

终端销量井喷，行业高确定快增长

—新能源车行业 2020 年年报及 2021 年一季度总结

动态研究报告/电力设备及新能源

2021 年 05 月 10 日

报告摘要：

● 政策刺激下中欧新能源车销量快速增长，2021 年有望分别达到 250、200 万辆

国内市场：2020 年新能源车销量为 136.7 万辆，同比增长 10.9%，渗透率为 5.40%，2021 年一季度实现销量 53.3 万辆，同比增长 318.60%，渗透率达到 7.9%，销量增长强劲，展望全年，我们预计国内销量有望达到 250 万辆，同比实现翻番增长。**欧洲市场：**2020 年欧洲新能源电动车销量为 137 万辆，同比增长 142%，成为全球最大新能源车市场，全年市场渗透率为 11%，2021Q1 欧洲销量为 46 万辆，同比增长 100%，渗透率达到 15%，展望全年，我们预计欧洲销量有望达到 200 万辆左右。**美国：**2020 年新能源车总销量为 35 万辆，同比上涨 4%，渗透率约为 2%。21Q1 美国纯电动车销量为 10 万辆，同比增长 45%，渗透率达到 2.5%。3 月 31 日，美国总统提议 1740 亿美元刺激计划将用于推广新能源汽车，有望进一步打开成长空间。

● 装机量快速恢复，全球集中度有望进一步提升

国内：2020 年动力电池装车量为 63.65GWh，同比上升 2.35%，下半年装机量快速恢复，2021 年一季度，动力电池装车量累计 23.24GWh，同比累计增长 308%。**全球：**2020 年动力电池出货量 142.8GWh，同比增长 21%；装机量达 137GWh，同比增长 17%。2020 年 CR3、CR5、CR10 分别为 66%、79%、92%，同比 2019 年增长了 3.5、3.3 和 5.4 个百分点，集中度进一步提升。2021 年一季度全球动力电池装车量将达到 47.8GWh，其中海外装车量为 24.5GWh。

● 行业 2020 年规模和业绩同比略有提升，21Q1 净利润同环比大幅提高

2020 年，行业实现营收 19277.97 亿元，同比增长 1.27%，实现净利润 717.59 亿元，同比增长 3.79%；21Q1，行业实现营收 5409.29 亿元，同比增长 77.83%，环比下降 9.51%，实现净利润 256.38 亿元，同比增长 356.48%，环比增长 74.68%。

● 行业整体费用率持续下降，21Q1 盈利能力恢复明显

2020 年行业整体费用率 11.90%，同比下降 1.00 个百分点；2021 年一季度费用率 10.48%，同比下降 4.08 个百分点；近两年各细分板块费用率均呈下降趋势。2020 年行业整体毛利率为 15.11%，同比下降 1.02 个百分点；净利率为 4.51%，同比增长 0.08 个百分点。2021 年一季度毛利率为 14.53%，同比下降 0.14 个百分点，环比下降 1.25 个百分点；净利率 5.70%，同比增长 3.42 个百分点，环比增长 2.34 个百分点。

● 行业经营活动现金流量净额恢复，2020 年回款优化、存货增加

2020 年行业经营活动净现金流为 1748.50 亿元，2019 年同期为 1498.20 亿元，同比增长 16.71%；2021 年一季度行业经营活动净现金流为 73.14 亿元，去年同期为 -200.41 亿元，同比增长 136.50%。2020 年底行业整体应收账款为 2858.73 亿元，应收账款周转天数为 54.14 天，同比下降了 2.86 天。存货达到 2832.90 亿元，存货周转天数为 57.21 天，同比增加了 5.67 天。2021 年一季度末，行业的应收账款为 3015.30 亿元，应收账款周转天数为 47.24 天，同比下降了 37.97 天；存货为 2855.21 亿元，存货周转天数为 56.17 天，同比下降了 26.62 天。

推荐

维持评级

行业与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：于潇

执业证号：S0100520080001

电话：021-60876734

邮箱：yuxiao@mszq.com

研究助理：丁亚

执业证号：S0100120120042

电话：021-60876734

邮箱：dingya@mszq.com

研究助理：李京波

执业证号：S0100121020004

电话：021-60876734

邮箱：lijingbo@mszq.com

相关研究

● 投资建议

目前 CS 新能源车指数 PE-TTM 已降至 106.11 倍 (2021 年 5 月 7 日), 位于近两年 PE 中位数附近, 行业龙头 2021 年估值大多已降至 40-60 倍 PE。短期看, 行业内主要标的 21Q1 业绩均维持高速增长, 2021 年全年新能源车销量大概率超过 250 万辆, 中游排产均较为饱满, 确定性强; 中长期角度看, 预计未来 5-10 年新能源汽车行业将持续高速增长, 行业成长空间巨大。我们看好新能源汽车行业, 建议围绕三条主线布局:

- 1、高度确定的各细分行业龙头公司, 推荐**恩捷股份、当升科技、容百科技**, 建议关注**宁德时代、亿纬锂能、星源材质、科达利、璞泰来、中科电气、三花智控、天奈科技**。
- 2、供应紧张具备价格弹性的六氟磷酸锂/电解液环节, 建议关注**天赐材料、多氟多、新宙邦**。
- 3、业绩有望实现反转的企业, 建议关注**格林美、孚能科技和杉杉股份**。

● 风险提示

全球各主要市场政策退出速度超预期影响需求; 上游原材料涨价挤压中游利润和下游需求; 车企芯片供应紧张影响终端供给; 终端降价幅度超预期。

盈利预测与财务指标

类别	代码	重点公司	现价 5月7日	EPS			PE			评级
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	
电池	300750.SZ	宁德时代	367.28	2.40	4.31	6.06	146	85	61	推荐
	300014.SZ	亿纬锂能	85.17	0.87	1.71	2.3	93	50	37	推荐
	688567.SH	孚能科技	26.38	-0.31	0.21	0.49	-148	126	54	推荐
正极	300073.SZ	当升科技	45.73	0.85	1.42	2.02	76	32	23	推荐
	688005.SH	容百科技	67.77	0.48	1.35	2.05	107	50	33	推荐
	002340.SZ	格林美	10.64	0.09	0.25	0.34	81	43	31	未覆盖
负极	600884.SH	杉杉股份	16.54	0.08	0.95	1.22	213	17	14	未覆盖
	603659.SH	璞泰来	77.84	1.35	2.54	3.22	84	31	24	推荐
隔膜	300035.SZ	中科电气	10.73	0.25	0.48	0.63	48	22	17	推荐
	002812.SZ	恩捷股份	129.73	1.26	2.06	2.69	113	63	48	推荐
电解液	300568.SZ	星源材质	28.58	0.27	0.68	0.91	112	42	31	推荐
	002709.SZ	天赐材料	62.30	0.98	2.76	3.5	106	23	18	推荐
	002407.SZ	多氟多	23.20	0.07	0.9	1.06	286	26	22	未覆盖
核心零部件	300037.SZ	新宙邦	71.61	1.26	1.88	2.45	80	38	29	推荐
	002850.SZ	科达利	71.02	0.77	1.9	2.45	123	37	29	推荐
	002050.SZ	三花智控	20.96	0.41	0.56	0.67	61	37	31	推荐

资料来源: 公司公告、民生证券研究院 (备注: 未覆盖标的 EPS 采用 Wind 一致预期)

目录

1	新能源车销量&装机量：疫情后全球迎来井喷	4
1.1	2020-2021Q1 销量：政策刺激下中欧销量快速增长	4
1.2	装机量：全球集中度有望进一步提升	6
2	行业 21Q1 业绩全面回暖	8
2.1	各板块 21Q1 业绩同比快速增长	8
2.2	行业毛利率略有下降，费用率控制较好优化净利率	11
2.3	行业整体经营净现金流持续改善	13
2.4	存货和应收账款 21Q1 周转加快	15
3	投资建议	18
4	风险提示	19
	插图目录	20
	表格目录	20

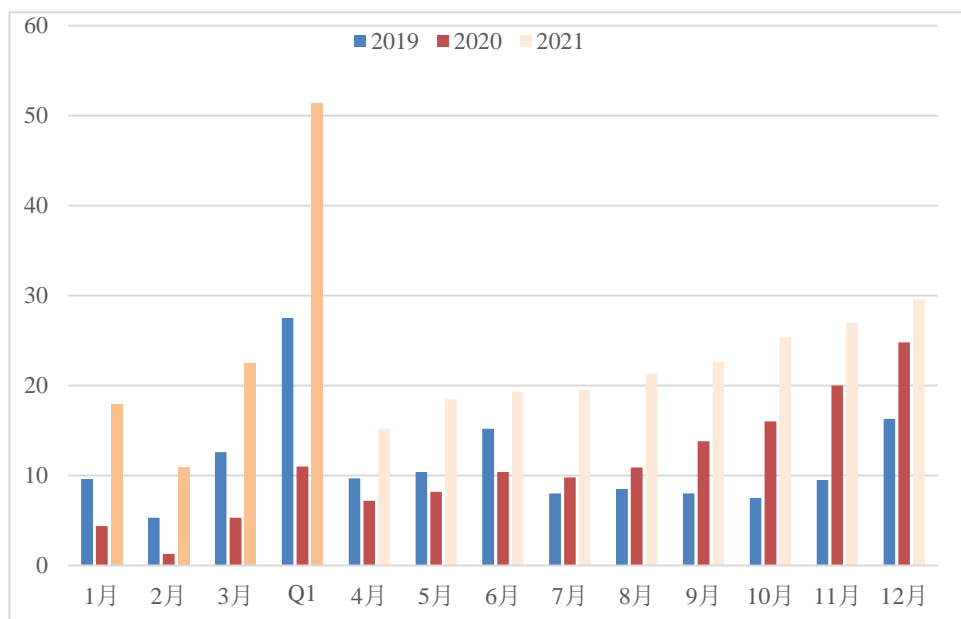
1 新能源车销量&装机量：疫情后全球迎来井喷

1.1 2020-2021Q1 销量：政策刺激下中欧销量快速增长

国内市场：2020 年销量逐季恢复，2021Q1 销量达 51 万辆，需求旺盛。根据中汽协数据，2020 年国内新能源车销量 136.7 万辆，同比上涨 10.9%，渗透率为 5.40%，其中乘用车累计销量 124.7 万辆，同比增长 17.64%，商用车 12.0 万辆，同比减少 17.81%。2020 年分季度来看，一季度由于受疫情影响，销量同比下降超过 50%，仅为 12.6 万辆，Q2-4 受补贴政策退坡趋缓和热卖车型 Model 3、Mini EV 等逐步上量，进入快速恢复阶段，销量分别为 25.8、34.8、60.8 万辆，同比分别增长了-26.9%、40.8%、82.6%。2021Q1 受影响，累计电动车销售 53.3 万辆，同比上涨 318.60%，渗透率达到 7.9%，同比提升 4.5 个百分点，维持良好势头，其中乘用车累计销量 50.7 万辆，同比上涨 337.10%，商用车 2.6 万辆，同比上涨 130.80%。

展望全年，电动车方面，A00 和 B 级主要车型 Mini EV 和 Model 3、Model Y 等有望持续稳定放量；PHEV 方面，比亚迪 DM-i 系列需求旺盛，随着产能逐步释放，将贡献较高销量。我们预计全年新能源车销量将达到 250 万辆以上，同比实现翻番以上增长。

图1：2020 年销量逐季恢复，2021Q1 销量超 50 万辆，全年有望实现 250 万辆销量（万辆）



资料来源：中汽协，民生证券研究院（备注：2021 年 4-12 月份为预测量）

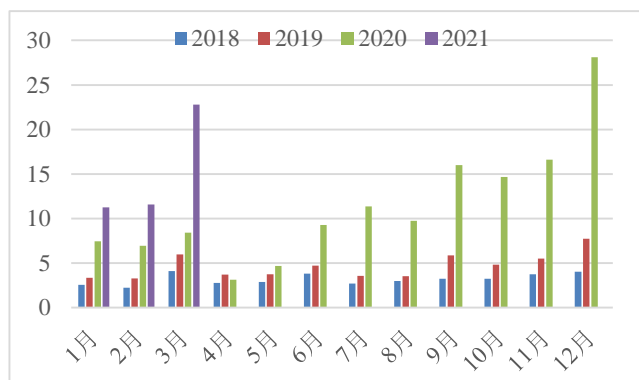
海外市场：根据 EV Volumes 的数据，2020 年全球新能源汽车累计销量 312 万辆，同比增长 41%，海外市场全年销量为 176 万辆，同比增长 80%。2020H1 海外销量为 56 万辆，同比增长了 10%；2020H2 销量为 120 万辆，同比增长 155%。21Q1 全球新能源车销量延续快速增长的趋势，实现销量 113 万辆，同比增长 144%。展望全年，我们预计，欧洲市场有望实现 200 万新能源车销量；若刺激政策落地较快，美国有望实现 80 万新能源车销量。

欧洲：市场受政策驱动销量持续迅猛增长。2020 年欧洲新能源电动车销量为 137 万辆，同比增长 142%，成为全球最大新能源车市场，全年市场渗透率为 11%，其中纯电动车销量为

77万辆,插电混动为60万辆。2021Q1欧洲销量为46万辆,同比增长100%,渗透率达到15%,其中纯电动销量为20万辆,渗透率为6.6%,插电混动为25.6万辆,渗透率为8.4%。

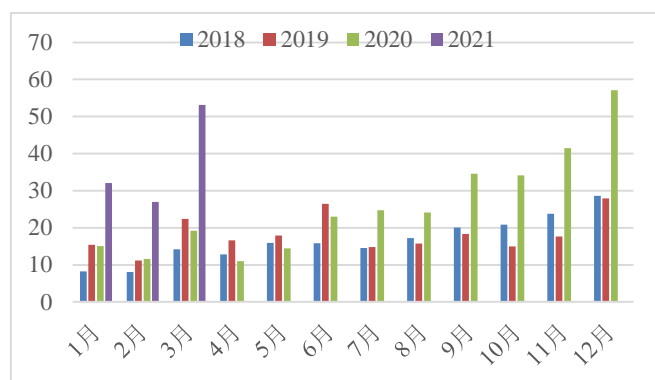
美国:2020年新能源车总销量为35万辆,同比上涨4%,渗透率约为2%。分车型来看,2020年BEV销量为25万辆,PHEV为9万辆,其中Model 3和Model Y分别销售10和7万辆。21Q1美国纯电动车销量为10万辆,同比增长45%,渗透率达到2.5%,HEV+PHEV销量为20万辆,同比增长106%,渗透率达到5.2%。

图2: 2018~2021Q1全球新能源车销量(万辆)



资料来源: EV Volumes, 民生证券研究院

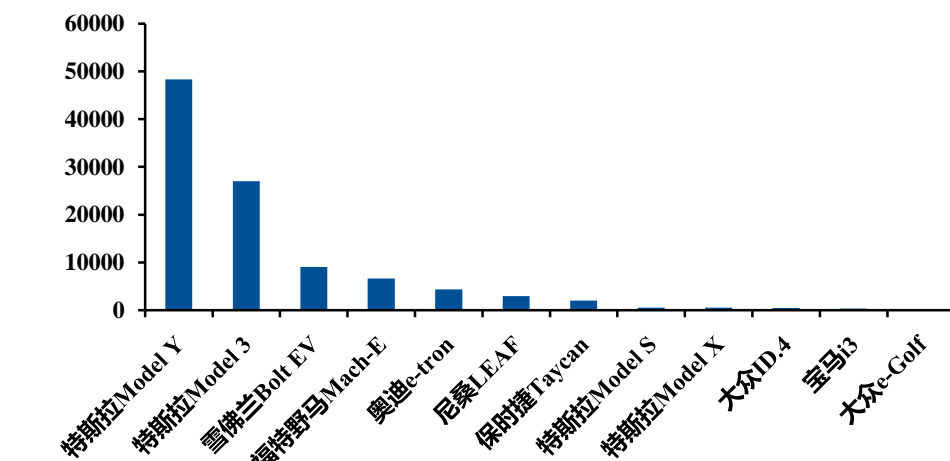
图3: 2018~2021Q1欧洲新能源车销量(万辆)



资料来源: EV Volumes, 民生证券研究院

美国总统提议 1740 亿美元刺激计划将用于推广新能源汽车, 涉及税收补助刺激、政府采购和充电桩建设等, 将打开成长空间。3月31日, 美国总统拜登在匹茨堡公布了2.25万亿美元的基础设施计划, 其中1740亿美元将用于刺激电动车市场, 用以帮助美国的供应链、整车厂保持竞争力并支持产业工人; 国家会通过税收和销售折扣来刺激购买需求; 政府会通过补助和奖励计划在2030年前建设50万个电动车充电网络; 政府将替换5万辆柴油运输车并将校车中的至少20%替换为电动车; 政府还会采购电动车以更新邮政、公务用车等。同时, 政府在150亿美元涉及气候变化的研发和460亿美元的联邦采购上的投入也有部分用来推广新能源车。

图4: 2021Q1美国电动车销量接近10万辆(辆)

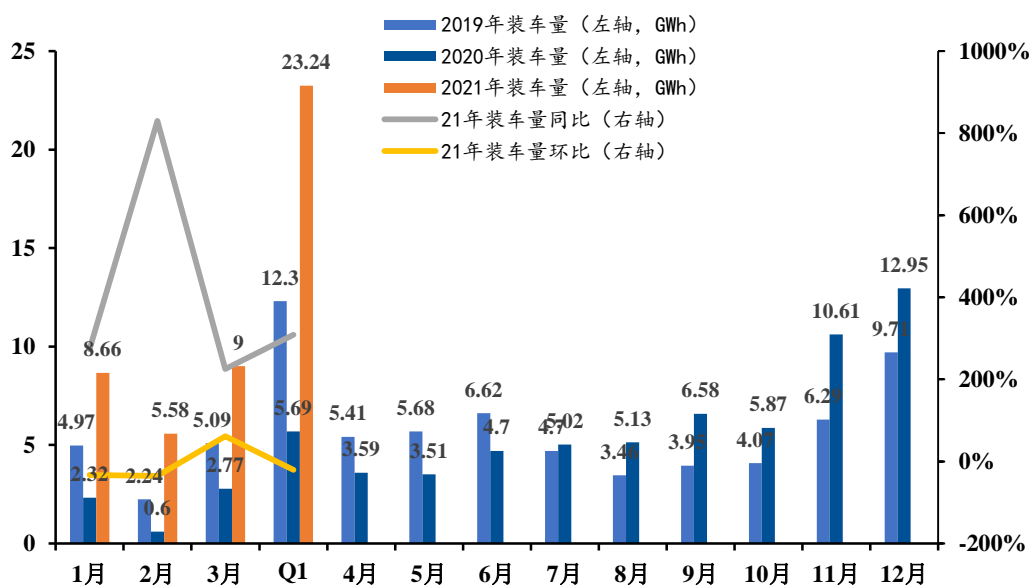


资料来源: CleanTechnica, 民生证券研究院

1.2 装机量：全球集中度有望进一步提升

国内：2020年下半年动力电池装车量快速恢复，2021年第一季度动力电池延续高景气态势。根据中国汽车动力电池产业创新联盟数据，2020年我国动力电池产量为83.43GWh，同比下降2.28%，装车量累计63.65GWh，同比上升2.35%。2020年上半年受疫情影响动力电池发展受阻，但2020年下半年动力电池产量为59.88GWh，环比上半年上涨154%，与2019年同期相比上涨43%。2021年一季度，我国动力电池产量累计32.8GWh，累计同比增长297%，环比下降13%，装车量累计23.24GWh，同比累计增长308%，环比下降21%。

图5：2021年一季度动力电池装车量23.2GWh，同比增长308%



资料来源：中国汽车动力电池产业创新联盟，民生证券研究院

全球情况：根据SNE Researchs数据，2020年全球动力电池出货量142.8GWh，同比增长21%；装机量达137GWh，同比增长17%。2020年CR3、CR5、CR10分别为66%、79%、92%，同比2019年增长了3.5、3.3和5.4个百分点，集中度进一步提升。2021年一季度全球动力电池装车量将达到47.8GWh，其中海外装车量为24.5GWh。我们预计，2021年主要电池公司生产线运营情况将显著改善，全球动力电池装车量将达到200GWh以上，同比增长46%以上。

表1：2020年全球动力电池出货量及排名

	2019年 (GWh)	2020年 (GWh)	同比增速	2019年市占率	2020年市占率
CATL	32.5	34.3	5.40%	27.60%	24%
LG	12.4	33.5	171.50%	10.50%	23.50%
Panasonic	28.8	26.5	-8.20%	24.40%	18.50%
BYD	11.1	9.6	-13.50%	9.40%	6.70%
SDI	4.4	8.2	85.30%	3.80%	5.80%
SK	2.1	7.7	274.20%	1.70%	5.40%
ASEC	3.9	3.8	-3.10%	3.30%	2.70%
中航锂电	1.5	3.4	127.60%	1.30%	2.40%
国轩	3.2	2.5	-22.80%	2.70%	1.70%

PEVE	2.2	2	-8.10%	1.90%	1.40%
其他	15.8	11.2	-29%	13.40%	7.90%
合计	118	142.8	21.00%	100%	100%

资料来源：Wind，民生证券研究院

2 行业 21Q1 业绩全面回暖

2.1 各板块 21Q1 业绩同比快速增长

2020 全年情况：受疫情影响，新能源汽车行业营收同比增长 1.27%，下半年受政策支持 and 优质供给双重刺激，市场需求高增，推动全年净利润同比增长 3.79%。我们共选取了 87 家上市公司，划分为锂电四大材料（含隔膜、电解液、正极、负极四个细分子板块）、电池、整车、核心零部件（热管理零部件、结构件、添加剂等）、充电桩、燃料电池产业链六个子版块，进行了统计分析。2020 年新能源车行业营业收入为 19278 亿元，同比增长 1.27%。实现归母净利润 718 亿元，同比增长 3.79%。2020 年营业收入同比下降的公司有 39 家；增幅为 0-30% 的有 38 家；增幅为 30% 以上的有 10 家。2020 年归母净利润同比下降的公司有 36 家；增幅为 0-30% 的有 16 家；增幅为 30% 以上的有 35 家；亏损的有 16 家；扭亏为盈有 9 家。

表2: 新能源汽车行业 2020 年收入和净利润情况

分项	营业收入 (亿元)	同比增速 (%)	归母净利润 (亿元)	同比增速 (%)
新能源汽车行业	19,277.97	1.27%	717.59	3.79%
电池	1,058.15	-0.56%	94.41	15.57%
锂电四大材料	1,502.86	3.08%	92.54	114.82%
正极	533.48	-1.15%	13.38	5.76%
负极	369.08	-6.47%	19.16	-11.16%
隔膜	434.86	14.49%	46.53	649.40%
电解液	165.43	15.01%	13.48	406.87%
整车	13,093.53	-0.18%	324.99	-6.49%
核心零部件	273.70	6.59%	31.05	7.54%
充电桩	927.81	9.10%	68.82	4.90%
燃料电池	2,421.92	5.81%	105.78	-15.10%

资料来源：Wind，民生证券研究院

表3: 新能源汽车行业 2020 年增速和亏损企业分布情况 (家)

	营业收入	归母净利润
同比-负增长	39	36
同比-增长幅度在 0%-30%	38	16
同比-增长超过 30%	10	35
亏损	-	16
扭亏	-	9

资料来源：Wind，民生证券研究院

2021Q1 情况：受 2020Q1 疫情低基数影响，2021Q1 营收、净利润均实现同比大幅度增长；环比来看，受春节就地过年及行业季节性影响，营收环比略有下滑，而受益于 20Q4 非经常性损益较多和 21Q1 产能利用率较为饱满，净利润环比保持高增。2021 年一季度实现营收 5,409.29 亿元，同比增长 77.83%，环比下滑 9.51%；实现归母净利润 256.38 亿元，同比增长 356.48%，环比增长 74.68%。同比增速较快，主要因 20Q1 疫情低基数及行业持续高景气所致；对比 20Q4，受春节及行业季节性影响，21Q1 营收环比略有下滑，而 20Q4 行业整体费用率较高叠加计提坏账和减值，以及行业整体盈利能力向好，推动 21Q1 净利润环比保持高速增长。21Q1 收入同比下降的公司共有 3 家，增幅为 0-30% 的公司共有 9 家，增幅为 30% 以上的公司

共有 75 家；收入环比下降的公司共有 59 家，增幅为 0-30% 的公司共有 19 家，增幅为 30% 以上的公司共有 9 家。归母净利润 21Q1 同比下降的公司共有 6 家，增幅为 0-30% 的公司共有 5 家，增幅为 30% 以上的公司有 76 家；归母净利润环比下降的公司共有 47 家，增幅为 0-30% 的公司共有 12 家，增幅为 30% 以上的公司共有 28 家。亏损的公司有 10 家，扭亏的公司有 19 家。

表4: 新能源汽车行业 2021Q1 收入和净利润情况

分项	营业收入 (亿元)	同比增速 (%)	环比增速 (%)	归母净利润 (亿元)	同比增速 (%)	环比增速 (%)
新能源汽车行业	5,409.29	77.83%	-9.51%	256.38	356.48%	74.68%
电池	325.35	88.07%	-10.41%	11.1	817.36%	-20.22%
锂电四大材料	487.07	100.19%	-1.73%	79.01	184.00%	137.11%
正极	187.58	107.29%	8.27%	30.25	147.34%	-980.63%
负极	134.99	123.09%	7.34%	13.78	701.16%	207.42%
隔膜	105.39	65.49%	-25.18%	15.78	237.90%	10.77%
电解液	59.11	106.54%	5.97%	8.15	699.02%	90.18%
整车	3,583.85	78.59%	-10.95%	119.75	984.69%	332.94%
核心零部件	87.32	72.43%	2.17%	9.98	123.04%	9.77%
充电桩	171.03	53.68%	-51.90%	8.28	546.88%	-65.95%
燃料电池	754.68	65.17%	15.56%	39.3	110.61%	44.53%

资料来源: Wind, 民生证券研究院

表5: 新能源汽车行业 2021Q1 增速和亏损企业分布情况 (家)

	营业收入	归母净利润
同比-负增长	3	6
同比-增长幅度在 0%-30%	9	5
同比-增长超过 30%	75	76
环比-负增长	59	47
环比-增长幅度在 0%-30%	19	12
环比-增长超过 30%	9	28
亏损	-	11
扭亏	-	20

资料来源: Wind, 民生证券研究院

从各板块的营收角度看, 2020 年营收增速排名为充电桩 (9.10%) > 核心零部件 (6.59%) > 燃料电池 (5.81%) > 四大材料 (3.08%) > 整车 (-0.18%) > 电池 (-0.56%); 四大材料中格局较好的电解液和隔膜扩张迅速, 电解液 (15.01%) > 隔膜 (14.49%) > 正极 (-1.15%) > 负极 (-6.47%)。2021 年一季度, 各子板块受益于 2020 年一季度低基数均实现了 50% 以上的同比增长, 增速排名为四大材料 (100.19%) > 电池 (88.07%) > 整车 (78.59%) > 核心零部件 (72.43%) > 燃料电池 (65.17%) > 充电桩 (53.68%); 四大材料中负极和正极业绩反转较明显, 营收增速排名为负极 (123.09%) > 正极 (107.29%) > 电解液 (106.54%) > 隔膜 (65.49%)。

从各板块的归母净利润角度看, 2020 年净利润增速排名为四大材料 (114.82%) > 电池 (15.57%) > 核心零部件 (7.54%) > 充电桩 (4.90%) > 整车 (-6.49%) > 燃料电池 (-15.10%); 四大材料中格局较好的电解液和隔膜业绩增长迅猛, 隔膜 (649.40%) > 电解液 (406.87%) > 正极 (5.76%) > 负极 (-11.16%)。2021 年一季度, 各子板块受益于 2020 年一季度低基数均实现

了三位数以上的同比增长,增速排名为整车(984.54%)>充电桩(544.70%)>四大材料(476.12%)>电池(147.37%)>核心零部件(123.04%)>燃料电池(110.60%);四大材料中负极和正极业绩反转较明显,营收增速排名为负极(817.44%)>正极(700.80%)>电解液(696.30%)>隔膜(249.40%)。

电池板块:一超多强,下游需求旺盛带动 2020 年和 21Q1 业绩同比提升。2020 年实现营收 1058.15 亿元,同比下降 0.56%,实现净利润 94.41 亿元,同比上升 15.57%;2021 年一季度实现营收 325.35 亿元,同比增长 88.07%,实现净利润 30.25 亿元,同比增长 147.37%。

四大材料板块:21Q1 业绩同环比均实现了大幅正增长。2020 年实现营收 1502.86 亿元,同比增长 3.08%,实现净利润 716.52%,同比增长 3.80%。2021 年一季度,受益于下游新能源汽车需求旺盛,四大材料子板块企业营收同比大幅增长,实现 487.07 亿元,同比增长 100.19%,环比下降了 1.73%;受益于供给较为刚性,产能利用率维持高位叠加部分材料同环比价格提升,21Q1 净利润 48.82 亿元,同比增长 476.12%,环比增长了 137.11%。

正极子板块:2020 年业绩基本持平于 2019 年,21Q1 反转趋势明显。2020 年实现营收 533.48 亿元,同比下降 1.15%,实现净利润 13.38 亿元,同比增长 5.76%。2021 年一季度实现营收 187.58 亿元,同比增长 107.29%,实现净利润 13.78 亿元,同比增长 700.80%。

负极子板块:竞争格局稳定,21Q1 业绩反转。2020 年实现营收 369.08 亿元,同比下降 6.47%,实现净利润 19.16 亿元,同比下降 11.16%;2021 年一季度实现营收 134.99 亿元,同比增长 123.09%,实现净利润 11.10 亿元,同比增长 817.44%。

隔膜子板块:21Q1 龙头企业净利润增速较快。2020 年实现营收 434.86 亿元,同比增长 14.49%,实现净利润 46.53 亿元,同比增长 649.40%。2021 年一季度实现营收 487.07 亿元,同比增长 100.19%,实现净利润 15.79 亿元,同比增长 249.40%,星源材质、恩捷股份、璞泰来和中材科技净利润同比增长 287.93%、212.59%、260.21%、140.02%,其中恩捷股份若不考虑 21Q1 职工薪酬额外支出和收入确认共 0.7 亿元左右的影响,净利润同比增速达 263.24%,龙头企业盈利能力恢复普遍较快。

电解液子板块:21Q1 量利齐升。2020 年实现营收 165.43 亿元,同比增长 15.01%,实现净利润 13.48 亿元,同比增长 406.87%;2021 年一季度实现营收 59.11 亿元,同比增长 106.54%,实现净利润 8.15 亿元,同比增长 696.30%,主要受益于产能利用率提升和六氟、电解液等价格快速增长,量利齐升明显。

整车板块:2020 年业绩稳定,20Q1 低基数带来 21Q1 高增长。2020 年实现营收 13093.53 亿元,同比下降 0.18%,实现净利润 324.99 亿元,同比下降 6.49%;2021 年一季度实现营收 3583.85 亿元,同比增长 78.59%,实现净利润 119.75 亿元,同比增长 984.54%。

核心零部件板块:结构件及铜箔 2020 年同比仍下降,21Q1 实现反转。2020 年实现营收 273.70 亿元,同比增长 6.59%,实现净利润 31.05 亿元,同比增长 7.54%;2021 年一季度实现营收 87.32 亿元,同比增长 72.43%,实现净利润 9.98 亿元,同比增长 123.04%。

充电桩板块：2020 年营收利润实现正增，21Q1 净利润反转明显。2020 年实现营收 927.81 亿元，同比增长 9.10%，实现净利润 68.82 亿元，同比增长 4.90%；2021 年一季度实现营收 171.03 亿元，同比增长 53.68%，实现净利润 8.28 亿元，同比增长 544.70%。

燃料电池板块：受政策刺激，21Q1 业绩进入释放期。2020 年实现营收 2421.92 亿元，同比增长 5.81%，实现净利润 105.78 亿元，同比下降 15.10%；2021 年一季度实现营收 754.68 亿元，同比增长 65.17%，实现净利润 39.30 亿元，同比增长 110.60%。

2.2 行业毛利率略有下降，费用率控制较好优化净利率

2020-21Q1 期间，行业毛利率呈下降趋势，盈利能力恢复明显。2020 年行业整体毛利率为 15.11%，同比下降 1.02 个百分点；净利率为 4.51%，同比增长 0.08 个百分点。2021 年一季度毛利率为 14.53%，同比下降 0.14 个百分点，环比下降 1.25 个百分点；净利率 5.71%，同比增长 3.43 个百分点，环比增长 2.35 个百分点。

净利率恢复主要得益于费用率下降明显，一方面，会计准则变更下运输费应由销售费用改至营业成本科目核算，另一方面疫情影响叠加行业逐步进入成熟发展期，各公司提效降费。2020 年行业整体费用率 11.90%，同比下降 1.00 个百分点；21 年一季度费用率 10.48%，同比下降 4.08 个百分点；近两年各细分板块费用率均呈下降趋势。

表6：新能源汽车行业 2020 年及 2021Q1 毛利率情况

分项	2019	2020	20 年同比	20Q1	20Q4	21Q1	21Q1 同比	21Q1 环比
新能源汽车行业	16.12%	15.11%	-1.02%	14.67%	15.78%	14.53%	-0.14%	-1.25%
电池	22.73%	24.53%	1.81%	24.13%	25.43%	24.77%	0.64%	-0.65%
锂电四大材料	24.93%	23.88%	-1.05%	21.16%	21.84%	22.79%	1.63%	0.95%
正极	18.54%	17.59%	-0.95%	12.50%	16.33%	11.35%	-1.15%	-4.98%
负极	29.36%	25.12%	-4.23%	24.72%	21.99%	27.05%	2.32%	5.05%
隔膜	30.29%	30.45%	0.16%	29.52%	29.36%	34.20%	4.68%	4.83%
电解液	22.60%	24.08%	1.48%	22.45%	19.60%	29.06%	6.61%	9.46%
整车	12.78%	11.69%	-1.09%	10.70%	12.79%	10.80%	0.10%	-1.99%
核心零部件	31.26%	30.41%	-0.84%	29.97%	30.30%	28.64%	-1.33%	-1.66%
充电桩	23.64%	23.16%	-0.48%	22.45%	22.41%	20.32%	-2.13%	-2.09%
燃料电池	22.09%	19.19%	-2.90%	21.49%	18.74%	19.54%	-1.95%	0.80%

资料来源：Wind，民生证券研究院

表7：新能源汽车行业 2020 年和 2021Q1 费用率情况

分项	2019	2020	20 年同比	20Q1	21Q1	21Q1 同比
新能源汽车行业	12.90%	11.90%	-1.00%	14.56%	10.48%	-4.08%
电池	13.33%	13.39%	0.06%	15.59%	12.84%	-2.76%
锂电四大材料	16.83%	16.31%	-0.52%	19.19%	13.91%	-5.27%
正极	13.66%	13.63%	-0.04%	15.49%	11.45%	-4.04%
负极	18.46%	19.93%	1.47%	21.80%	15.44%	-6.36%
隔膜	19.89%	17.79%	-2.09%	22.80%	17.25%	-5.55%
电解液	16.15%	12.94%	-3.20%	17.30%	12.28%	-5.01%
整车	12.07%	10.87%	-1.20%	13.25%	9.23%	-4.02%
核心零部件	16.80%	17.34%	0.54%	17.33%	14.68%	-2.66%

充电桩	14.10%	13.24%	-0.86%	21.60%	16.03%	-5.57%
燃料电池	14.07%	12.96%	-1.11%	15.40%	11.42%	-3.98%

资料来源: Wind, 民生证券研究院

表8: 新能源汽车行业 2020 年及 2021Q1 归母净利润率情况

分项	2019	2020	20 年同比	20Q1	20Q4	21Q1	21Q1 同比	21Q1 环比
新能源汽车行业	4.43%	4.51%	0.08%	2.28%	3.35%	5.70%	3.42%	2.34%
电池	8.19%	9.47%	1.28%	8.14%	10.91%	10.76%	2.63%	-0.14%
锂电四大材料	3.55%	6.86%	3.31%	4.27%	4.43%	11.25%	6.98%	6.82%
正极	3.12%	3.29%	0.17%	2.71%	-0.17%	8.48%	5.76%	8.65%
负极	7.29%	6.95%	-0.34%	3.58%	3.84%	10.52%	6.94%	6.68%
隔膜	0.98%	10.75%	9.77%	7.34%	9.59%	15.39%	8.05%	5.80%
电解液	1.70%	7.97%	6.26%	3.81%	7.02%	14.35%	10.54%	7.33%
整车	3.44%	3.30%	-0.14%	0.74%	1.77%	4.16%	3.42%	2.39%
核心零部件	11.95%	12.10%	0.15%	9.73%	11.29%	11.84%	2.21%	0.55%
充电桩	8.16%	7.87%	-0.29%	1.23%	7.19%	5.12%	3.88%	-2.07%
燃料电池	6.72%	5.27%	-1.44%	5.22%	4.98%	6.70%	1.48%	1.72%

资料来源: Wind, 民生证券研究院

从毛利率变动情况看, 2020 年各子板块毛利率总体呈下降趋势, 同比变动排名为电池 (1.81%) > 充电桩 (-0.48%) > 核心零部件 (-0.84%) > 四大材料 (-1.05%) > 整车 (-1.09%) > 燃料电池 (-2.90%); 四大材料中格局较好的电解液和隔膜毛利率上升, 电解液 (1.48%) > 隔膜 (0.16%) > 正极 (-0.95%) > 负极 (-4.23%)。2021 年一季度, 四大材料板块盈利能力修复, 变动排名为四大材料 (1.63%) > 电池 (0.64%) > 整车 (0.10%) > 核心零部件 (-1.33%) > 燃料电池 (-1.95%) > 充电桩 (-2.13%); 四大材料中电解液和隔膜表现较好, 同比变动排名为电解液 (6.61%) > 隔膜 (4.68%) > 负极 (2.32%) > 正极 (-1.15%)。

从费用率变动情况看, 2020 年各子板块费用率总体呈下降趋势, 同比变动排名为整车 (-1.20%) < 燃料电池 (-1.11%) < 充电桩 (-0.86%) < 四大材料 (-0.52%) < 电池 (0.06%) < 核心零部件 (0.54%); 四大材料中格局较好的电解液和隔膜费用率有较大幅度下降, 电解液 (-3.20%) < 隔膜 (-2.09%) < 正极 (-0.04%) < 负极 (1.47%)。2021 年一季度, 各子板块费用率均有不同程度的下滑, 同比变动排名为充电桩 (-5.57%) < 四大材料 (-5.27%) < 整车 (-4.02%) < 燃料电池 (-3.98%) < 电池 (-2.76%) < 核心零部件 (-2.66%); 四大材料中负极费用率水平改善最明显, 同比增速排名为负极 (-6.36%) < 隔膜 (-5.55%) < 电解液 (-5.01%) < 正极 (-4.04%)。

从净利率变动情况看, 2020 年净利率变动排名为四大材料 (3.31%) > 电池 (1.28%) > 核心零部件 (0.15%) > 整车 (-0.14%) > 充电桩 (-0.29%) > 燃料电池 (-1.44%); 四大材料中格局较好的电解液和隔膜盈利能力快速恢复, 隔膜 (9.77%) > 电解液 (6.26%) > 正极 (0.17%) > 负极 (-0.34%)。2021 年一季度各子板块净利率同比快速恢复, 四大材料 (6.98%) > 充电桩 (3.88%) > 整车 (3.42%) > 电池 (2.63%) > 核心零部件 (2.21%) > 燃料电池 (1.48%); 四大材料盈利能力均大幅恢复, 净利率变动排名为电解液 (10.54%) > 隔膜 (8.05%) > 负极 (6.94%) > 正极 (5.76%)。

电池板块: 高需求推动盈利能力持续增长。2020 年整体毛利率 24.53%, 同比增长 1.81 个

百分点，净利率 9.47%，同比增长 1.28 个百分点；2021 年一季度整体毛利率 24.77%，同比增长 0.64 个百分点，净利率 10.76%，同比增长 2.63 个百分点。

四大材料板块：下游高需求叠加供需格局改善，盈利能力维持高增速。2020 年整体毛利率 23.88%，同比下降 1.05 个百分点，净利率 6.86%，同比增长 3.31 个百分点；2021 年一季度整体毛利率 22.79%，同比增长 1.63 个百分点，净利率 11.25%，同比增长 6.98 个百分点。

正极子板块：盈利能力保持稳定，21Q1 净利上涨明显。2020 年整体毛利率 17.59%，同比下降 0.95 个百分点，净利率 3.29%，同比增长 0.17 个百分点；2021 年一季度整体毛利率 11.35%，同比下降 1.15 个百分点，净利率 8.48%，同比增长 5.76 个百分点。

负极子板块：2020 年盈利能力承压，21Q1 实现反转。2020 年整体毛利率 25.12%，同比下降 4.23 个百分点，净利率 6.95%，同比下降 0.34 个百分点；2021 年一季度整体毛利率 27.05%，同比增长 2.32 个百分点，净利率 10.52%，同比增长 6.94 个百分点。

隔膜子板块：受益产能利用率高位运行，2020 年及 21Q1 盈利能力同比高增长。2020 年整体毛利率 30.45%，同比增长 0.16 个百分点，净利率 10.75%，同比增长 9.77 个百分点；2021 年一季度整体毛利率 34.20%，同比增长 4.68 个百分点，净利率 15.39%，同比增长 8.05 个百分点。

电解液子板块：原材料价格上行，推动盈利能力持续走高。2020 年整体毛利率 24.08%，同比增长 1.48 个百分点，净利率 7.97%，同比增长 6.26 个百分点；2021 年一季度整体毛利率 29.06%，同比增长 6.61 个百分点，净利率 14.35%，同比增长 10.54 个百分点。

整车板块：2020 年略有下滑，21Q1 高景气市场带动盈利能力反转。2020 年整体毛利率 11.69%，同比下降 1.09 个百分点，净利率 3.30%，同比下降 0.14 个百分点；2021 年一季度整体毛利率 10.80%，同比增长 0.10 个百分点，净利率 4.16%，同比增长 3.42 个百分点。

核心零部件板块：2020 年及 21Q1 毛利率同比减弱，净利率略有上涨。2020 年整体毛利率 30.41%，同比下降 0.84 个百分点，净利率 12.10%，同比增长 0.15 个百分点；2021 年一季度整体毛利率 28.64%，同比下降 1.33 个百分点，净利率 11.84%，同比增长 2.11 个百分点。

充电桩板块：盈利能力呈下降趋势，低基数至 21Q1 净利率上升。2020 年整体毛利率 23.16%，同比下降 0.48 个百分点，净利率 7.87%，同比下降 0.29 个百分点；2021 年一季度整体毛利率 20.32%，同比下降 2.13 个百分点，净利率 5.12%，同比增长 3.88 个百分点。

燃料电池板块：政策催化景气度向上，21Q1 净利率实现反转。2020 年整体毛利率 19.19%，同比下降 2.90 个百分点，净利率 5.27%，同比下降 1.44 个百分点；2021 年一季度整体毛利率 19.54%，同比下降 1.95 个百分点，净利率 6.70%，同比增长 1.48 个百分点。

2.3 行业整体经营净现金流持续改善

2020-21Q1 行业整体经营活动现金流净额同比持续改善。2020 年行业经营活动净现金流为 1,748.50 亿元，2019 年同期为 1,498.20 亿元，同比增长 16.71%；2021 年一季度行业经营

活动净现金流为 73.14 亿元，去年同期为-200.41 亿元，同比增长 136.50%。

表9：新能源汽车行业 2019-2021 年经营活动净现金流情况（亿元）

分项	2019	2020	2020 年同比	20Q1	21Q1	21Q1 同比
新能源汽车行业	1,498.20	1,748.50	16.71%	-200.41	73.14	136.50%
电池	169.23	223.95	32.33%	1.68	86.88	5067.40%
锂电四大材料	148.83	167.39	12.47%	3.94	-15.60	-495.87%
正极	47.54	47.61	0.15%	0.34	-19.89	-5938.25%
负极	44.93	32.49	-27.68%	0.11	-3.42	-3222.55%
隔膜	51.81	64.20	23.91%	1.03	2.85	177.75%
电解液	4.55	23.08	407.45%	2.46	4.86	97.19%
整车	734.37	927.75	26.33%	-104.13	56.19	153.96%
核心零部件	54.34	40.47	-25.52%	5.80	-1.63	-128.02%
充电桩	77.12	106.12	37.60%	-5.85	-23.79	-306.59%
燃料电池	314.32	282.82	-10.02%	-101.85	-28.91	71.62%

资料来源：Wind，民生证券研究院

从各板块的经营净现金流来看，各子板块经营净现金流变化存在分化。2020 年，各子板块同比变动排名为充电桩（37.60%）>电池（32.33%）>整车（26.33%）>四大材料（12.47%）>燃料电池（-10.02%）>核心零部件（-25.52%）；四大材料中格局较好的电解液和隔膜净现金流增长较快，电解液（407.45%）>隔膜（23.91%）>正极（0.15%）>负极（-27.68%）。2021 年一季度，电池、整车板块现金流状况改善明显，同比经营活动现金流由净流出转为净流入状态，变动排名为电池（5067.40%）>整车（153.96%）>燃料电池（71.62%）>核心零部件（-128.02%）>充电桩（-306.59%）>四大材料（-495.87%）；四大材料中电解液和隔膜现金流状况较好，正负极受需求大幅增加带来应收和存货增加同比下降，中同比变动排名为电解液（97.19%）>隔膜（177.75%）>负极（-3222.55%）>正极（-5938.25%）。

四大材料板块，2020 年经营活动净现金流为 167.39 亿元，同比增长 12.47%；2021 年一季度经营活动现金净流出 15.60 亿元，同比下降 495.87%。**正极子板块**，2020 年经营活动净现金流为 47.61 亿元，同比增长 0.15%；2021 年一季度经营活动现金净流出 19.89 亿元，同比下降 5938.25%。**负极子板块**，2020 年经营活动净现金流为 32.49 亿元，同比下降 27.68%；2021 年一季度经营活动现金净流出 3.42 亿元，同比下降 3222.55%。**隔膜子板块**，2020 年经营活动净现金流为 64.20 亿元，同比增长 23.91%；2021 年一季度经营活动净现金流 2.85 亿元，同比增长 177.75%。**电解液子板块**，2020 年经营活动净现金流为 23.08 亿元，同比增长 407.45%；2021 年一季度经营活动净现金流 4.86 亿元，同比增长 97.19%。

电池板块，2020 年经营活动净现金流为 223.95 亿元，同比增长 32.33%；2021 年一季度经营活动净现金流 86.88 亿元，同比增长 5067.40%。**整车板块**，2020 年经营活动净现金流为 927.75 亿元，同比增长 26.33%；2021 年一季度经营活动净现金流 56.19 亿元，同比增长 153.96%。**核心零部件板块**，2020 年经营活动净现金流为 40.47 亿元，同比下降 25.52%；2021 年一季度经营活动现金净流出 1.63 亿元，同比下降 128.02%。**充电桩板块**，2020 年经营活动净现金流为 106.12 亿元，同比增长 37.60%；2021 年一季度经营活动现金净流出 23.79 亿元，同比下降 306.59%。**燃料电池板块**，2020 年经营活动净现金流为 282.82 亿元，同比下降 10.02%；2021

年一季度经营活动现金净流出 28.91 亿元，同比增长 71.62%。

2.4 存货和应收账款 21Q1 周转加快

2020 年行业回款优化、存货增加，21Q1 存货和应收账款周转加快。2020 年底行业整体应收账款为 2858.73 亿元，应收账款周转天数为 54.14 天，同比下降了 2.86 天。存货达到 2832.90 亿元，存货周转天数为 57.21 天，同比增加了 5.67 天。2021 年一季度末，行业的应收账款为 3015.30 亿元，应收账款周转天数为 47.24 天，同比下降了 37.97 天；存货为 2855.21 亿元，存货周转天数为 56.17 天，同比下降了 26.62 天。

表10: 新能源汽车行业 2020 年应收账款情况

分项	2019 年底 (亿元)	2020 年底 (亿元)	2019 年应	2020 年应	同比变动 (天)	2021 年一 季度末 (亿元)	2020Q1 应	2021Q1 应	同比变动 (天)
			收账款周 转天数 (天)	收账款周 转天数 (天)			收账款周 转天数 (天)	收账款周 转天数 (天)	
新能源汽车行业	2,939.81	2,858.73	57.00	54.14	-2.86	3,015.30	85.21	47.24	-37.97
电池	192.67	239.08	73.40	73.45	0.04	260.78	97.02	58.01	-39.01
锂电四大材料	364.31	400.00	91.04	91.54	0.50	473.33	130.83	68.65	-62.18
正极	118.54	129.79	79.54	83.79	4.25	162.56	116.24	58.77	-57.46
负极	90.80	94.21	84.40	90.23	5.82	114.20	125.97	57.61	-68.37
隔膜	124.47	138.05	119.18	108.67	-10.51	149.52	172.11	109.80	-62.31
电解液	30.49	37.94	78.10	74.46	-3.64	47.05	95.41	51.87	-43.54
整车	1,570.02	1,426.39	44.28	41.19	-3.09	1,402.05	68.24	36.41	-31.83
核心零部件	55.23	73.26	76.64	84.50	7.86	83.05	99.77	67.15	-32.62
充电桩	428.08	418.54	178.06	164.25	-13.81	410.56	332.90	214.11	-118.78
燃料电池	329.50	301.45	53.38	46.89	-6.49	385.53	69.03	40.12	-28.91

资料来源: Wind, 民生证券研究院

表11: 新能源汽车行业 2020 年存货情况

分项	2019 年底 (亿元)	2020 年底 (亿元)	2019 年存	2020 年存	同比变动 (天)	2021 年一 季度末 (亿元)	2020Q1 存	2021Q1 存	同比变动 (天)
			货周转天 数(天)	货周转天 数(天)			货周转天 数(天)	货周转天 数(天)	
新能源汽车行业	2,305.19	2,832.90	51.54	57.21	5.67	2,855.21	82.79	56.17	-26.62
电池	217.80	245.96	84.78	104.56	19.78	307.24	133.29	101.71	-31.58
锂电四大材料	413.40	429.98	139.20	132.82	-6.39	519.91	204.58	119.24	-85.34
正极	146.02	157.54	126.21	124.28	-1.93	197.05	181.74	107.13	-74.61
负极	165.75	164.72	213.90	215.80	1.90	196.80	334.07	165.43	-168.64
隔膜	77.91	85.39	107.24	97.19	-10.05	102.14	163.67	121.69	-41.98
电解液	23.73	22.32	79.66	66.18	-13.48	23.92	97.66	49.71	-47.95
整车	1,157.70	1,534.96	36.74	42.64	5.90	1,371.16	61.49	41.54	-19.95
核心零部件	46.27	51.57	95.31	93.37	-1.94	62.38	120.07	83.40	-36.67
充电桩	147.03	179.43	80.20	82.42	2.22	207.25	162.45	127.68	-34.77
燃料电池	322.98	391.01	61.24	65.66	4.43	387.27	81.93	57.68	-24.25

资料来源: Wind, 民生证券研究院

从各板块的应收账款周转天数变动情况看，2020年各子板块应收账款周转天数总体呈下降趋势，同比变动排名为充电桩（-13.81天）<燃料电池（-6.49天）<整车（-3.09天）<电池（0.04天）<四大材料（0.50天）<核心零部件（7.86天）；四大材料中紧平衡状态的电解液和隔膜应收账款周转天数有一定幅度下降，隔膜（-10.51天）<电解液（-3.64天）<正极（4.25天）<负极（5.82天）。2021年一季度，各子板块回款情况进一步优化，应收账款周转天数同比变动量排名为充电桩（-118.78天）<四大材料（-62.18天）<电池（-39.01天）<整车（-31.83天）<核心零部件（-32.62天）<燃料电池（-28.91天）；四大材料整体应收账款周转率水平得到明显改善，同比增速排名为负极（-68.37天）<隔膜（-62.31天）<正极（-57.46天）<电解液（-43.54天）。

从各板块的存货周转天数的变动情况看，2020年存货周转天数分化，同比变动排名为四大材料（-6.39天）<核心零部件（-1.94天）<充电桩（2.22天）<燃料电池（4.43天）<整车（5.90天）<电池（19.78天）；四大材料中供应较为紧张的电解液和隔膜存货周转天数下降较多，电解液（-13.48天）<隔膜（-10.05天）<正极（-1.93天）<负极（1.90天）。2021年一季度，整体行业库存周转加快，周转天数的变动排名为四大材料（-85.34天）<核心零部件（-36.67天）<充电桩（-34.77天）<电池（-31.58天）<燃料电池（-24.25天）<整车（-19.95天）；四大材料子板块的存货周转天数同比变动量排名为负极（-168.64天）<正极（-74.61天）<电解液（-47.95天）<隔膜（-41.98天）。

电池板块，2020年整体存货周转天数104.56天，同比上升19.78天，应收账款周转天数73.45天，同比上升0.04天；2021年一季度整体存货周转天数101.71天，同比下降74.61天，应收账款周转天数58.01天，同比下降39.01天。

四大材料板块，2020年整体存货周转天数132.82天，同比下降6.39天，应收账款周转天数91.54天，同比上升0.5天；2021年一季度存货周转天数119.24天，同比下降84.34天，应收账款周转天数68.65天，同比下降62.18天。**正极子板块**，2020年整体存货周转天数124.28天，同比下降1.39天，应收账款周转天数83.79天，同比上升4.25天；2021年一季度整体存货周转天数107.13天，同比下降74.61天，应收账款周转天数58.77天，同比下降57.46天。**负极子板块**，2020年整体存货周转天数215.80天，同比上升1.90天，应收账款周转天数90.23天，同比上升5.82天；2021年一季度整体存货周转天数165.43天，同比下降168.64天，应收账款周转天数57.61天，同比下降68.37。**隔膜子板块**，2020年整体存货周转天数97.19天，同比下降10.05天，应收账款周转天数108.67天，同比下降10.51天；2021年一季度整体存货周转天数121.69天，同比下降41.98天，应收账款周转天数109.80天，同比下降62.31天。**电解液子板块**，2020年整体存货周转天数66.18天，同比下降13.48天，应收账款周转天数74.46天，同比下降3.64天；2021年一季度整体存货周转天数49.71天，同比下降47.95天，应收账款周转天数51.87天，同比下降43.54天。

整车板块，2020年整体存货周转天数42.64天，同比上升5.90天，应收账款周转天数41.19天，同比下降3.09天；2021年一季度整体存货周转天数41.54天，同比下降19.95天，应收账款周转天数36.41天，同比下降31.83天。

核心零部件板块，2020 年整体存货周转天数 93.37 天，同比下降 1.94 天，应收账款周转天数 84.50 天，同比上升 7.86 天；2021 年一季度整体存货周转天数 83.40 天，同比下降 36.67 天，应收账款周转天数 67.15 天，同比下降 32.60 天。

充电桩板块，2020 年整体存货周转天数 82.42 天，同比上升 2.22 天，应收账款周转天数 164.25 天，同比下降 13.81 天；2021 年一季度整体存货周转天数 127.68 天，同比下降 34.77 天，应收账款周转天数 214.11 天，同比下降 118.78 天。

燃料电池板块，2020 年整体存货周转天数 65.66 天，同比上升 4.43 天，应收账款周转天数 46.89 天，同比下降 6.49 天；2021 年一季度整体存货周转天数 57.68 天，同比下降 24.25 天，应收账款周转天数 40.12 天，同比下降 28.91 天。

3 投资建议

2020 年新能源车行业上半年受疫情影响增长承压，下半年随着国内政策呵护、优秀供给频出带来需求高增，全年同比净利润仍能正增，来之不易。2021Q1 新能源车销量成绩亮眼，带来行业业绩、盈利能力、现金流和营运能力全面恢复，增长确定性强。

目前 CS 新能源车指数 PE-TTM 已降至 106.11 倍（2021 年 5 月 7 日），位于近两年 PE 中位数附近，行业龙头 2021 年估值大多已降至 40-60 倍 PE。短期看，行业内主要标的 21Q1 业绩均维持高增长，中游排产均较为饱满，2021 年全年新能源车销量大概率超过 250 万辆，确定性强；中长期角度看，预计未来 5-10 年新能源汽车行业将持续高增长，行业成长空间巨大。我们看好新能源汽车行业，建议围绕三条主线布局：

1、高度确定的各细分行业龙头公司，推荐恩捷股份、当升科技、容百科技，建议关注宁德时代、亿纬锂能、星源材质、科达利、璞泰来、中科电气、三花智控、天奈科技。

2、供应紧张具备价格弹性的六氟磷酸锂/电解液环节，建议关注天赐材料、多氟多、新宙邦。

3、业绩有望实现反转的企业，建议关注格林美、孚能科技和杉杉股份。

4 风险提示

全球各主要市场政策退出速度超预期影响需求；

上游原材料涨价挤压中游利润和下游需求；

车企芯片供应紧张影响终端供给；

终端降价幅度超预期。

插图目录

图 1: 2020 年销量逐季恢复, 2021Q1 销量超 50 万辆, 全年有望实现 250 万辆销量 (万辆)	4
图 2: 2018~2021Q1 全球新能源车销量 (万辆)	5
图 3: 2018~2021Q1 欧洲新能源车销量 (万辆)	5
图 4: 2021Q1 美国电动车销量接近 10 万辆 (辆)	5
图 5: 2021 年一季度动力电池装车量 23.2GWh, 同比增长 308%.....	6

表格目录

表 1: 2020 年全球动力电池出货量及排名.....	6
表 2: 新能源汽车行业 2020 年收入和净利润情况.....	8
表 3: 新能源汽车行业 2020 年增速分布情况.....	8
表 4: 新能源汽车行业 2021Q1 收入和净利润情况.....	9
表 5: 新能源汽车行业 2021Q1 增速分布情况.....	9
表 6: 新能源汽车行业 2020 年及 2021Q1 毛利率情况.....	11
表 7: 新能源汽车行业 2020 年和 2021Q1 费用率情况.....	11
表 8: 新能源汽车行业 2020 年及 2021Q1 归母净利率情况.....	12
表 9: 新能源汽车行业 2019-2021 年经营活动净现金流情况 (亿元)	14
表 10: 新能源汽车行业 2020 年应收账款情况 (亿元)	15
表 11: 新能源汽车行业 2020 年存货情况 (亿元)	15

分析师与研究助理简介

于潇，民生证券电力设备新能源行业首席分析师，上海交通大学学士，北京大学硕士，先后就职于通用电气、中泰证券、东吴证券、华创证券，2020年8月加入民生证券。

丁亚，多年光伏产业研究经验，曾就职于SOLARZOOM、新时代证券，2020年12月加入民生证券。

李京波，上海交通大学本硕，5年汽车行业经验，曾就职于国海证券，2021年2月加入民生证券，主要负责新能源汽车产业链研究。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以其他方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。