

相关研究

《(更新) A 股估值体系的多元化》

2021.07.19

《A 股估值体系的多元化》2021.07.16

《今年三大赛道的起因和走向》

2021.07.16

分析师:荀玉根

Tel:(021)23219658

Email:xyg6052@htsec.com

证书:S0850511040006

分析师:李影

Tel:(021)23154117

Email:ly11082@htsec.com

证书:S0850517090005

联系人:王正鹤

Tel:(021)23219812

Email:wzh13978@htsec.com

借鉴智能手机看新能源车产业演变

投资要点:

- **核心结论:** ①目前新能源车与十年前智能手机类似:技术突破开启产业链的景气周期,这次中国企业在新能源车产业链的中上游较强。②新能源车加速渗透的成长期,锂电池景气度最高,参考智能手机链,未来产业趋势有望向软件和生态扩散。③今年新能源车产业链类似 2010 年苹果手机产业链,高景气、高估值,未来几年有望维持高景气,阶段性消化估值需要等市场环境改变。
- **新能源车与智能手机的异同。** 相同点:(1)从技术来看,智能手机相对功能机在多方面实现了技术突破,锂电池技术的进步提高了新能源车的性价比;(2)从产品来看,2010 年 iPhone 4 发布引领智能手机的风潮,2016 年特斯拉发布 Model 3 车型,是 2020 年全球最畅销的新能源车车型;(3)从产业链看,智能手机和新能源车的产业链都很长,并且是全球化分工;(4)从行业空间看,智能手机和新能源车的市场规模都十分庞大。不同点:(1)中上游:苹果产业链中的中国大陆企业技术竞争力弱,而新能源车产业链中的中国锂电池企业全球领先;(2)下游:智能手机下游集中度高且国外品牌占主导,而新能源车下游集中度低且国产品牌有望领先。
- **借鉴智能手机看新能源车产业演变。** 智能手机发展遵循“S 形曲线”,产业演变从硬件设备延伸至软件及应用。智能手机的发展遵循“S 形曲线”,大致可以分为导入期、成长期和成熟期三个阶段,其中成长期投资机会最多。回顾 2010-2015 年苹果产业链的行情,产业演变从电子设备开始、逐渐向软件内容传导并扩散至场景应用。目前全球新能源车逐步进入成长期,其中欧洲和中国发展最为迅猛。相对智能手机,新能源车消费频次更低,设备更换周期较长,所以渗透率提升速度相对较慢,因此新能源车的重要投资窗口期将会更长。目前新能源车产业仍处于加速渗透的初期,新能源车的核心是动力电池,占成本的 40%-50%,因此发展初期动力电池产业链最先受益。展望未来,新能源车的景气度有望向下游扩散,随着新能源汽车向智能化和数字化转型,软件服务和生态系统将成为车企的发力点,包括提供智能驾驶、车载娱乐、以及车联网等技术。
- **借鉴智能手机看新能源车市场表现。** 成长初期苹果产业链大涨,借市场调整消化估值后,高景气下开启新一轮上涨。2010-2015 年产业的成长期,苹果产业链的行情大致经历了三个阶段,即大涨后震荡消化估值,随后再次上涨。总的来看,苹果产业链的市值增长跟基本面保持一致,2010-2015 年苹果指数归母净利润年化增速为 29.4%,市值年化涨幅为 35.0%,PE 估值中枢在 49 倍左右。本轮新能源车的行情从 2020 年初开始,2020 年下半年开始加速,目前新能源车板块的估值处于历史高位。在产业高景气度支撑下,新能源车相关公司市场表现有望整体向上,但是过程中会有波折。类比苹果产业链,未来新能源车产业链可能借大盘调整的契机消化估值,重点关注明年市场的变化。中长期看,苹果产业链的市场表现跟基本面保持一致,而未来新能源汽车替代传统燃油车是大势所趋,在产业高景气的支撑下,未来几年新能源车板块有望获得较好的市场表现。
- **风险提示:** 投资时钟进入滞胀期,盈利、情绪指标见顶。

目 录

1. 新能源车与智能手机的异同	6
2. 借鉴智能手机看新能源车产业演变	8
3. 借鉴智能手机看新能源车市场表现	11

图目录

图 1	技术改进使得锂电池成本不断下降	6
图 2	特斯拉 Model 3 稳居新能源车销量第一	6
图 3	全球与中国智能手机销量预测	7
图 4	全球与中国新能源车销量预测	7
图 5	智能手机下游终端市场集中度较高	7
图 6	苹果产业链大部分价值被苹果公司获取	7
图 7	新能源车下游的整车市场较为分散	8
图 8	新能源车中游的锂电池市场中国企业领先（按装机量）	8
图 9	全球智能手机出货量及同比增速	9
图 10	全球及中国智能手机渗透率	9
图 11	智能手机放量带动零部件公司业绩增长	9
图 12	3G 和 4G 商用开启移动互联网时代	9
图 13	3G 技术成熟推动传媒行业快速发展	9
图 14	互联网创新浪潮下计算机行业业绩持续增长	9
图 15	全球新能源车产业进入成长期	10
图 16	新能源车进入到加速渗透期	10
图 17	初期中上游设备制造最为受益	10
图 18	动力电池板块盈利增速相较整车更快	10
图 19	动力电池板块盈利能力相较整车更优	11
图 20	苹果公司业务收入结构	11
图 21	2011 年苹果指数随市场调整但幅度更小	12
图 22	2011 年苹果指数估值消化较为充分	12
图 23	2011 年苹果产业链盈利继续快速增长	12
图 24	2011 年调整期间苹果指数基金仓位维持稳定	12
图 25	2011-2012 年苹果手机销量保持高增速	13
图 26	2011-2012 年苹果公司盈利继续向好	13
图 27	2020 年以来中国新能源汽车销量持续高增	13
图 28	产业高景气下新能源车板块盈利快速增长	13
图 29	2020 年以来新能源车指数涨幅较大	14
图 30	2020 年以来基金大幅加仓新能源车板块	14

图 31 目前新能源车指数估值处于历史高位.....14

表目录

表 1 新能源车产业链及部分个股概况.....	11
-------------------------	----

巴菲特说：“人生就像滚雪球，最重要的是发现很湿的雪和很长的坡。”股票市场投资的好赛道就好比长坡，只要赛道够长，就有希望孕育伟大的公司。回顾历史，电视机取代录音机，智能手机取代功能机，新赛道取代旧赛道的例子不胜枚举，在碳中和背景下新能源车替代传统燃油车也逐渐成为共识。本文将结合智能手机行业的发展历程，探讨未来新能源车行业的产业趋势和行情走向。

1. 新能源车与智能手机的异同

相同点：技术突破和大单品问世开启景气周期，产业链够长且市场规模够大。

(1) 从技术来看，智能手机相对功能机在多方面实现了技术突破，例如屏幕、摄像头、芯片等零部件得到明显改良，同时智能手机的扩展性大大增强，可以下载并使用许多第三方的软件。对于新能源车，电池、电机、电控等零部件重要性上升，其技术发展也决定了电动汽车的性能指标。其中，最关键的就是锂电池，技术的进步使得锂电池的效率不断提升、成本持续下降，从而提高了新能源车的性价比。

(2) 从产品来看，2010年iPhone 4发布，采用Retina显示屏，搭载iOS 4系统，配合苹果A4处理器，内置500万像素背照式摄像头。该款手机发布后引领智能手机的风潮，成为2010年的销量冠军。新能源车也是类似，2016年特斯拉发布Model 3车型，采用全新的电池架构和汽车结构，2017年Model 3达到规模性量产，2020年国产Model 3开始量产。根据前瞻研究院援引EVsales数据，2020年Model 3销售36.5万辆，是全球最畅销的新能源车车型。

(3) 从产业链看，智能手机和新能源车的产业链都很长，并且是全球化分工。例如苹果产业链包括中上游的零部件（芯片、显示屏、摄像头等）、下游整机和服务商（手机品牌商、运营商、渠道商等）。新能源汽车包括上游原材料（锂、隔膜、电解液等）、中游零部件（电池、电控、电机等）以及下游整车制造和服务。

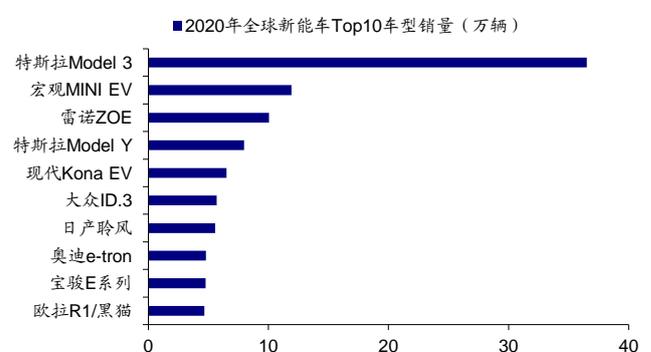
(4) 从行业空间看，智能手机和新能源车的市场规模都十分庞大，目前智能手机销量已经进入稳态，CINNO公众号预计2025年全球智能手机销量达14.2亿部，其中中国占比28.2%；而新能源车销量未来几年将维持高增，IEA预测在可持续发展情境下2025年全球新能源车销量达2000万辆，相对2020年复合增速为44.6%，其中中国占比41.4%，2030达4660万辆，相对2020年复合增速为30.9%，其中中国占比25.6%。

图1 技术改进使得锂电池成本不断下降

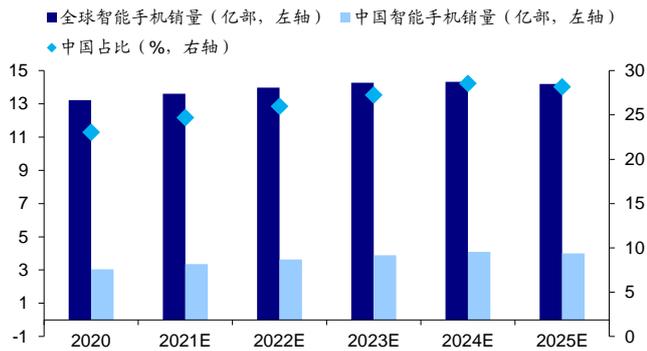


资料来源：前瞻产业研究院，海通证券研究所

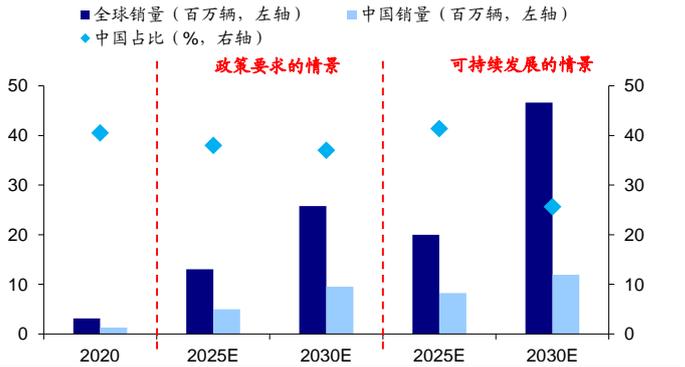
图2 特斯拉Model 3稳居新能源车销量第一



资料来源：前瞻产业研究院，EVsales，海通证券研究所

图3 全球与中国智能手机销量预测


资料来源: CINNO 公众号, 海通证券研究所

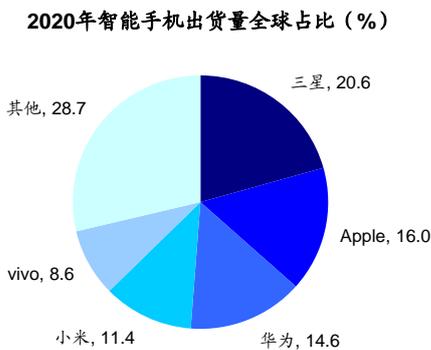
图4 全球与中国新能源车销量预测


资料来源: IEA, 海通证券研究所

不同点：新能源车产业链中上游中国企业技术领先，下游集中度偏低。苹果产业链中中国企业的数量排名第一，苹果2020年200家主要供应商中来自中国大陆的数量达53家。但是，根据钛媒体APP百家号的数据，iPhone手机接近60%的利润都被苹果公司获取。新能源车行业有望改变这一局面，无论是中上游零部件制造还是下游终端车企，中国企业都有望占据优势地位，具体而言：

(1) 中上游：苹果产业链中的中国大陆企业技术竞争力弱，而新能源车产业链中的中国锂电池企业全球领先。苹果产业链中的中国大陆企业缺乏CPU、GPU芯片等核心零部件的生产能力，以生产连接器、显示屏非核心零部件为主，这意味着中国大陆的企业一直处于利润较低的环节。但是对于新能源车来说，最核心的零部件是锂电池，续航能力、安全性等关键参数决定新能源车的竞争力，面对新能源车下游众多的客户，锂电池企业话语权更大。目前中国锂电池企业在国际上已经占据领先地位，根据前瞻产业研究院援引SNE数据，21Q1全球电动汽车电池装机量为47.8GWh，同比增长127%。宁德时代、LG化学、松下三家企业的装机量占比达69%。同时，国内的比亚迪、中航锂电等企业也在发力锂电池业务，在全球也占据了一定地位。

(2) 下游：智能手机下游集中度高且国外品牌占主导，而新能源车下游集中度低且国产品牌有望领先。根据前瞻产业研究院援引IDC数据，2020年智能手机销量前5名的品牌占比达71.3%，其前两名均为海外品牌，其中三星市占率为20.6%，苹果为16.0%。这也意味着以苹果公司为代表的下游终端对中上游的掌控力更强，而中国企业高度依赖苹果，则会面临政策风险和经营风险。与智能手机不同，由于产品较为同质化，新能源车下游的整车企业集中度不高，2020年新能源车销量前5名的品牌占比仅为39.5%，前10名占比也仅为58.5%，因此中上游的中国企业议价能力更强。同时，在新能源车智能化、数字化的趋势下，未来车企将掌握大量的用户和道路等数据，在国内数据安全政策加强的背景下，国产新能源车企以及国产零部件企业有望迎来发展机遇。

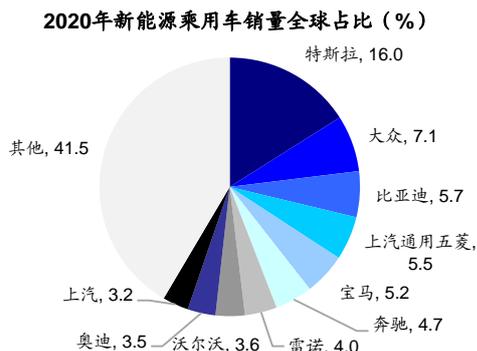
图5 智能手机下游终端市场集中度较高


资料来源: 前瞻产业研究院, IDC, 海通证券研究所

图6 苹果产业链大部分价值被苹果公司获取


资料来源: 钛媒体APP百家号, 海通证券研究所

图7 新能源车下游的整车市场较为分散



资料来源：汽车纵横 AutoReview 百家号，海通证券研究所

图8 新能源车中游的锂电池市场中国企业领先（按装机量）

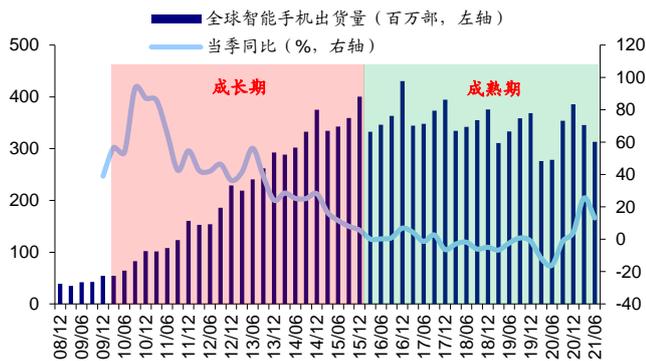


资料来源：前瞻产业研究院，SNE，海通证券研究所

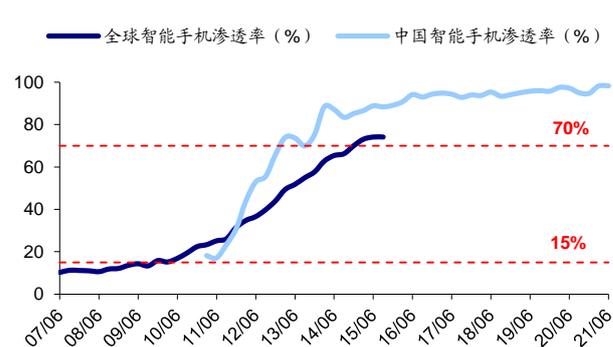
2. 借鉴智能手机看新能源车产业演变

智能手机发展遵循“S形曲线”，产业演变从硬件设备延伸至软件及应用。智能手机的发展遵循“S形曲线”，大致可以分为导入期、成长期和成熟期三个阶段，其中成长期投资机会最多。具体而言：（1）导入期（2010年之前）：2010年之前智能手机技术和基础设施尚未完备，渗透率在达到15%左右之前，智能手机销量还不多，渗透率提升较为缓慢，每年大概提升1%-3%；（2）成长期（2010-2015年）：2009年我国3G正式开始商用，根据Wind统计，当年移动通信基站设备产量同比增长102%，基础设施建设为智能手机发展打下基础。同时以iPhone为代表的智能手机实现技术突破，促进智能手机对功能机的替代。根据Wind统计，2010年智能手机的渗透率突破15%，此后开始加速发展，智能手机出货量从2009年的1.7万部增长至2015年的4.4亿部，年复合增速达42.2%。此外，2013年底我国4G开始商用，视频、游戏、电商等内容和应用加速落地，移动互联网进入全面发展期；（3）成熟期（2015年至今）：我国和全球智能手机渗透率分别在2013年和2015年超过70%，此后智能手机销量震荡下滑，渗透率的提升也开始放缓甚至停滞。

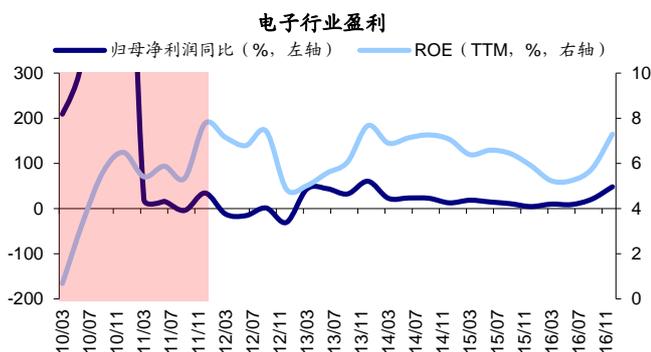
回顾2010-2015年苹果产业链的行情，产业演变从电子设备开始、逐渐向软件内容传导并扩散至场景应用：（1）2010-2012年：苹果产业链带动硬件设备异军突起。2010年iPhone等智能手机销售开始快速放量，带动中上游零部件制造公司业绩增长，其中电子行业最为受益。2010年A股电子行业归母净利润同比大增1226%，2011年继续保持34%的增速，ROE（TTM，下同）提升至7.8%；（2）2013年：3G技术成熟推动传媒行业快速发展。2013年智能手机逐渐普及且3G技术已经成熟，2013年中国移动新增3G用户超过1亿户，同比大增182%，带动游戏、视频等内容行业蓬勃发展。2013年A股传媒行业归母净利润同比达26.8%，ROE提升至11.6%；（3）2014年：传统行业与互联网深度融合。2014年我国4G开始商用，2015年迎来爆发期，当年中国移动新增4G用户超过2亿户，同比大增147%。同时在“互联网+”创新浪潮的推动下，各种传统企业纷纷借助互联网实现转型升级，例如互联网金融和互联网医疗，计算机行业受益于这一趋势。2014年A股计算机行业归母净利润同比达25.4%，ROE提升至11.8%。

图9 全球智能手机出货量及同比增速


资料来源：Wind，海通证券研究所

图10 全球及中国智能手机渗透率


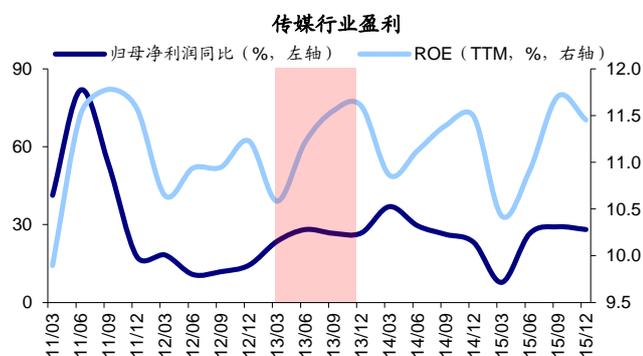
资料来源：Wind，海通证券研究所

图11 智能手机放量带动零部件公司业绩增长


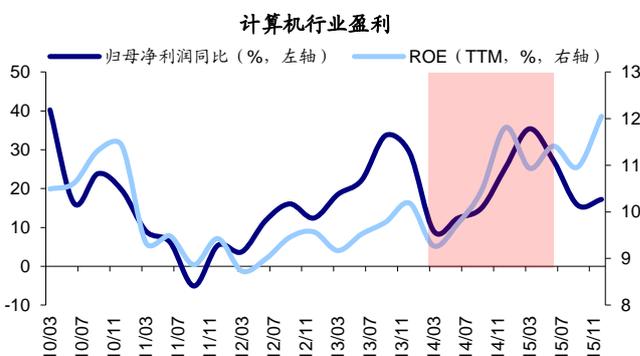
资料来源：Wind，海通证券研究所

图12 3G 和 4G 商用开启移动互联网时代


资料来源：Wind，海通证券研究所

图13 3G 技术成熟推动传媒行业快速发展


资料来源：Wind，海通证券研究所

图14 互联网创新浪潮下计算机行业业绩持续增长


资料来源：Wind，海通证券研究所

新能源车开始进入加速渗透的成长期，未来产业趋势有望向软件和生态演变。目前全球新能源车逐步进入成长期，其中欧洲和中国发展最为迅猛。目前新能源汽车技术已经发展较为成熟，我国电池技术现已进入世界第一梯队，根据艾瑞咨询公众号，在工信部公布的《免征车辆购置税的新能源汽车车型目录》中，续航里程和电池组能量不断提升，技术的进步将促进新能源汽车行业向好发展。从渗透率来看，根据 IEA 数据，2020 年欧洲新能源车渗透率已经达到 10.0%，中国为 5.7%。2021 年碳中和目标下，全球新能源车渗透率加速提升，21H1 中国新能源车渗透率已经突破 10%，同时根据汽车电子设计公众号，21H1 德国新能源车渗透率超过 20%，法国和英国均接近 20%。相对智能手机，新能源车消费频次更低，设备更换周期较长，所以渗透率提升速度相对较慢。全球智能手机渗透率从 15%到 70%历时 6 年，新能源车可能需要更长时间，因此新能源车的重要投资窗口期将会更长。据财联社百家号援引美国银行预测，2025 年、2030 年和 2040 年，包括纯电动汽车和插电式混合动力汽车在内的所有新能源汽车的全球渗透率将逐步达到 23%、40%和 67%。

目前新能源车产业仍处于加速渗透的初期,投资主线在上游原材料和中游硬件设备。新能源车的核心是动力电池,占成本的40%-50%,因此新能源车产业发展初期动力电池产业链最先受益。我国动力电池企业竞争力较强,2021年1-7月国内动力电池产量达92GWh,同比大增211%。A股锂电池相关企业的业绩远超下游整车企业,锂矿指数成分股21Q2归母净利润累计同比/两年年化同比高达207%/71%,动力电池指数为125%/37%,远高于下游整车的50%/13%。从代表性公司看,锂矿龙头赣锋锂业21Q2归母净利润累计同比/两年年化同比高达805%/119%,锂电池龙头宁德时代为131%/46%,而整车企业上汽仅为59%/-2%。

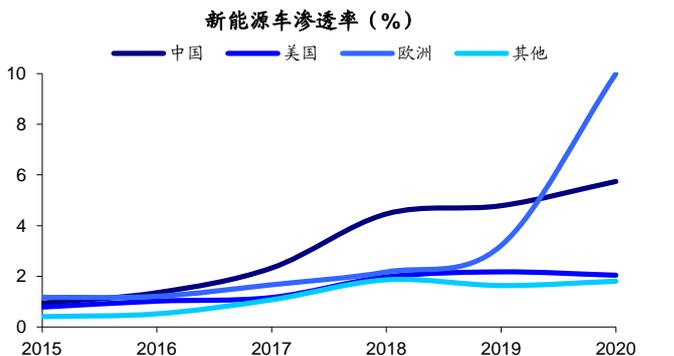
展望未来,新能源车的景气度有望向下游扩散,新能源终端车企的业务逐渐向软件和服务拓展。参考苹果公司,2015年智能手机行业逐渐饱和后,苹果公司开始转型软件和服务,开拓出第二成长曲线,iTunes、软件及服务业务收入占比从2015年的8.5%上升至2020年的19.6%。随着新能源汽车向智能化和数字化转型,软件服务和生态系统将成为车企的发力点,包括提供智能驾驶、车载娱乐、以及车联网等技术,苹果、华为、小米等消费电子公司纷纷“造车”也从侧面反映未来新能源车企业竞争的关键点在于创新。综上,未来新能源车产业有望从硬件制造逐渐向软件和生态演变,这将为投资者创造出更多新的投资机会。

图15 全球新能源车产业进入成长期



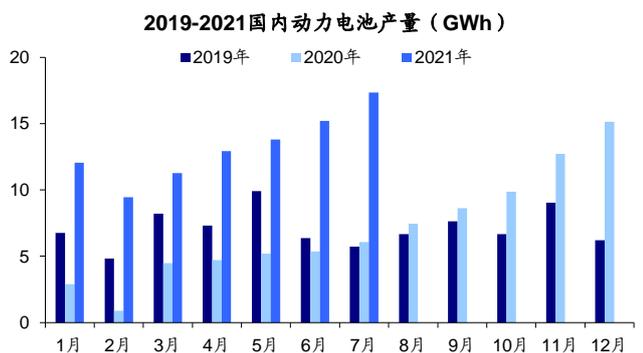
资料来源: IEA, 海通证券研究所

图16 新能源车进入到加速渗透期



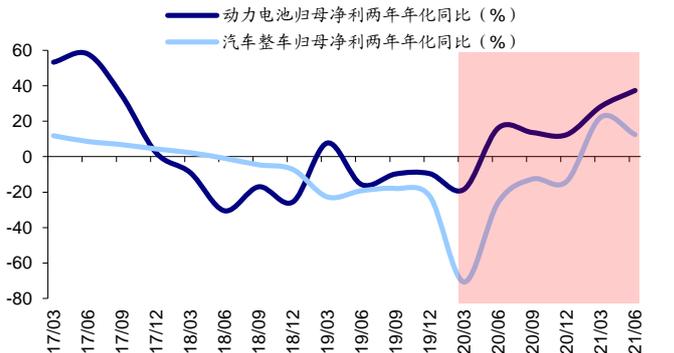
资料来源: IEA, 海通证券研究所

图17 初期中上游设备制造最为受益



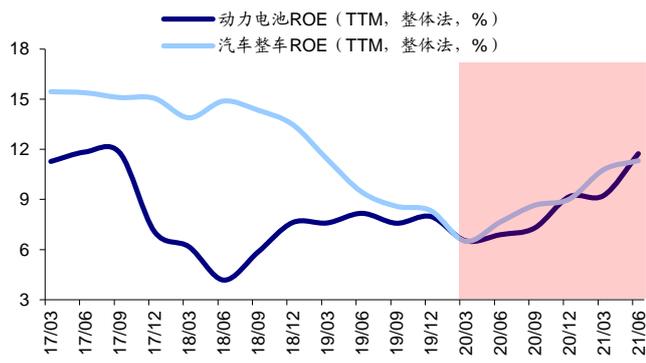
资料来源: 中国汽车动力电池产业创新联盟公众号, 海通证券研究所

图18 动力电池板块盈利增速相较整车更快



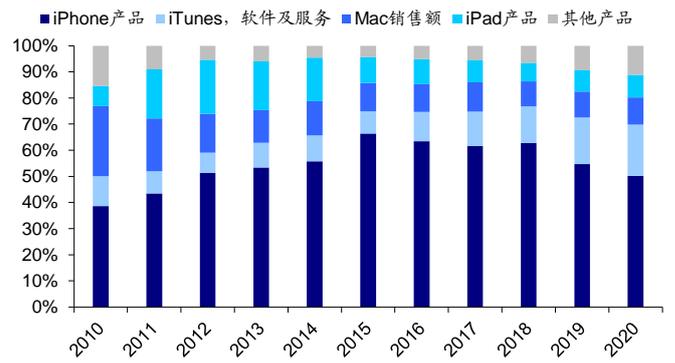
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图19 动力电池板块盈利能力相较整车更优



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图20 苹果公司业务收入结构



资料来源: Wind, 海通证券研究所

表1 新能源车产业链及部分个股概况

产业链位置	细分环节	公司名称	行业	市值(亿元)	2020/3/24以来涨幅(%)	21Q2累计净利润同比(%)	21Q2净利润两年年化同比(%)	21Q2 ROE (TTM, %)
上游	锂矿	赣锋锂业	有色金属	2592	399	805	119	7.8
		盐湖股份	化工	2116	343	53	184	33.8
	电解液	天赐材料	化工	1202	996	151	294	13.5
		新宙邦	化工	437	236	84	81	7.9
	正极材料	杉杉股份	电子	486	322	659	86	5.9
		当升科技	化工	320	232	206	72	10.7
负极材料	杉杉股份	电子	486	322	659	86	5.9	
	隔膜	恩捷股份	化工	2289	495	227	64	8.7
中游	电池	宁德时代	电气设备	11331	354	131	46	6.5
		比亚迪	汽车	7270	428	-29	-10	1.4
		亿纬锂能	电气设备	1707	222	311	73	9.2
	电控	汇川技术	电气设备	1808	343	102	98	11.2
电机	大洋电机	电气设备	188	146	214	-6	2.8	
热管理	三花智控	家用电器	920	116	28	9	7.9	
下游	整车	上汽集团	汽车	2271	19	59	-2	4.8
		广汽集团	汽车	1993	98	87	-6	4.9
		长安汽车	汽车	1477	186	-34	45	3.2
软件+生态	车联网	均胜电子	汽车	264	2	150	亏损	1.8
		鸿泉物联	计算机	36	13	12	8	4.4

资料来源: Wind, 海通证券研究所, 数据截至 2021/9/3

3. 借鉴智能手机看新能源车市场表现

成长初期苹果产业链大涨, 借市场调整消化估值后, 高景气下开启新一轮上涨。

2010-2015年产业的成长期, 苹果产业链的行情大致经历了三个阶段, 即大涨后震荡消化估值, 随后再次上涨。总的来看, 苹果产业链的市值增长跟基本面保持一致, 2010-2015年苹果指数归母净利润年化增速为 29.4%, 市值年化涨幅为 35.0%, PE 估值中枢在 49 倍左右。具体分阶段来看:

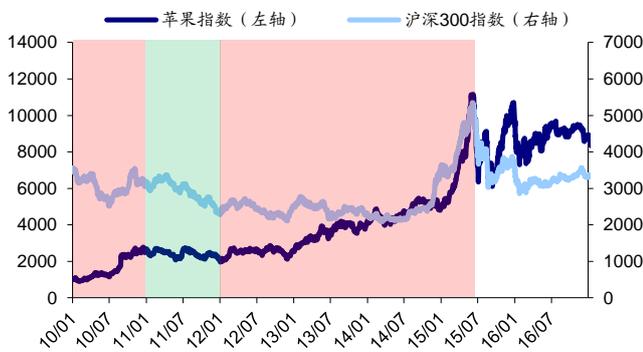
(1) 2010年: 成长初期苹果手机放量带动苹果产业链大幅上涨。2010年苹果公司发布 iPhone4 手机后销量同比增长 23.7%, 带动 A 股苹果产业链业绩大增。2010年苹果指数成分股归母净利润同比高达 97.4%, ROE 从 2009 年的 10.9% 上升至 17.8%。在产业景气的支撑下, 2010年苹果指数大涨 161%, 指数估值随之上升到高位, 年底苹果指数 PE 达到 58.5 倍, 处于 2005 年至 2010 年底从低到高 83.4% 分位。公募基金对苹果产业链的超配比例 (持股市值占比-流通市值占比) 也从 10Q1 的 0.1 个百分点大幅上升至 11Q1 的 1.0 个百分点。

(2) 2011-2012年: 2011-2012年 iPhone 手机销量快速增长, 复合增长率达 69%, 产业高景气下 A 股苹果产业链基本面也较为稳健。2011-2012年苹果产业链归母净利润同比分别为 24.3%、25.4%, ROE 分别为 17.2%、19.1%。但 2011 年 A 股市场整体调

整，创业板指和沪深 300 分别下跌 36%和 25%，苹果指数随之下跌 17%。2011 年底苹果指数 PE 下降至 36.0 倍，处于 2005 年至 2011 年底从低到高 35.2%分位，估值消化较为充分。尽管股价下跌，但 2011 年基金对苹果产业链的超配比例维持在 1 个百分点左右。2012 年初苹果指数触底回升，此后震荡寻底，全年收涨 18.7%，而沪深 300 和创业板指涨跌幅为 7.5%和-2.1%。12Q4 基金对苹果产业链的超配比例进一步上升至 1.3 个百分点。总的来看，2011-2012 年苹果产业链表现整体强于市场，原因在于苹果产业链景气度高增和企业盈利趋势向上。

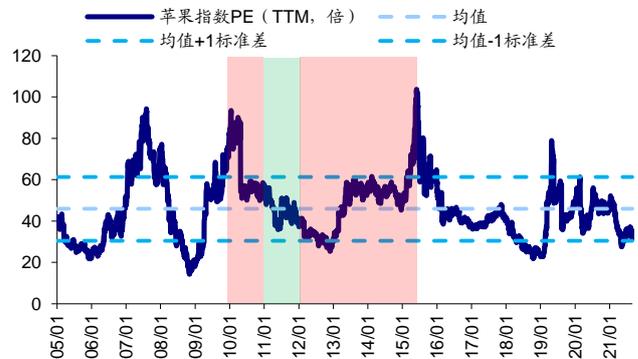
(3) 2013-2015 年：高景气下苹果产业链开启新一轮上涨。2013-2015 年苹果产业链景气度继续高增，在此期间苹果公司归母净利润同比增速分别为-11.3%、6.7%和 35.1%，ROE 从 13Q1 的 32.8%提升至 15Q4 的 44.7%；苹果指数归母净利润同比增速分别为 70.1%、-0.4%和 17.1%，ROE 从 13Q1 的 5.3%提升至 15Q4 的 7.3%。同时 2013-2015 年国内资本市场和互联网产业政策频出，创业板从 2012/12 开始启动一轮大牛市，苹果指数跟随市场大幅攀升，2013/1-2015/5 累计涨幅达 294.8%，PE 从 2013 年初的 30.4 倍上升至 2015/5 的 96.9 倍。公募基金对苹果产业链的超配比例从 13Q1 的 2.2 个百分点上升至 14Q2 的 3.1 个百分点，随后提前于股价开始下行。

图21 2011 年苹果指数随市场调整但幅度更小



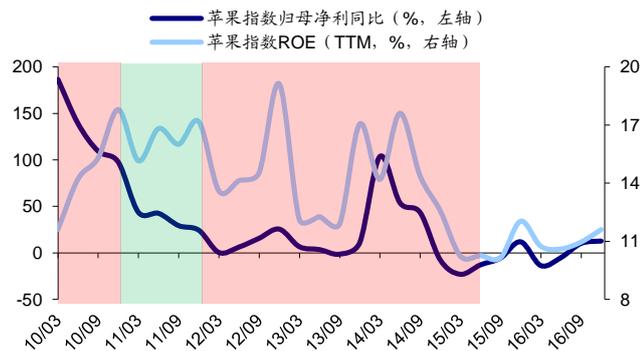
资料来源：Wind，海通证券研究所，数据截至 2021/8/31

图22 2011 年苹果指数估值消化较为充分



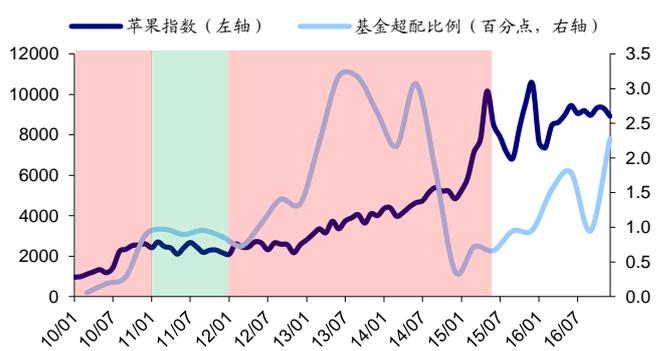
资料来源：Wind，海通证券研究所，数据截至 2021/9/3

图23 2011 年苹果产业链盈利继续快速增长

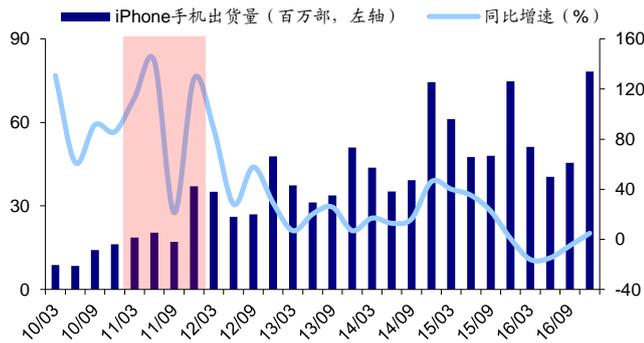


资料来源：Wind，海通证券研究所

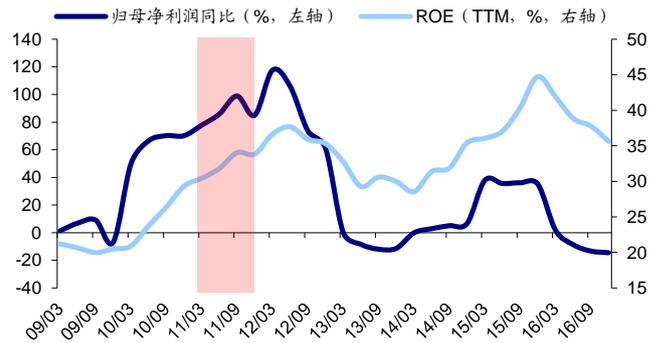
图24 2011 年调整期间苹果指数基金仓位维持稳定



资料来源：Wind，海通证券研究所

图25 2011-2012 年苹果手机销量保持高增速


资料来源：Wind，海通证券研究所

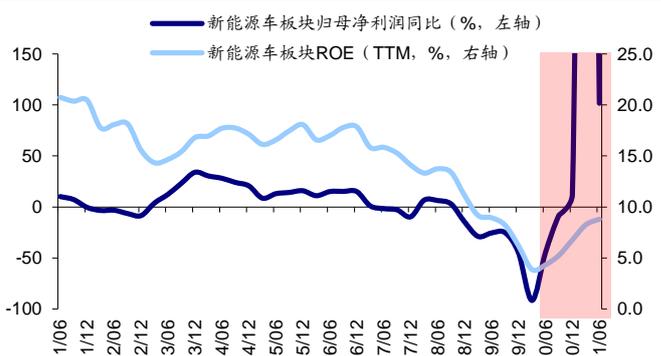
图26 2011-2012 年苹果公司盈利继续向好


资料来源：Wind，海通证券研究所

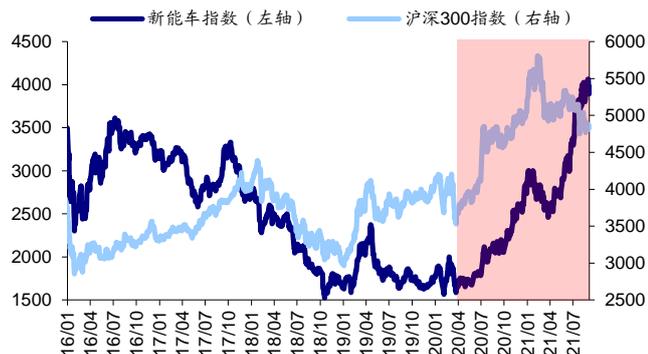
借鉴苹果产业链，未来新能源车产业链可能借市场调整的契机消化估值。本轮新能源车的行情从2020年初开始，2020年下半年开始加速，主要是因为下半年随着疫情影响逐步消除，新能源车产销开始逐渐放量，“双碳”政策也进一步推升产业景气度，新能源车板块的业绩快速释放，股价随之上涨。21Q2/21Q3/20Q4 新能源车产业链归母净利润累计同比分别为 101.8%/990.8%/12.4%，为了剔除低基数效应，我们来看两年年化增速，21Q2/21Q3/20Q4 新能源车产业链归母净利润两年年化同比为 5.7%/-4.2%/-21.3%。21Q2/21Q3/20Q4 新能源车产业链 ROE 为 8.8%/8.3%/6.8%。2020/2/4 的低点以来（截至 2021/8/31），新能源车指数累计涨幅达 159%，公募基金持续加仓新能源车板块，超配比例从 20Q1 的 3.1 个百分点大幅上升至 21Q2 的 10.9 个百分点。目前新能源车板块的估值处于历史高位，截至 2021/8/31 新能源车板块 PE 为 72.6 倍，处于 2010 年以来从低到高 96.2% 分位。综上，在景气度支撑下，新能源车相关公司未来几年市场表现有望整体向上，但是过程中可能会有波折。类比苹果产业链，未来新能源车产业链可能借大盘调整的契机消化估值，重点关注明年市场的变化。中长期看，正如上文所述，苹果产业链的市场表现跟基本面保持一致，而未来新能源汽车替代传统燃油车是大势所趋，根据前文所述，2020-2025 年全球新能源车销量复合增速预计将达 44.6%，其中中国销量复合增速达 30.9%。在产业高景气的支撑下，未来几年新能源车板块有望获得较好的市场表现。

图27 2020 年以来中国新能源汽车销量持续高增

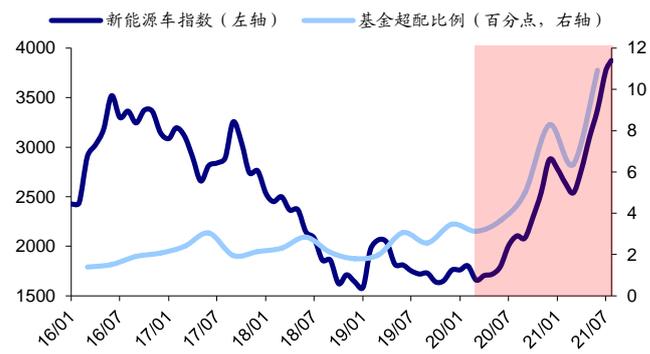

资料来源：Wind，海通证券研究所

图28 产业高景气下新能源车板块盈利快速增长


资料来源：Wind，海通证券研究所

图29 2020 年以来新能源车指数涨幅较大


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 数据截至 2021/9/3

图30 2020 年以来基金大幅加仓新能源车板块


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图31 目前新能源车指数估值处于历史高位


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 数据截至 2021/9/3

风险提示: 投资时钟进入滞胀期, 盈利、情绪指标见顶。

信息披露

分析师声明

荀玉根 策略研究团队
李影 策略研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

余文心 所长助理
(0755)82780398 ywx9461@htsec.com

宏观经济研究团队

宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
梁中华(021)23219820 lzh13508@htsec.com
联系人
应稼娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com
侯欢(021)23154658 hh13288@htsec.com
李俊(021)23154149 lj13766@htsec.com
李林芷(021)23219674 llz13859@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzzg11641@htsec.com
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
联系人
孙丁茜(021)23212067 sdq13207@htsec.com
张耿宇(021)23212231 zgy13303@htsec.com
郑玲玲 zll13940@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com
黄雨薇(021)23219645 hyw13116@htsec.com
张弛(021)23219773 zc13338@htsec.com
滕颖杰(021)23219433 tyj13580@htsec.com
江涛(021)23219879 jt13892@htsec.com
章画意(021)23154168 zhy13958@htsec.com

固定收益研究团队

姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com
张紫睿 021-23154484 zzz13186@htsec.com
孙丽萍(021)23154124 slp13219@htsec.com
王冠军(021)23154116 wgj13735@htsec.com
方欣来 021-23219635 fxl13957@htsec.com
周雨昕 021-23219472 zyx13962@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
李姝醒 lsx11330@htsec.com
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com
联系人
杨锦(021)23154504 yfj13768@htsec.com
余培仪(021)23219400 ypy13768@htsec.com
王正鹤(021)23219812 wzh13978@htsec.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 yniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 py10297@htsec.com
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com
联系人
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com
朱赵明(021)23154120 zzm12569@htsec.com
梁广楷(010)56760096 lgg12371@htsec.com
联系人
孟陆 86 10 56760096 ml13172@htsec.com
周航(021)23219671 zh13348@htsec.com
彭婷(010)68067998 ppt13606@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
郑蕾(021)23963569 zpl12742@htsec.com
联系人
房乔华 021-23219807 fqh12888@htsec.com

公用事业

戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 fufy11758@htsec.com
于鸿光(021)23219646 yhg13617@htsec.com
吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com

批发和零售贸易行业

李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com
汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
康璐(021)23212214 kl13778@htsec.com
联系人
曹蕾娜 cln13796@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
联系人
康百川(021)23212208 kbc13683@htsec.com
崔冰睿 cbr14043@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
联系人
郑景毅 zjy12711@htsec.com
余金花 sjh13785@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢益(021)23219436 xiey@htsec.com
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨凡(010)58067828 yf11127@htsec.com

电子行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 李 轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 刘 溢(021)23219748 ly12337@htsec.com 联系人 肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com 文 灿 wc13799@htsec.com 薛逸民 xym13863@htsec.com 李 潇	煤炭行业 李 淼(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 王 涛(021)23219760 wt12363@htsec.com 吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房 青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾 彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com 张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com 联系人 姚望洲(021)23154184 ywz13822@htsec.com
基础化工行业 刘 威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 李 智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨 林(021)23154174 yl11036@htsec.com 于成龙(021)23154174 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 洪 琳(021)23154137 hl11570@htsec.com 联系人 杨 蒙(0755)23617756 ym13254@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张峥青(021)23219383 z zq11650@htsec.com 联系人 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com 夏 凡(021)23154128 xf13728@htsec.com
非银行金融行业 孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何 婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com 联系人 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com 曹 锐 010-56760090 ck14023@htsec.com	交通运输行业 虞 楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江 (010) 56760091 ljy12399@htsec.com 陈 宇(021)23219442 cy13115@htsec.com	纺织服装行业 梁 希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛 开(021)23154510 sk11787@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 申 浩(021)23154114 sh12219@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 周 丹 zd12213@htsec.com 吉 晟(021)23154653 js12801@htsec.com 赵玥炜(021)23219814 zyw13208@htsec.com 联系人 赵靖博(021)23154119 zjb13572@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zh111756@htsec.com
建筑工程行业 张欣劼 z xj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf h12225@htsec.com	农林牧渔行业 丁 频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈 阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 刘丛丛(021)23219164 lcc13806@htsec.com 联系人 孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
军工行业 张恒暄 zhx10170@htsec.com 张高艳 0755-82900489 zgy13106@htsec.com 联系人 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com	银行行业 孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23154395 ljl12245@htsec.com 联系人 董栋梁(021) 23219356 ddl13026@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 许樱之(755)82900465 xyz11630@htsec.com 联系人 毛弘毅(021)23219583 mhy13205@htsec.com 王玮婕(021)23219768 wwj13985@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李 阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘 璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 赵 洋(021)23154126 zy10340@htsec.com 郭庆龙 gq113820@htsec.com 联系人 柳文韬(021)23219389 lwt13065@htsec.com 王文杰 wwj14034@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队

伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
欧 阳 梦 楚 (0755)23617160
oymc11039@htsec.com
巩柏含 gbh11537@htsec.com
滕雪竹 0755 23963569 txz13189@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
黄 诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
季唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com
黄 毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
李 寅 021-23219691 ly12488@htsec.com
漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
马晓男 mxn11376@htsec.com
邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
杨伟昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
王朝领 wcl11854@htsec.com
张思宇 zsy11797@htsec.com

北京地区销售团队

朱 健(021)23219592 zhuj@htsec.com
殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
郭 楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com
杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
董晓梅 dxm10457@htsec.com
张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
郭金垚(010)58067851 gjy12727@htsec.com
张钧博 zjb13446@htsec.com
高 瑞 gr13547@htsec.com
上官灵芝 sglz14039@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com