

2022年04月29日

电力设备

行业深度分析

证券研究报告

重新定义新能源车渗透率，最大市场的爆发尚未到来

■重新定义新能源车渗透率：将传统定义中“15.6%”的渗透率修正为两部分：“11.9%+?”。市场渗透率=现有销量/潜在需求量。本研究细致拆解 A00 及 A00 以外级别的差异，将二者分开来看：1) A00 级别的渗透是以增量市场为主+存量替代为辅，核心是把握分母端（需求的扩容）。粗算该市场的渗透率仅 2021 年仅 25%-30%。2) A00 级别以外的渗透是以存量替代为主+增量替代为辅，核心是把握分子端（爆款车型的供给带动销量）。2021 年渗透率为 11.9%，考虑到分母端仍有增量市场，实际更低。

■为什么我们将 A00 市场独立来看？1、A00 市场相较整体市场非常独立，2010 年来从 75 万到 23 万再到去年的 98 万，销量与增速和整体市场脱离，占比从 6% 到 1%再回到 4.6%；2、A00 电动化率 95%+，而其他级别 8%-20%，形成极大反差。我们认为：A00 自身产品定位提升，低价不低端，核心是突破 1.4 亿“有证无车”群体的蓝海市场，今年依然保持高增速，若 5 年完成 5%的存量替代，2025 年 A00 市场有望达到 300 万量级。

■为什么要期待 A 级 BEV 的爆款？A 级车为国内乘用车最主要细分市场，占比达 55%-60%，2021 年 A 级乘用车电动化率仅有 8.4%，纯电仅 5.7%。从 A00、B 级电动化过程具有浓厚的大单品开拓市场的规律。我们认为需要足够的品牌影响力+产品力+合适的价格去打造真正的 A 级 BEV 爆款，去突破目前轩逸等 50 万辆的销售量级，从而带来 A 级渗透率的跨越式提升。爆款大概率将是明年特斯拉推出的 2.5 万美元版本车型，因此 2023-2024 年才能迎来乘用车最大市场新能源车渗透率的快速提升。

■需求有韧性，无需“高渗透率焦虑”。2022 年产业链新一轮产能投放周期，相较于去年回归理性竞争，且产业链头部公司大多百亿、数百亿产值，格局相对清晰，无需担忧过度竞争。核心是我们看到新能源车市场进入市场驱动新阶段，需求的韧性避免了产业链在补贴时代季度间的周期波动，供需曲线相对平滑，价格弹性向销量弹性平稳切换。中性预期今年 560 万新能源车销量下，A00 以外级别的新能源乘用车渗透率仅 18.7%，纯电仅 11.6%。应该看到新能源车会将整车市场扩容（增量市场），同时完成高替代（存量市场），实际销量天花板远高于市场认知。

■对新能源车板块乐观一点，做时间的朋友：产业链从 0 到 1 的阶段已经度过，从 1 到 10 的过程我们不再担心量，核心是有壁垒的公司兑现利润。建议关注方向：1、选择对的公司-龙头：宁德时代+恩捷股份，格局+盈利相对确定，强 β；2、估值低且格局边际向好的品种：三元一体化成型的华友钴业、动力布局优异的中科电气等，属于强 α；3、选择预期盈利修复的电池链条：宁德时代、亿纬锂能等；4、新技术方向-如 4680 带动高镍三元链条（容百科技、当升科技、中伟股份、芳源股份等）、CNT 天奈科技、结构件科达利等。

■风险提示：新能源车销量不及预期、产业链供给冲击、原材料价格上涨等。

投资评级 领先大市-A
维持评级

首选股票	目标价	评级
603799 华友钴业	120.00	买入-A
002812 恩捷股份	300.00	买入-A

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-12.42	-10.47	23.13
绝对收益	-17.57	-24.55	-0.94

胡洋

分析师

SAC 执业证书编号：S1450521120003
huyang@essence.com.cn

相关报告

内容目录

1. 核心逻辑：重新定义新能源车渗透率，期待最大市场的电动化浪潮.....	4
2. 重新定义新能源车渗透率：“15.6%”VS“11.9%+?”	5
2.1. 割裂：A00 市场相较整车市场非常独立.....	6
2.2. 反差：各级别电动化率的巨大差距.....	7
2.3. 重塑：重新定义国内新能源车渗透率.....	8
3. A00 市场数度沉浮，宏光 Mini EV 重塑定位	9
3.1. 汽车下乡：A00 的荣光与沉寂.....	9
3.1.1. A00 燃油车的黄金年代.....	9
3.1.2. 时代的落幕与沉寂.....	10
3.2. 新能源车时代：A00 电动车应时代而生.....	10
3.2.1. A00 在新能源车补贴推动初期最为受益.....	10
3.2.2. A00 电动车应时代而生.....	11
3.3. 重新定义：宏光 Mini EV 开拓“有证无车”的蓝海市场.....	11
3.3.1. 从时代产物到爆款产品.....	11
3.3.2. 重新定义，开拓“有证无车”的蓝海市场.....	12
3.3.2.1. 低价不低端，产品定位提升.....	12
3.3.2.1. 女性用户？本质是“有证无车”的蓝海市场.....	13
4. 期待最大市场的电动化浪潮，期待 A 级 BEV 爆款	15
4.1. A 级车为国内乘用车最大市场，2021 年电动化率 8.4%.....	15
4.2. 爆款车型，增量供给+增量市场	16
4.2.1. A00 市场：宏光 Mini 打开市场，多品牌跟进.....	16
4.2.2. B 级市场：特斯拉对市场的培育影响深远.....	17
4.3. 期待 A 级 BEV 爆款，带来新能源渗透率的爆发	18
4.3.1. 市场培育+等待供给，A 级市场的渗透率有望提升.....	18
4.3.2. 爆款是谁？在哪？	18
5. 站在迷惘的当下，要坚定熬过去.....	19
5.1. 无需对“高渗透率”焦虑.....	19
5.1.1. 2021 年基数依然很低，“新”纯电渗透率仅有 9%.....	19
5.1.2. 假设 2022 年高增后，“新”纯电渗透率依然仅有 10%-12%	20
5.2. 现在和 2018 不一样.....	20
5.2.1. 当下与 2018 似曾相识.....	20
5.2.1. 本质与 2018 并不相同.....	21
5.3. 长坡厚雪，壁垒为王	22
6. 风险提示.....	22

图表目录

图 1：2016-2021 年国内乘用车&新能源乘用车批发销量及新能源车渗透率（万辆）	5
图 2：2016-2021 年 A00 级别以外乘用车&新能源乘用车批发销量及新能源车渗透率（万辆） ..	6
图 3：国内乘用车和 A00 细分市场销量与增速&A00 市场占比（万辆）	7
图 4：2016-2021 年国内乘用车分级别电动化率	8
图 5：2016-2021 年 A00 级别以外乘用车&新能源乘用车批发销量及新能源车渗透率（万辆） ..	8
图 6：国内 A00 乘用车市场发展历程（万辆）	9
图 7：2009-2016 年国内 A00 主要车型批发销量（万辆）	10

图 8: 2016-2021 年国内 A00 及 A 级新能源乘用车典型车型补贴情况	11
图 9: 2016 年以来国内 A00 新能源乘用车市场发展历程 (万辆)	11
图 10: 2016 年来主要 A00 车型月度终端上险对比: 以众泰、北汽、宏光 Mini 为例 (万辆)	12
图 11: 2020-2021 年宏光 Mini EV 主要上险区域 (万辆)	12
图 12: 2022 年 Q1 宏光 Mini EV 终端分款型销量、价格情况	13
图 13: 2022 年宏光 Mini EV 各款型涨价及价格情况	13
图 14: 宏光 Mini EV 客户画像分析	14
图 15: 2007-2021 年国内“有证无车”群体规模测算 (亿人)	14
图 16: 2007-2021 年国内乘用车分级别销量及占比 (万辆)	15
图 17: 2016-2021 年国内新能源乘用车分级别销量及占比 (万辆)	16
图 18: 2020 年以来分季度主要品牌 A00 电动车终端上险情况 (万辆)	16
图 19: 2017-2022 年 B 级乘用车分结构销量及电动化率 (万辆)	17
图 20: 2007-2021 年国内 B 级乘用车前二十名车型与销量情况 (万辆)	17
图 21: 2007-2021 年国内乘用车前二十名车型与销量情况 (万辆)	18
图 22: 2020-2021 年国内新能源乘用车前五名车型及销量情况 (万辆)	18
图 23: 2021 年国内各级别乘用车分月份电动化率情况	19
图 24: 2022 年国内新能源汽车销量预期 (万辆)	20
图 25: 2022 年国内新能源乘用车渗透率测算 (万辆)	20
图 26: 国内新能源汽车发展历程 (万辆)	21

1. 核心逻辑：重新定义新能源车渗透率，期待最大市场的电动化浪潮

2021年，国内新能源乘用车批发销量330万辆，整体乘用车批发销量2107万辆，新能源车渗透率15.6%；2021年12月，新能源车销量50.5万辆，新能源车渗透率21.3%。在今年国内新能源车依然确定高增的背景下，市场反而陷入了对明年新能车的“高渗透率焦虑”，担忧2023年增速中枢下滑。

实际上，担忧之时我们需要思考什么是商品的渗透率？ $\text{市场渗透率} = \text{现有销量} / \text{潜在需求量}$ 。本研究细致拆解A00及A00以外级别的差异，将二者分开来看：A00级别的渗透是以增量市场为主+存量替代为辅，核心是把握分母端（需求的扩容）。A00级别以外的渗透是以存量替代为主+增量替代为辅，核心是把握分子端（爆款车型的供给带动销量）。

我们重新定义新能源车渗透率：将传统定义中“15.6%”的渗透率修正为两部分：“11.9%+?”。1、2021年A00级别以外国内乘用车市场销量为2010万，新能源车销量为240万，渗透率为11.9%（修正前15.6%）；实际渗透率因分母端仍有增量市场，所以实际低于11.9%。2、A00电动车市场核心在拓展分母端-扩大市场，我们粗算该市场的渗透率2021年仅25%-30%。

（一）为什么我们将A00市场独立来看？1、A00市场相较整体市场非常独立。2010年以来，该细分市场销量从75万到23万再到去年的98万，销量与增速和整体市场脱离，占比从6%到1%再回到4.6%，与国内整车市场的趋势几无相关性。2、各级别电动化率差距巨大。2021年A00电动化率95%+，而其他级别仅为8%-20%，形成极大反差。这迥异的电动化率结果很难从同样的逻辑维度下解释，我们应当更深入细致的剖析。

（二）A00到底是怎样的市场？A00市场数度沉浮：2009-2010年汽车下乡政策推动该市场达到75万（占比6.6%）；而后回落到2016年仅有23万（占比1%）；随着新能源时代来临，A00 EV作为产业初期补贴推动最受益的车型迅速放量，2017年达到39万台、占据新能源汽车市场55%份额；但在补贴退坡的2018-2019年回落到仅有24.5万辆；以往的A00定位于低端，但2020年我们看到了宏光Mini EV对于A00产品的重新定义，2021年A00市场达到98万台，占比回到4.6%。

2022Q1，A00 EV终端上险25万，YOY+69%，远超市场预期，但如果能够理解这一市场便不会意外。1、A00低价但产品定位不低端：宏光Mini马卡龙版本比入门版（2.88万）贵1-1.5万，但一直占比75%+。2、打开“有证无车”的蓝海新市场：宏光Mini农村用户占比仅2%-城市为主、90后占比75%-不是老头乐、女性占比78%-潮酷炫而非低端。

因此，我们提出一个跟市场主流认知显著不同的观点：**A00自身产品定位提升，核心是突破1.4亿“有证无车”群体的蓝海市场，今年依然保持高增速，若5年完成5%的存量替代，2025年A00市场有望达到300万量级。**

（三）为什么要期待A级BEV的爆款？1、A级车为国内乘用车最主要细分市场，占比达55%-60%；2021年新能源乘用车中A级车仅占29%，电动化率仅有8.4%，纯电仅5.7%。2、新能源汽车的渗透率提升过程依然具有浓厚的大单品开拓市场的规律：A00市场在宏光Mini的带动下市场容量从2019年的24.5万到2021年的98万，同时带动欧拉、奇瑞、长安等A00车型销量跨升；B级车市场中特斯拉Model 3、Model Y带动蔚小理等新势力共同拓宽市场。目前A00、B级市场的车型榜首均已为纯电动车型，我们非常期待A级BEV爆款。

因此，我们提出另一个观点：**A级纯电动市场，需要足够的品牌影响力+产品力+合适的价格去打造真正的爆款，去突破目前轩逸等50万辆的销售量级，从而带来A级渗透率的跨越式提升。爆款大概率将是明年特斯拉推出的2.5万美元版本车型，因此2023-2024年才能迎来乘用车最大市场新能源车渗透率的快速提升。**

（四）站在迷惘的当下，要坚定熬过去。市场在低迷的情绪下将今年与2018年进行类比，

我们认为相似但本质不同。1、经历了2年多的产业+资本市场高景气，进入新一轮产能投放期，要认识到2022年回归常态竞争的现实，相较2021年会出现很多环节的单位盈利下滑，产业链会有分化。但本轮大概率不会过度竞争，产业链头部公司体量大多达到百亿、数百亿产值，占据全球供应链较高份额，格局相对清晰。而后就是下一点，本轮需求有支撑。2、需求有韧性：2022和2018年本质的不同是产业驱动因素的切换。2018年是补贴推动B端，B端不过200万量级，B端高渗透率后出现失速情况，成本端的上涨体现在补贴的硬性退坡。2022年是市场需求驱动C端，明后年才是最大市场渗透提升的时点；而成本端的上涨则是基于旺盛的需求选择向消费者部分传导。3、价格弹性向销量弹性平稳切换。2018-2019年供需完全的偏移导致过度竞争+价格下杀；但2022年市场需求驱动的需求韧性避免了产业链在补贴时代季度间的周期波动，供需曲线相对平滑，价格弹性的理性回落，平稳向销量弹性切换。

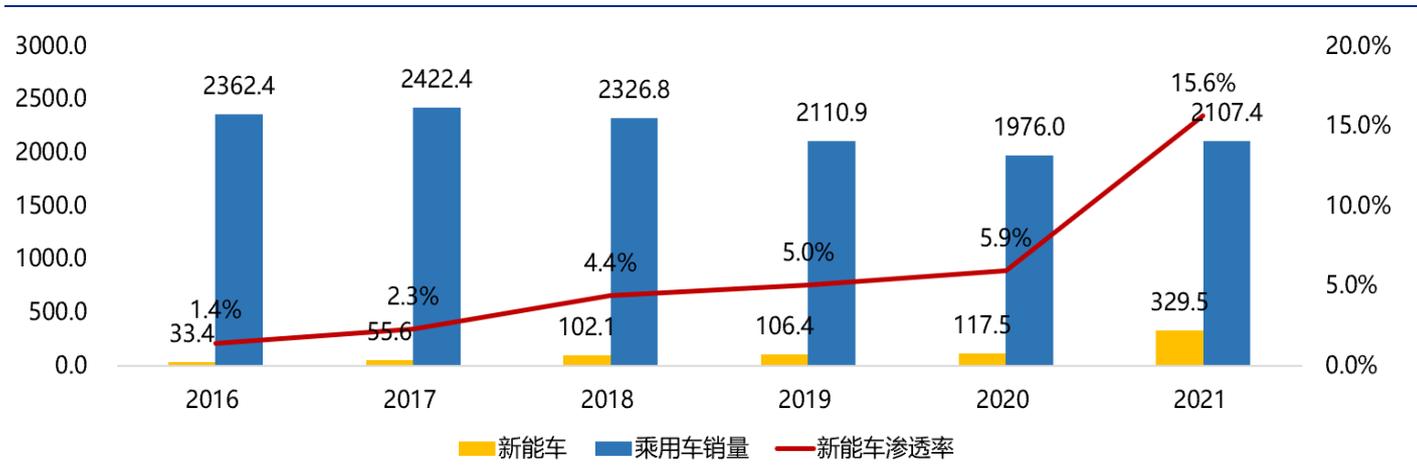
我们认为无需“高渗透率焦虑”，中性预期今年560万新能源车销量下，我们定义的A00以外级别的新能源乘用车渗透率仅有18.7%，纯电仅有11.6%。市场曾有悲观声音认为新能源车渗透率在50%形成天花板，但实际应该看到新能源车会将整车市场扩容（增量市场），同时完成高替代（存量市场），或许实际销量天花板是悲观50%渗透率预期的3倍。

（五）在板块已经大幅调整、估值水平大幅回落，我们认为可以乐观一点，做时间的朋友：产业链从0到1的阶段已经度过，从1到10的过程我们不再担心量，核心是有壁垒的公司兑现利润。建议关注方向：1、选择对的公司-龙头：宁德时代+恩捷股份，格局+盈利相对确定，强β；2、估值低且格局边际向好的品种：三元一体化成型的华友钴业、动力布局优异的中科电气等，属于强α；3、选择预期盈利修复的电池链条：宁德时代、亿纬锂能等；4、新技术方向-如4680带动高镍三元链条（容百科技、当升科技、中伟股份、芳源股份等）、CNT天奈科技、结构件科达利等。

2. 重新定义新能源车渗透率：“15.6%” VS “11.9%+？”

根据乘联会数据，2021年国内新能源乘用车批发销量达330万辆，YOY+181%；国内乘用车批发销量为2107万辆，YOY+6.6%。2021年全年新能源车厂商批发渗透率15.6%，较2020年5.9%的渗透率提升近10个百分点。

图1：2016-2021年国内乘用车&新能源乘用车批发销量及新能源车渗透率（万辆）



资料来源：乘联会，安信证券研究中心

本篇报告我们重新定义新能源车渗透率，市场渗透率=商品的现有需求量/商品的潜在需求量：

1、A00以外的渗透未来将是以存量市场替代为主+增量市场开拓为辅，该细分市场的渗透率

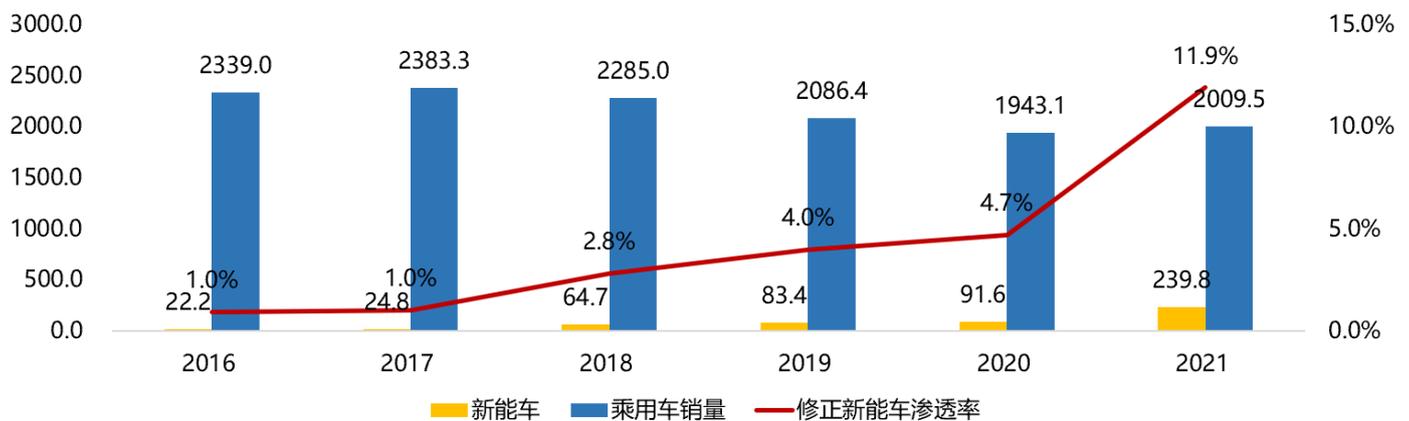
测算核心是对分子端的把握。

- 2、A00 的渗透是以增量市场开拓为主+存量市场替代为辅,该细分市场的渗透率测算核心是对分母端的把握。

因此,我们将传统定义中“15.6%”的渗透率修正为两部分:“11.9%+?”:

- 1、A00 级别以外国内乘用车市场销量为 2010 万,新能源车销量为 240 万,渗透率为 11.9% (修正前 15.6%);实际渗透率因分母端仍有增量市场,所以实际低于 11.9%。
- 2、A00 电动车市场核心在拓展分母端-扩大市场,我们粗算该市场的渗透率 2021 年仅 25%-30%。

图 2: 2016-2021 年 A00 级别以外乘用车&新能源乘用车批发销量及新能源车渗透率 (万辆)



资料来源: 乘联会, 安信证券研究中心

为什么我们将 A00 市场独立于新能源车渗透率的测算? 绝不是因为 A00“带电量低”、“低端”, 而是因为:

- 1、A00 市场相较整车市场非常独立, 销量、增速与整车市场的波动几无相关性, A00 级别占比从 1%-6%间大幅波动。
- 2、A00 级别 90%以上的电动化率与其他级别 8%-20%的电动化率形成强烈的反差, 显然这迥异的电动化率结果很难从同样的逻辑维度下解释。因此把这些不同级别的市场统一到 15.6%的国内新能源乘用车渗透率之上, 并不合理。
- 3、渗透的市场需求不同。如今的 A00 并不是在跟传统燃油车抢夺市场: 2016-2019 年, A00 是作为获取新能源车补贴的载体, 时代催生的产物; 2020 开始, A00 获得了重新的产品定义, 打开“有证无车”的蓝海新市场。

2.1. 割裂: A00 市场相较整车市场非常独立

我们将国内整体乘用车与 A00 细分的销量&增速、A00 的市场占比汇聚在下图当中, 可以非常明显地看到 A00 市场相较整车市场呈现非常强的独立性, 割裂明显:

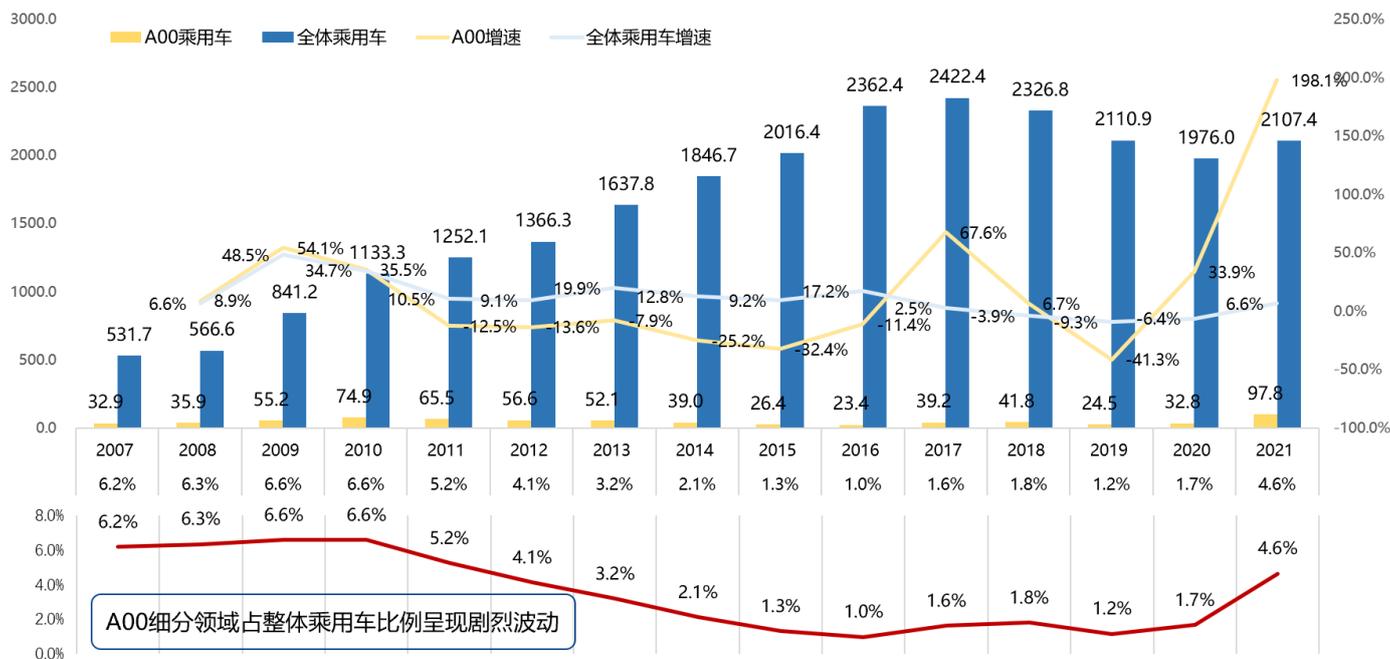
- 1、**销量**: 回首过去 15 年间, 国内乘用车批发销量从 2007 年的 531.7 万迅速攀升至 2016-2017 年约 2400 万量级, 而后波动, 2021 年为 2100 万。而 A00 市场从 2010 年汽车下乡政策尾声的 75 万趋势性下滑至 2019-2020 年的 25-30 万区间, 直至 2021 年重迎爆发, 达到 98 万。
- 2、**增速**: 2007-2010 年, A00 得益于 2009 年开始的汽车下乡政策, 推动整车市场发展, 增速与行业类似; 2011 年起, A00 市场的增速与整体乘用车市场显著脱钩, 呈割裂状

态。

3、占比：A00 细分市场的占比从 2007-2010 年的 6%+趋势性下滑至 2015-2020 年仅有 1%-2%，2021 年又暴增至 4.6%。

2011 年后，A00 市场的销量与增速和整车市场的趋势几无相关性，数据上相较整车市场非常独立。

图 3：国内乘用车和 A00 细分市场销量与增速&A00 市场占比（万辆）



资料来源：乘联会，安信证券研究中心

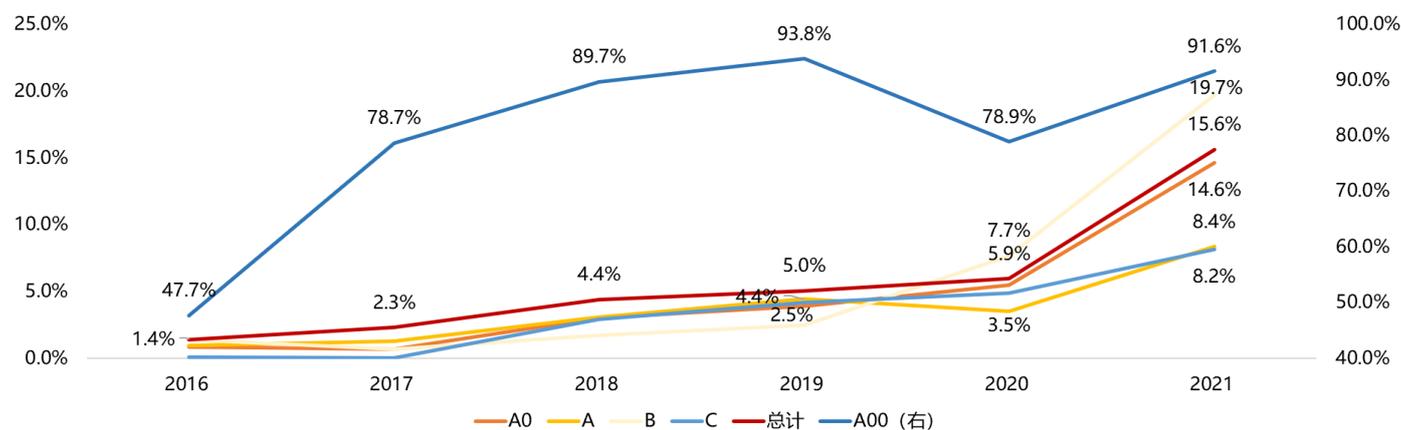
2.2. 反差：各级别电动化率的巨大差距

在国内乘用车整体 15.6%的电动化率背景下，呈现出更大差异的是各级别市场的电动化率：

- 1、A00 级一枝独秀。2021 年，A00 级别中电动车占比达到 91.6%，从 2017 年跃升以来，该级别中电动车占比迅速攀升并维持在 8-9 成。
- 2、B 级紧随其后，2020 年以来快速提升，2021 年达到 19.7%，较上年提升 12 个百分点。这一级别市场总量+电动化率的提升源于特斯拉、蔚小理为代表的中高端电动车的放量。
- 3、A 级电动化率仅有 8.4%。这一级别作为国内乘用车的主要细分，电动化率显著低于其他级别。

同一时期下，A00 级别 90%以上的电动化率与其他级别 8%-20%的电动化率形成强烈的反差，显然这迥异的电动化率结果很难从同样的逻辑维度下解释。因此把这些不同级别的市场统一到 15.6%的国内新能源乘用车渗透率概念之上，并不合理。

图 4：2016-2021 年国内乘用车分级别电动化率



资料来源：乘联会，安信证券研究中心

2.3. 重塑：重新定义国内新能源车渗透率

何为渗透率？ $\text{市场渗透率} = \frac{\text{商品的现有需求量}}{\text{商品的潜在需求量}}$ 。

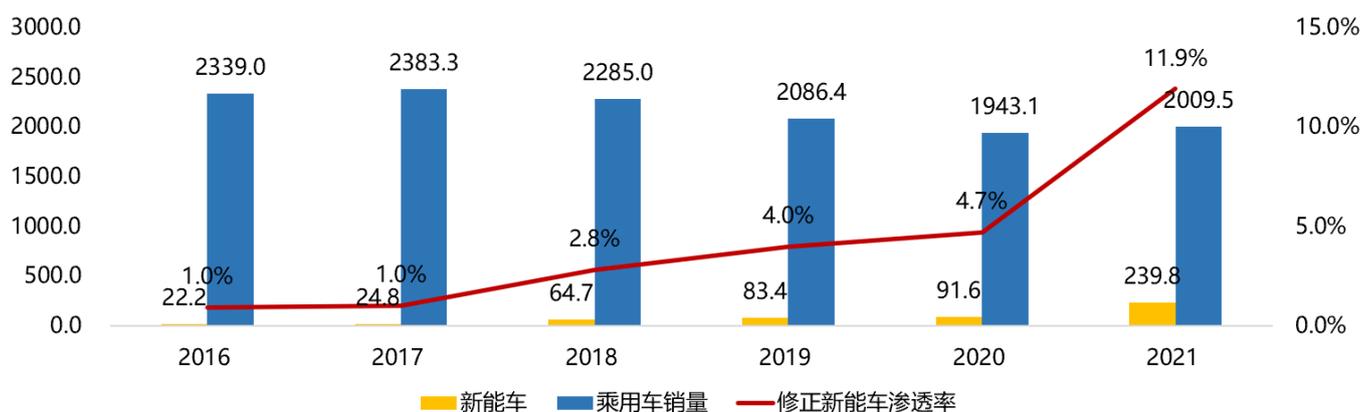
以往产业如何定义新能源车渗透率？ $\text{新能源车渗透率} = \frac{\text{新能源车产销量}}{\text{整体汽车产销量}}$ 。

从分母和分子两方面来看：1) 分母端：A00 市场相较整车市场非常独立，A00 细分级别的量纳入分母总量中并不合适。2) 分子端：拥有 90% 以上的电动化率 A00 与其他 8%-20% 电动化率的各级别形成强烈的反差。

实际上，A00 的电动化核心并未是存量市场的渗透，更多承担起了拓宽增量市场的角色：即 A00 的渗透是以增量市场开拓为主+存量市场替代为辅；A00 以外的渗透未来将以存量市场替代为主+增量市场开拓为辅。

综上，我们再次强调本研究重新定义新能源车渗透率：1) A00 的渗透是以增量市场开拓为主+存量市场替代为辅，该细分市场的渗透率测算核心是对分母端的把握。2) A00 以外的国内乘用车市场的新能源车渗透率为 11.9%，而修正前为 15.6%，该领域期待分子端的变化。

图 5：2016-2021 年 A00 级别以外乘用车&新能源乘用车批发销量及新能源车渗透率（万辆）



资料来源：乘联会，安信证券研究中心

从笼统的“15.6%”到“11.9%+”，我们可以看到：

- 1、A00 级别经过宏光 Mini EV 重塑 A00 定位，打开新的蓝海市场，强调蓝海，是因为分母端-潜在需求量是远高于市场之前预期的。

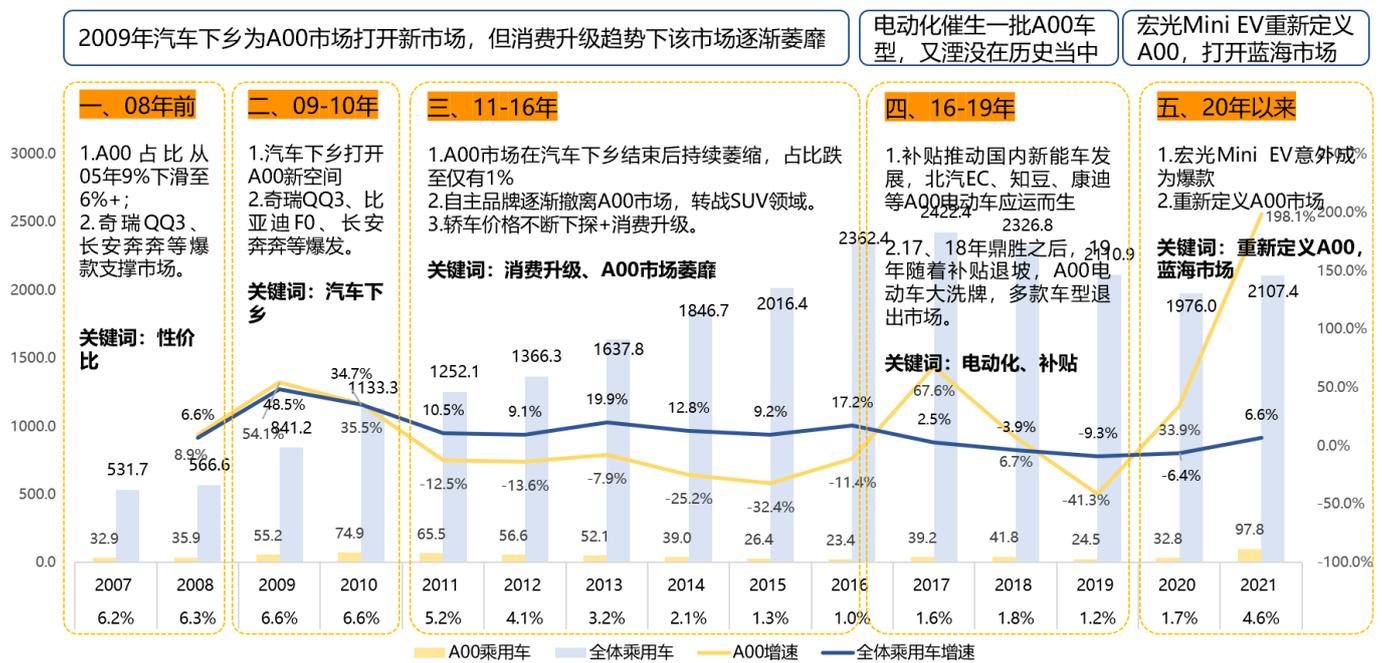
- 国内最大的细分市场 A 级车市场处于低渗透率（2021 年为 8.4%）阶段，非常期待 A 级 BEV 爆款大单品，形成如 Mini EV 在 A00 级、Model 3 在 B 级形成渗透率质变时的带动效应。最大市场的电动化进程尚未到来，市场无需形成渗透率恐慌，而应该充满期待。
- A00 级别以及 A00 以外级别随着电动化带来更多的产品供给，满足更多元的需求，从而有望提升整个市场容量。

3. A00 市场数度沉浮，宏光 MiniEV 重塑定位

回顾过去 15 年国内 A00 市场的发展历程，数度沉浮，：

- 2008 年前，A00 市场依靠奇瑞 QQ、长安奔奔等明星车型支撑，A00 的市场占有率在 6%-7% 之间。
- 2009 年初，汽车下乡政策出台。2009-2010 年，A00 市场迅速扩张，从 2008 年的 36 万台攀升至 2010 年的 75 万台。
- 2011 年起，汽车下乡落幕后 A00 市场陷入沉寂。2016 年，A00 乘用车销量仅有 23.4 万，占比 1.0%；其中燃油车仅有 12 万台。
- 2016 年电动车时代来临。补贴推动 A00 电动车应运而生，推动 A00 市场 2018 年达到 42 万销量；但同样随着补贴退坡，2019 年 A00 市场重归 25 万。
- 2020 年，宏光 MiniEV 重塑 A00 定位，A00 不再低端，开启“有证无车”蓝海市场。

图 6：国内 A00 乘用车市场发展历程（万辆）



A00 市场增速跟整体乘用车市场增速几乎没有相关性，A00 市场在 2020 年后更是一个独立的细分领域，打开新蓝海市场。

资料来源：乘联会，高工锂电，安信证券研究中心

3.1. 汽车下乡：A00 的荣光与沉寂

3.1.1. A00 燃油车的黄金年代

2009-2010 年汽车下乡推动国内汽车消费。2009 年 1 月 14 日，国务院公布《汽车行业调整振兴规划》提出，从 2009 年 3 月 1 日到 12 月 31 日，国家将安排 50 亿元，对农民报废三

轮汽车、换购轻型载货车及购买 1.3 升以下排量的微型客车等，给予一次性财政补贴。2010 年初，“汽车下乡”政策实施延长一年至 2010 年 12 月 31 日。

汽车下乡政策有力推动 A00 市场发展，两年时间实现翻倍以上增长。2008 年国内 A00 乘用车销量 36 万台，2009 年增长 54%，2010 年增长 35%，全年达到 75 万台。

A00 市场主要由自主品牌推动，如奇瑞 QQ 等爆款车型充分享受汽车下乡政策红利。

图 7：2009-2016 年国内 A00 主要车型批发销量（万辆）

年份	长安奔奔	奇瑞QQ	比亚迪F0	铃木北斗星	吉利熊猫	上海通用:乐驰	其他	总计	上述6款占比
2009	4.3	17.5	10.3	7.6	2.8	6.0	6.7	55.2	87.8%
2010	7.9	15.2	14.8	7.1	4.1	7.9	17.9	74.9	76.1%
2011	9.0	15.1	8.3	5.8	4.4	7.0	15.9	65.5	75.7%
2012	6.7	14.4	4.7	7.1	3.2	4.2	16.4	56.6	71.1%
2013	5.1	12.2	5.3	7.2	3.5	3.2	15.7	52.1	70.0%
2014	5.3	6.1	3.8	6.5	2.6	2.4	12.4	39.0	68.2%
2015	4.7	2.3	1.6	5.0	1.4	1.2	10.1	26.4	61.7%
2016	5.1	1.7	1.1	2.9	0.7	0.5	11.3	23.4	51.5%

资料来源：Wind，安信证券研究中心

3.1.2. 时代的落幕与沉寂

回顾 A00 乘用车在汽车下乡时期的璀璨，而后便是时代的落幕与沉寂。2016 年，奇瑞 QQ、比亚迪 F0 等汽车下乡时代的爆款车型的销量已经下滑 90%。市场总量从 2010 年的 75 万台下滑到 2016 年仅有 23.4 万台，且其中 A00 燃油车仅有 12 万台。

低端的产品定位难以满足消费升级需求。A00 最初以低廉的价格不断拓宽市场，但该市场容量萎缩的核心并非价格的变化，奇瑞在 2010 年后仍不断升级 QQ，依然有 3 万元价格的主打版本，与汽车下乡之前保持一致。但一直以来的低端定位、包括汽车下乡强化了低端的地位使其难以满足消费升级后的客户需求。

供给端的更新停滞+转向更高级别车型。在传统燃油车平台上，A00 级别在 3-5 万的价格带上能做的更新有限，限于产品定位升级停滞。同期，自主品牌在更高级别车型上不断完善，并有效降低成本，尤其是在 SUV 方向发力，极大享受了这波 SUV 周期红利，自主 A00 燃油车的市场几近消弭。

3.2. 新能源车时代：A00 电动车应时代而生

3.2.1. A00 在新能源车补贴推动初期最为受益

A00 电动车是 2016 年国内新能源车爆发过程中催生的时代产物。产业在这一时期由补贴政策推动，而 A00 产品最大化享受补贴红利。

以 2016 年看，A00 在 1:1 的地补配套下，单度电补贴高达 4500 元，远超电池价格；政策补贴金额占补贴前定价达 6 成以上。同期 A 级车单度电补贴仅 2800 元。2017 年，地补按 50% 配套，A00 单度电补贴仍近 3000 元，远高于 A 级车的 1700 元。A00 补贴后售价远低于 A 级车，更有利于下游消化。

图 8：2016-2021 年国内 A00 及 A 级新能源乘用车典型车型补贴情况

年份	级别	代表车型	续航 km	带电量 KWh	里程补贴标准-万	补贴系数	国补标准万	地补比例	补贴合计万	度电补贴元/KWh	补贴后售价万	补贴占补贴前定价比例
2016	A00	北汽EC180	156	20	4.5	1	4.5	100%	9.0	4500	4.98	64.4%
	A	北汽EU260	252	39.6	5.5	1	5.5	100%	11.0	2778	13.99	44.0%
2017	A00	北汽EC180	156	20	3.6	1.1	3.96	50%	5.9	2970	4.98	54.4%
	A	帝豪EV300	300	43.5	4.4	1.1	4.84	50%	7.3	1669	12.88	36.0%
2018	A00	北汽EC3	261	30.6	3.4	1	3.4	50%	5.1	1667	6.58	43.7%
	A	比亚迪E5	400	60.5	5	1.1	5.5	50%	8.3	1364	12.99	38.8%
2019 过渡期	A00	宝骏E100	250	24	2.04	1	2.04	50%	3.1	1275	3.58	46.1%
	A	北汽EU5	416	53.5	3	1.21	3.63	50%	5.4	1018	13.29	29.1%
2019 过渡期后	A00	宝骏E100	250	24	1.8	1	1.8	0	1.8	750	3.58	33.5%
	A	北汽EU5	416	53.5	2.5	1.21	3.025	0	3.0	565	13.29	18.5%
2020	A00	欧拉R1	301	29.6	1.62	1	1.62	0	1.6	547	6.98	18.8%
	A	Aion S	460	58.81	2.25	1	2.25	0	2.3	383	13.98	13.9%
2021	A00	宏光Mini	120	9.2	0	1	0	0	0.0	0	2.88	0.0%
	A	Aion S	460	58.81	1.8	1	1.8	0	1.8	306	13.98	11.4%

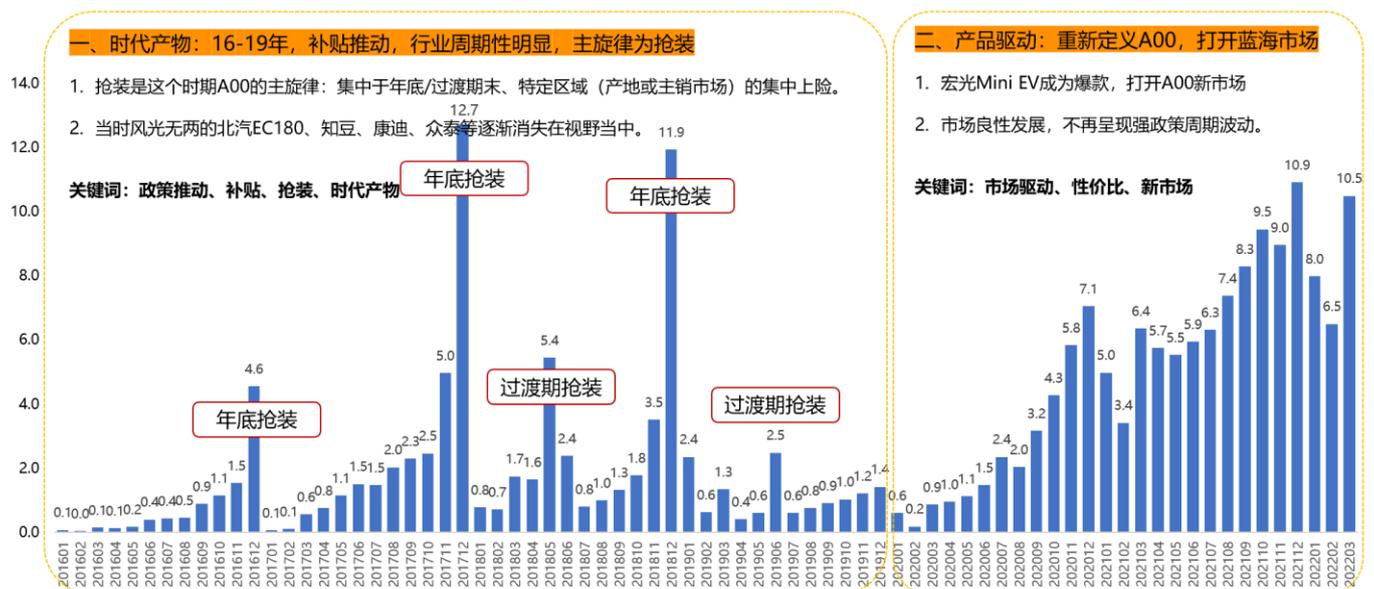
资料来源：乘联会，工信部，汽车之家，安信证券研究中心

3.2.2. A00 电动车应时代而生

回顾 2016 年以来国内新能源 A00 乘用车的发展历程，完成从时代产物到爆款产品的蜕变。

- 2016 年开始，国内新能源产业链在补贴政策推动下发展进入第一轮爆发期，以众泰、知豆以及后续的北汽 EC 系列、江淮 iEV6E 等 A00 车型应运而生。2017 年 A00 级别车型占国内新能源乘用车批发销量 55% 以上，2016、2018 年也均超 30%。
- 2018-2019 年国内面临了补贴的断崖式下跌，A00 电动车失去了补贴的加持，如众泰、知豆、康迪等车型逐渐消失在视野当中。
- 2020 年五菱宏光 Mini EV 成为爆款，该细分领域异常火爆。在 2022 年面临产业链成本上涨、车型普遍涨价 10%-20% 的情况下，依然保持强劲的产销。

图 9：2016 年以来国内 A00 新能源乘用车市场发展历程（万辆）



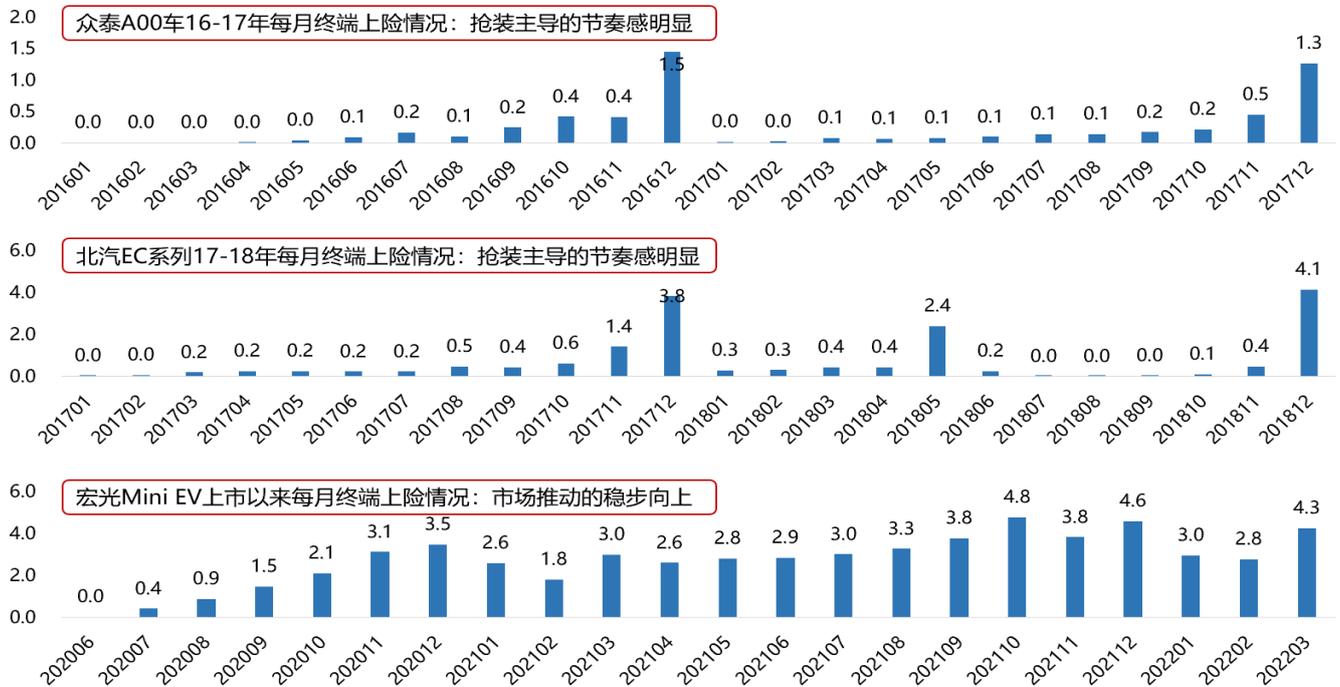
资料来源：交强险，安信证券研究中心

3.3. 重新定义：宏光 Mini EV 开拓“有证无车”的蓝海市场

3.3.1. 从时代产物到爆款产品

A00 电动车在新能源车产业发展初期更多承担补贴载体的角色，可以说是时代的产物。我们从车型角度可以明确看到 2020 年宏光 Mini EV 与 2016-2018 年的 A00 主力车型有显著不同：
1、从销售节奏来看：2016-2017 年的众泰 A00 车型、2017-2018 年的北汽 EC 系列均体现了 A00 在年底密集抢装的特征。而 2020 年宏光 Mini EV 则体现出市场稳步推动向上的特征（宏光 Mini EV 并没有新能源车补贴）。

图 10：2016 年来主要 A00 车型月度终端上险对比：以众泰、北汽、宏光 Mini 为例（万辆）



资料来源：交强险，安信证券研究中心

2、从销售区域来看：宏光 Mini EV 摆脱了以往 A00 车型依赖于特定地区（产地、注册地等）的桎梏，市场驱动下面向全国市场，覆盖面广且较为分散。

图 11：2020-2021 年宏光 Mini EV 主要上险区域（万辆）

2020A	省份	B端	C端	总计	占比	2021A	省份	B端	C端	总计	占比
1	河南	563	22090	22653	19.6%	1	河南	1223	59653	60876	15.6%
2	山东	1013	17540	18553	16.1%	2	山东	1904	38743	40647	10.4%
3	江苏	776	8761	9537	8.3%	3	浙江	2422	35836	38258	9.8%
4	河北	392	8459	8851	7.7%	4	江苏	2519	30397	32916	8.4%
5	浙江	619	6846	7465	6.5%	5	广东	1452	27181	28633	7.3%
6	广西	294	6481	6775	5.9%	6	河北	948	25769	26717	6.9%
7	广东	333	4242	4575	4.0%	7	广西	805	23412	24217	6.2%
8	山西	181	4092	4273	3.7%	8	安徽	600	15144	15744	4.0%
9	安徽	236	3891	4127	3.6%	9	云南	427	13412	13839	3.6%
10	海南	193	2859	3052	2.6%	10	四川	646	12585	13231	3.4%
全国合计		6377	109040	115417	100.0%	全国合计		17200	372610	389810	100.0%

资料来源：交强险，安信证券研究中心

3.3.2. 重新定义，开拓“有证无车”的蓝海市场

3.3.2.1. 低价不低端，产品定位提升

跳脱出 A00 是低端车型的固定思维，我们会看到不一样的东西。2022 年 Q1，宏光 Mini 终端上险 10 万台，其中价格体系较高的马卡龙版本占比超 75%：

1、价格带最高的马卡龙版本占比达 77%。售价 4.36 万元的 170km 续航马卡龙臻享款占比

为 45.9%；售价 3.76 万元的 120km 续航马卡龙时尚款占比为 31.2%。

2、售价体系最低、仅售 2.88 万的 120km 续航轻松款的两款车型占比合计仅有 12%。

实际上，宏光 Mini 最初的推动力内含了对于集团体系对于双积分的诉求，但当宏光 Mini 在 2020 年以 2.88 万的价格爆红之后，出乎自身意料的打开新市场。而后向马卡龙版本的跨越+重新营销定位，使得宏光 Mini 不再完全以极致性价比定义。2021 年 4 月，宏光 Mini EV 马卡龙正式上市，共推出时尚款、臻享款两个版本，官方指导价分别为 3.76 万元、4.36 万元。从 2021 年 5 月起，马卡龙版本占据宏光 Mini EV 终端 75%-80%左右的份额。

图 12：2022 年 Q1 宏光 Mini EV 终端分款型销量、价格情况

款型	202201	202202	202203	价格(万元)	续航(km)	总计(辆)	占比
2020款 轻松款	1831	1783	2734	2.88	120	6348	6.4%
2020款 轻松款 三元锂	1728	1516	2315	2.88	120	5559	5.6%
2020款 悦享款	669	607	1006	3.28	120	2282	2.3%
2020款 悦享款 三元锂	585	544	809	3.28	120	1938	1.9%
2020款 自在款	1756	1662	2501	3.88	170	5919	5.9%
2020款 自在款 三元锂	260	251	394	3.88	170	905	0.9%
2021款 马卡龙时尚款	9234	8656	13248	3.76	120	31138	31.2%
2021款 马卡龙臻享款	13518	12801	19529	4.36	170	45848	45.9%
合计	29581	27820	42536			99937	100.0%

资料来源：交强险，汽车之家，安信证券研究中心

在今年成本上涨+积分价格降低的背景下，A00 车型纷纷上调价格。2022 年 3 月，宏光 Mini 调涨价格，原有续航版本上调 4K-6K 不等，并推出更高续航 GameBoy 版本，同时大幅调涨价格。由于该市场的引领者是宏光 Mini EV，顺势成为了价格体系的引导者，因此宏光涨价之后，其他新品牌逐步跟随。过程中，我们可以看到欧拉黑猫/白猫、长安奔奔国民版等暂停接单，但更多是取消低价版本，为了更好的销售价高版本车型，并非放弃市场。

图 13：2022 年宏光 Mini EV 各款型涨价及价格情况

款型	续航(万元)	涨价前(万元)	涨价后(万元)	实际上涨(万元)
轻松款	120	2.88	3.28	0.4
自在款	120	3.28	3.88	0.6
悦享款	170	3.88	4.48	0.6
马卡龙时尚款	120	3.76	4.38	0.62
马卡龙臻享款	170	4.36	4.98	0.62
GameBoy玩乐款-200	200	-	5.58	
GameBoy玩咖款-200	200	-	5.78	
GameBoy玩乐款-300	300	-	6.78	
GameBoy玩咖款-300	300	-	6.98	

老车型涨价 + 推出高价新车型

资料来源：汽车之家，安信证券研究中心

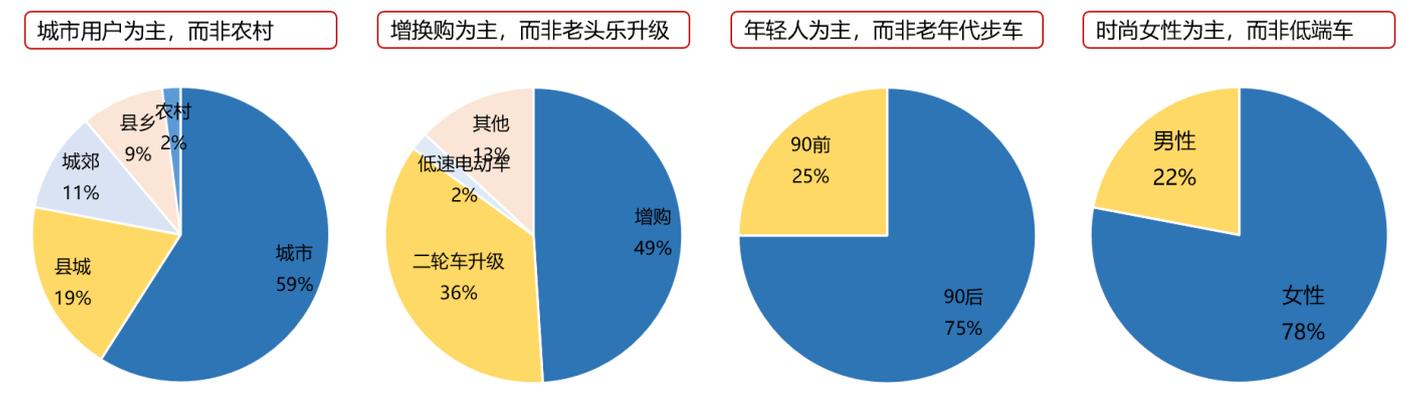
3.3.2.1. 女性用户？本质是“有证无车”的蓝海市场

2022 年以来，A00 产品因新能源车产业链成本推动普遍涨价 10%-20%，传统意义上的低端低价车型的客户端对涨价非常敏感，但更深刻理解当期 A00 的重新产品定义之后，会发现该市场对价格的敏感度并没有那么强，有影响，但并不高。因此，我们可以更好理解为什么在 2022 年 A00 普遍涨价之后，市场依然保持高速增长。2022 年 Q1，从终端上险数据看，A00 乘用车上险达 25.0 万辆，较去年同期高增 69.2%，增速远超市场预期。

宏光 Mini EV 到底卖向何方？我们从客户画像来看，与传统认知有很大不同，可以对 A00 级别的重新定位有更好的感知。

- 1、以城市用户为主，农村用户仅占 2%。
- 2、以增换购用户为主，尚未大规模替代低速电动车市场。
- 3、以年轻用户为主，并非老年代步车，90 后占比达 75%。
- 4、以时尚女性客户为主，并非低端车型。

图 14：宏光 Mini EV 客户画像分析

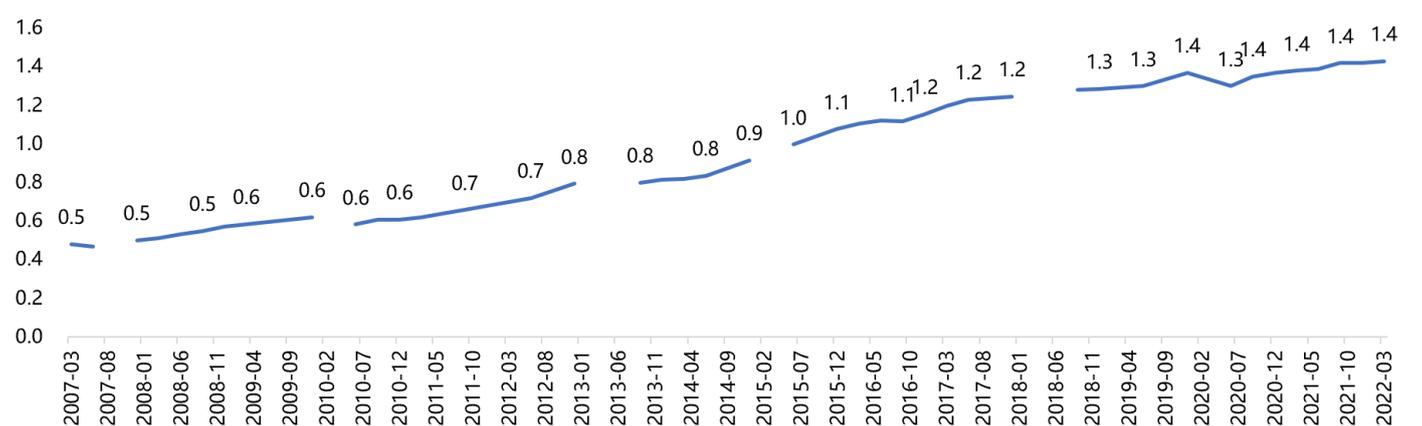


资料来源：汽车之家，五菱宏光官微，安信证券研究中心

女性用户表现的背后，我们认为本质是“有证无车”的新蓝海。摆脱传统 A00 的低端定位之后，A00 在宏光 Mini EV 的强力消费者培育过程中，将 A00 重新定义潮、酷、炫等等，实现品牌调性的升级。因此，A00 纯电动在合适的价格+不 Low 的品牌定位中，可以获得以往大量有证却不开车的客户群（之前更多依托家庭已有车辆或者公共交通出行，以往增换购可能需要 B 级以上车型体现社会身份认同，但现在有了性价比+品牌力齐备的 A00 车型选择）。

蓝海仍宽广。我们简单的用公安部每季度公布的国内机动车驾驶人数量（汽车）减去国内机动车保有量（汽车）来衡量“有证无车”的群体规模，目前该群体规模已经高达 1.4 亿人。

图 15：2007-2021 年国内“有证无车”群体规模测算（亿人）



资料来源：公安部，Wind，安信证券研究中心

假设 A00 电动车能够在 2021-2025 年的 5 年内完成对上述 1.4 亿“有证无车”蓝海群体的 5%保有量突破，意味着 5 年内完成约 700 万辆销售。叠加新领证购车人群、未来低速电动车管理趋严后的替代需求等需求，我们判断 A00 市场有望在 2025 年达到 300 万辆级别。

而 A00 市场空间不断开拓的同时，或许是 5 年时间，当 A 级电动车市场更为成熟，性价比合适之后，或将逐步承载今日 A00 消费者的换购需求。

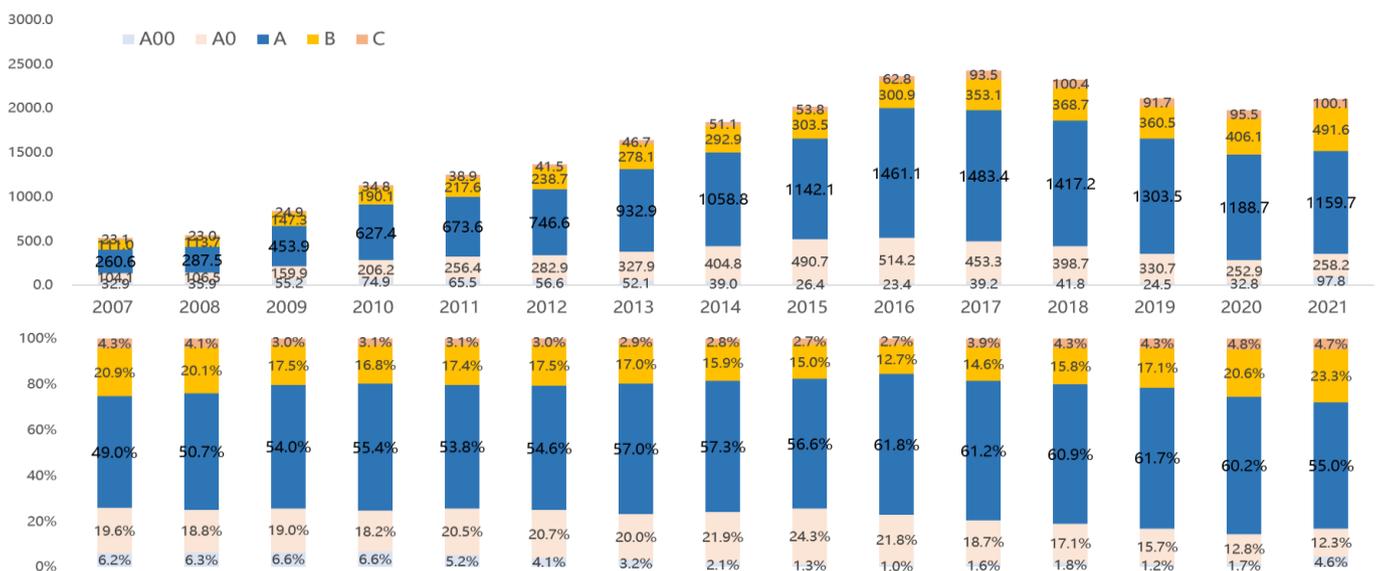
4. 期待最大市场的电动化浪潮，期待 A 级 BEV 爆款

4.1. A 级车为国内乘用车最大市场，2021 年电动化率 8.4%

回顾 2007-2021 年国内乘用车批发销量，分级别来看：

- 1、A 级车为国内乘用车最主要细分市场，占比达 55%-60%；2021 年国内 A 级乘用车销量 1160 万辆，较 2016-2017 年近 1500 万辆的高点仍有差距，但较其他级别市场空间广阔。
- 2、B 级车的市场占比持续提升至 2021 年的 23.3%，销量达到 492 万辆。特斯拉 Model 3、Model Y 以及蔚小理等新能车推动这个领域的持续增长。
- 3、A00 级别 2021 年市场占比为 4.6%，销量逼近百万，核心还是宏光 Mini 等爆款推动。

图 16：2007-2021 年国内乘用车分级别销量及占比（万辆）

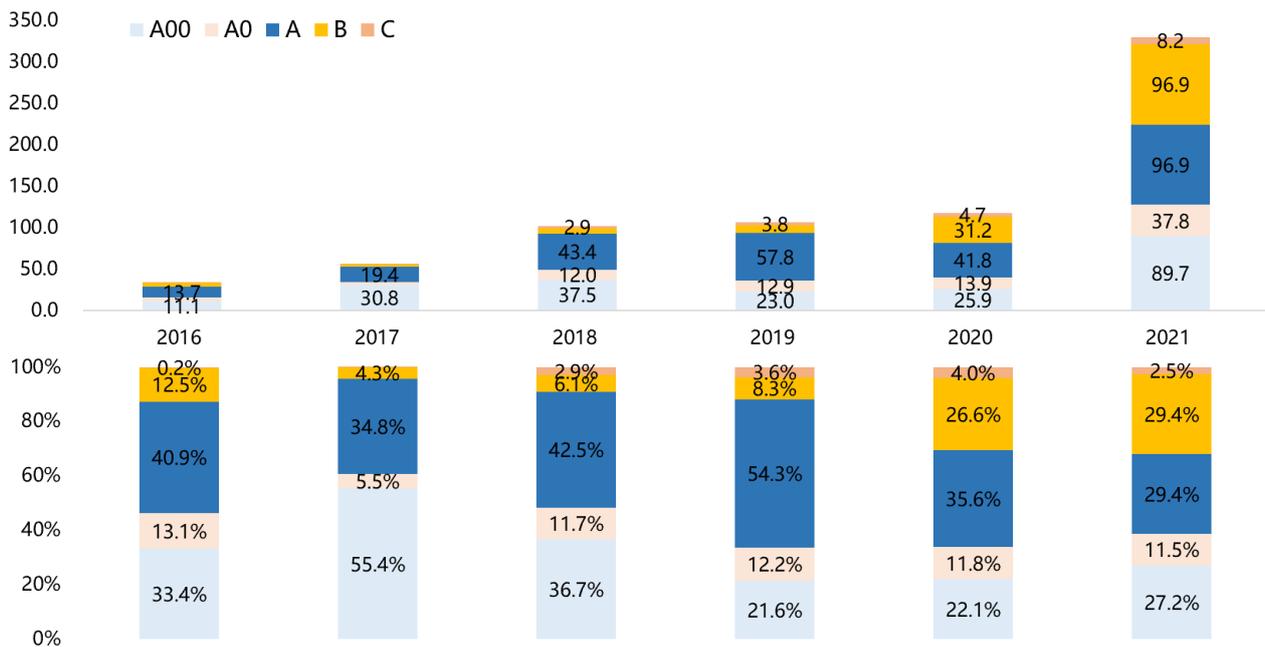


资料来源：乘联会，安信证券研究中心

从新能源市场上来看，A00、A、B 级构成国内新能源车最主要的市场：

- 1、在 2016 年新能源车爆发的初始阶段，A00 级别在 2017 年达到 30 万量级，当年 A00 级别车型占国内新能源乘用车批发销量 55% 以上，2016、2018 年也均超 30%。
- 2、A 级在 2019 年过渡期当中享受 B 端市场采购红利，当年销量占比达到 54%；2020 年销量萎缩；2021 年增速继续弱于行业，占比回落到 30% 以内。
- 3、B 级市场占比持续提升。2020 年，B 级电动车在特斯拉 Model 3 及蔚小理等新势力带动下，迅速拓展市场，2022 年依然保持超越行业的增速，销量占比接近 30%。

图 17：2016-2021 年国内新能源乘用车分级别销量及占比（万辆）



资料来源：乘联会，安信证券研究中心

4.2. 爆款车型，增量供给+增量市场

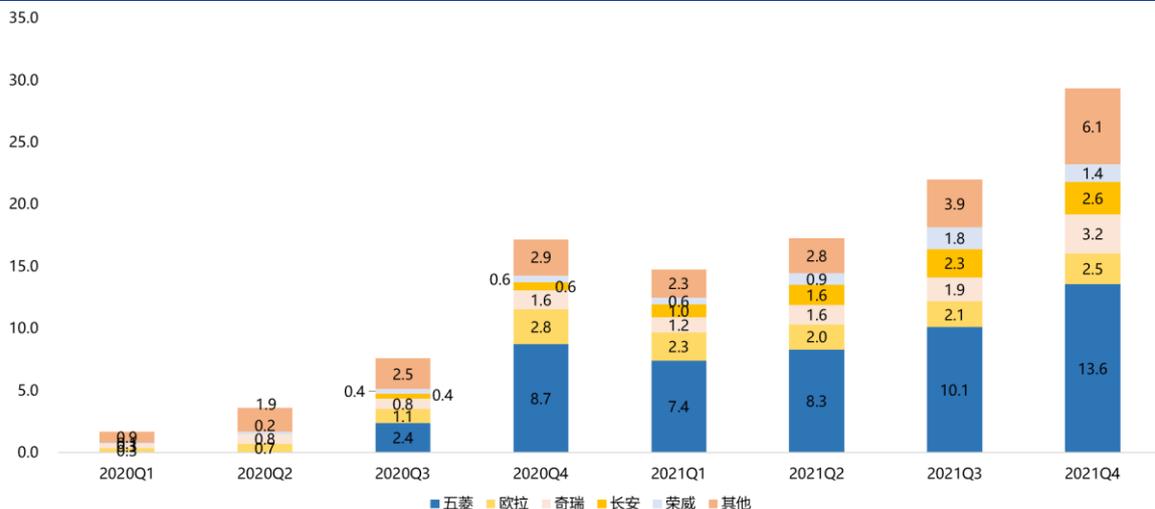
新能源汽车的渗透率提升过程依然具有浓厚的大单品开拓市场的规律。

4.2.1. A00 市场：宏光 Mini 打开市场，多品牌跟进

当 2020 年宏光 Mini EV 打开极致性价比市场，并重新定义 A00，整个市场容量不断拓宽，市场迅速从 20 万量级提升至 2021 年的百万量级。而宏光 Mini EV 成功的同时，同样拓宽其他品牌 A00 车型的市场。欧拉、奇瑞、长安等多品牌 A00 车型单月销量突破 1 万台，而宏光 Mini 推出之前大多在单月 2-3K 台徘徊。

宏光 Mini 成功之后，我们可以看到诸多品牌跟随，并逐步成长。如长城欧拉品牌，直接定位自身为“更爱女人的汽车品牌”；奇瑞推出冰激凌等车型；此外还有凌宝、朋克等新品牌涌现。该市场体现的是增量市场的逻辑，反过来看，供给的增量进一步拓宽需求。

图 18：2020 年以来分季度主要品牌 A00 电动车终端上险情况（万辆）



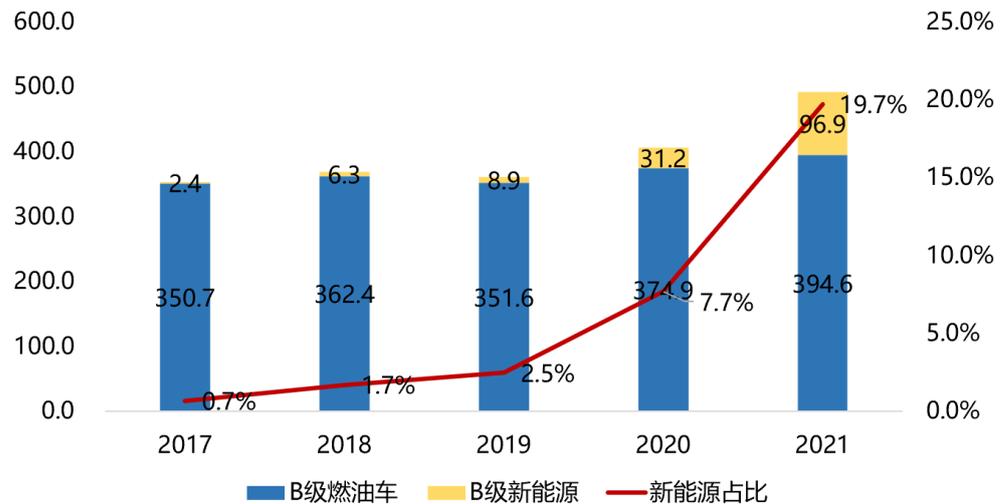
资料来源：交强险，安信证券研究中心

4.2.2. B 级市场：特斯拉对市场的培育影响深远

B 级市场同样非常典型：特斯拉 Model 3 引领重塑国内中高端电动车终端，并伴有蔚小理等产品跟随，B 级市场电动化率提升显著优于行业。我们前文提出，A00 级别以外的市场以存量市场替代为主+增量市场开拓为辅，但在这个过程中增量市场的开拓同样不容忽视。

在 B 级新能源车迅速起量过程中，B 级传统燃油车销量保持稳步上升，市场总容量扩容显著。2017-2021 年，B 级乘用车市场从 353 万快速扩张到 492 万辆：其中新能源车贡献 95 万增量，燃油车同样贡献 44 万增量。2021 年，该级别市场电动化率 19.7%，仅次于 A00 级别。

图 19：2017-2022 年 B 级乘用车分结构销量及电动化率（万辆）



资料来源：汽车之家，安信证券研究中心

目前，B 级市场依赖爆款电动车车型拓宽市场，但尚未对传统 B 级市场产生很明确的替代。如常年位居前列的雅阁、凯美瑞等一直维持 20 万上下销量。传统定义的宝马 3 系、奔驰 C 级、奥迪 A4 等特斯拉 Model 3 的竞品同样维持较高销量，并未因特斯拉国产 Model 3 推出前后并快速起量丢掉市场。但随着 B 级市场完成新能源车消费者教育，预计随着未来供给端的电动化比例提升，该市场更多集中于存量市场的替代。

图 20：2007-2021 年国内 B 级乘用车前二十名车型与销量情况（万辆）

排名	2017		2018		2019		2020		2021	
	车型	销量	车型	销量	车型	销量	车型	销量	车型	销量
1	迈腾	21.1	迈腾	22.9	雅阁	22.4	雅阁	21.1	Model3	28.4
2	帕萨特	16.0	帕萨特	17.9	帕萨特	21.4	凯美瑞	18.5	凯美瑞	21.7
3	雅阁	15.0	雅阁	17.7	凯美瑞	18.5	迈腾	17.0	雅阁	20.1
4	名图	13.5	奥迪A4	16.8	迈腾	16.9	奔驰GLC	16.1	ModelY	20.0
5	奔驰C级	12.8	凯美瑞	16.3	奥迪A4	16.8	宝马3系	15.4	宝马3系	17.3
6	迈锐宝	12.4	奔驰C级	15.7	奔驰C级	15.5	奔驰C级	15.2	天籁	16.2
7	宝马3系	12.4	宝马3系	13.4	奔驰GLC	14.3	帕萨特	14.6	宝马X3	15.1
8	奥迪Q5	12.3	迈锐宝	12.8	奥迪Q5	13.6	奥迪Q5	14.5	奥迪Q5	14.9
9	奥迪A4	11.8	奥迪Q5	12.3	君威	12.4	Model3	13.7	迈腾	14.7
10	天籁	11.4	奔驰GLC	11.8	宝马X3	12.2	君威	13.6	奔驰GLC	14.0
11	蒙迪欧	11.1	天籁	11.3	宝马3系	10.9	宝马X3	13.4	星瑞	13.4
12	奔驰GLC	11.1	汉兰达	10.5	天籁	9.9	奥迪A4	13.1	红旗HS5	13.2
13	锐界	10.7	君威	10.0	汉兰达	9.9	天籁	12.2	奥迪A4	13.0
14	传祺GS8	10.2	名图	9.9	途昂	8.4	亚洲龙	11.2	奔驰C级	12.6
15	汉兰达	10.0	途昂	8.6	比亚迪唐	7.7	红旗HS5	9.8	帕萨特	12.5
16	冠道	8.6	凯迪拉克XT5	8.2	迈锐宝	7.5	汉兰达	9.5	亚洲龙	12.3
17	途昂	7.6	冠道	8.1	冠道	7.2	欧尚X7	8.7	比亚迪汉	11.8
18	菱智	7.5	菱智	6.2	菱智	6.3	途昂	7.7	汉兰达	10.8
19	凯美瑞	7.4	比亚迪唐	6.2	亚洲龙	6.2	红旗H5	6.5	君威	9.7
20	瑞风	6.6	传祺GS8	6.2	沃尔沃XC60	6.1	沃尔沃XC60	6.3	理想ONE	9.0
B级总计		353.1		368.7		360.5		406.1		491.6
B级新能源车		2.4		6.3		8.9		31.2		96.9
B级燃油车		350.7		362.4		351.6		374.9		394.6

资料来源：乘联会，安信证券研究中心

4.3. 期待 A 级 BEV 爆款，带来新能源渗透率的爆发

4.3.1. 市场培育+等待供给，A 级市场的渗透率有望提升

A 级车是我国乘用车最大市场。我们从车型来看，过去五年国内销量排名前二十名车型中绝大多数是 A 级车，2021 年，首次有纯电动车型：宏光 Mini EV 和特斯拉 Model 3、Model Y 成功跻身榜单。而榜首的 A 级车如轩逸、朗逸等，常年在 40-50 万销量级别。

图 21：2007-2021 年国内乘用车前二十名车型与销量情况（万辆）

排名	2017			2018			2019			2020			2021		
	车型	级别	销量	车型	级别	销量	车型	级别	销量	车型	级别	销量	车型	级别	销量
1	五菱宏光	A0	53.7	朗逸	A	50.4	朗逸	A	53.3	轩逸	A	54.3	轩逸	A	50.0
2	朗逸	A	51.3	轩逸	A	48.1	轩逸	A	47.1	朗逸	A	42.0	宏光MINI	A00	42.6
3	哈弗H6	A	50.6	五菱宏光	A0	47.7	哈弗H6	A	38.6	哈弗H6	A	37.7	朗逸	A	39.3
4	英朗	A	41.7	哈弗H6	A	45.3	五菱宏光	A0	37.5	卡罗拉	A	35.0	哈弗H6	A	37.0
5	轩逸	A	40.6	卡罗拉	A	37.4	卡罗拉	A	35.8	宝来	A	33.2	卡罗拉	A	32.3
6	宝骏510	A0	36.4	宝骏510	A0	36.1	宝来	A	33.5	速腾	A	30.0	Model3	B	28.4
7	传祺GS4	A	33.5	捷达	A	32.8	速腾	A	30.7	英朗	A	29.6	长安CS75	A	28.2
8	卡罗拉	A	33.3	速腾	A	31.0	英朗	A	27.9	五菱宏光	A0	27.0	英朗	A	26.3
9	速腾	A	33.3	途观	A	30.3	桑塔纳	A	25.6	长安CS75	A	26.7	五菱宏光	A0	25.6
10	途观	A	33.2	桑塔纳	A	27.6	思域	A	24.4	CR-V	A	25.0	宝来	A	24.8
11	捷达	A	32.6	英朗	A	26.2	博越	A	23.2	思域	A	24.5	速腾	A	23.6
12	福克斯	A	29.2	博越	A	25.6	途观	A	22.9	博越	A	24.1	博越	A	22.5
13	桑塔纳	A	28.9	科沃兹	A	25.2	雅阁	B	22.4	帝豪EC7	A	23.3	雷凌	A	22.3
14	博越	A	28.7	帝豪EC7	A	24.7	雷凌	A	22.2	雷凌	A	22.7	凯美瑞	B	21.7
15	宝骏730	A	27.1	传祺GS4	A	24.7	帕萨特	B	21.4	雅阁	B	21.1	CR-V	A	21.4
16	帝豪EC7	A	26.4	宝来	A	24.6	CR-V	A	21.3	途观	A	19.0	帝豪EC7	A	20.9
17	宝来	A	25.0	迈腾	B	22.9	帝豪EC7	A	21.1	探岳	A	18.9	雅阁	B	20.1
18	长安CS75	A	24.0	荣威RX5	A	22.5	奇骏	A	20.8	凯美瑞	B	18.5	比亚迪宋	A	20.1
19	昂科威	A	23.9	思域	A	21.8	长安CS75	A	19.3	比亚迪宋	A	18.0	Model Y	B	20.0
20	荣威RX5	A	23.8	领动	A	21.7	凯美瑞	B	18.5	奥迪A6	C	17.9	RAV4	A	20.0

资料来源：乘联会，安信证券研究中心

从新能源车来看，国内 A 级新能源乘用车中 BEV 尚无爆款车型呈现，但在 A 级 PHEV 中，比亚迪秦 DM、宋 DM 在高性价比下，预计 2022 年将会有大幅增长。

图 22：2020-2021 年国内新能源乘用车前五名车型及销量情况（万辆）

排名	2020			2021		
	车型	类型	销量	车型	类型	销量
1	比亚迪秦	纯电动	4.8	比亚迪秦DM	插混	11.4
2	AION S	纯电动	4.6	比亚迪宋DM	插混	8.0
3	EMG ZS	纯电动	2.4	秦 EV	纯电动	7.6
4	北汽EU系列	纯电动	2.2	AION S	纯电动	5.5
5	威马EX5	纯电动	2.2	风神E70	纯电动	3.0
合计			41.8			96.9

资料来源：乘联会，安信证券研究中心

我们认为比亚迪插混车型的迅速起量对新能源车市场将带来良好的消费者培育，预计将持续有其他车企补足这一级别车型供给。

但对于整体新能源车渗透率而言，未来仍需要 A 级 BEV 的爆款来真正打开这一市场，根据乘联会公布数据测算 2021 年 A 级纯电动占 A 级乘用车比重仅为 5.7%。A 级 BEV 爆款车型的销量预计需要超过 50 万辆，将带来 A 级渗透率的跨越式提升。

4.3.2. 爆款是谁？在哪？

对于 A 级 BEV 的爆款，更值得期待的或许依然是特斯拉 2.5 万美金 Model 2 (Model Q)。

如传统主机厂大众 ID 系列已经试图在 A 级车上实现突破，只是结果差强人意；小鹏 P5 等新势力车型的尝试值得肯定。但市场需要足够的品牌影响力+产品力+合适的价格去打造真正的爆款，去突破 50 万的销售量级。时间来看，特斯拉 2.5 万美元车型大概率在 2023 年推出。

- 1、制造成本而言，预计 2022 年新能车产业链逐步度过成本价格高企的高点，随着迎来新一轮产能释放周期，包括特斯拉自建车厂、电池厂进一步降低成本，2023 年供应链成本将显著降低，助力 A 级车型的推出。
- 2、智能化而言，在 2023 年这样的时点之上，特斯拉得以有足够的 Model 3、Model Y 去积累自动驾驶数据及经验、摊薄成本，并继续在智能化方面做有意义的尝试。
- 3、价格体系而言，首先我们应该理解，电动车并不以平价为主要目标，需要的是电动化与智能化平衡后的合理价格。如果特斯拉以 2.5 万美金推出，16 万价格考虑购置税优惠（不再有补贴），直接切入如轩逸（12-15 万）的价格带；而特斯拉的价格体系将使得其他 A 级 BEV 跟随者的价格体系低于 16 万后下探，价格上同样具有强竞争力。

我们期待这一级别市场的真正打开，当主力市场大范围渗透之后，才是智能化大范围铺开的时点。

5. 站在迷惘的当下，要坚定熬过去

5.1. 无需对“高渗透率”焦虑

5.1.1. 2021 年基数依然很低，“新”纯电渗透率仅有 9%

前文我们重新定义新能车渗透率，截至 2021 年底，我们以 2021 年 12 月数据来看，A00 以外车型的渗透率为 16.3%，纯电渗透率仅 12.6%；其中 A 级车电动化率仅 11.5%，纯电动化率仅 8.3%。全年来看，依照我们重新定义的“新渗透率”来看，2021 年 A00 以外的新能车渗透率仅 11.9%，纯电仅 9.1%；在有增量市场（增加分母）的情况下，实际渗透率则更低。

图 23：2021 年国内各级别乘用车分月份电动化率情况

月份	2021年各级别电动化率（纯电+插混）							2021年各级别电动化率（仅纯电）						
	A00	A0	A	B	C	合计	不含A00	A00	A0	A	B	C	合计	不含A00
1月	89.9%	6.2%	3.6%	10.5%	5.2%	8.3%	5.6%	89.9%	6.1%	2.6%	8.0%	2.1%	7.0%	4.2%
2月	99.1%	5.3%	3.4%	16.1%	6.0%	9.4%	6.8%	99.1%	5.2%	2.2%	13.8%	2.8%	8.0%	5.3%
3月	95.1%	6.6%	4.7%	15.5%	6.0%	11.0%	7.6%	95.1%	6.5%	3.2%	12.0%	3.0%	9.2%	5.8%
4月	90.9%	9.6%	5.7%	13.5%	5.5%	11.0%	8.2%	90.9%	9.5%	3.9%	10.1%	2.6%	9.0%	6.1%
5月	89.8%	10.6%	6.7%	15.8%	7.5%	12.3%	9.5%	89.8%	10.4%	4.8%	12.5%	3.6%	10.3%	7.3%
6月	91.2%	10.3%	8.8%	19.7%	9.7%	15.2%	11.6%	91.2%	10.3%	6.3%	14.6%	7.0%	12.5%	8.8%
7月	84.0%	15.5%	9.2%	21.5%	7.4%	16.1%	12.9%	84.0%	15.2%	6.2%	16.1%	4.2%	13.0%	9.6%
8月	88.1%	19.6%	11.0%	25.3%	7.8%	20.1%	15.6%	88.1%	19.3%	7.5%	18.8%	4.1%	16.5%	11.7%
9月	86.7%	21.4%	11.2%	25.9%	9.0%	20.4%	16.2%	86.7%	21.3%	7.6%	20.9%	5.3%	17.1%	12.7%
10月	87.9%	21.3%	10.8%	21.3%	7.3%	18.5%	14.7%	87.9%	21.2%	7.0%	16.6%	4.4%	15.2%	11.2%
11月	97.3%	20.7%	11.8%	23.5%	10.4%	19.9%	15.7%	97.3%	20.3%	7.7%	17.0%	5.6%	15.9%	11.5%
12月	98.1%	20.7%	11.5%	25.3%	15.0%	21.3%	16.3%	98.1%	20.3%	8.3%	19.1%	9.0%	17.9%	12.6%
2021A	91.6%	14.6%	8.4%	19.7%	8.2%	15.6%	11.9%	91.6%	14.4%	5.7%	15.1%	4.5%	12.9%	9.1%

资料来源：乘联会，安信证券研究中心

希望能够关注增速，因为“表观高渗透率”而引发的增速失速担忧其实是失效的。所谓“二阶导”失效，是因为渗透率本身计算的逻辑存在问题，所以我们重新定义。市场曾有悲观声音认为电动车渗透率或许在 50% 达到天花板，而这一渗透率概念的分母我们姑且定义为 1，但我们应当看到电动车市场在不断拓宽增量市场，未来分母也许拓宽到 1.5，原有 1 的渗透率假设只停留在 50%，但仍有 0.5 的增量，意味着市场远期空间也比悲观预期高出 1 倍。实际上，我们认为原有 1 的渗透率是有可能达到 100% 的。

5.1.2. 假设 2022 年高增后，“新”纯电渗透率依然仅有 10%-12%

2022 年，产业链面临疫情的不确定性冲击+原材料上涨推升价格体系上行，但考虑这两部分之后，根据各类车企的销量目标，我们依然判断今年国内新能源车中性产销量分别为 606/561 万辆，同比分别增长 71%/73%。而如果没有面临多项扰动，今年国内新能源车销量有望超过 600 万台。

图 24：2022 年国内新能源汽车销量预期（万辆）

2021A	品牌	产量(万辆)	2022E	品牌	悲观	中性	乐观
新势力	特斯拉	48.4	新势力	特斯拉	70	77	85
	蔚来	9.1		蔚来	14	16	18
	理想	9.1		理想	14	16	20
	小鹏	9.8		小鹏	18	20	24
	威马	4.4		威马	4	5	6
	零跑	4.5		零跑	12	16	18
自主	比亚迪	59.9	自主	比亚迪	125	135	150
	上汽	17.2		上汽	24	27	30
	广汽	12.3		广汽	24	27	30
	上通五	45.2		上通五	60	65	70
	吉利	7.2		吉利	10	12	15
	长安	7.8		长安	12	15	20
	长城	13.5		长城	15	18	20
	北汽	2.6		北汽	2	3	4
	奇瑞	9.8		奇瑞	24	27	30
合资	上汽大众	5.8	合资	上汽大众	8	9	10
	一汽大众	6.9		一汽大众	8	9	10
	华晨宝马	4.7		华晨宝马	6	7	8
	上汽通用	2.6		上汽通用	3	4	5
客车	8.0	客车	5	6	7		
专用车	16.0	专用车	20	22	25		
其他	50	其他	65	70	75		
国内新能源车产量合计		354.8	国内新能源车产量合计		543	606	680
国内新能源车产量增速			国内新能源车产量增速		53%	71%	92%
预计出口量		31.0	预计出口量		40	45	55
国内新能源车销量合计		323.8	国内新能源车销量合计		503	561	625
国内新能源车销量增速			国内新能源车销量增速		55%	73%	93%

资料来源：中汽协，乘联会，高工锂电，安信证券研究中心

假设 2022 年全年国内乘用车销量 2200 万辆，依照上述全年新能源车销量假设，我们中性预期今年 A00 级别销量有望达到 150 万辆，A00 级别以外的新能源乘用车销量 383 万辆，对应渗透率水平为 18.7%；A00 级别以外的纯电动乘用车销量为 238 万辆，对应渗透率水平仅有 11.6%。

图 25：2022 年国内新能源乘用车渗透率测算（万辆）

级别	销量			渗透率		
	悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观
新能源乘用车	478.0	533.0	593.0	21.7%	24.2%	27.0%
A00	135	150	170	96%	97%	97%
A00以外	343.0	383.0	423.0	16.7%	18.7%	20.9%
A00以外纯电	213.0	238.0	258.0	10.3%	11.6%	12.7%

资料来源：中汽协，乘联会，高工锂电，安信证券研究中心

2021 年底，国内新能源汽车保有量 784 万辆，占汽车总量的 2.60%，而工业和信息化部原部长、中国工业经济联合会会长李毅中在 2022 中国电动汽车百人会论坛上表示 2030 年新能源汽车保有量占比有望达到 20%。我们期待未来 5 年的时间，当保有量的占比达到 10% 之时，产业渗透产生新的化学反应。

5.2. 现在和 2018 不一样

5.2.1. 当下与 2018 似曾相识

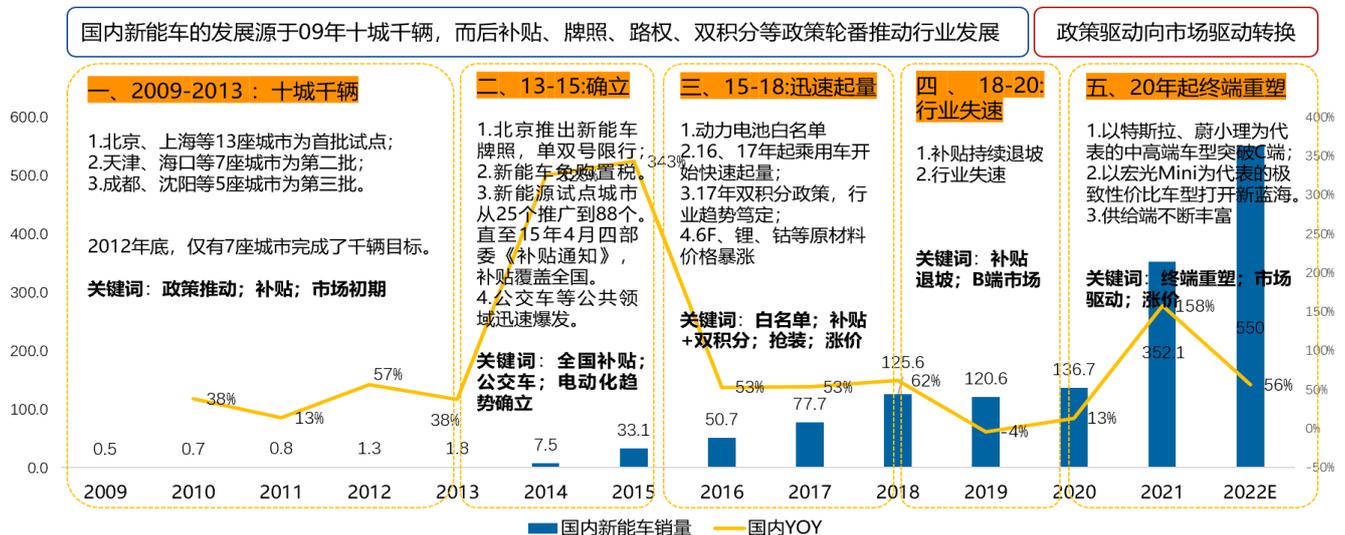
为什么市场会联想到 2018？确实我们可以看到似曾相识：

1、高景气之后迎来产能投放周期：对竞争加剧的担忧。2018 年经历了 2016-2017 年新能

源乘用车接力客车的持续爆发，同样经历了 2016-2017 年新能源的牛市行情；在 2018 年初 2 月份政策落地后至 4 月份板块反弹明显，但 4 月份头部企业 Q1 业绩低于预期导致市场对以量补价逻辑的破灭，板块迅速转头向下。本质反馈的是资本牛市+产业牛市后。站在 2022 年，我们同样刚刚经历了两年多产业+资本市场的高景气，因此市场担心竞争的加剧：产业链价格竞争+资本浮盈的锁定。

- 2、对需求产生担忧：高渗透率焦虑+产业链成本上涨。为什么我们提 2018 年这一产业发展的初期阶段会有“高渗透率焦虑”？本质上 2018 年的新能源车产业链依托于政策，核心在 B 端市场，政策能够托底的不过 200 万辆级别，当时已经到了 B 端的高渗透率，C 端并无车型涌现。而 2018 年的成本上涨本质是补贴退坡。2022 年同样市场陷入了高渗透率焦虑+对成本上涨影响需求的担忧当中。
- 3、价格弹性向销量弹性切换：价格弹性品种的暴跌。2018 年锂、钴、6F 的价格都在最后供需关系的影响下暴跌，相关公司股价暴跌。2022 年上游品种价格相对坚挺，但中游价格弹性品种的掉头已经显现。比如 VC、6F 等。

图 26：国内新能源汽车发展历程（万辆）



资料来源：乘联会，工信部，安信证券研究中心

5.2.1. 本质与 2018 并不相同

从以上的似曾相识我们去思考为何本质不同？

1. 竞争是必然，但本轮大概率不会过度竞争。首先，产业不会像 2021 年显著的供不应求，要认识到 2022 年回归常态竞争的现实，很多环节的单位盈利会面临下滑，我们确实需要理性的去修正 EPS。但其次，本轮大概率不会过度竞争。2018 年很多环节的竞争格局尚未明朗，且各家公司体量有限，是有可能被其他家完全替代的，部分环节为了获取份额使得价格战，直至亏损。而本轮产业链头部公司体量大多达到百亿、数百亿产值，占据全球供应链较高份额，格局相对清晰。而后就是下一点，本轮需求有支撑。
2. 对需求产生担忧：2022 和 2018 年本质的不同是产业驱动因素的切换。2018 年是补贴推动 B 端，2022 年是市场需求驱动 C 端。2018 年的新能源车产业链依托于政策，核心在 B 端市场，政策能够托底的不过 200 万辆级别，当时确实到了 B 端的高渗透率。但 2022 年目前我们的渗透率是指 C 端市场，本篇报告通篇就是告诉市场无需“高渗透率焦虑”，产业链供需两旺。而成本上涨方面，2018 年补贴的退坡是刚性的，2022 年成本的上涨是基于旺盛的需求选择向消费者部分传导。
3. 价格弹性向销量弹性平稳切换。2018、2019 年面临了销量的失速，所以供需完全的偏移导致过度竞争+价格下杀；但 2022 年市场需求驱动的需求韧性避免了产业链在补贴时代

季度间的周期波动，供需曲线相对平滑，我们会看到价格弹性的理性回落，平稳向销量弹性切换。

短期我们面临了疫情的冲击，影响供给、需求、物流。但疫情属于短期冲击。立足于产业趋势持续向上的 2022，依然对产业趋势变革充满信心与期待。

5.3. 长坡厚雪，壁垒为王

产业链从 0 到 1 的阶段已经度过，从 1 到 10 的过程我们不再担心量，核心是有壁垒的公司兑现利润。经过板块半年以上的长时间调整，龙头公司普遍下跌 40%-50%，去年风口之上的公司很多已经下跌 60%-70%，板块估值水平已经调整到 2018-2019 年的水平之上，中游龙头调整到当年 25-30 倍，头部企业调整到 20-35 倍。**站在迷惘的当下，要坚定熬过去，做时间的朋友，选择好公司，享受长坡厚雪的成长红利。**

- 1、选择对的公司-龙头：宁德时代+恩捷股份，格局+盈利相对确定，强 β ；建议关注贝特瑞、德方纳米、天赐材料、新宙邦等行业头部企业。
- 2、估值低且格局边际向好的品种：三元一体化成型的华友钴业、动力布局优异的中科电气等，属于强 α ；
- 3、选择预期盈利修复的电池链条：推荐宁德时代、亿纬锂能等；建议关注孚能科技、鹏辉能源等。
- 4、新技术方向-如 4680 带动高镍三元链条：容百科技、当升科技、中伟股份、芳源股份等、CNT 天奈科技、结构件科达利等。

6. 风险提示

1) 新能源汽车销量不及预期

若未来产业政策、居民消费习惯等因素发生变化，国内新能源汽车推广可能面临一定的不确定性，销量可能低于预期。

2) 产业链供给冲击

新冠疫情、国际关系、自然灾害等因素可能对新能源汽车产业链中的部分环节造成冲击，导致整体行业生产受到阻碍。

3) 原材料价格上涨

新能源汽车上游原材料价格波动加大，若后续宏观形势、货币政策等因素导致大宗商品价格大幅波动，则产业链盈利可能面临较大的不确定性。

4) 市场竞争加剧

随着新能源汽车市场需求持续提升，近年来产业链参与者明显增加，各环节整体扩产力度加大，若后续市场竞争环境加剧，相关公司可能面临盈利能力下降的风险。

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034