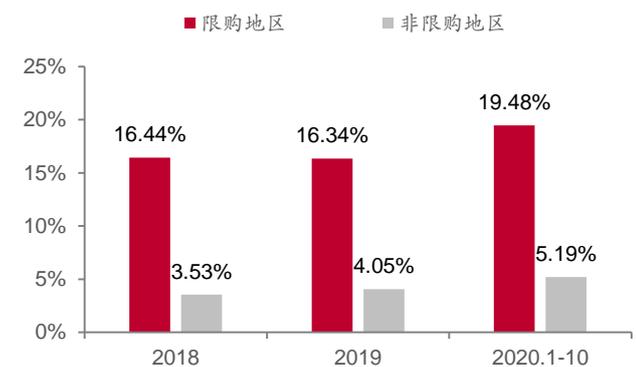
图表 5: 历年各品牌销量 (单位: 万辆)



来源：交强险，中泰证券研究所

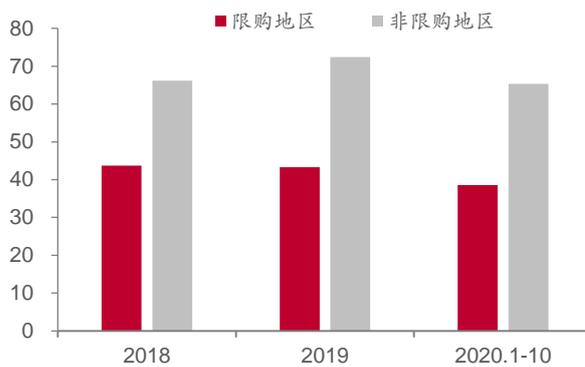
- **2020年非限购地区延续良好发展趋势，限购地区发展完成向上突破。**(1) 非限购城市，渗透率连续三年稳步提升：从我们统计的上险数据看，2020年1-10月，电动车渗透率达到5.19%，比2019年全年提升1.14pct；(2) 限购城市，渗透率进一步突破：结束了2018年、2019年渗透率停滞的状态，2020年前十个月，渗透率达到19.48%，比2019年全年提升了3.14pct。

图表 6: 限购与非限购地区电动车渗透率统计



来源：交强险，中泰证券研究所

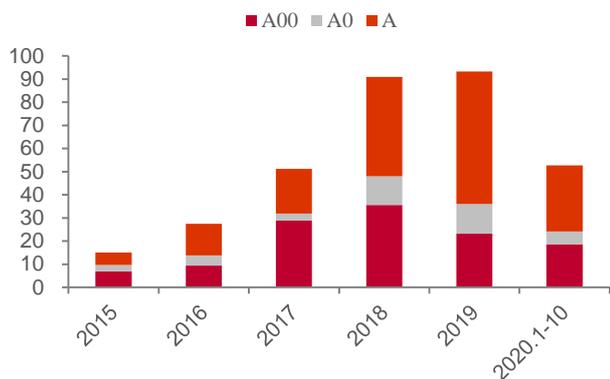
图表 7: 限购与非限购地区历年销量 (万辆)



来源：交强险，中泰证券研究所

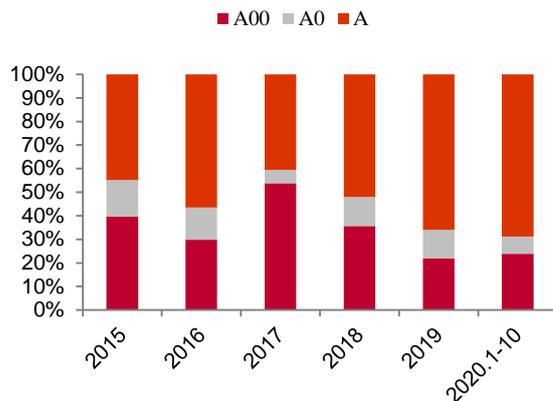
- **电动车销量结构已经发生质变。**国内电动车市场逐步从低端电动为主转变成中高端消费为主的市场，A0+A00级车占比大幅下滑。从2015年开始，A0+A00车型份额从55.15%逐年下降；从2020年前十个月销量看，A0+A00车型的份额已经下降至31.17%。

图表 8: 2015-2020.1-10 电动车分级别销量 (万辆)



来源: 乘联会, 中泰证券研究所

图表 9: 2015-2020.1-10 电动车分级别市场份额

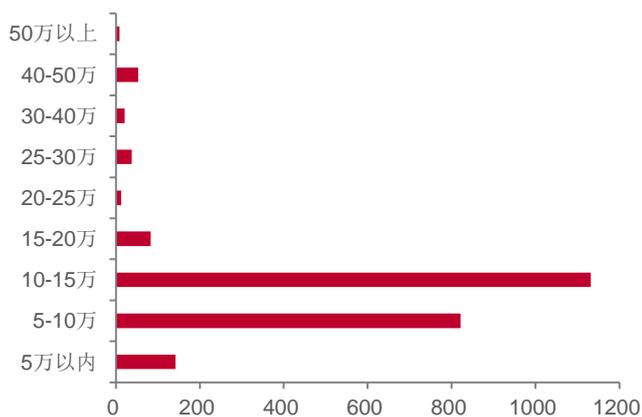


来源: 乘联会, 中泰证券研究所

1.2 电动车市场结构错位, 15 万以下市场有待挖掘

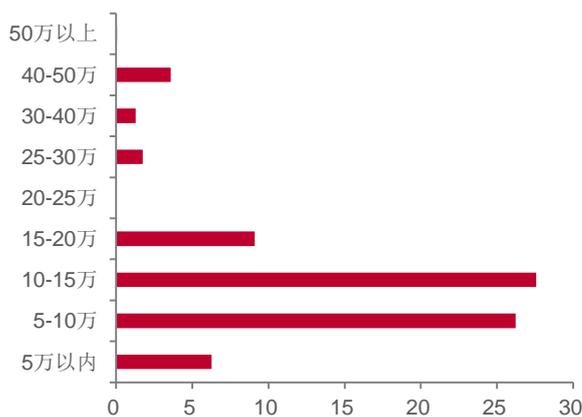
- 若激活 15 万以下电动车市场, 电动车销量将进一步爆发。从车市结构看, 国内车市是低重心的纺锤形市场。5-15 万价格区间销量占总销量 84%。电动车方面, 15-16 年市场以 15 万元以下的电动车为主; 18-19 年由于补贴退坡导致经济性优势丧失, 电动车市场结构存在明显的错位。从渗透率指标看, 19 年电动车销售主要集中在 15-50 万价格区间的市场。20 年后, 电动车有望实现与燃油车平价。21 年上市的宋 DM PLUS 和秦 DM PLUS, 购置落地价与燃油车平价, 同时油耗只有燃油车的 40%,

图表 10: 19 年国内汽车各价格区间销量 (万辆)



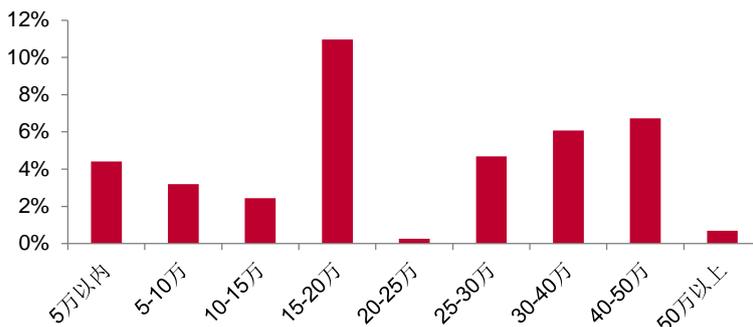
来源: 汽车之家, 中泰证券研究所

图表 11: 19 年国内电动车各价格区间销量 (万辆)



来源: 汽车之家, 中泰证券研究所

图表 12: 19 年国内各价格区间电动车渗透率



来源：车主之家，中泰证券研究所

二、政策分析：双积分约束增强，补贴政策扰动弱化

2.1 政策支持不动摇，强化非财政工具约束力

- 我们预计国家对电动车补贴在 2022 年后完全退出。但是我们认为国家对电动车支持不会发生动摇，未来国家或将出台更多非财政政策支持电动车行业发展，例如双积分政策得到强化。在过去高额的补贴下，部分车企生产新能源汽车主要是骗取国家补贴，我们认为补贴取消后，同样有助行业向高质量发展，实现自我造血，行业竞争格局将进一步优化。

图表 13: 2020-2022 年新能源汽车补贴细则

	标准	2018 年	2019 年	2020 年	2020 年变化	2021 年	2022 年
	度电补贴 (元)	1200	550	500	度电补贴下降 10%	400	280
续航里程 (KM) / 金额 (万元)	150 ≤ R < 200	1.5	0	0	门槛从 250 公里提高至 300 公里，补贴金额下降 10%		
	200 ≤ R < 250	2.4	0	0			
	250 ≤ R < 300	3.4	1.8	0			
	300 ≤ R < 400	4.5	1.8	1.62		1.3	0.91
	400 ≤ R	5	2.5	2.25		1.8	1.26
技术要求-能量密度 (Wh/kg) / 系数	E < 105	0	0	0	无变化		
	105 ≤ R < 120	0.6	0	0			
	120 ≤ R < 125	1	0	0			
	125 ≤ R < 140	1	0.8	0.8			
	140 ≤ R < 160	1.1	0.9	0.9			
	160 ≤ R	1.2	1	1			
百公里电耗优于政策门槛	0% ≤ 实际 Q < 5%	0.5	0	0.8	公式变化，实际要求小幅提升		
	5% ≤ Q < 10%	1	0				
	10% ≤ Q < 20%	1	0.8	1			
	20% ≤ Q < 25%	1	1	1			
	25% ≤ Q < 35%	1.1	1	1.1			
	35% ≤ Q	1.1	1.1	1.1			

来源：工信部，中泰证券研究所

- 2020 年 10 月，国常会通过《新能源汽车产业发展规划》：2021 年起重

点区域公共领域新能源车比例不低于 80%。据此我们测算国家生态文明区和大气污染防治重点区域每年贡献的电动车销量约 58 万(73*80%)。测算的核心假设是汽车平均 7.6 年报废；基于工信部 2018 年保有量数据测算。

图表 14: 国家生态文明区和大气污染防治重点区域年更新需求测算 (万台)

地区	省市	出租车保有量	公交汽车运营数	物流配送车保有量			总计	
				民用载货汽车	私人载货	非私人载货		
国家生态文明试验区	福建	2.02	1.79	74.77	49.87	24.90	128.45	
	江西	1.35	1.02	73.19	41.69	31.50	117.25	
	贵州	2.03	0.72	62.13	49.42	12.71	114.29	
	海南	0.70	0.42	15.67	12.09	3.58	28.88	
大气污染防治重点区域	京津冀	北京	7.00	2.28	39.99	14.54	25.45	63.81
		天津	3.19	1.38	33.56	16.57	16.99	54.71
		河北	5.40	2.40	193.37	135.40	57.97	336.57
	汾渭平原	陕西	2.55	1.36	62.61	44.37	18.24	110.89
		山西	3.05	1.02	70.25	44.38	25.87	118.70
		河南	4.75	2.73	162.22	102.10	60.12	271.80
	长三角地区	江苏	5.26	4.42	116.24	53.46	62.78	179.37
		浙江	3.90	3.64	136.78	83.11	53.67	227.43
		上海	4.19	1.71	32.87	0.65	32.22	39.42
		安徽	3.89	1.67	111.87	55.41	56.46	172.84
保有量合计		49.29	26.54	1185.52	703.06	482.46	558.29	
每年更新量估算		8.22	4.42	148.19	87.88	60.31	72.95	

来源: 工信部, 中泰证券研究所

- **非财政政策接力, 双积分约束强化。**考虑到 CAFÉ 正分无法抵补 NEV 负分, NEV 正分可以抵补 CAFÉ 负分; 并且自 2021 年开始, 车企历年结转的 NEV 正分只按照原来的 50% 计算。由于 2020 年结转积分情况 21H1 才公布, 我们这里不考虑结转, 由此测算出双积分约束下的电动车 2021-2023 年销量分别为 210 万、274 万、335 万, 若考虑结转, 实际约束的销量将略低于上述测算数据。**据此我们预计, 2021 年新能源汽车积分供求将逆转, 预计价格将上涨至 2000-4000 元。**

图表 15: NEV 积分约束下的电动车销量 (万台, 中泰证券测算)

年度	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
乘用车销量 (万辆)	2,448	2,419	2,212	2,002	2,002	2,062	2,134	2,209
销量增速		-1.2%	-8.6%	-9.5%	0.0%	3.0%	3.5%	3.5%
新能源积分目标比例			不执行	10%	12%	14%	16%	18%
新能源积分目标值 (1)				200.2	240.3	288.7	341.5	397.6
需抵消燃油负积分 (2)				140	187	231	316	373
积分总计 (1) + (2)				340	427	519	658	771
单车的 NEV 积分			3.8	3.80	3.80	2.47	2.40	2.30
对应新能源汽车产量 (万辆)				90	112	210	274	335

来源: 工信部, 中泰证券研究所

2.2 21 年退坡影响较小, 市场扰动弱化

- **2021 年新能源补贴退坡影响较小, 对消费需求干扰有限。**2021 年新能

源汽车补贴标准在 2020 年基础上退坡 20%。从典型车型分析来看，假设补贴退坡带来的差价完全转嫁到消费者，1) 对中低端车型，如荣威 Ei5、秦 DM，补贴退坡造成的差价仅占售价的 3%、1%；2) 对高端车型，如特斯拉 Model 3，补贴退坡造成的差价仅占售价的 2%。整体看，21 年新能源汽车补贴政策退坡对新能源汽车售价影响较小，对未来消费者需求扰动较小。

图表 16: 21 年补贴退坡对车型经济性影响小

		标准	2019 年	2020 年	2021 年
金额计算公式	Min(里程补贴标准, 车辆带电量 x 度电补贴) x 电池系统能量密度调整系数 x 车辆能耗调整系数				
度电补贴 (元)			550	500	400
续航里程 (KM) / 金额 (万元)	纯电动乘用车	150 ≤ R < 200	0	0	0
		200 ≤ R < 250	0	0	0
		250 ≤ R < 300	1.8	0	0
		300 ≤ R < 400	1.8	1.62	1.3
		400 ≤ R	2.5	2.25	1.8
	插混车	R ≥ 50	1	0.85	0.68
		五菱宏光 MINI	特斯拉 M3	秦 DM	荣威 Ei5
售价 (万元)	补贴退坡前售价	3.38	25.0	17.1	14.6
	补贴退坡后售价	3.38	25.4	17.3	15.1
补贴退坡差价 (万元)		0	0.5	0.2	0.5
补贴差价/退坡前售价 (%)		0	2%	1%	3%
to B 端全生命周期成本 (万元)		3.4	25.4	47.8	50.2
to C 端全生命周期成本 (万元)		3.4	25.4	28.7	28.3

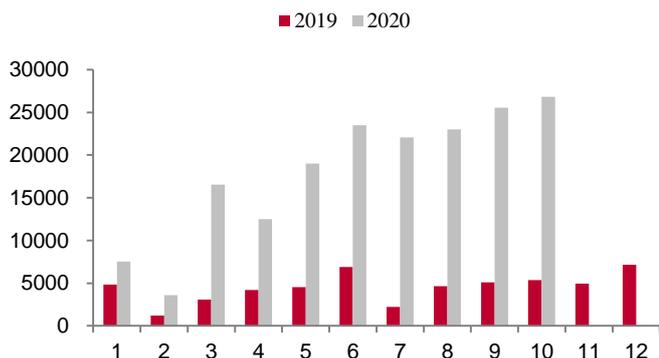
来源：工信部，中泰证券研究所

三、21 年展望：优质供给爆发，国内销量有望达到 200 万+

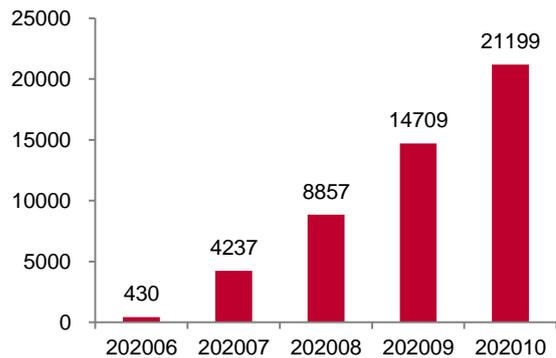
3.1 20 年回顾：优质供给陆续爆发，电动车自发需求开始被激活

- 回顾 2020 年，电动车两端消费市场全面被激活。在中高端市场（20-40 万）中，消费者理念前卫、注重体验、对新品牌接受能力强；特斯拉、理想、蔚来、小鹏等优质车企激活了中高端市场；在低端市场中，消费者对价格敏感，五菱宏光 MINI 以低价（约 3.8 万元）激活这部分细分市场。

图表 17: 19、20 年各月份造车新势力销量对比 (辆)
图表 18: 五菱宏光 MINI 月度上险销量数据 (辆)



来源：车主之家，中泰证券研究所



来源：车主之家，中泰证券研究所

3.2 21年展望：预计销量200万+，步入增长2.0

(一) 优质供给陆续爆发，高、中、低市场自发消费有望全面激活

- 据我们统计，21年国内电动车上市新车型达到27款，优质供给持续爆发。

图表 19：2021年国内市场电动车上市新车型统计（部分）

分类	品牌	车型	类型	级别	预计售价(万元)	预计上市时间
造车新势力	特斯拉	Model Y	SUV	B	30	1Q2021
	蔚来	Force	轿车	B	26	4Q2021
	长安、华为、CATL合资新品牌	未知	SUV	B	/	4Q2021
	小鹏	P5	轿车	A	/	2021
	威马	EVOLVE Concept	SUV	B	/	2Q2021
			轿车	B	/	2Q2021
	天际汽车	ME5	SUV	A	/	2Q2021
	广汽埃安	Aion Y	SUV	A	/	1Q2021
恒驰	恒驰1-恒驰6合计6款	SUV/轿车		/	2Q2021	
高合	HiPhi 1	SUV	C	/	1Q2021	
自主品牌	比亚迪	秦PLUS DM	轿车	B	15	1Q2021
		宋PLUS DM	MPV	B	14	4Q2020
		D1	MPV	B	/	4Q2020
		e9	轿车	C	20	2020.12
	吉利	几何T	轿车	B		2021
	长城欧拉	未知	轿车	A	/	2021
未知		轿车	B	/	2021	
外资品牌	大众	ID.4	SUV	B	25	2021
	奥迪	Q4 e-tron	SUV	A	32	2021
	戴姆勒	EQA	轿车	A	/	2Q2021
	宝马	iX	SUV	C	/	4Q2021
	丰田	荣放PHEV	SUV	A	/	1Q2021
		威兰达PHEV	SUV	A	/	1Q2021
	本田	皓影PHEV	SUV	A	/	2021
		CR-V PHEV	SUV	A	17-28	2021
	日产	Ariya 合计5款	SUV		33	2021
	福特	MACH-E	SUV	B	/	2021

来源：官网信息整理，中泰证券研究所

(1) 高端市场：特斯拉的鲑鱼效应全面激活高端市场电动化，大众MEB引领传统车企电动化。

- 多方势力角逐，下游需求有望超预期。供给端存在两种竞争关系：(1) 以特斯拉为代表造车新势力与以大众为代表的传统车企之间的竞争。造

车新势力的竞争优势在于创新来的强产品力；传统车企竞争力在于渠道和品牌力，产品力不断提升。（2）造车新势力：特斯拉在技术与品牌上已经处于行业领先地位，未来更多是通过降价不断占据更多市场份额；国内新势力处于追赶位置，通过差异化实现成长。蔚来、理想、小鹏分别打造服务、增程式、软件+算法生态差异化竞争力。

- 电动车目前渗透率较低、市场高度差异化，我们认为在批量优质供给驱动下，21年高端市场需求将呈高速增长。

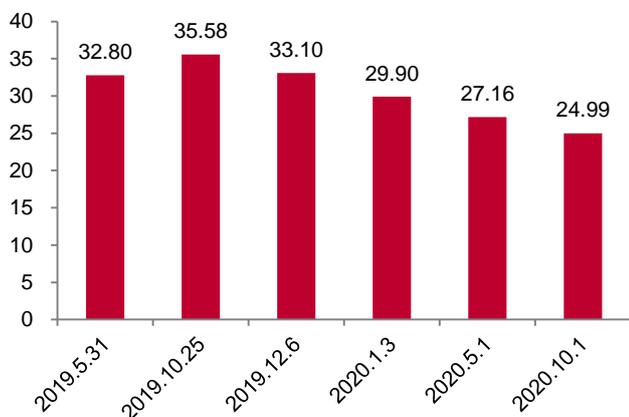
图表 20: 21 年造车新势力上市车型

车企	车型	预计上市时间	预计售价 (万元)
特斯拉	Model Y	1Q2021 (已经上市)	33.99-36.99 (已上市)
大众	ID.4	2021	25
小鹏	P5	2021	/
蔚来	Force	4Q2021	26

来源：官网信息整理，中泰证券研究所

- **特斯拉 Model Y 降价上市引爆市场，预计国内产销量 20 万辆以上。**2021 年 1 月 1 日国产特斯拉 Model Y 降价上市，长续航双电机版起售价 33.99 万元，续航 594 公里，此前售价 48.8 万元，下跌 14.81 万元。Performance 高性能版起售价 36.99 万元，续航 480 公里，此前为 53.5 万元，下跌 16.51 万元。参考 MY 在国内同价位区间的 SUV 车型年销量规模，并考虑到上海工厂的产能爬坡速度，我们乐观预计 2021 年国产 MY 产销量约 20 万辆以上，供不应求状态或将长期存在。
- **特斯拉仍然具备较大的降价潜力，FSD 有望进一步激活需求。**我们认为特斯拉的成本下降主要来自两个方面：（1）Model Y 国产，新一轮供应商定点谈判带来供应链 BOM 成本进一步下降；（2）FSD 涨价、装配率提升（目前 FSD 装配率不足 20%）可以弥补整车硬件价格，价值重心向软件包转移。**FSD5.0 将进一步激活需求。**目前特斯拉已经在北美测试 FSD5.0beta，更改了底层代码，新增了 3D 标签技术等。由于 5.0 主要解决的是高频城市道路场景的自动驾驶，实用性大幅提高，因此我们预计 FSD5.0 将装配率将大幅提升。

图表 21: Model 3 历次价格调整 (单位: 万元)



来源：特斯拉官网，中泰证券研究所

图表 22: FSD5.0



来源：特斯拉官网，中泰证券研究所

- **大众将迎来产品大年。**2021 年大众计划推出两款 ID.4 电动 SUV 车型，

分别是一汽大众 ID.4 CROZZ 和上汽大众 ID.X; 从续航看, 两款车型最大续航里程均超过 550km; 目标是售价 20 万元左右的汽车市场: 从价格看, 两款车型补贴后售价将不超过 25 万元。根据上观新闻, 大众汽车在海安亭新建了全球首座 MEB 平台工厂, 将成为中国最大的新能源汽车建造基地, 投资达 170 亿元, 比特斯拉超级工厂高 10 亿元, 主要用于 ID.4 X 的生产制造。一汽-大众 ID.4 CROZZ 则将由一汽-大众佛山 MEB 智慧工厂生产。

- **大众 MEB: 由于汽车是高度差异化市场, 2021 年大众 MEB 反击空间仍在。** (1) 高度差异化市场给予大众 MEB 反击的时间和空间。在汽车领域, 资本市场经常把“产品周期”看成“线性成长”, 但是由于汽车领域高度差异化, 我们认为这种看法存在一定偏差。(2) **大众 ID.4: 品质可靠是其核心竞争力。** MEB 是大众首个 EE 架构的纯电动平台, 我们认为 MEB 与之前油改电的 MQB 车型相比, 存在本质的产品力差异。在产品体验上, 大众目前在座舱等智能化领域, 并不弱于竞争对手, MEB 也可快速进行软件迭代。

图表 23: MQB 与 MEB 对比

项目	MQB	MEB
续航里程 (KM)	200.00	600.00
电子电气架构	分散式	集中式
是否能够OTA	否	逐步实现
智能驾驶	L0	IQ DriveL2+
动力	单电驱	双电驱
智能座舱	无	AR-HUD、ID. Light、语音和视听交互

来源: 公司官网, 中泰证券研究所

图表 24: ID.4 IQ.Drive 系统



来源: 公司官网, 中泰证券研究所

- **华为入局加速电动智能化进程, 进一步提升电动车产品力。** 华为定位车辆增量部件供应商, 其智能化技术可被行业标杆。目前与华为合作的车企包括比亚迪、长安、一汽等。根据长安汽车公布信息, 长安、华为和宁德时代联合打造高端电动智能车, 即将进入量产阶段。在华为突出的技术实力与品牌力驱动下, 我们认为首款搭载华为全智能架构的车型有望受到广大消费者认可。

图表 25: 华为主要合作主机厂及合作内容

合作对象	合作内容	量产车型
比亚迪	战略合作, 主要是Hicar	汉EV
北汽	战略合作, 成立戴维斯实验室, 研发智能网联, 华为涉及的主要是5G模块, 畅联通话, 智能语音交互, 智能音场音效, 视觉感知, AR HUD等座舱解决方案	ARCFOX
一汽	2019年签署合作协议	未知
宝骏	Hicar	RC-6
沃尔沃	Hicar, HMS for car	XC60
长安	成立新品牌, 华为Hi全架构	新品牌

来源: 年度策略报告《成长、周期和重塑, 迎接全球电动汽车大爆发》, 中泰证券研究所

(2) 中端市场: 以比亚迪为代表车企, 有望激活纺锤形重心电动化。

- 从供给端看, 目前布局中端市场车企主要有比亚迪、吉利、长安等。比

亚迪 DM-i 平台以低成本，主攻经济型市场。2021 年上市的宋 DM PLUS 和秦 DM PLUS，购置落地价与燃油车平价，油耗只有燃油车的 40%；我们认为，5-15 万价格区间是车企消费的纺锤形重心，中期以混动化为主旋律。

图表 26: 中端电动车车企情况 (部分)

车企	车型	售价 (万元)
上汽集团	荣威 Ei5	12.88 - 16.11
比亚迪	秦新能源	12.99 - 20.99
吉利新能源	帝豪新能源	13.58 - 15.98
长安汽车	逸动新能源	12.99 - 13.99

来源：车主之家，中泰证券研究所

(3) 低端市场：低端代步市场空间广阔，五菱 MINI 等销量爆发。

- 低端电动车市场：150 万台售价 5 万以下的低端燃油车市场、4200 万辆摩托车和电动自行车市场。

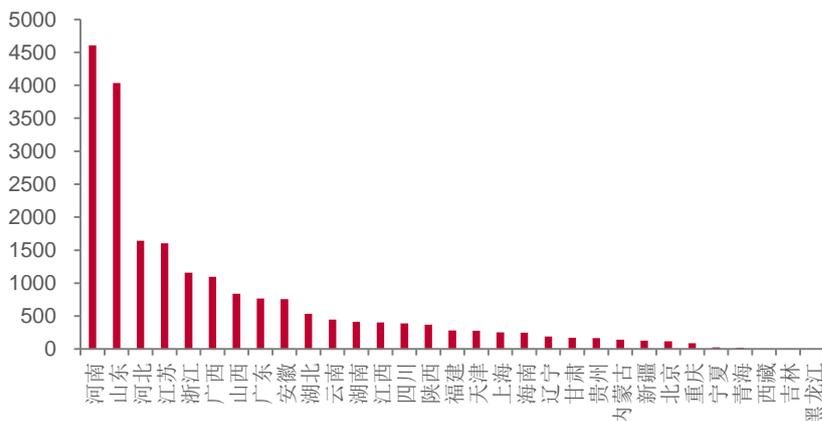
图表 27: 2019 年全国摩托车+电动自行车年销量超 4200 万辆

年份	城镇家庭人均年可支配收入 (万元)	农村家庭人均年可支配收入 (万元)	汽车产/销量(万辆)	摩托车产/销量(万辆)	电动自行车产/销量(万辆)	备注
1979 年	0.15	0.06	18.6	2.7	—	产量
1989 年	0.55	0.24	58.7	103	—	产量
1999 年	2.05	0.77	183	1117	15	销量
2009 年	5.15	1.55	1246	2359	2369	销量
2019 年	12.7	4.81	2577	1519	2708	销量

来源：交强险，中泰证券研究所

- 低端市场：宏光 MINI EV 引爆低端电动车市场。(1) 用途上：锁定低价低速经济代步车。宏光 Mini 定价在 2.88-3.88 万元，性价比优势突出。(2) 目标人群：从区域看，宏光 Mini 销售区域多集中于北方：河南、山东 10 月份销量远超均值，分别达 4608、4037 辆，江苏、浙江销量分别为 1602、1161 辆，位居第四、第五。从用户看，根据交强险信息，宏光 MINI 购车用户中，20-30 岁用户占比 40%，女性用户占比达 60%，女性用户中 85 后占比达 70%。

图表 28: 2020 年 10 月宏光 MINI 销量分布 (辆)



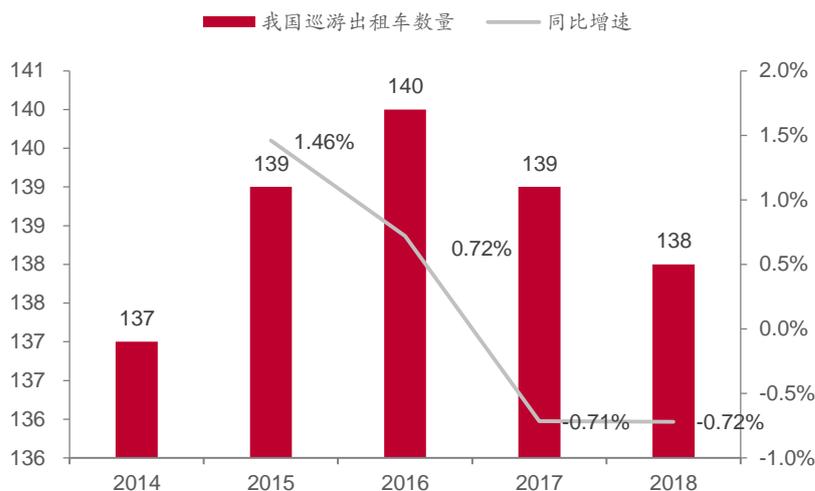
来源：年度策略报告《成长、周期和重塑，迎接全球电动汽车大爆发》，中泰证券研究所

- **低端市场：长安等车企开始加码。**五菱宏光 MINI EV 大卖已经充分显示低端电动车增长潜力，同时吸引其他车企进入。2020 年 12 月 30 日，长安奔奔 E-Star 国民版开启预售，限量发售价格是 2.98 万元起，据官网消息，17 个小时订单已经突破 2000 辆。对比五菱宏光，两者价格高度重合，但是奔奔 E-Star 国民版的续航能力更强。我们认为未来随着更多车企进入低端市场，低速电动车市场将被进一步打开。

(二) 疫情冲击后，21 年营运电动车有望迎来复苏

- **多因素共振，导致网约车销量大幅下滑。**根据全国工商联汽车经销商数据，2020 年前 10 月新能源运营类乘用车需求仅有 20 万辆，2019 年全年数据则为 39 万辆，销量大幅下滑。主要是需求、政策、疫情三个因素导致。1) 需求：根据云度新能源数据，2018 年、2019 年电动网约车增长 40 万辆；电动网约进入阶段性饱和；2) 政策：各地方政府加强非合规车辆管理，平台鼓励经营性租赁来限制融资租赁，控制市场非理性发展；3) 疫情冲击导致营运公司订单同比下滑；根据云度新能源数据，2020 年上半年出行率与同比下降 50% 以上。

图表 29：我国巡游出租车数量（万辆）



来源：中国产业信息网，中泰证券研究所

- **政策加持，疫情影响弱化，21 年有望修复。**厦门市交通运输局显示：目前厦门在营网约车约 3 万辆，其中 1.6 万多辆为纯电动车，占比达 53%。2021 年 2 月 1 日起，厦门市全面推动网约车电动化，属于强制性政策。目前郑州、广州等地均在推行公共领域用车电动化。随着疫情影响弱化，我们预计 21 年营运车电动化有望恢复。

图表 30：网约电动车相关整车政策

城市	政策	内容
厦门	《厦门市网约车管理办法》	要求车辆为 7 座及以下纯电动乘用车，2650 毫米的轴距，不再要求车辆的纯电续航里程必须在 250 公里以上的要求。
深圳	《深圳市网络预约出租汽车经	非纯电动网约车运输证将在 2020 年 12 月 31 日到期，到期后《网

	《营服务管理暂行办法》	《网络预约出租汽车运输证》将失效并自动注销
东莞	《东莞市网络预约出租汽车经营服务管理实施细则(暂行)》	明确车辆须为“本市登记注册的7座及以下纯电动乘用车”
昆明	《昆明市加快新能源汽车产业发展和推广应用若干政策(试行)》	2020年2月1日起,昆明全市范围内新增和更新的城市公交车、网络预约出租汽车、分时租赁汽车等乘用车、市政工程用车,除新能源汽车不能满足功能需要外,原则上全部采购和使用新能源汽车。
武汉	《武汉市网络预约出租汽车经营服务管理暂行实施细则》	-
成都	《成都市网络预约出租汽车经营服务管理实施细则(暂行)》	拟在成都市从事网约车经营的车辆,车辆排气量不小于1.6L或1.4T,鼓励使用新能源汽车。
大连	《大连市人民政府办公厅关于加快新能源汽车产业创新发展的指导意见》	意见明确表示,将扩大其他公共服务领域新能源汽车应用规模,大力推进新能源汽车在出租(含分时租赁)、环卫、物流等领域的应用。

来源: 电车资源, 中泰证券研究所

- 我们预测, 2021年国内电动车销量约209万台。优质供给推动国内电动车率先脱离政策驱动, 领先全球步入自发供需快速迭代的增长2.0时代; 营运市场将受益于疫情缓解, 21年需求有望大幅修复。我们基于分车企销量预测2021年。

图表 31: 2020、2021 年国内新能源乘用车销量预测 (按品牌, 辆)

分类	品牌	2020E	2021E	分类	品牌	2020E	2021E
豪华品牌	奔驰	3768	6000	自主品牌	比亚迪	186112	380000
	奥迪	8454	13000		长城	52753	65000
	宝马	22612	28000		长安	14703	18000
	沃尔沃	4304	6000		江淮	4922	6500
合资品牌	大众	51884	150000	造车新势力	奇瑞	41564	45000
	丰田	8679	14000		特斯拉	123623	360000
	本田	9431	15000		蔚来	44573	60000
	日产	10787	17000		小鹏	24039	50000
	福特	0	3000		理想	31451	45000
	通用	12707	15000		威马	24697	30000
	通用五菱	160000	250000		天际	0	3000
	PSA	269	400		高合	0	3000
	现代起亚	5835	8000		北汽新能源	30086	40000
自主品牌	上汽	51372	80000	其他	100000	100000	
	广汽(传祺+埃安)	64273	80000	商用车	120000	150000	
	吉利	29015	50000	合计	1241911	2090900	

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

四、竞争格局: 周期、差异化与重塑

4.1 周期: 整车三重周期嵌套, 核心看产品周期

- 我们认为, 整车是典型的周期消费品, 存在宏观经济周期(长期)、产品周期(中期)和季节性周期(短)三重嵌套。整车产品呈现明显的周期性, 整车标的投资机会主要来自于产品周期。**展望 21 年, 我们认为特斯拉 Model Y, 大众 ID.4 等优质电动车均有望成为爆款车型。**

- A股历史上一直存在产品周期线性化历史，2年一个“故事”周期：
 - (1) 15-16年：自主品牌崛起；
 - (2) 17-18年：一线合资品牌是核心资产；
 - (3) 19-20年：造车新势力崛起，传统车明斯基时刻到来；
 - (4) 21年，关注大众MEB产品周期是否能够开启。

4.2 差异化：车市高度差异化，传统主机厂仍存反击机会

- 汽车与手机市场不同，汽车是高度差异化的消费市场：
 - (1) 手机是典型的扁平化消费市场，主力机型市场份额较高；
 - (2) 汽车是典型的高度细分和差异化的消费市场，根据LMC数据，主力品牌份额只有12%，全球在售车型数千种。
 - (3) 市场高度细分化，造车新势力很难像苹果那样快速淘汰老牌竞争对手。
 - (4) 汽车消费者对品牌的粘性比手机行业要强。

图表 32：2019 年全球汽车市场

排序	企业	2019 年销量(万辆)	市占率
1	大众集团	1097.46	12.15%
2	丰田企业	1074.21	11.90%
3	雷诺日产三菱	1015.52	11.25%
4	通用	774.47	8.58%
5	现代起亚	720.35	7.98%
6	福特集团	490.12	5.43%
7	本田汽车	482.62	5.34%
8	菲亚特克莱斯勒	441.8	4.89%
9	标致雪铁龙	350	3.88%
10	戴姆勒奔驰	334	3.70%

来源：LMC，中泰证券研究所

图表 33：2019 年全球手机市场

排序	企业	2019 年出货量(百万台)	市占率
1	三星	297.5	21.7%
2	华为	240.6	17.5%
3	苹果	191	13.9%
4	小米	125.6	9.2%
5	OPPO	114.3	8.3%
6	其他	403.6	29.4%

来源：Gartner，IDC，中泰证券研究所

4.3 行业重塑：核心竞争力“软化”，智能化将成为降维打击武器

- 电动智能化后，整车核心竞争力“软化”。传统车的核心竞争力是架构在硬件制造基础上，三大件以及工艺品质是最核心竞争力。电动智能化后，整车核心竞争力将漂移软化，智能化软件成为车企核心竞争力。
- 智能化将成为头部主机厂降维打击的武器。我们认为，未来整车不再是“一锤子买卖”，而是互联网流量经营模式，车辆价值重心逐步向软件包移。整车硬件上：我们认为车企为快速提升汽车基数，整车硬件价格将趋于成本价格，甚至可能低于成本，进而获取打造优质软件包的所需海量数据。**软件包**：目前软件包渗透率较低，且需要不断加大研发投入进行功能升级，价格持续走高。与2015年相比，2020年特斯拉FSD价格已经提升4倍，达到10000美元。我们认为未来随着渗透率的提升以及软件包功能逐步成熟，软件包价格有望回落，带动整车价格进一步下

探。

- **综上所述，我们认为未来整车价格有望进一步下探，智能化成为车企胜负手，智能化落后的车企将被降维打击。**

图表 34: 特斯拉 FSD 功能与价格变化

版本	时间	价格 (美元)	功能
Version 7	2015 年 10	2500	自动转向, 侧面碰撞预警、自动变道、自动泊车
Version 8	2016 年 9 月	3000	增加雷达算法, 行人、货车、摩托车提示, 盲区预警
Version 9	2018 年 8 月	5000	高速公路场景自动驾驶
Version 10	2019 年 10 月	7000	识别交通信号
Beta	2020 年 10 月	10000	城市道路完全自动驾驶

来源: 特斯拉官网, 中泰证券研究所

- **国内车企软件包价格存在较大提升空间。**从价格上看, 蔚来、小鹏软件包价格远低于特斯拉。长期看, 汽车销量基数决定国内车企是否能够通过规模化降低软件包价格。

图表 35: 车企软件包收费情况对比

车企	软件包	价格 (万元)	功能
特斯拉	FSD	6.4	自动驾驶能力持续升级
蔚来	NIO Pilot 精选包	1.5	自适应巡航, 全自动泊车等
	NIO Pilot 全配包	3.9	精选+自动辅助导航驾驶+高速等
小鹏	Xpilot 3.0	前装 2 万元, 后装 3.6 万元	自动泊车、LCC 等

来源: 特斯拉, 蔚来, 小鹏, 中泰证券研究所

五、投资建议

- **投资建议:** 优质供给不断, 国内迎来自发需求大爆发时代, 21 年国内电动车销量预计 200 万+; 汽车行业面临着百年变局, 国内供应链有望在这一轮电动和智能化浪潮中全面崛起, 重点配置具备全球竞争力的核心资产。

(1) **竞争力强的全球龙头:** 宁德时代、恩捷股份、三花智控、克来机电、当升科技、天赐材料、新宙邦、璞泰来、拓普集团、先导智能、赢合科技、亿纬锂能、孚能科技等, 关注国轩高科;

(2) **国产短板领域:** 国产替代加速的中鼎股份(空气悬挂)、保隆科技(空气弹簧)等, 关注伯特利(智能刹车);

(3) **21 年大概率出现短缺的环节:** 6F、电解液(新宙邦、天赐材料)、锂、铜箔, 看好阻燃剂(万盛股份)等。

图表 36: 重点公司估值情况

简称	股价(元)	EPS (摊薄)				PE				评级
		2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	
宁德时代	413.23	2.06	2.46	3.60	4.36	51.53	97.67	66.74	55.11	增持
恩捷股份	164.50	1.06	1.39	2.30	3.36	47.86	70.50	42.61	29.17	增持
克来机电	43.81	0.57	0.67	0.87	1.35	56.63	64.93	50.00	32.22	增持
中鼎股份	11.63	0.49	0.34	0.56	0.66	18.35	32.56	19.77	16.77	增持
天赐材料	115.35	0.03	1.30	1.50	1.70	695.50	32.05	28.29	24.42	买入

来源: Wind, 股价采用 2021 年 1 月 7 号收盘价, 中泰证券

六、风险提示

- 国内电动车购置补贴等政策发生不利变动;
- 国内宏观经济向下波动风险;
- 整车行业竞争加剧风险;
- 测算偏差风险 (报告内涉及行业供需规模及公司销量等测算均基于一定前提假设, 存在实际达不到, 不及预期的风险);
- 研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的情况。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。