

碳排考核节点将至，25年电动化增速恢复可期 ——欧洲专题

证券分析师：曾朵红、阮巧燕

执业证书编号：S0600516080001、S0600517120002

联系邮箱：zengdh@dwzq.com.cn

联系电话：021-60199798

2024年3月15日

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

- ◆ **2025年为欧洲碳排考核新节点，对应电动化需达到30%，并且2030、2035年考核目标趋严，对应64%、100%电动化率：**2014年欧盟通过汽车碳排放考核标准，要求2025年，欧盟境内新车平均碳排放量比2021年水平减少15%，即达到93.6g/km，而22年车企平均为108g/km；同时2023年上修2030年考核标准，要求新车平均碳排放量比2021年水平减少55%（此前版本为减少37.5%），并新增2035年实现零排放。2025年为碳排考核又一节点，若车企未满足要求，则超标部分每辆车面临95欧元/g罚款，我们测算若按当前排放水平，则主流车企罚款额将影响利润5%。为满足25年碳排考核，我们测算欧盟电动化率需达到30%，相较22年提升7pct，对应当年欧盟电动车销量349万辆，叠加欧洲其他国家销量贡献，预计整体销量需达到400万辆。
- ◆ **车企总体电动化目标2030年50%不变，2025-26年新一代平台车型将密集上市：**欧洲车企在21-22年均转向电动化，目标多为2030年电动化率达到50%。目前奔驰由于此前目标过于激进，推迟5年至2030年达到电动化率50%，其余车企基本不变，维持2030年电动化50%的目标。同时，25-26年为欧洲新一轮新车周期，将拉动销量增速恢复。大众2025年将推MEB+平台，2026年将推SSP平台；Stellantis将推全新电动化平台STLA Small、Medium、Large 和 Frame，目前已经推2个；宝马集团将从2025年下半年开始投产新一代车型；奔驰MMA新平台或于25年量产，将推4款新车；日产加快在英国电动车产能建设，将推3款纯电车型，并计划2030年在欧实现100%电动化。
- ◆ **欧洲24年电动车销量冰点，25预计恢复30%左右增长，中国供应链将受益：**考虑24年欧洲新车型有限、且补贴退坡影响销量，我们预计欧洲2024年电动车销量316万辆，同比增8%；而25年为欧洲碳排放考核又一节点，且主要车企电动化新平台及新车型基本与2025-2026年推出，我们预计2025年销量有望恢复30%+增长至400万辆，对应电池装机需求240gwh。供应链角度看，23年宁德在欧份额已提升至为35.1%，略微低于LGES，公司最新定点份额40%+，份额将持续提升。中国供应链已在欧布局产能，如结构件、隔膜、电解液等已有产能释放，将受益于25年增速恢复。
- ◆ **投资建议：**展望25年，欧洲电动车销量增速恢复，且板块盈利企稳，重拾成长性，我们看好电动车板块估值修复。首推Q1业绩确定性高的标的，包括**宁德时代、亿纬锂能、科达利、璞泰来、威迈斯、中伟股份、天奈科技**等，并看好盈利筑底且具备全球竞争力的标的，包括**天赐材料、湖南裕能、恩捷股份、星源材质、华友钴业、容百科技**等；以及短期价格反弹的锂相关标的，包括**永兴材料、中矿资源、天齐锂业、赣锋锂业、雅化集团**等。
- ◆ **风险提示：**政策不及预期，板块投资增速不及预期，行业竞争加剧。



- PART1 欧盟碳排政策：整体趋严，25年为新一节点
- PART2 车企：短期略有放缓，但电动化目标不变
- PART3 欧洲销量：24年销量冰点，25-26年强势恢复可期
- PART4 中国供应链在欧提前布局，将充分受益增速恢复
- PART5 投资建议及风险提示

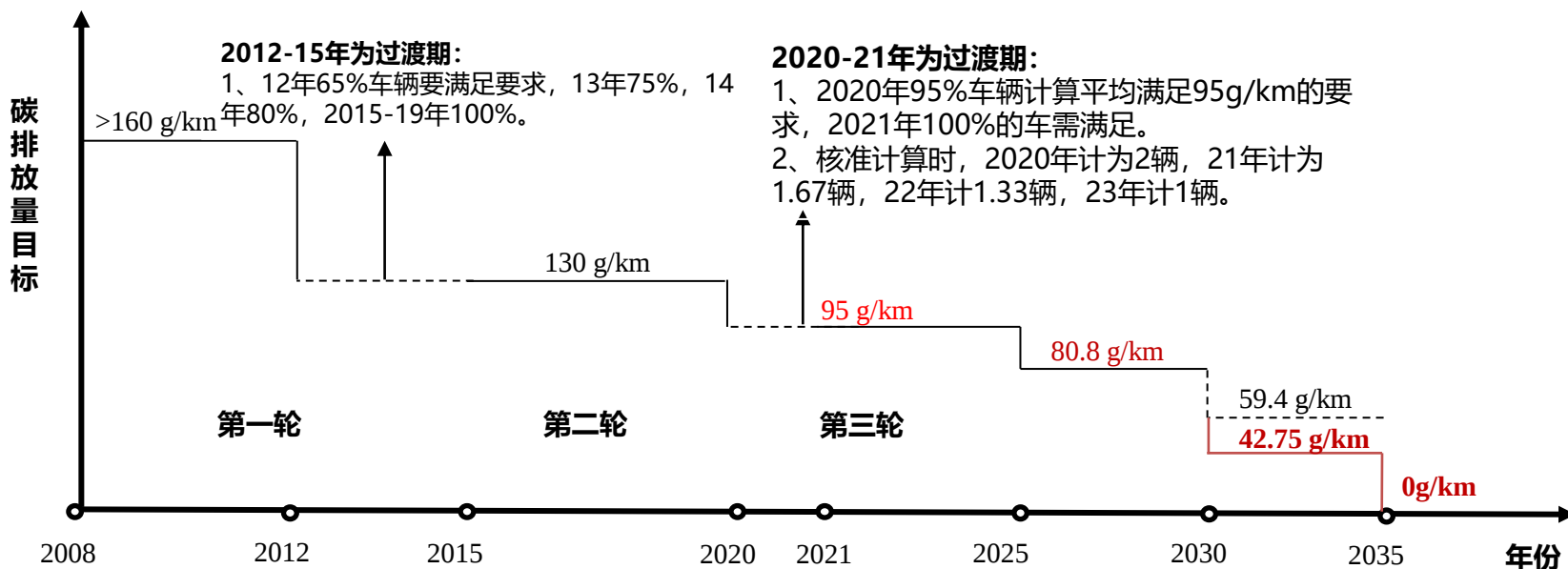
PART1 欧盟碳排政策：整体趋严，25年为新一节点

欧盟碳排放考核跳跃式趋严，25年为下一个考核点

2014年提出20/21年目标，2019年确定2030年目标，2023年再调整，目标趋严：

- ◆ 2014年欧盟要求，**2020年欧盟范围内所销售的95%的新车平均碳排放须95g/km (NEDC)**，**到2021年100%的新车平均碳排放量需满足该要求**，超出碳排放标准（个体目标值）的车辆将受到**95欧元/g**的罚款。
- ◆ 2019年4月欧盟正式通过新标，**2030年欧盟境内新车平均碳排放量比2021年水平减少37.5%，对应碳排要求为93.6g/km (WLTP)**，货车同期减少31%。
- ◆ 2023年4月欧盟通过了汽车排放法规修正案，**2030年欧盟境内新车平均碳排放量比2021年水平减少55%，对应碳排要求为49.5g/km**，货车同期减少50%；**2035年较2021年均减少100%**。

图 欧盟规定车企平均碳排放标准



2023年新版提高2030年标准，且制定2035年目标

- ◆ 2023年4月欧盟通过了汽车排放法规修正案，作为“落实55%减排目标（fit for 55）”一揽子政策措施的一部分，提高2030年排放考核目标，同时新增2035年实现零排放：
 - ◆ 以2021年为基准，2030年至2034年，新售乘用车和轻型商用车的平均二氧化碳排放目标值分别减少55%和50% **(原方案分别为37.5%、31%)**
 - ◆ 以2021年为基准，2035年开始，新售乘用车和轻型商用车的平均二氧化碳排放目标值减少100% **(新增2035年目标)**
- ◆ 2024年1月18日，欧盟就重型车辆二氧化碳减排目标达成临时政治协议，维持了欧盟委员会此前在提案中设定的减排目标，即与2019年排放水平相比，从2030年起，新的重型车辆平均二氧化碳排放量必须减少45%，从2035年起必须减少65%，从2040年起必须减少90%。

图 汽车排放法规2019年版本和2023年版本对比

	2019年版本	2023年版本
2030	欧盟新乘用车和新轻型商用车平均排放量较21年的95g CO2/km减少37.5%，新型商用车平均排放量较21年目标的147g CO2/km减少31%	欧盟新乘用车和新轻型商用车平均排放量较21年的95g CO2/km减少55%，新型商用车平均排放量较21年目标的147g CO2/km减少50%
2035	-	新增2035年目标。2035年起，欧盟新乘用车和新轻型商用车CO2排放量在2021年目标基础上减少100%，即实现零排放。

- ◆ 每个欧盟境内的汽车制造商将指定一个需要遵守的“个体目标值”，该目标值主要基于该车企每年所销售的车辆的平均重量进行折算（按照年产量，少于0.1万辆，0.1-1万辆，1-30万辆，30万辆以上）。**车型平均重量越小，则目标值越小，目标相对严格。**以碳排放水平为95g CO₂/km 的车型对应的重量M0为基准重量，并根据乘用车平均重量的变化每3年调整一次M0值。
- ◆ 此外，欧盟对于年度内生产销售零低排放汽车（小于50g CO₂/km的车辆）超过一定占比的企业，给予更加宽松的“个体目标值”作为奖励。零低排放车辆占比小于25%的“个体目标值”不受影响，占比在25%-30%区间的，上浮百分比为与25%的差值（如占比为26%，则上浮1%），占比超过30%的，一律上浮5%。
- ◆ **在年度履约周期内，所有车辆的平均排放值减去平均“个体目标值”的差值乘以当年该企业在欧盟登记出售的汽车数量为超额排放总量，再乘以95欧元/gCO₂的单价得出费用总额。**

图 个体目标值测算方式

- ◆ 个体目标值 = $95 + a (M - M0)$
- ◆ (M) = 汽车制造商一年内所售出新车的平均重量
- ◆ (M0) = 特定参考时期内欧盟出售所有新车的平均重量（2020年M0：1379.88千克）
- ◆ (a) = 系数（当前为0.033）
- ◆ (95) = 95g CO₂/km的碳排放“目标值”

- ◆ 2023年2月14日，欧洲议会通过了欧委会和欧洲理事会达成的《2035年欧洲禁售燃油轿车和小货车零排放协议》，协议的目标是2035年开始在欧盟27国范围内停售新的燃油轿车和小货车。
- ◆ 2023年3月28日，德国和欧盟重新商议了2035年禁止销售燃油车型的协议，最终达成了汽车制造商可以继续销售燃油车型，但必须使用E-Fuel（合成燃料）的共识。
- ◆ **车企反对，或将导致条件放松，但电动化大趋势不变。**2024年2月26日，欧洲汽车制造商协会（ACEA）主席、法国雷诺集团首席执行官Luca de Meo表示，欧洲汽车制造商都不会挑战欧盟2035年起有效禁止传统燃油车的决定。

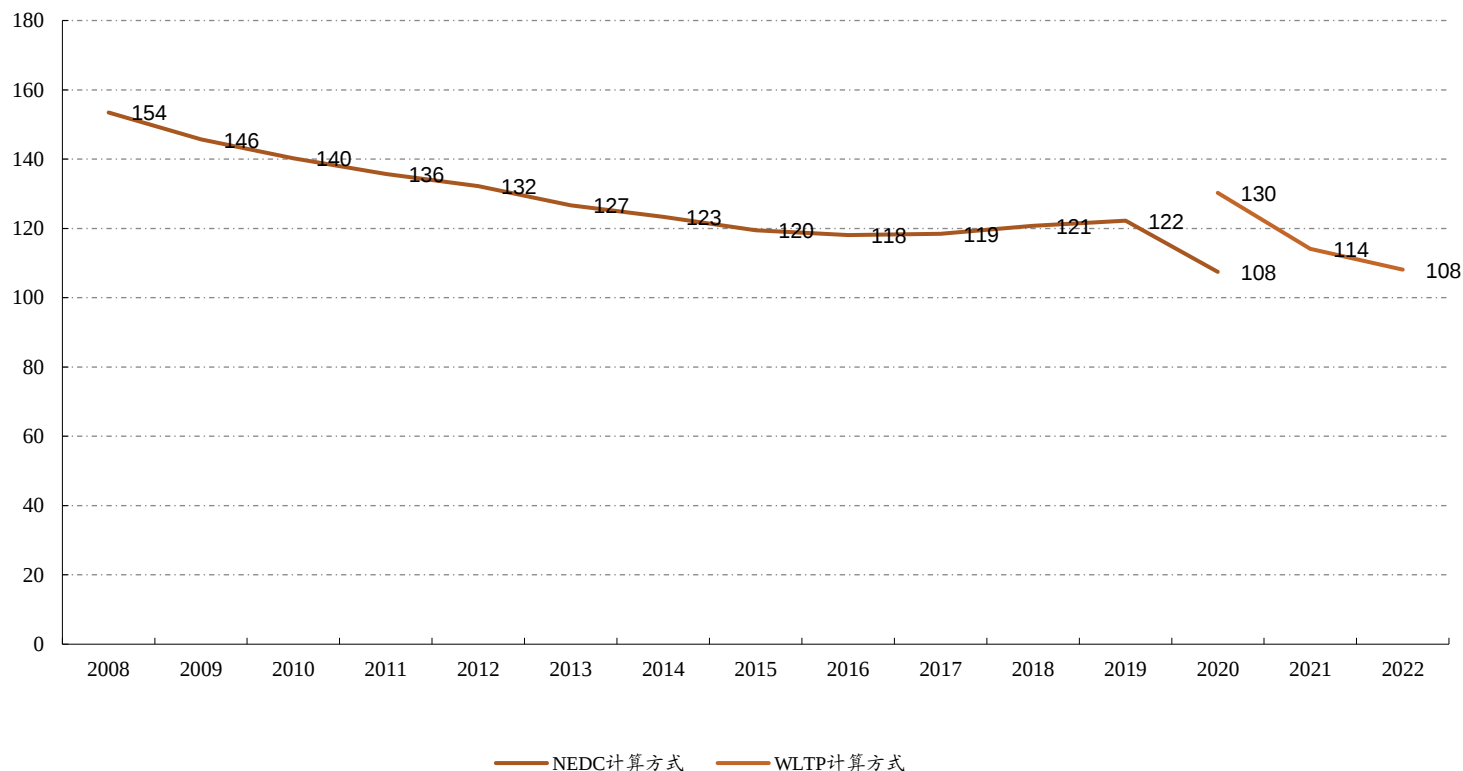
图 E-fuel（合成燃料）

	原理	优势	缺点	应用
E-fuel	一种使用再生能源（如风能、太阳能等）和二氧化碳制造的清洁燃料。在生产过程中，这些再生能源用于驱动生产设备，同时通过气体加压技术将二氧化碳与氢气反应制造出合成燃料。	1) 用可再生能源和二氧化碳制造，较为环保。 2) 在现有的燃油基础设施上进行加注，无需重新修建基础设施。	1) 目前产量有限，保时捷为首的eFuel联盟在智利建设的工厂年产能也只有13万升eFuel，未来将逐步提升到千万升规模，目标2026年产能提升至5亿升 2) 成本高，目前14美元/L，是汽油的10倍	1) 整车端：奥迪、保时捷等均在研发和投入该技术 2) 零部件端：博世、采埃孚和马勒

欧盟乘用车实际排放逐年下降，但仍高于排放目标

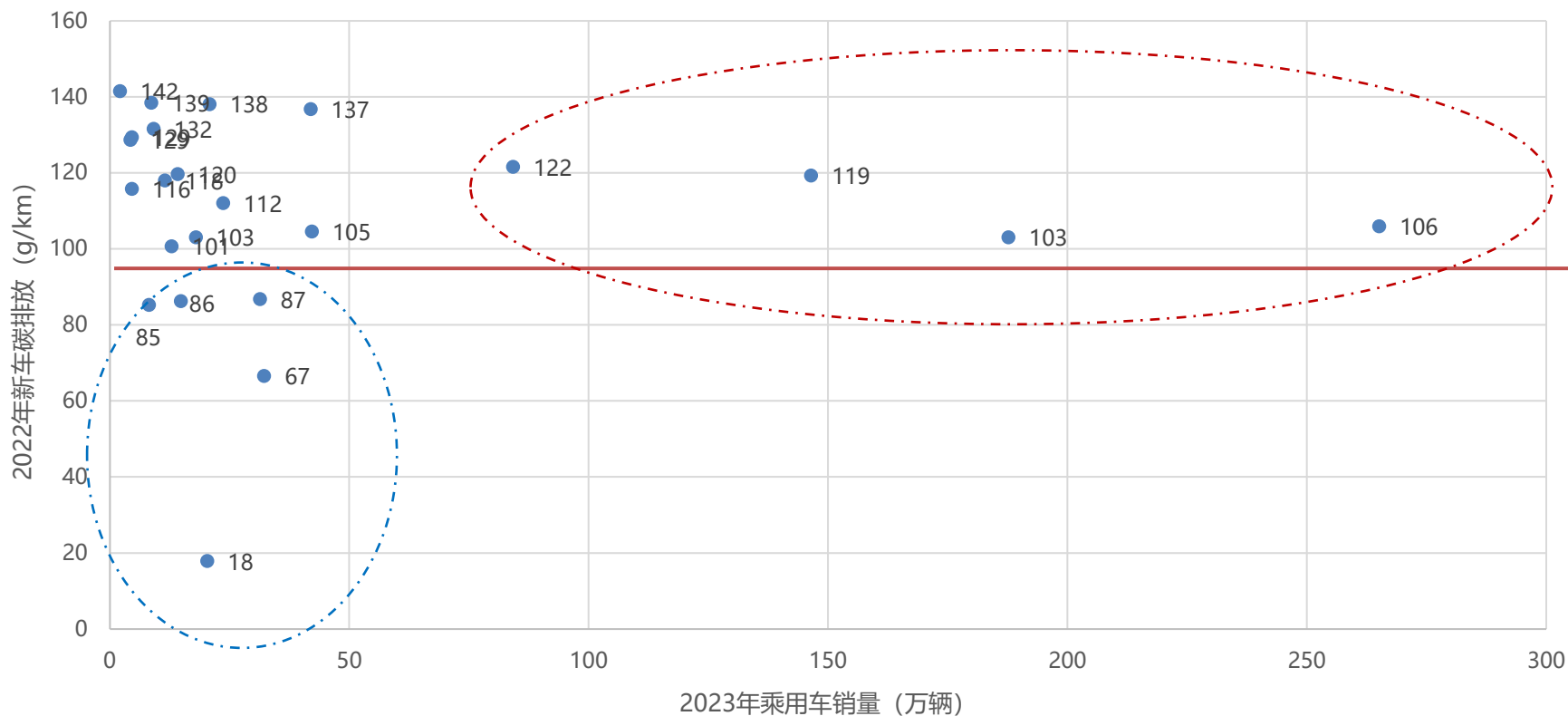
- ◆ **20年碳排放逐步下降，但22年仍为108g/km（WLTP），远高于目标的95g/km。**2020年欧盟新增车型二氧化碳排放量考核标准提升至95g/km，欧洲主流国家及车企加大对电动车的补贴和推广（20年欧洲电动车销量126万辆，增长136%，电动车渗透率提升6pct至8.6%），碳排放下降11.5%至108g/km（NEDC）。2021年测量方式改为WLTP方式，标准大幅提升，2022年碳排放为108g/km，WLTP口径较2020年下降17%，但仍高于95g/km的考核目标。

图 历年欧盟乘用车平均二氧化碳排放（g/km）



- ◆ 从2022年新增乘用车排放数据看，汽车销量德国、法国、意大利碳排放量均较高，分别为106、105、119g/km，其中意大利电动化率不足10%，低于德法20%+水平，因此排放压力最为明显。其余国家看，北欧国家挪威、瑞典、芬兰、丹麦、荷兰排放水平均低于95g/km，特别是挪威由于电动化率超70%，碳排放量仅为18g/km。

图 欧盟主要国家新乘用车22年平均排放（g/km）和23年乘用车销量（万辆）



欧盟主要排放水平高于目标，接受罚款或购买积分

- ◆ **若不降低碳排水平，25年车企将面临巨额罚款。**从车企平均碳排放量来看，福特、大众、丰田、宝马等排放较大。但由于大众、stellantis、雷诺在欧销量较大，23年销量分别为341、254、176万辆，若碳排未降低，至25年将面临11、5、3亿欧元罚款，占利润比重3-5%。
- ◆ **车企通过罚款、缔结联盟或外部购买积分方式满足碳排考核。**在2020年95g/km的考核情况下，大众收到高达2.75亿欧元罚单，Stellantis花费3亿欧元从特斯拉购买积分。（特斯拉2023年出售积分收入17.8亿美元）

图 2022年车企平均碳排放量 (g/km)

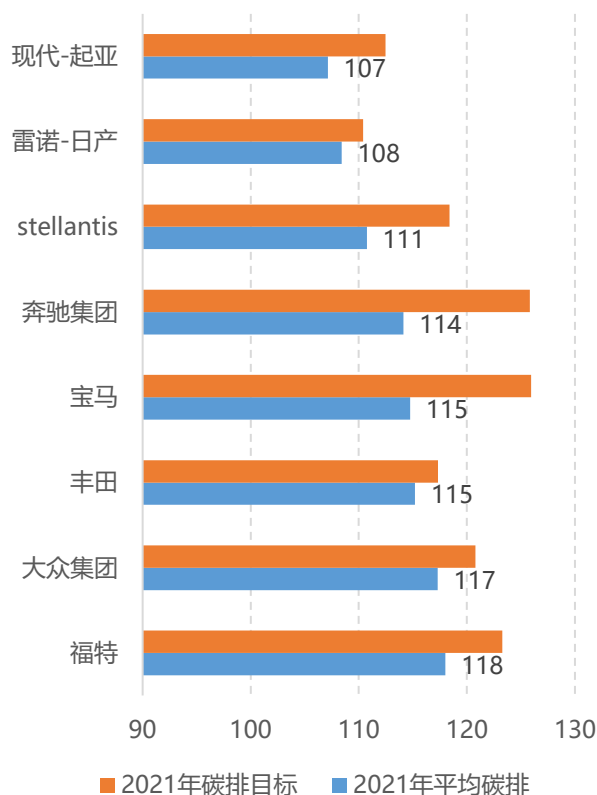


图 欧洲车企利润及碳排罚款弹性测算

车企	23年欧电动车销量 (万辆)	罚款金额 (亿欧元)	2023年利润 (亿欧元)	罚款占23年利润比重
大众集团	341	11	226	5%
stellantis	254	5	186	3%
雷诺日产*	176	3	60	5%
现代-起亚	109	3	86	4%
丰田	95	9	279	3%
宝马*	91	6	127	5%
奔驰集团	81	5	145	3%
福特	77	3	39	7%

备注：

1.假设各车企23-25年碳排放指标未改进，按照当前在欧销量水平，测量25年将面临的罚款

2.宝马23年前三季度利润96亿欧元，23年全年利润为假设；雷诺日产中，日产23年前三季度利润为20亿，全年假设30亿。

测算按照欧盟的目标，对应25年电动化率30%



◆ 我们测算为满足25年碳排考核，欧盟电动化率需达到近30%，对应当年电动车销量近350万辆，增长30%左右。2020-2022年欧盟汽车销量持续走低，2023年有所恢复，销量同比增14%至1050万辆，预计未来有望继续小幅增长。我们测算，2025年未达到欧盟整体考核目标80.8g/km，则当年电动化率需达到40%，对应电动车销量近350万辆，叠加欧洲其他地区销量，合计电动车销量预计可达400万辆，增长30%。

图 碳排放考核目标测算

	2018			2022			2025E			2030E (新标准)		
	销量 (万辆)	占比	碳排放 (g/km)	销量 (万辆)	占比	碳排放 (g/km)	销量 (万辆)	占比	碳排放 (g/km)	销量 (万辆)	占比	碳排放 (g/km)
柴油	563	36.1%	121.5	183	19.4%	145.0	202	17.0%	136.7	103	7.5%	130.0
-其中: 48v	16	2.9%	103.7	37	20.0%	127.1	51	25.0%	120.7	26	25.0%	114.8
-其中: 普通	547	97.1%	122.0	146	80.0%	149.5	152	75.0%	142.0	78	75.0%	135.1
汽车	942	60.4%	123.4	515	54.5%	133.9	601	50.5%	126.2	345	25.0%	120.0
-其中: 48v	27	2.9%	105.3	103	20.0%	117.3	150	25.0%	111.5	86	25.0%	106.0
-其中: 普通	915	97.1%	123.9	412	80.0%	138.0	451	75.0%	131.1	258	75.0%	124.7
新能源车合计	32	2.1%	19.0	216	22.9%	14.4	349	29.3%	10.3	887	64.3%	9.8
纯电动	19	1.2%	0.0	127	13.5%	0.0	245	20.5%	0.0	621	45.0%	0.0
氢燃料	0	0.0%	0.0	0	0.0%	0.0	0	0.0%	0.0	0	0.0%	0.0
插电	13	0.9%	46.0	89	9.5%	35.0	105	8.8%	34.3	266	19.3%	32.6
其他合计	22	1.4%	117.1	30	3.2%	121.9	38	3.2%	114.3	44	3.2%	108.7
LPG	16	1.1%	121.0	24	2.6%	122.2	31	2.6%	116.1	36	2.6%	110.4
NG	5	0.3%	104.0	2	0.2%	105.5	2	0.2%	100.2	3	0.2%	95.3
E85	0	0.0%	123.3	4	0.4%	127.7	5	0.4%	109.2	5	0.4%	103.9
合计	1,560	99.9%	120.4	944	100.0%	108.3	1,191	100.0%	93.6	1,378	100.0%	49.5
考核标准 (g/km)						95.0			93.6			49.5

PART2 车企：短期略有放缓，但电动化目标不变

欧洲车企制定2030年50%电动化目标，多数未调

- ◆ 欧洲车企在2021-2022年均转向电动化，目标多为2030年电动化率达到50%。目前奔驰由于此前目标过于激进，推迟5年至2030年达到电动化率50%，其余车企基本不变；由于欧洲需求疲软，且面临特斯拉、中国车企竞争压力，短期欧洲车企从此前激进规划回归更务实的态度，25-26年为新一轮新车周期。

图 欧洲车企电动化目标及新车计划

车企	电动化目标	战略规划
stelantis	2022年发布“Dare Forward 2030”战略规划中，Stellantis集团将碳排放目标放在首位，表示2030年集团将减少50%的碳排放，生产500万辆电动车，并计划于2038年实现净零碳排放。	共规划4个全新电动化平台STLA Small、Medium、Large 和 Frame，未来所有电动车生产转移至这个四个平台。23年7月发布“STLA Medium”平台，首款基于 STLA Medium 平台发布的车型将是下一代标致 3008，这是一款小型跨界 SUV，于2023年底推出。
大众集团	2021年提出的2030年计划： 2026年将在新平台生产纯电动车，到2030年时纯电动车占比达到50%，到2040年时旗下产品实现零排放，到2050年时实现碳中和目标。 自2022年奥博穆上任后，大众汽车集团投资1800亿欧元提出“十点行动计划”，包括周期计划、产品、中国市场、北美业务、Cariad、研发平台与技术、电池和充电、出行服务、可持续性、资本市场。 2023年12月，奥迪新任 CEO 格诺特·杜尔纳表示，短期内将继续推广内燃机、插电式混合动力汽车，纯电动汽车推出的速度放缓。 根据此前奥迪品牌规划显示，到2026年推出20款新车型，其中一半产品将是纯电车型。	大众在2024年推出第二个电动车模块化平台PPE，奥迪Q6 e-tron将是这个平台的首发车型。 从2025年开始增强版的MEB+平台将会问世。
现代起亚	22年起亚发布2030年战略规划，2030年全球销量400万辆，电动化率50%。其中，纯电2026年销量80.7万辆，2030年120万辆。至2027年，起亚将打造由14款纯电车型组成的完整阵容。	起亚计划到2027年底，将在全球市场推出15款电动新车，包括EV1到EV9的9款车型。大型电动车EV6已在欧洲上市2年，EV9年底欧洲上市。小型车EV5、EV3、EV4将于24-25年上市，其中EV5将于24年中国和韩国上市，EV3-4将于25年在欧洲上市。
戴姆勒	2021年电动化目标：到2025年电动车销量占比达到50%。到2030年，奔驰将在纯电友好的市场提供全面电动化的产品阵容。 2024年宣布推迟电动转型计划5年，到2030年电动车占比50%， 并表示做好了继续生产燃油车的准备。	
宝马	2021年，宝马电动化目标：至2030年，纯电车型将至少占到宝马集团总交付量的50%。其中，2023年，纯电销量将占到集团全球年销量的15%，2024年20%，2025年达到25%，2026年达到33%，到2030年将占据50%。	Neue Klasse是宝马耗巨资计划打造的一个全新电动汽车平台，将于2025年下半年推出，并基于新平台将在两年内推出6款新车，首批车型是SUV和轿车，并将选用圆柱形锂电池。
雷诺日产	2021年，雷诺电动化目标：到2025年，电动乘用车的份额提升到65%；到2030年，目标是电动乘用车至少占有90%的份额。 2021年，日产电动化目标：到2030年，电动化率50%。并且，至2026财年，欧洲市场电驱化车型销量占	根据雷诺的新车规划图，到2024年雷诺将推出至少4辆全新电动车，其中包括雷诺R4和R5的电气化版本，以及一款全新电动车和一款货车。在2024年，日产计划推出新版Micra，这将是一个零排放的版本，并

大众集团：电动化计划基本不变，将推3大新平台

- ◆ **2023年大众在欧电动车渗透率持平：**大众23年全球汽车交付量924万辆，电动化率11%，其中欧洲市场汽车销量340万辆，份额24%，电动车销量62万辆，电动化率18%，同比持平，份额22%。
- ◆ **2030年50%电动化目标基本维持不变：**2021年大众提出到2030年时纯电动车占比达到50%，到2040年时旗下产品实现零排放，到2050年时实现碳中和目标。旗下品牌奥迪原计划26年起面向全球市场只推纯电新车型，但23年末奥迪计划推迟纯电发布规划，继续发布插电、燃油车。另外目前大众推迟在波兰、西班牙电池厂。公司计划23-27年资本开支1800亿欧元投资计划，2/3用于电动化及数字化，1/3内燃机。
- ◆ **25年将发布Meb+新品牌，26年推SSP平台：**大在2024年推出第二个电动车模块化平台PPE，从2025年开始增强版的MEB+平台将会问世，2026年将推SSP平台。

图 大众集团在欧销量（万辆）及渗透率（右轴）

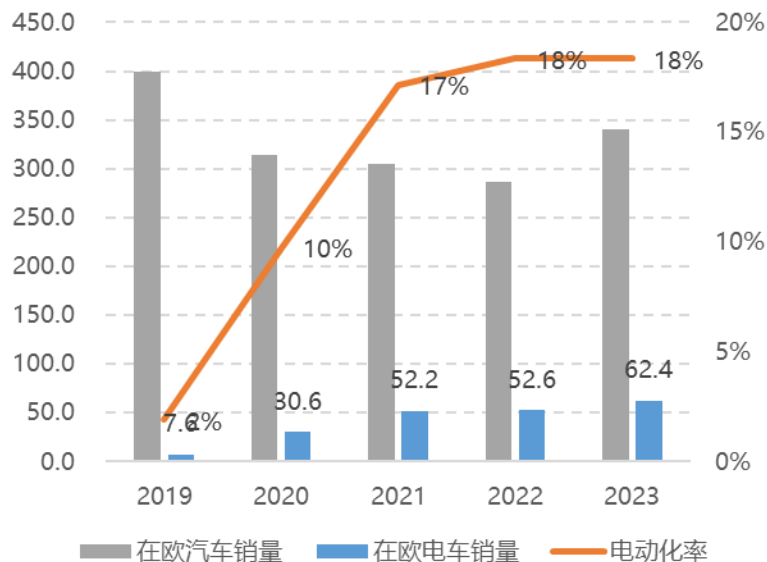


图 新平台及新车规划

平台	推出时间	新车型
PPE平台	2024年	奥迪Q6 e-tron: 中型SUV，基于PPE平台，搭载800v，23年9月发布，24年上市 奥迪A6 e-tron: 中型轿车，基于PPE平台，有望24年发布 保时捷Macan
MEB+平台	2025年	重点改善了续航里程、充电效率、座舱空间等部分。续航里程升级至700km，充电功率提升至175-200kw。且在改平台打造2.5万欧元入门级车型。车型包括ID2 all概念车型、ID. GTI概念车
SSP平台	2026年	覆盖大众的旗下所有品牌和所有级别车型的机电一体化平台架构，化繁为简，可将旗下所有电动车差异缩小60%。大众Trinity或为该平台首款车型。

Stellantis规划四大平台，24年起新车型将密集推出

- ◆ **2023年Stellantis在欧电动车渗透率持平**：23年全球汽车交付量627万辆，电动化率9.1%，其中欧洲市场汽车销量272万辆，份额17%，电动车销量38万辆，电动化率15%，同比持平，份额13%。
- ◆ **目标激进，计划2030年500万辆电动车**：2022年发布“Dare Forward 2030”战略规划中，2030年集团将减少50%的碳排放，生产500万辆电动车，并计划于2038年实现净零碳排放。到2030年，低排放和在欧洲产品阵容中占比70%。
- ◆ **规划四大平台，24年将推18款新车型**：共规划4个全新电动化平台STLA Small、Medium、Large 和 Frame，未来所有电动车生产转移至这个四个平台。23年7月发布“STLA Medium”平台，2024年1月，推出“STLA Large纯电动大型车平台”。计划24年将推出18款纯电动汽车。此外，24年stellantis还将推出雪铁龙 e-C3、Fiat Panda等低价车型。

图 Stellantis在欧销量（万辆）及渗透率（右轴）

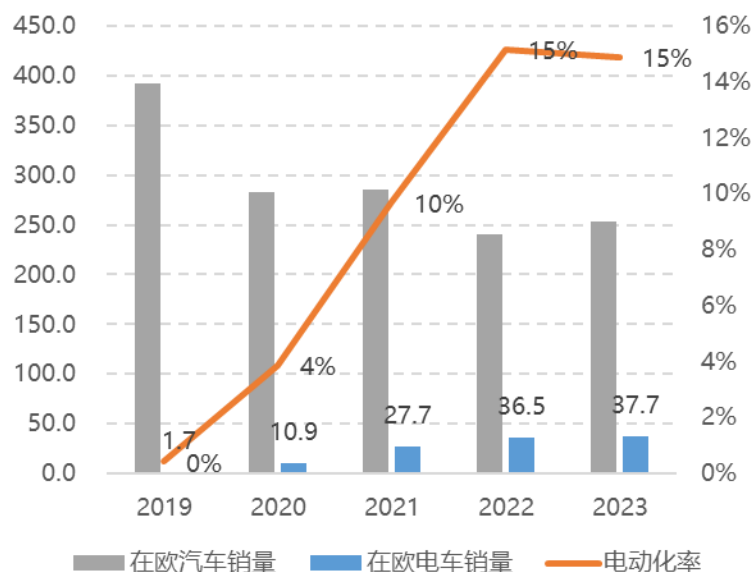


图 新平台及新车型规划

平台	推出时间	新车型
STLA Small	2023年7月	主攻城市通勤车，电池容量37~82kWh，续航上限500km水平 标致3008、5008等
STLA Large	2024年1月	主攻高档轿车，电池容量87~104kWh，续航上限700km水平
STLA Medium		主攻四驱性能车和肌肉车，电池容量101~118kWh，续航上限800km水平
STLA Frame		主攻方向大致是大型勤务车和商用车，电池容量159~200kWh左右，续航上限800km水平

- ◆ **2023年现代起亚在欧电动车渗透率下滑明显：**23年全球汽车交付量730万辆，电动化率7.8%，其中欧洲市场汽车销量108万辆，份额8%，电动车销量23.3万辆，电动化率21%，同比下降4pct，份额8%。
- ◆ **目标为2030年50%电动化率：**22年起亚发布2030年战略规划，目标2030年汽车400万辆，电动化率50%。22年现代制定2030年目标，目标2030年电动车销量187万辆，其中欧洲48万辆。
- ◆ **现代25年将推新平台，起亚25年将在欧推两款经济型新车型：**现代ima标准化平台将于2025年推出，并基于该平台将陆续推出17款新车型；起亚将于2025年在欧洲新推EV3和EV4两款走量车型。

图 现代起亚在欧销量（万辆）及渗透率（右轴）

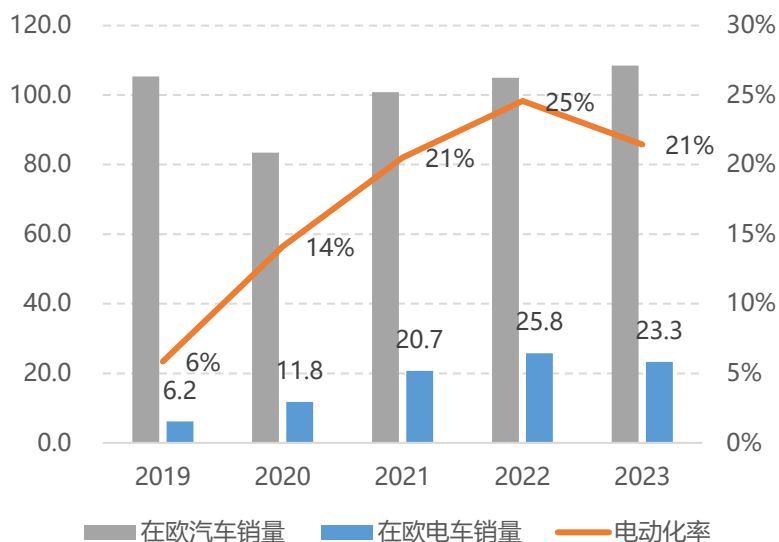


图 现代起亚新车规划

平台	推出时间	新车型
起亚	2024年	起亚计划到2027年底，将在全球市场推出15款电动新车，包括EV1到EV9的9款车型。大型电动车EV6已在欧洲上市2年，EV9年底欧洲上市。小型车EV5、EV3、EV4将于24-25年上市，其中EV5将于24年中国和韩国上市，3-4将于25年在欧洲上市。
现代IMA	2025年	基于E-GMP升级，可实现底盘、电池、电机标准化，新架构将可适用于所有细分市场的纯电动车，并提高续航里程。在该平台上至2030年推出17款新车型。

- ◆ **2023年雷诺日产在欧电动车渗透率下降3pct**：23年全球汽车交付量516万辆，电动化率7%，其中欧洲市场汽车销量175万辆，份额13%，电动车销量17.7万辆，电动化率10%，同比下降3pct，份额6%。
- ◆ **雷诺日产短期电动化目标激进**：2021年雷诺目标到2025年电动化率65%；2030年90%；2021年日产目标到2030年电动化率50%，且2026财年，欧洲市场电驱化车型销量占比75%以上。23年9月日产表示在欧新车型都将为纯电车型，且到2030年在欧只销售纯电车型。
- ◆ **日产加大在英电动化投入，雷诺25年将推评价性车型**：23年底日产宣布，将在英国工厂生产3款电动车，包括日产逍遙客、劲客、新一代Leaf的电动版本。雷诺将聚焦低价车市场，25年推雷诺 5 E-Tech 电动车，起售价2.5w万欧元，并计划与大众合作开发价格低于2万欧的廉价电动车。且原计划依托Ampere，在欧发布7款纯电型，2024年2月雷诺取消Ampere IPO，或对进程有所影响。

图 雷诺日产在欧销量（万辆）及渗透率（右轴）

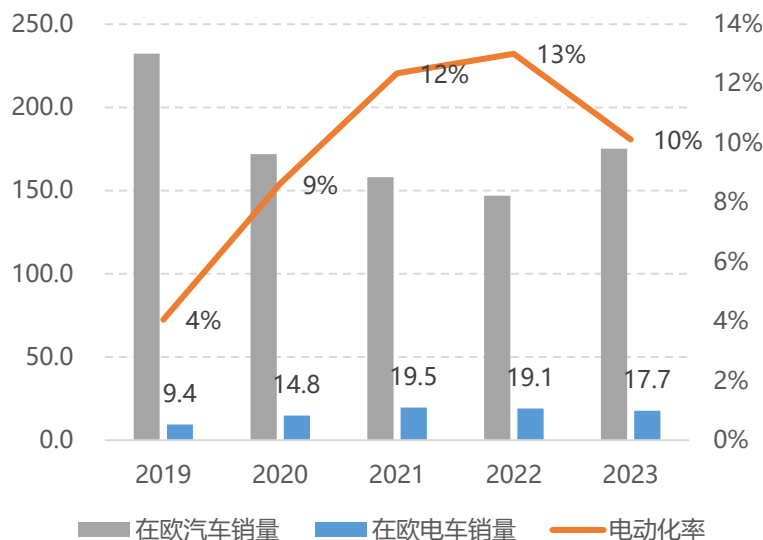


图 新平台及新车型规划

平台	推出时间	新车型
日产	2025年后	23年底，宣布将在英国桑德兰工厂的EV36Zero中心投资高达30亿英镑生产三款电动汽车（EV）和三座电池超级工，分别是目前最畅销的日产逍遙客、劲客、新一代Leaf的电动版本。
雷诺	2025年	1) 雷诺 5 E-Tech 电动车：AmpR Small 平台设计的第一款车辆，起售价2.5w万欧元，25年夏季在法生产； 2) 与大众合作开发价格低于2万欧的廉价电动车； 3) 原计划依托Ampere，在欧发布7款纯电型，2024年2月雷诺取消Ampere IPO，或对进程有所影响。

- ◆ **2023年宝马在欧电动化高，电动化率稳定：**23年全球汽车交付量229万辆，电动化率22.5%，其中欧洲市场汽车销量90万辆，份额6%，电动车销量27.6万辆，电动化率31%，同比持平，份额10%。
- ◆ **目标为2030年50%纯电动化率：**2021年，宝马电动化目标23年纯电动销量占比15%（实际23年纯电动化率10.3%），24年20%，25年25%，26年达到33%，30年将占据50%。
- ◆ **25年宝马将推新世代车型：**宝马集团将从2025年下半年开始投产新一代车型，在随后的两年内将有至少6款新一代车型实现量产，包括一款运动型多功能车（SAV）和一款BMW 3系所在细分市场的纯电轿车。到25年发布新车型中有25%为纯电版本。此外，24年宝马在欧将上市全新i5旅行版本。

图 宝马在欧销量（万辆）及渗透率（右轴）

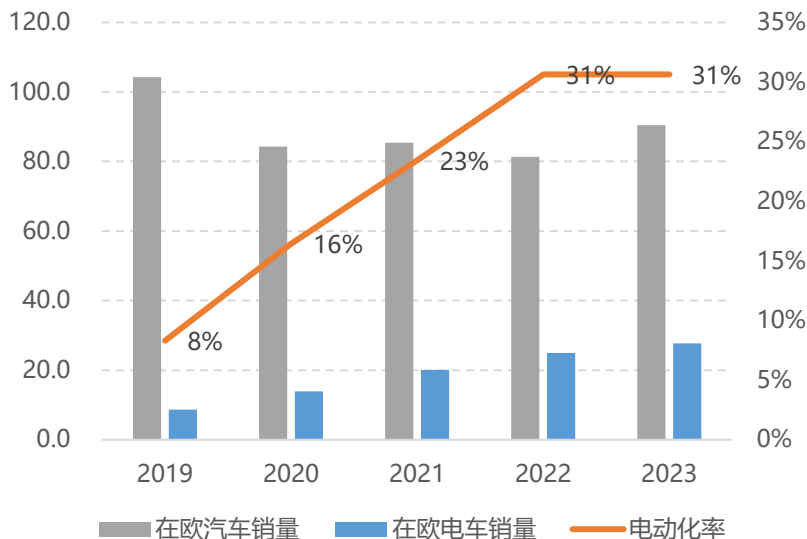


图 新平台及新车型规划

平台	推出时间	新车型
新世代车型	2025年下半年	从2025年下半年开始投产新一代车型，在随后的两年内将有至少6款新一代车型实现量产，包括一款运动型多功能车（SAV）和一款BMW 3系所在细分市场的纯电轿车。 新世代车型将采用宝马的第六代eDrive电力驱动系统和新一代锂离子电池，在总体成本降低50%的同时，实现能量密度提升超过20%、续航里程提升30%、充电速度提升多达30%。

- ◆ **2023年奔驰在欧电动车渗透率高，且略微提升：**23年全球汽车交付量207万辆，电动化率21%，其中欧洲市场汽车销量81万辆，份额6%，电动车销量24.6万辆，电动化率31%，同比增1pct，份额9%。
- ◆ **电动化目标延迟5年至2030年电动化率50%：**2021年奔驰电动化目标为到2025年电动车销量占比达到50%；2024年宣布推迟电动转型计划5年，到2030年电动车占比50%，并表示做好了继续生产燃油车的准备。
- ◆ **MMA新平台或于25年量产，将推4款新车：**不同于之前的EVA平台(定制化EV平台)，MMA是一个电动优先的平台，并发布了首款车型全新 CLA 级概念车，采用 800V 架构，并搭载奔驰MB.OS的车型将具备城市领航的能力，24年将发布量产版本。在不远时间将基于该平台推出1款四门轿跑车、1款猎跑车、2款SUV。

图 奔驰集团在欧销量（万辆）及渗透率（右轴）

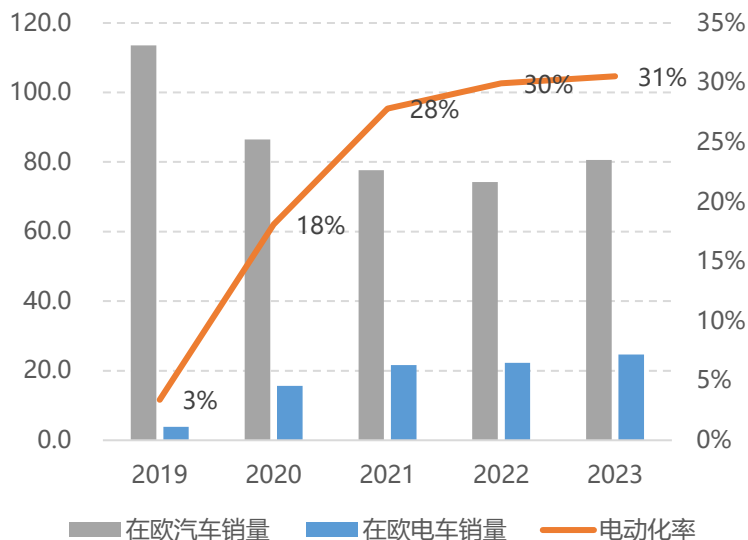


图 新平台及新车型规划

平台	推出时间	新车型
MMA	2025年	1) 不同于之前的EVA平台(定制化EV平台)，MMA是一个电动优先的平台。该平台车型续航里程可以超750km，百公里耗电量12kwh；充电15分钟续航400km等。 2) 基于MMA平台打造，搭载奔驰MB.OS的车型将具备城市领航的能力。 3) 2023年9月慕尼黑车展上，MMA平台首款车型——CLA级准量产概念车全球首发，量产版本2024年推出 4) 在未来不远的时间内，全新的MMA平台将诞生出4款车型，分别是1款四门轿跑车、1款猎跑车、2款SUV

PART3 欧洲销量：24年销量冰点，25-26年强势恢复可期

- ◆ **欧洲2023年汽车销量有所回暖：**2023年欧洲乘用车销量1400万辆，同比增14%，有所恢复，但仍低于高峰期的1700万辆+水平。
- ◆ **2023年欧洲电动车销量增速进一步放缓：**补贴退坡、新车型乏力，欧洲2023年电动车销量288万辆，同比增15%，电动化率21%，同比增1pct基本平稳。

图 欧洲乘用车销量（万辆）及增长率（右轴）

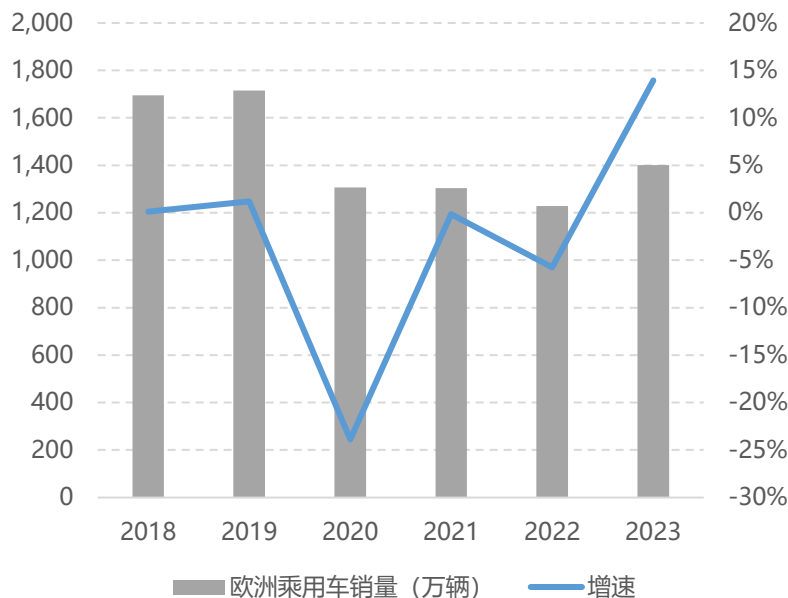
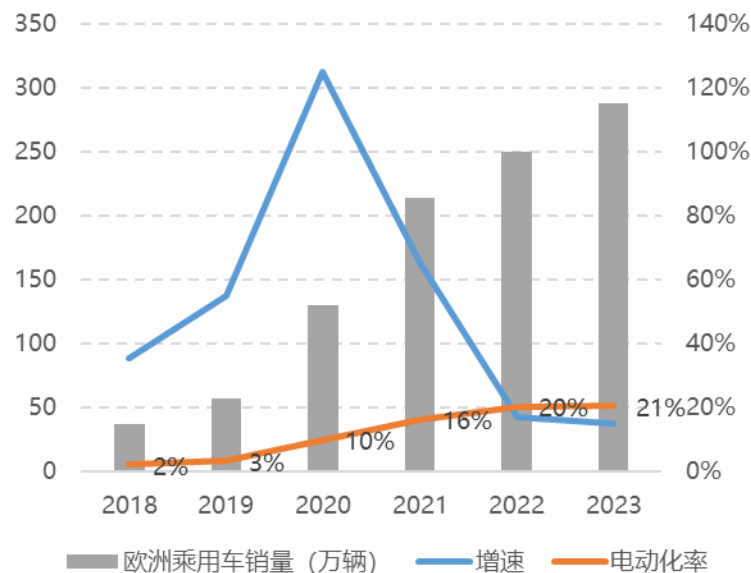
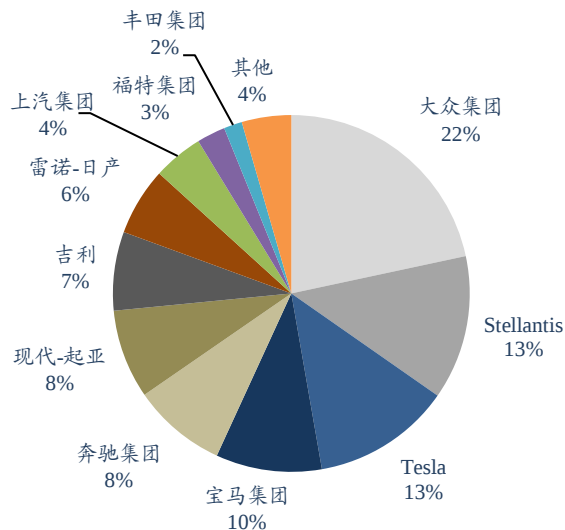


图 欧洲电动乘用车销量（万辆）及同比增速（右轴）

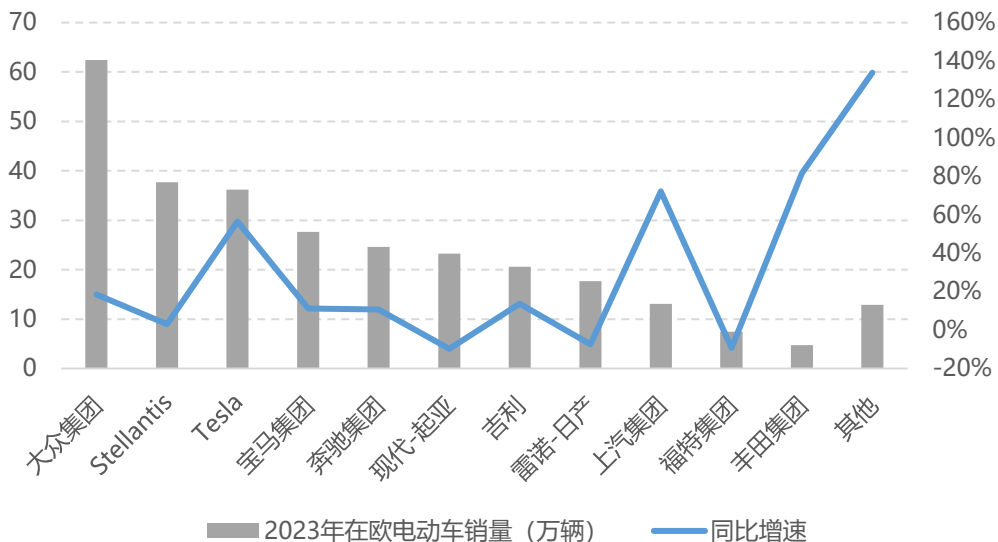


- ◆ **2023年特斯拉贡献欧洲电动车主要增量，其次为中国出口，本土车企相对平淡。** 23年特斯拉在欧销售36万辆，同比提升56%，份额同增4pct至13%；其次，大众销62.4万辆，同比增19%，份额稳定在22%，微增1pct；第三，中国出口（扣除上海特斯拉）24万辆，同增62%，吉利、上汽、比亚迪、长城等贡献增量。Stellantis、宝马、奔驰基本微增，现代起亚、雷诺日产等负增长，相对平淡。

图 2023欧洲电动车市占率 (%)



图：2023欧洲分车企销量（万辆）及同比增速（右轴）



欧洲：部分国家补贴仍处于退坡中，影响销量节奏

◆ 德、法、荷兰等2024年仍需退坡，德国完全取消，其他国家幅度10-30%不等。德国24年toc端补贴取消，tob端补贴23年8月底已完全取消；法国引入碳排放考核，补贴金额不变，但补贴车型减少；荷兰补贴微降13%至0.255万欧元。补贴退坡总体抬升电动车购买成本，预计24将继续消化退坡影响。

图：欧洲电动车补贴政策变化

国家		2023年				2024年			
		车辆类型	要求	补贴金额	变动幅度	车辆类型	要求	补贴金额	变动幅度
				(万欧元)				(万欧元)	
德国	直接补贴	BEV	<4万欧元	0.675	下降0.225-0.3万欧元，9月1日起tob补贴取消，toc不变	BEV	-	取消	下降
			4-6.5万欧元	0.45					
		PHEV	<4万欧元	取消		PHEV	-		
			4-6.5万欧元	取消					
法国	直接补贴	个人BEV	<4.7万欧元	0.7（低收入） / 0.5	下降0.1万欧元	个人BEV	考察生产过程中的碳排放，65%车型可补贴	0.5-0.7	下降
荷兰	直接补贴	个人新BEV	1.2-4.5万欧元	0.295	下降0.04万欧元	个人新BEV	1.2-4.5万欧元	0.255	下降0.04万欧元，2025年取消
		个人二手BEV		0.2	不变	个人二手BEV		0.2	不变，2025年取消
意大利	直接补贴	BEV	<6.1万欧元	0.3	不变（至2024年）	BEV	<6.1万欧元	0.3	不变
		PHEV		0.2		PHEV		0.2	
	置换补贴	BEV	<6.1万欧元	0.2		BEV	<6.1万欧元	0.2	
		PHEV		0.2		PHEV		0.2	
英国	直接补贴	小型/大型BEV箱式货车	-	取消	取消	-	-	-	-
瑞典	直接补贴	EV		-	取消	EV	取消		不变
		PHEV <60gCO2/km		-		PHEV（最高60gCO2/km）			
西班牙	直接补贴	EV/续航大于90km的BEV/PHEV	<4.5万欧元	0.45	不变	零排范围 > 30公里 100%EV/PHEV	<4.5万欧元	0.45	不变（待定）
	置换补贴			0.25				0.25	
挪威	直接补贴	个人新BEV		阶梯式征收购置	不变	个人新BEV		阶梯式征收购置	不变

欧洲：启动反补贴调查，具体影响仍需看后续细则

- ◆ **特斯拉、上汽名爵、东风易捷特为出口欧洲的主要车企，比亚迪、长城等增量趋势明显。**我们测算23年中国出口欧洲电动车42万辆，同比增24%，其中特斯拉预估19万辆，同比-5%；非特斯拉车企贡献24万辆，同比增62%，其中上汽13万辆，同比增82%，东风易捷特5.9万辆，同比增23%，吉利领克2.2万辆，同比增13%，比亚迪1.6万辆，增长286%。
- ◆ **反补贴具体影响仍需看后续细则，车企或将产能转移至欧洲本土。**特斯拉在德国已拥有产能37.5万辆产能，且有扩建计划；名爵已计划再次在欧洲建厂，领克可共用沃尔沃欧洲产能，故而中长期看，本土化生产后，对这些车企影响有限。

图：中国出口欧洲电动车测算（辆）

车企	车型	202307	202308	202309	202310	202311	202312	2023年	2022年	同比
特斯拉	合计	9,151	17,140	10,133	7,439	18,809	21,304	185,628	195,439	-5%
	Model3	5,609	11,807	3,602	6,331	17,389	12,897	99,722	90,709	10%
	ModelY*	3,542	5,333	6,531	1,108	1,420	8,407	85,906	104,730	-18%
上汽集团	名爵	9,761	9,980	14,215	10,485	11,054	15,737	131,003	71,805	82%
东风易捷特	Dacia spring	5,464	5,720	4,671	5,954	5,208	5,189	58,783	47,955	23%
吉利	领克	1,789	883	728	709	610	393	22,090	19,564	13%
比亚迪		1,852	2,774	1,677	1,755	2,114	2,469	15,655	4,057	286%
长城	欧拉	321	2,361	638	674	677	652	6,360	216	
蔚来汽车		100	515	171	408	197	142	2,371	1,204	97%
爱驰汽车		43						458	695	-34%
塞力斯		34	25	13	17	21	95	372	698	-47%
小鹏汽车		126	84	108	106	361	279	1,089	745	46%
中国出口欧洲合计		28,641	39,482	32,354	27,547	39,051	46,260	423,809	342,378	24%
中国出口欧洲-非特斯拉		19,490	22,342	22,221	20,108	20,242	24,956	238,181	146,939	62%
中国电动乘用车出口总口径		88,869	78,361	91,164	112,006	85,789	102,457	1,040,854	608,977	71%
欧洲占比		32%	50%	35%	25%	46%	45%	41%	56%	

注：假设欧洲M3均为中国出口，MY出口为欧洲销量-德国工厂估算产量

欧洲24年销量低点，预计25-26年将显著恢复

- ◆ 综合考虑车型周期、补贴退坡变化，我们预计欧洲2024年中性销量316万辆，同比增8%；乐观下有望达到346万辆，同比增18%。若反补贴调查政策落地，且对中国车企不利，或在短期影响欧洲销量增速。
- ◆ 2025年增速将恢复至30%+，销量达到400万辆。但考虑25年为欧洲碳排放考核又一节点，且主要车企电动化新平台及新车型基本与2025-2026年推出，我们中性预测2025年销量有望恢复30%增长至400万辆。

图：欧洲24年销量月度预测（万辆）

		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	合计
2023年	销量	15	17	31	19	24	30	22	25	27	24	26	28	288
	同比	3%	13%	27%	26%	39%	40%	44%	65%	11%	14%	-4%	-29%	15%
2024年 (乐观)	销量	18	22	33	23	26	34	26	26	36	29	32	42	346
	同比	22%	25%	6%	20%	8%	15%	17%	1%	32%	24%	22%	26%	18%
2024年 (中性)	销量	18	20	30	21	24	31	23	23	33	27	29	38	316
	同比	22%	14%	-4%	10%	-1%	4%	6%	-8%	20%	13%	10%	15%	8%
2024年 (悲观)	销量	18	18	27	19	21	28	21	21	29	24	26	34	287
	同比	22%	2%	-14%	-1%	-11%	-6%	-4%	-18%	8%	2%	-1%	3%	-2%

	万辆	Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2023年	销量	63	73	74	83	294
	同比	16%	36%	35%	-5%	17%
2024年 (乐观)	销量	73	83	87	104	346
	同比	15%	14%	17%	24%	18%
2024年 (中性)	销量	68	76	79	94	316
	同比	7%	4%	6%	13%	8%
2024年 (悲观)	销量	63	68	71	85	287
	同比	-1%	-7%	-4%	2%	-2%

PART4 中国供应链在欧提前布局，将充分受益增速恢复

- ◆ **欧洲电动车带电量持续提升，25年装机电量有望达到240gwh。**2023年欧洲动力电池装机量154gwh，同比增28%，单车带电量为53kwh，同比增11%，随纯电占比提升，单车带电量持续增加。我们预计2025年若欧洲电动车销量达到400万辆，按照单车带电量60kwh，对应装机电量为240gwh，考虑备货，实际电池需求将为288gwh。
- ◆ **供应链看，中国厂商在欧份额持续提升。**2023年宁德时代在欧份额为35.1%，略微低于LGES，但宁德份额仍处于持续攀升阶段，公司最新定点份额40%+，且LGES将不在欧洲扩建产能。材料环节看，中国厂商配套宁德，并在LGES中也为主要供应商，2025年将双重受益于欧洲增速恢复。

图 欧洲动力总电池装机量 (gwh) 和单车带电量 (kwh)

图 欧洲2023年动力电池竞争格局

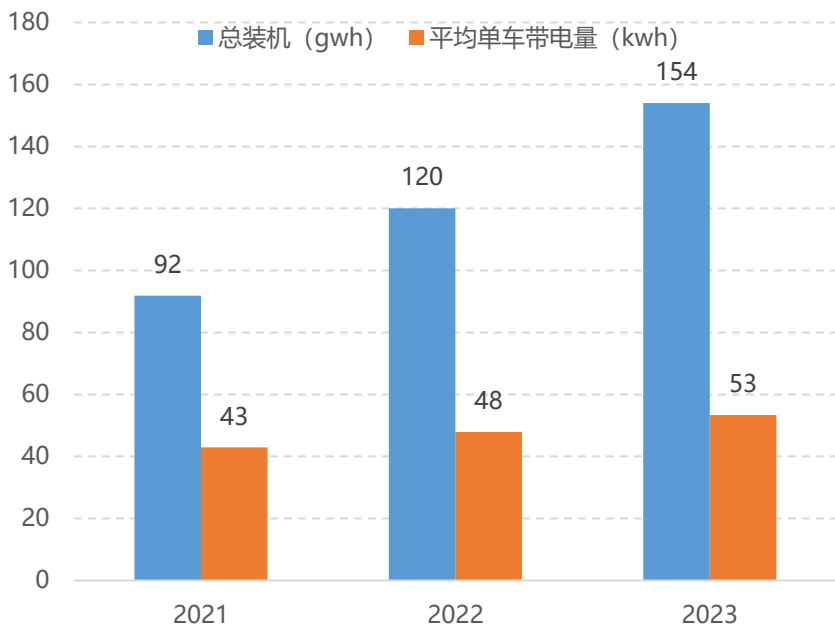
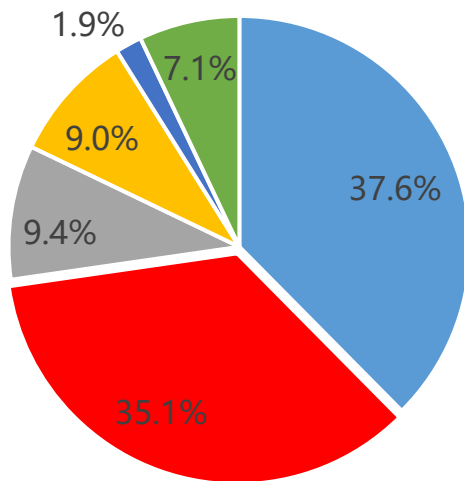


图 欧洲2023年动力电池竞争格局



◆ 中国电池企业凭借产品、成本优势，在欧洲份额已大幅提升，弥补欧洲锂电产业链产能匮乏。2020年起开始规划在欧产能，2023年宁德、科达利、新宙邦等在欧第一批产能已投产，并规划第二批产能，预计2025-2026年在欧产能大幅投产。其中宁德在德国14gwh产能已投产，在匈牙利规划100gwh，一期将于24年底建成。

图 中国企业在欧产能规划

	欧洲布局
宁德时代	德国图林根州规划14GWh电芯产能，2022年4月已获得8GWh生产许可。 2022年8月12日公告拟在匈牙利投资建设电池产业基地，总投资不超过73.4亿欧元。规划电池产能100 GWh，将于今年开工建设，预期完工时间2028年。
亿纬锂能	2022年3月29日公告与匈牙利签署意向书购买土地，用于建设新型圆柱动力电池工厂。
科达利	分别于2020年11月2日、10月29日、3月20日公告投资建设匈牙利、瑞典、德国生产基地一期，生产动力锂电池精密结构件。2022年已完工，2023年开始正式生产。
天赐材料	德国1万吨朗盛代工厂，摩洛哥规划
新宙邦	2018年3月公告于波兰建设年产4万吨锂离子电池电解液、5000吨NMP和5000吨导电浆项目，预计2022年完工。 2021年8月公告于荷兰建设年产 10 万吨锂离子电池电解液、20 万吨碳酸酯溶剂、8万吨乙二醇，分两期进行，其中：一期 5 万吨锂离子电池电解液、10万吨碳酸酯溶剂、4 万吨乙二醇。一期预计2024年完工。
当升科技	2021年11月公告于芬兰建设10万吨高镍动力锂电正极材料生产基地，其中一期5万吨预计2024年完工。
容百科技	计划2025欧洲设厂
中伟股份	2021年12月公告在芬兰建设年产12万吨高镍三元前驱体生产基地，一期年产2万吨预计2024年完工。
恩捷股份	2020年11月公告于匈牙利建设年产4亿平方米基膜工厂。预计2023年Q1投产。
星源材质	2020年9月公告在瑞典建设0.9亿平方米隔膜工厂，预计2022年完工，向Northvolt供货。
诺德股份	
天奈科技	2022年6月24日公告在德国建设年产3,000吨碳纳米管导电浆料生产线项目
璞泰来	瑞典10万吨负极一体化

Part5 投资建议及风险提示

- ◆ 欧洲24年为销量冰点，但25年碳排放考核又一节点，叠加车企新平台新车型推出，预计2025年电动车销量将恢复30%+增长。市场已充分预期24年欧洲增速放缓，短期国内排产强势恢复，各环节盈利逐步触底，展望25年电动车板块将恢复成长性，我们看好电动车板块估值修复。
- ◆ 投资建议：首推Q1业绩确定性高的标的，推荐**宁德时代、亿纬锂能、科达利、璞泰来、威迈斯、中伟股份、天奈科技**等，并看好盈利筑底且具备全球竞争力的标的，推荐**天赐材料、湖南裕能、恩捷股份、星源材质、华友钴业、容百科技**等；以及短期价格反弹的锂相关标的，建议关注**永兴材料、中矿资源、天齐锂业、赣锋锂业、雅化集团**等。

表：主流公司估值表（截至2024年3月15日）

	名称	总市值 (亿元)	股价	归母净利润（亿元）			PE			PB现值	评级
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E		
电池	宁德时代	8,086	184	441	463	564	18	17	14	4.5	买入
	比亚迪	5,963	212	303	369	447	20	17	14	4.8	买入
	亿纬锂能	853	42	41	53	67	21	16	13	2.5	买入
	欣旺达	265	14	10	12	14	25	22	18	1.2	买入
	蔚蓝锂芯	95	8	2	3	4	62	27	23	1.5	买入
	派能科技	169	96	6	6	9	30	29	19	1.8	买入
	鹏辉能源	135	27	4	6	8	37	23	16	2.4	买入
结构件	科达利	224	83	12	14	18	19	16	12	2.3	买入
电解液	天赐材料	428	22	19	16	21	22	27	21	3.3	买入
	新宙邦	301	40	10	14	19	29	21	16	3.5	买入
负极	璞泰来	413	19	23	36	49	18	11	8	2.4	买入
	尚太科技	82	31	7	8	11	11	10	7	1.5	买入
	信德新材	33	33	0	1	2	78	26	20	1.2	买入
隔膜	恩捷股份	452	46	31	39	50	15	11	9	1.7	买入
	星源材质	164	12	10	12	17	17	13	10	1.7	买入
	壹石通	45	22	0	1	1	180	43	32	2.0	增持
正极	华友钴业	484	28	42	57	76	12	9	6	1.5	买入
	中伟股份	359	54	19	23	32	18	15	11	1.9	买入
	德方纳米	122	44	-15	4	6	-	34	20	1.6	买入
	万润新能	59	47	-10	5	9	-	13	7	0.9	买入
	容百科技	150	31	6	8	11	25	19	14	1.7	买入
	振华新材	74	15	1	3	4	71	28	21	1.5	买入
	当升科技	180	36	19	15	18	9	12	10	1.4	买入
	厦钨新能	145	35	5	9	11	27	17	13	1.7	未评级
	湖南裕能	218	29	20	22	28	11	10	8	1.9	买入
导电剂	长远锂科	115	6	-1	5	6	-	23	18	1.6	未评级
	天奈科技	80	23	2	4	5	38	22	16	3.2	买入
铜箔	嘉元科技	69	16	10	13	20	7	5	3	1.0	买入
	诺德股份	82	5	7	9	14	13	9	6	1.3	买入
铝箔	鼎胜新材	84	9	5	6	7	15	14	12	1.3	买入
设备	曼恩斯特	82	68	4	5	6	23	18	13	2.8	买入
	骄成									3.6	买入

- ◆ **政策不及预期：**欧洲严格碳排考核制度，与部分群体利益冲突，或因此对抗政策，影响政策真正落地。
- ◆ **价格竞争超市场预期：**新能源汽车市场迅速发展，市场竞争日趋激烈。动力电池作为新能源汽车核心部件之一，吸引众多投资者通过产业转型、收购兼并等方式参与市场竞争，各大厂商产能扩大迅速，市场竞争十分激烈，市场平均价格逐年走低，压缩了公司的盈利水平。
- ◆ **原材料价格不稳定，影响利润空间：**原材料成本在整体成本中占比较高，原材料价格波动将会直接影响各板块的毛利水平。
- ◆ **投资增速下滑：**各板块投资开始逐渐放缓，对行业发展和核心技术的突破有直接影响。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证50指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园