



汽车及汽车零部件行业研究

买入（维持评级）

行业专题研究报告

证券研究报告

汽车组

分析师：陈传红（执业 S1130522030001）

chenchuanhong@gjzq.com.cn

ToC 战略：从技术驱动迈向技术+品牌驱动

—— 宁德时代专题二

投资逻辑

要素品牌战略专属 B2B2C 龙头企业，有效建立品牌认知。把应用在 B2B 领域的关键要素引入 toC 市场，并打造品牌赢得知名度的战略，称为要素品牌战略，旨在通过要素的推广，使 B2B 品牌建立在终端用户心智中的优势认知。由于战略的实行条件严苛（对赛道本身&对发起者），策略执行者主要为特定细分市场的龙头，如英特尔、莱卡、利乐等。

要素品牌战略作用在于扩大份额、超额盈利、提升估值。份额角度，禧玛诺、利乐、英特尔在各自的市场领域均长期 >50%；盈利角度，禧玛诺（主营自行车配件）1993-2022 年收入/净利润/自由现金流 CAGR=4.7%/8.0%/9.6%，毛利率从 24.5%增至 42.2%，净利率从 8.3%增至 20.7%，自行车配件营业利润率从 11%提升至 28%，规模远超对手；布雷博（主营汽车制动）1995-2023 年收入/利润/自由现金流 CAGR=11.8%/11.4%/12.3%，超过汽零企业大陆、电装、博格华纳等同期水平，1998-2023 年收入/利润 CAGR 超越同样主营汽车制动的 Knorr-Bremse Group、曙光制动器；估值角度，禧玛诺、布雷博相较品牌化程度较低的可比企业拥有更高的估值中枢，在 PB、PS、EV/EBITDA 估值上更为显著。

复盘英特尔：品牌化为核心，搭配营销组合拳，实现份额扩大和盈利巩固。90 年代初面对产品同质化竞争，英特尔通过推出&迭代“奔腾”系列、ToC 营销（广告投放）、和 B 端合作营销（合作 OEM 厂推广“Intel Inside”及搭载 Intel 的电脑）、赋能 OEM 厂（协助缩短 PC 开发周期）等组合拳，打破了 286、386 处理器作产品命名下的同质化竞争，打造强大的用户心智，从而在 90 年代实现份额增长（70%→80%+）、巩固盈利（91/92/93 年毛利率分别达 52%/56%/63%）、并与同行甩开巨大差距（与 AMD 的毛利率差距在 91/93/96 年分别达 5/11/30pct）。

宁德时代 ToC 前提：消费者对电池的感知持续强化。安全性、电池寿命、里程焦虑仍为当前消费者购买新能源汽车的最核心担忧，均与电池相挂钩。由于电池安全事故时有发生（韩国电池安全事故大幅催化消费者的品牌认知）、25 年起电池纳入车检、电池脱保期限来临、V2G 发展等催化，及冬季续航里程衰减、充电不便利性等问题持续存在，消费者对电池的感知将愈发强烈，构成宁德时代布局要素品牌战略的核心基础。

宁德时代 ToC 路径：产品为基，品牌为核，营销为矛。面对竞争，公司以产品力为根基，采取品牌化战略，针对铁锂车型、三元车型、商用车、乘用车换电、重卡换电分别推出神行电池、麒麟电池、天行、EVOGO、骐骥换电五大品牌，其中神行电池（大品牌）又通过子产品（如神行 PLUS、神行-低温版/长寿命版）在长续航、快充、低温、长寿命等方面打造单项冠军，打破消费者对铁锂电池的同质化认知。营销方面，公司从 ToC 营销（广告投放、线下体验馆、宁家服务）、和 B 端合作营销（公司和车企互相宣传车型/电池、车型贴标）、赋能 B 端（助力客户拓宽品类、开发滑板底盘）打造全面营销体系并形成反馈机制，强化消费者的品牌认知。公司的 toC 路径与英特尔高度类似，看好效果兑现。

效果展望：公司份额、利润率、估值仍有上行空间。公司在 23、24 年 1-7 月的国内铁锂份额为 34%、38%，铁锂份额已重回上行，公司 24 年 1-7 月全球份额 38%，看好长期提升（参考禧玛诺、利乐等全球份额>50%）；当前消费者的品牌认知已成雏形，公司 24H1 销售净利率为 15%，长期看公司有望受益于品牌溢价而巩固利润率（参考禧玛诺 1993-2022 年自行车配件营业利润率从 11%升至 28%，英特尔 1991-2005 年净利率多数时间维持在 18%-28%）；公司估值仍具备上行空间（1993-2023 年禧玛诺的 PE 估值均值为 29X，一致预期公司当前对应 24 年 PE 估值约 16X）。

投资建议

面对竞争，公司坚定推进品牌化战略，以差异化打破消费者对电池的同质化认知。通过对要素品牌企业的横向研究对比，我们看好在 toC 战略的加持下，公司进一步扩大份额、实现超额盈利、提升估值中枢。重点推荐宁德时代。

风险提示

新能源汽车市场需求不及预期，公司品牌推广效果不及预期，车企自研电池量产，客户份额整体下滑。

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



内容目录

一、要素品牌战略：助力 B2B2C 企业迈向新高度	5
1.1 特点：适配 B2BC 龙头，实行条件严苛	5
1.2 作用：扩大份额、超额盈利、提升估值	6
二、复盘英特尔：通过要素品牌化提升份额，巩固盈利	13
2.1 背景：PC 加速普及，CPU 产品同质化引发价格战	13
2.2 路径：全面营销+赋能 OEM，英特尔 toC 不止 Intel Inside	14
2.3 效果：市占率 70%→90%，巩固份额与盈利	16
三、电池赛道为何适合 toC 战略——消费者对电池的感知持续强化	19
3.1 电池寿命、续航、安全性为消费者购车的核心阻碍因素	19
3.2 安全：安全事故（韩国为例）、电池车检有助于催化 C 端认知	21
3.3 电池寿命：电池脱保来临+V2G 发展，寿命焦虑增强	25
3.4 续航&快充：里程焦虑仍存在，聚焦电池的低温、快充性能	27
四、宁德时代 toC 路径：产品为基，品牌为核，营销为矛	28
4.1 背景：电车持续渗透，电池陷入价格战	28
4.2 品牌化：产品力为根基，打造差异化认知	28
4.3 营销体系：全面营销+赋能车企，远不止 CATL INSIDE	33
五、效果展望：效果逐步兑现，长期看有助于巩固份额和盈利	37
5.1 份额：看好份额持续上行	38
5.2 盈利&估值：有望建立品牌溢价，巩固利润率、估值	39
5.3 限制：相比英特尔，公司仍面临部分不利条件	41
六、投资建议	43
七、风险提示	43

图表目录

图表 1：要素品牌战略	5
图表 2：要素品牌战略的价值和实行条件	6
图表 3：要素品牌战略的发起者多为细分赛道龙头	6
图表 4：禧玛诺、利乐、英特尔均在终端产品中拥有较高价值量占比，且拥有各自市场较高的份额	7
图表 5：禧玛诺历史营收整体保持稳健增长（十亿日元）	8
图表 6：禧玛诺历史净利润整体保持稳健增长（十亿日元）	8
图表 7：禧玛诺历史盈利能力整体稳健向上	8
图表 8：禧玛诺历史自由现金流稳健向上（十亿日元）	8
图表 9：禧玛诺配件在美国高端自行车市场搭载率持续提升	9



图表 10: 对于中端自行车, Shimano 部件占材料成本的约 20%.....	9
图表 11: 布雷博营业收入整体保持增长趋势 (百万欧元)	10
图表 12: 布雷博净利润整体保持增长趋势 (百万欧元)	10
图表 13: 金融危机后, 布雷博盈利能力整体稳健.....	10
图表 14: 布雷博 2013 年后自由现金流有所扩大 (百万欧元)	10
图表 15: 禧玛诺、爱信精机历史 PE 对比.....	11
图表 16: 禧玛诺、爱信精机历史 PB 对比.....	11
图表 17: 禧玛诺、爱信精机历史 PS 对比.....	11
图表 18: 禧玛诺、爱信精机历史 EV/EBITDA 对比.....	11
图表 19: 布雷博、曙光制动器历史 PB 对比.....	11
图表 20: 布雷博、曙光制动器历史 PS 对比.....	11
图表 21: 布雷博、曙光制动器历史 EV/EBITDA 对比.....	12
图表 22: 英特尔、AMD 历史 PE 对比.....	12
图表 23: 英特尔、AMD 历史 PB 对比.....	12
图表 24: 英特尔、AMD 历史 PS 对比.....	12
图表 25: 英特尔、AMD 历史 EV/EBITDA 对比.....	12
图表 26: 23Q4 英特尔在全球 PC 端 CPU 出货份额 78%.....	13
图表 27: 1990 年代为美国个人 PC 的普及期.....	13
图表 28: 1990 年 Q3-1992 年 Q3 英特尔的 486 芯片价格持续下降, 降幅在 1991 年尤为明显.....	14
图表 29: 英特尔把 286 与红色 X 划掉以表示其过时, 紧随推广 386 处理器.....	14
图表 30: 英特尔的要素品牌化战略的推行路径.....	15
图表 31: PC 制造商在广告和产品中贴上“Intel Inside”标签, 作为回报, 英特尔给予销售返利作为广告费用.....	16
图表 32: 1990 年代英特尔在微处理器的市占率持续提升, 从 1993 年 Q1 的 70%左右提升至一度最高 90%以上.....	17
图表 33: 1990 年代英特尔收入大幅提升, 同期 AMD 从 1996 年起收入承压 (百万美元).....	17
图表 34: 1990 年代英特尔净利润大幅提升, 同期 AMD 从 1995 年利润持续承压 (百万美元).....	18
图表 35: 1990 年代英特尔毛利率基本维持在 50%-60%, AMD 从 1995 年起毛利率显著下行.....	18
图表 36: 1990 年代英特尔净利率整体保持领先.....	19
图表 37: 1990 年代英特尔的销管费率一直大于研发费率.....	19
图表 38: 燃油车车主购买新能源车的主要考虑因素, 续航里程排第一.....	20
图表 39: 新能源车车主购买新能源车的主要考虑因素, 安全性排第一.....	20
图表 40: 无车车主购买新能源车的主要考虑因素, 续航里程排第一.....	20
图表 41: 消费者购买新能源车的阻碍因素中, 电池寿命、续航里程、安全性为核心要素.....	21
图表 42: 准新能源车车主更担忧: 实际续航差异和电池后续衰减严重.....	21
图表 43: 起火事件后车企公布在韩国出售车型的电池供应商信息.....	22



图表 44:	韩国奔驰起火事件引发的政府、民众对于电池安全的关注度大幅提升, 相关立法推进中	23
图表 45:	电动二轮车锂电池市场规模有所萎缩	24
图表 46:	电动二轮车锂电池出货量有所萎缩	24
图表 47:	新能源车动力电池安全类焦虑, 电池起火排第一	24
图表 48:	2023 年全年乘用车召回涉及问题排行, 电池安全为新能源车召回第一大原因	25
图表 49:	新能源汽车运行安全性能检验项目表	25
图表 50:	每年电池质保到期的新能源汽车数量预计将大幅提升	26
图表 51:	对电池使用寿命的影响, 是用户参与 V2G 主要顾虑	27
图表 52:	用户对于参与 V2G 造成的电池使用寿命损耗忍受度较低	27
图表 53:	新能源汽车的月度渗透率持续提升	28
图表 54:	电池价格持续下降 (元/Wh)	28
图表 55:	宁德时代用麒麟电池、神行电池、天行、EVOGO、骐骥换电打造品牌认知	29
图表 56:	铁锂领域, 神行电池相比其他企业的电池做出了更大的差异化及更快的量产	29
图表 57:	三元领域, 麒麟电池相比其他企业的电池做出了更大的差异化及更快的量产	31
图表 58:	宁德时代商用车“天行”分超充版、长续航版, 解决不同场景痛点	32
图表 59:	宁德时代推动 toC 战略的路径与英特尔模式高度相仿	33
图表 60:	宁德时代在视频号、小红书等社媒做推广宣传, 和咪咕达成战略合作协议	34
图表 61:	宁德时代线下营销涉及车展、机场等场景	34
图表 62:	众多新能源车品牌在宣传时带上宁德时代	35
图表 63:	猛士科技贴上“CATL INSIDE”标识	36
图表 64:	宁德时代滑板底盘技术	37
图表 65:	宁德时代滑板底盘的优势包括缩短研发周期、降本、开发更自由	37
图表 66:	近年国内铁锂电池占比呈现上升趋势	38
图表 67:	公司在国内三元电池装机份额稳固	38
图表 68:	公司 24 年国内铁锂电池装机份额有所提升	38
图表 69:	公司全球份额稳步提升	39
图表 70:	24H1 宁德时代与二线电池企业单位毛利的差距来源包括了更优的产品结构、客户结构、技术&品质溢价及成本优势, 未来或新增产品溢价 (元/Wh)	40
图表 71:	公司销售毛利率、销售净利率持续上行	41
图表 72:	计算机架构方面, 1990 年 IBM PC 平台 (含克隆机) 占据市场主导	41
图表 73:	1994-1996 年美国 PC 市场份额情况	41
图表 74:	新能源汽车比亚迪份额较大, 其他企业相对分散	42



一、要素品牌战略：助力 B2B2C 企业迈向新高度

1.1 特点：适配 B2BC 龙头，实行条件严苛

要素品牌化策略的核心是使消费者重视产品中某个要素的价值。根据欧赛斯的介绍，产品质量和功能的提高往往取决于一个关键零部件或某种材料，这种对整个产品质量和功能起关键作用的零部件或材料，被称作“关键要素”。把应用在 B2B 领域的关键要素产品（材料、部件、技术、服务）引入到 toC 市场，并打造品牌赢得知名度的战略，称为“要素品牌战略”，如 Intel 处理器、利乐包装、特富龙、杜比等。实行这一战略可以使得消费者在做购买决策时不止关注终产品本身，也开始重视产品所使用的关键要素。

要素品牌战略本质是价值链的重构。过去传统 B2B 企业的交易价值链的环节是一层一层的，从上游转向中间环节再到下游，上游企业与下游终端用户是没有建立联系没有打通的，很多终端用户对上游的 B2B 企业也是完全没有认知的。而要素品牌战略就是让 B2B 品牌通过要素的推广，去建立自己在终端用户心智中的印象和优势认知。要素品牌战略主要应用于 B2B2C 品牌，尤其是工业品品牌的中间商。

图表1：要素品牌战略



来源：欧赛斯，国金证券研究所

企业推动要素品牌战略的价值包含拉动终端需求、增加客户忠诚度、增加竞争壁垒、提高谈判地位等多方面。

（1）拉动终端需求：增加最终产品品牌的价值，帮助最终产品品牌创造消费者需求，简化终端消费者的决策过程；

（2）增加客户忠诚度：建立要素品牌供应商和消费者的直接联系，要素品牌的知名度可以增加识别度，从而强化品牌忠诚度；

（3）增加竞争壁垒：提高产品的竞争差异化可以提高竞争对手进入的壁垒。提高的竞争壁垒可以保护利润水平；

（4）提高谈判地位：终端需求和品牌忠诚度可以提高要素供应商的地位。建立市场优势地位。在 B2B 市场中，品牌化能提高信息效率、降低风险以及增加价值。

实施要素品牌战略需具备部分条件，主要包括差异化、价值性、产业链下游支持、终端产品有价值、产品复杂、要素可感知。

（1）差异化：要素需具备高度的差异化和独特性，并且这种差异是创造客户价值的根本，如独特的配方和专利技术。

（2）要素具备价值：要素对终端产品的性能和品质起到重大作用。

（3）产业链下游支持：产业链下游公司需支持要素品牌生产商的要素品牌化，没有供应链支持，要素品牌战略难以实施。

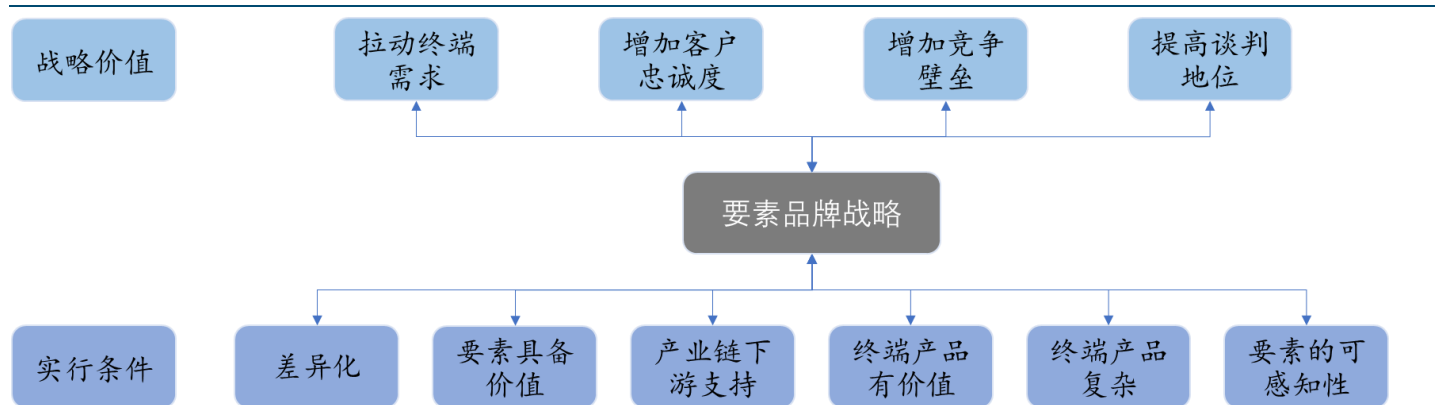
（4）终端产品有价值：最终产品本身要有较高品牌价值，要素差异化推动了终端产品的差异化。

（5）终端产品复杂：终端由多个公司提供部件和要素产品组装而成，这些公司有时也会独立销售其产品，在汽车零部件市场较常见。

（6）要素的可感知性：终端消费者能够感受到要素产品的优点。



图表2：要素品牌战略的价值和实行条件



来源：国金证券研究所

实行条件严苛，策略发起者主要为细分市场龙头。典型例子包括有 CPU 龙头英特尔（下游主要为 PC 制造商）、纤维龙头莱卡（下游主要为服装生产商）、声效系统龙头杜比（下游主要为音频设备制造商、影院）、包装龙头利乐包装（下游主要为液体食品生产商）、自行车零部件龙头禧玛诺（下游主要为自行车制造商）防水面料龙头 Gore-Tex（下游主要为户外服装生产商）。一方面，该战略要求较大规模的营销投入，中小企业较难承担，一方面该战略也要求企业具备在某一成分/部件赛道上具备最优秀的产品力，可以对最终的终端产品形成消费者认可的品质加成。

图表3：要素品牌战略的发起者多为细分赛道龙头

公司	公司地位	品牌	下游客户	介绍
英特尔	全球 CPU 龙头	奔腾、酷睿、赛扬等	PC 制造商	通过以“Intel Inside”项目为代表的一系列 toC 战略，英特尔将其处理器作为电脑的关键要素进行品牌化，提升了消费者对使用英特尔芯片的电脑的认知和偏好
莱卡	全球纤维面料龙头	LYCRA	服装制造商	通过品牌化策略，使得消费者在购买服装时关注含有莱卡成分的产品，从而提高了产品的附加值
杜比	全球降噪及声效系统龙头	Dolby	音频设备制造商、影院	通过将其音频技术作为电影和家庭影院系统的重要要素进行品牌化，使得消费者在购买音响设备时会特别关注是否采用杜比技术
利乐	全球包装龙头	利乐砖、利乐枕、利乐晶等	液体食品生产商	利乐包装是一种无菌包装技术，通过品牌化，使其成为了牛奶和果汁等液体食品包装的重要选择
禧玛诺	全球自行车零部件龙头	SHIMANO	自行车制造商	在自行车行业，禧玛诺的变速器和组件被广泛认为是高品质的象征，通过要素品牌化，禧玛诺提升了其在自行车爱好者中的品牌认知度
Gore-Tex	全球防水面料龙头	Gore-Tex	户外服装、鞋品生产商	Gore-Tex 是一种防水透气面料，是户外服装和鞋类的关键要素，通过品牌化，提升在户外爱好者中的品牌认知度

来源：欧赛斯，各公司官网等，国金证券研究所

1.2 作用：扩大份额、超额盈利、提升估值

1) 份额：要素品牌战略有利于企业巩固/提升份额。

我们选取以自行车零部件龙头禧玛诺、液体包装龙头利乐、CPU 龙头英特尔为例，公司的产品均在终端产品中有较高的价值量占比：Shimano 套件占高端自行车零售价的 20% 以上，约占材料成本的三分之一，对于中档自行车，Shimano 部件占销售价格的 10%，占材料成本的约 20%；容量为 250 毫升的饮料，利乐包装成本占了产品出厂价的 50%，容量为 1 升的饮料则为 30%；CPU 在电脑的价值占比约在 25%。份额上看，禧玛诺当前占全球自行车零部件市场 50%，中高端市场 70%；2011 年，利乐包装在 UHT（超高温处理）奶的无菌纸盒包装领域拥有超过 70% 的全球市场份额；1990 年代英特尔在全球 PC 的 CPU 份额高达 80%-90%，时至今日仍有 70%-80% 的份额。



图表4：禧玛诺、利乐、英特尔均在终端产品中拥有较高价值量占比，且拥有各自市场较高的份额

领域	企业	份额	价值量占比	主要竞争对手
自行车零部件	禧玛诺	占全球自行车零部件市场 50%，中高端市场 70%	Shimano 套件占高端自行车零售价的 20% 以上，约占材料成本的三分之一；对于中高端自行车，Shimano 部件占销售价格的 10%，占材料成本的约 20%	SRAM、Campagnolo
液体包装	利乐	在 UHT（超高温处理）奶的无菌纸盒包装领域拥有超过 70% 的全球市场份额（截至 2011 年）	容量为 250 毫升的饮料，利乐包装成本占了产品出厂价的 50%；容量为 1 升的饮料为 30%	SIG、纷美包装
CPU	英特尔	90 年代达 PC 市场的 80%-90%，当前 70%-80%	约 25%	AMD

来源：《SHIMANO AND THE HIGH-END ROAD BIKE INDUSTRY》，《Tetra Pak: Sustainable Initiatives in China》，Food Daily，国金证券研究所

2) 盈利：要素品牌战略有利于公司实现超额的增长。

①以自行车零部件全球龙头企业禧玛诺为例：

公司是一家日本跨国公司，专注于生产自行车零部件、钓鱼具、滑雪板和高尔夫用品。公司于 1921 年创立，最初是一家小型的飞轮生产商；1950 年代开始研发变速系统；1960 年代开发了冷锻技术，提高了产品强度并降低了成本；1970 年代，开始生产 Skylark 变速器和自动连接器件，进入美国市场；1973 年，公司推出了 Dura-Ace 系列，进入专业自行车变速套件领域；1980 年代，公司推出了 AX 空气动力赛车系统件系列，以及山地自行车组件 DEORE XT 系列；进入 21 世纪，禧玛诺继续推出创新产品如 Dura-Ace 7900 系列、XTR M9000 系列等。目前公司在自行车领域的产品线覆盖了从入门级到专业级的各种需求，包括变速器、刹车系统、踏板和其他关键零部件，消费者群体包括了业余爱好者、专业自行车运动员和顶级赛事参与方。

公司采取一系列措施提升 toC 品牌力。公司赞助世界级的自行车赛事和知名车队来提升品牌知名度；与主要的自行车品牌合作，将 Shimano 组件作为高端自行车的标准配置，树立品牌形象；在自行车杂志、专业体育频道、社交媒体平台和自行车相关活动中投放广告，以提高品牌可见度；讲述品牌的历史、创新和对自行车文化的贡献，建立了情感联系，增强了消费者对品牌的忠诚度；在自行车展览会和贸易展会上展示最新产品，提供消费者亲身体验的机会，有助于直接与消费者沟通并增强品牌认知。

90 年代公司份额显著提升，构筑巨大规模优势。依靠强大的产品及品牌，禧玛诺组件在 1985/1990/1996 年在美国高端自行车市场的搭载率分别为<35%/约 70%/约 80%，建立起绝对领先优势。2010 年公司自行车配件业务收入 1694 亿日元，是主要竞争对手 SRAM 的近 4 倍、Campagnolo 的 14 倍。当前公司份额在全球自行车零部件市场占约 50%，中高端市场占约 70%。

公司盈利能力、自由现金流稳健向上。1993-2022 年，公司收入从 1680 亿日元增长到 6289 亿日元，CAGR=4.7%，净利润从 140 亿日元增长至 1301 亿日元，CAGR=8.0%，毛利率从 24.5% 增长至 42.2%，净利润率从 8.3% 增长至 20.7%，自由现金流从 2001 年的 120 亿美元增长至 2022 年 904 亿美元，CAGR=9.6%，呈现出自由现金流增速>净利润增速>营收增速。其中，公司的自行车业务收入从 1302 亿美元增长至 5174 亿日元，营业利润从 145 亿日元增长至 1450 亿日元，CAGR 分别为 5.2%、8.9%，营业利润率从 11.1% 提升至 28.0%。

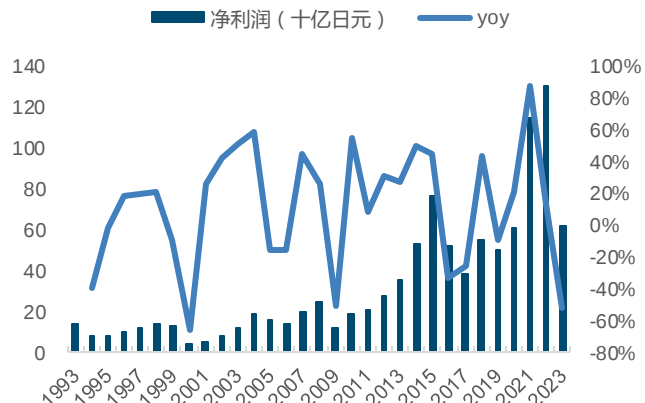


图表5: 禧玛诺历史营收整体保持稳健增长 (十亿日元)



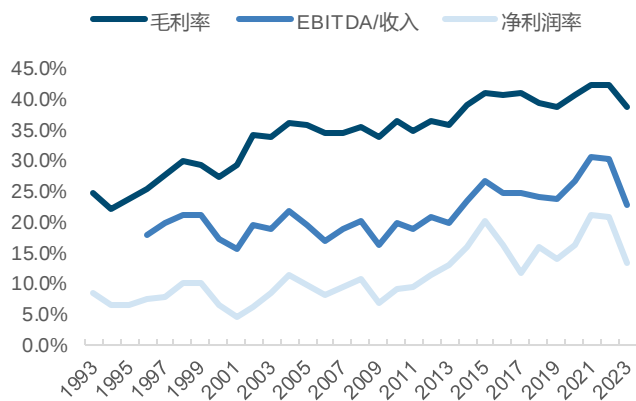
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表6: 禧玛诺历史净利润整体保持稳健增长 (十亿日元)



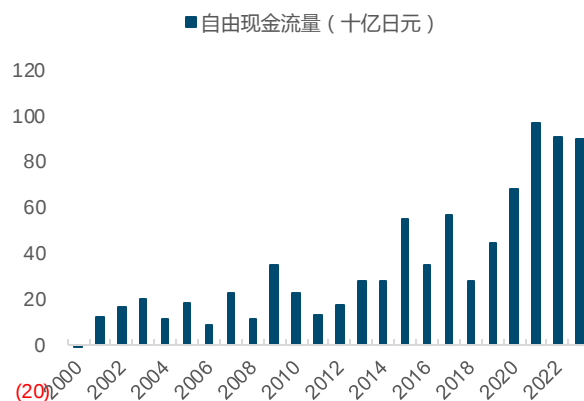
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表7: 禧玛诺历史盈利能力整体稳健向上



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

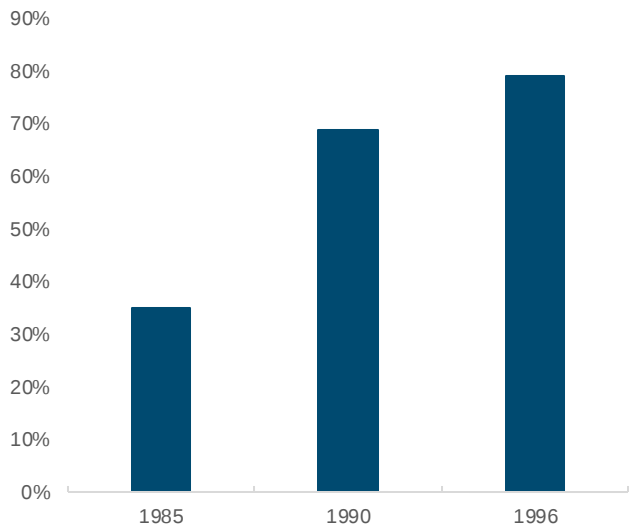
图表8: 禧玛诺历史自由现金流稳健向上 (十亿日元)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所



图表9：禧玛诺配件在美国高端自行车市场搭载率持续提升



图表10：对于中端自行车，Shimano 部件占材料成本的约 20%

Cost of Building a Bike		
Part/Component	MSRP	% of Total
Trek Carbon Frame	\$2,800	38%
Bontrager Race XXX Lite Carbon Fork	500	7
Bontrager Race Lite Aero Wheelset	1,800	24*
Bontrager Race X Tires (front and rear)	100	1.3
Shimano Group Set	1,530	21
• Bottom bracket		
• Crankset		
• STI shifters/brake levers with cables and housing		
• Front and rear derailleur		
• Brake calipers		
• Cassette		
• Chain		
Bontrager Race X Lite Pro Saddle	170	2.3
Bontrager Race X Lite Carbon Seat Post	100	1.3
Bontrager Race X Lite Carbon Handlebars	280	3.8
Bontrager Race XXX Lite Carbon Stem	100	1.3
Cane Creek Headset	70	0.9
Pedals	200	NA
	(usually not included)	
TOTAL (excluding pedals)	\$7,450	100

Source: <http://bokoobikes.com/>, all prices are estimates and retail prices (with some rounding).

*Usually a lower percentage on mid- to high-end bikes. Wheel sets usually ran below \$1,000.

来源：《SHIMANO AND THE HIGH-END ROAD BIKE INDUSTRY》，国金证券研究所

来源：《SHIMANO AND THE HIGH-END ROAD BIKE INDUSTRY》，国金证券研究所

②以刹车领域全球领先企业布雷博为例：

公司是一家意大利的高性能制动系统和部件的工程设计、开发和制造商。公司成立于 1961 年，制动器产品以卓越的性能、可靠性和耐用性而著称，公司的制动系统被用于许多高端汽车品牌，如法拉利、玛莎拉蒂、保时捷等，以及在赛车领域，包括一级方程式赛车（F1）中。在摩托车领域，Brembo 同样提供高性能的制动系统，其制动盘和制动钳在创新和质量方面是行业的标杆。

不同于其他刹车制造商，布伦宝整体品牌认知更强。公司专注于高端市场，为豪华和高性能汽车提供制动系统，增强了品牌的高端形象，参与 F1 等顶级赛车赛事并得到广泛应用，增强品牌的权威性和专业性。2008 年，根据汽车专业杂志《汽车与运动》进行的调研，布伦宝已经连续三年蝉联顾客最喜爱的制动系统制造商。

盈利方面，公司相较传统 B2B 零部件企业有超额增长。1995-2023 年，公司收入从 1.7 亿欧元增长至 38.5 亿欧元，CAGR=11.8%，而同期从事汽车零部件的大陆/电装/博格华纳/麦格纳分别为 7.7%/5.9%/8.8%/9.6%；公司净利润从 0.16 亿欧元增长至 3.19 亿欧元，CAGR=11.4%，同期大陆/电装/博格华纳/麦格纳分别为 7.6%（EBITDA 口径）/6.9%/9.9%/6.0%，自由现金流从 0.11 亿元增长至 2.9 亿元，CAGR=12.3%。1998-2023 年，公司收入/净利润 CAGR=10.8%/13.6%，同期，同属制动行业的 Knorr-Bremse Group 的收入/净利润 CAGR=8.4%/11.7%，1995-2023 年曙光制动器的收入 CAGR=1.3%/6.0%，布雷博同样呈现超额增长。

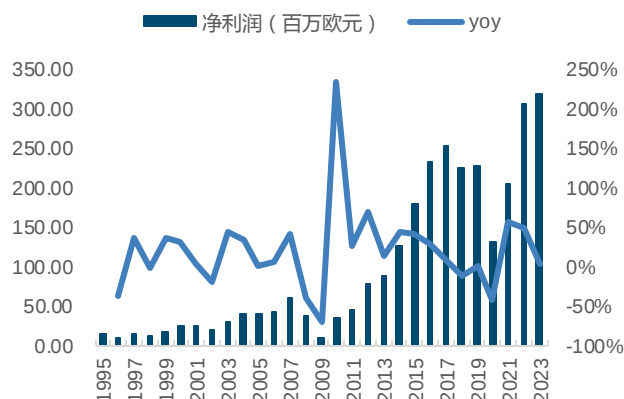


图表11: 布雷博营业收入整体保持增长趋势 (百万欧元)



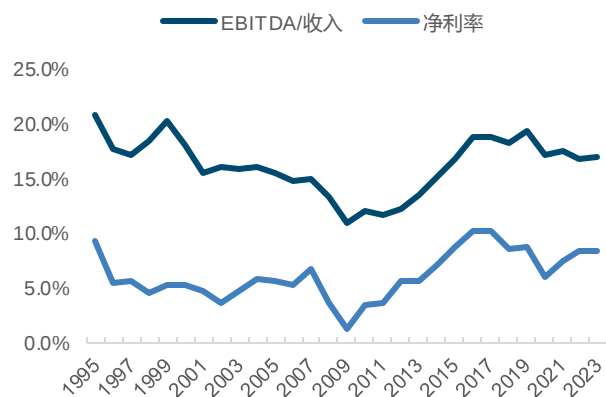
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表12: 布雷博净利润整体保持增长趋势 (百万欧元)



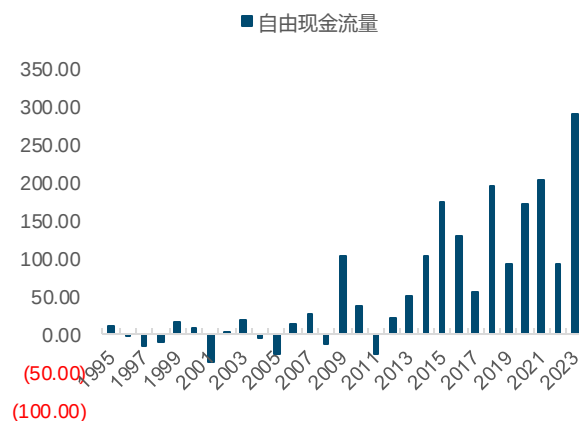
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表13: 金融危机后, 布雷博盈利能力整体稳健



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表14: 布雷博 2013 年后自由现金流有所扩大 (百万欧元)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

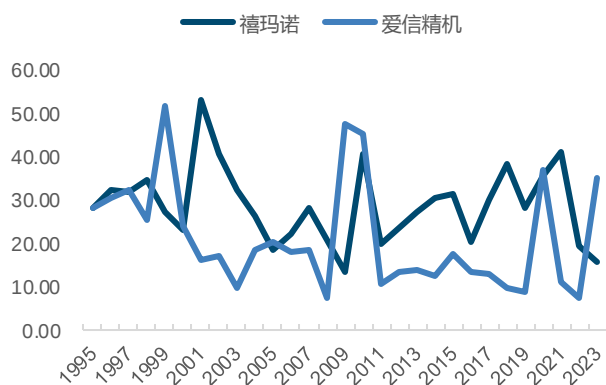
3) 估值: 采取要素品牌战略的企业拥有更高的估值中枢, 在 PB、PS、EV/EBITDA 估值上更为显著。

基于估值角度, 我们将同属变速器赛道的禧玛诺、爱信精机 (禧玛诺主营业务自行车变速器, 同行业对手均未上市, 可比公司选取汽车变速箱龙头爱信精机) 作对比, 同属刹车赛道的布雷博、Akebono Brake 作对比, 同属 CPU 赛道的英特尔、AMD 作对比, 其中禧玛诺、布雷博、英特尔在选定的时间范围内拥有较高的品牌认知度, 而爱信精机、Akebono Brake、AMD 的同期品牌认知度较弱。

禧玛诺 vs 爱信精机: 1995-2003 年禧玛诺/爱信精机的 PE 估值均值分别为 29/21, PB 估值均值分别为 2.7/1.2, PS 估值均值分别为 3.0/0.4, EV/EBITDA 估值均值分别为 11.9/4.7 (均剔除极端值和负值), 禧玛诺拥有显著更高的估值水平。

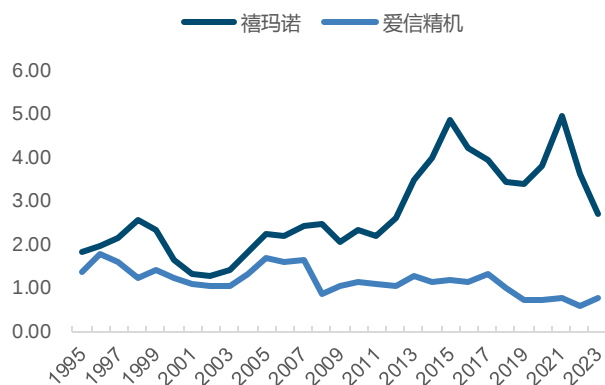


图表15: 禧玛诺、爱信精机历史 PE 对比



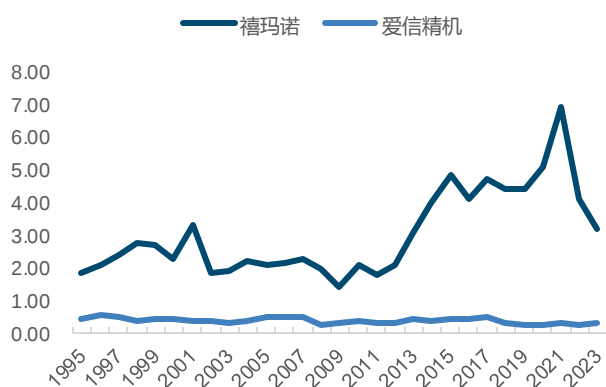
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表16: 禧玛诺、爱信精机历史 PB 对比



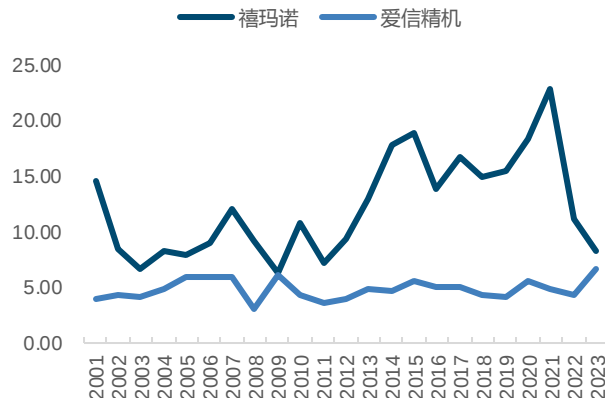
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表17: 禧玛诺、爱信精机历史 PS 对比



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

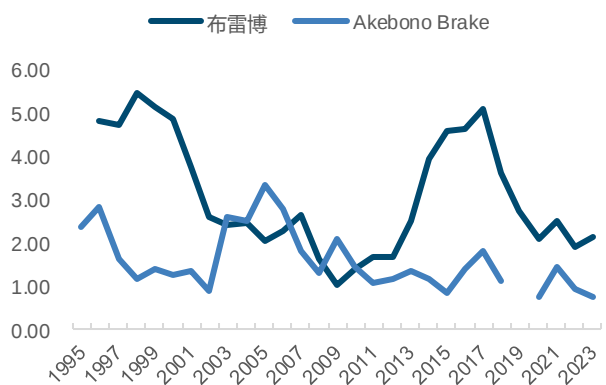
图表18: 禧玛诺、爱信精机历史 EV/EBITDA 对比



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

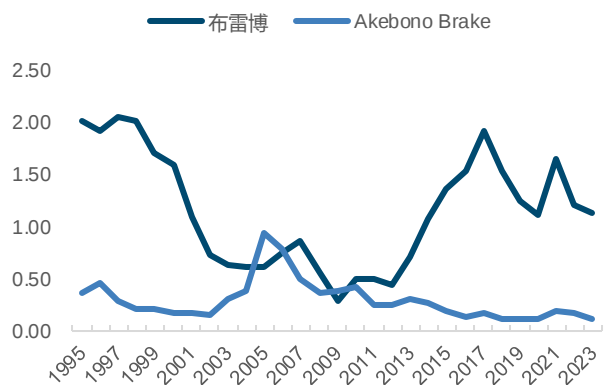
布雷博 vs 曙光制动器 (Akebono Brake): 1995-2023 年布雷博、曙光制动器的 PB 估值均值分别为 3.1/1.6, PS 估值均值分别为 1.1/0.3, EV/EBITDA 估值均值分别为 8.1/8.1 (均剔除极端值和负值), 布雷博在 PB、PS 估值上表现更优。

图表19: 布雷博、曙光制动器历史 PB 对比



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

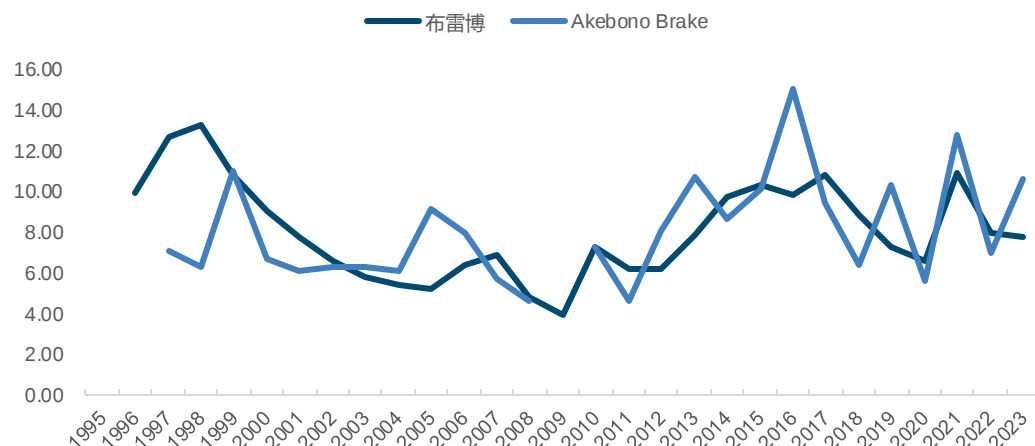
图表20: 布雷博、曙光制动器历史 PS 对比



来源: Bloomberg, 国金证券研究所



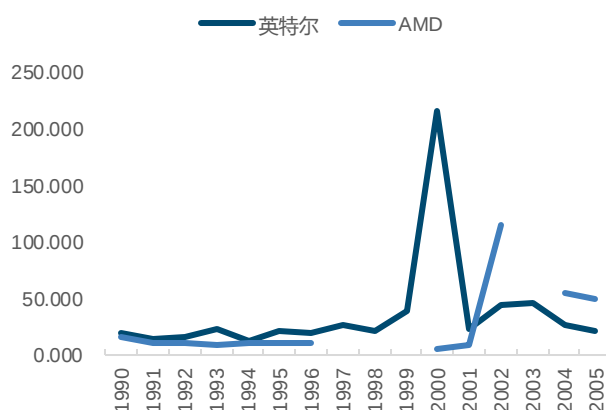
图表21: 布雷博、曙光制动器历史 EV/EBITDA 对比



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

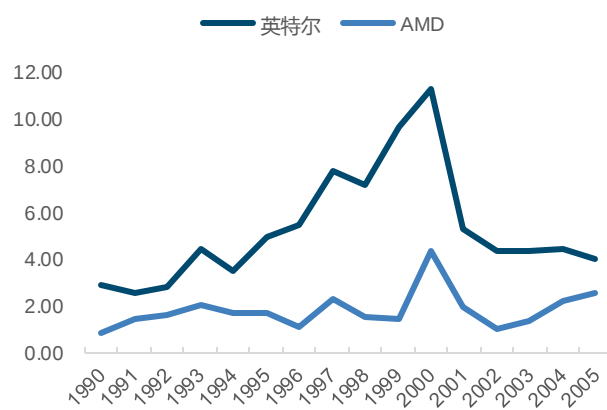
英特尔 vs AMD: 1990-2005 年, 英特尔/AMD 的 PE 估值均值分别为 37/26, PB 估值均值分别为 5.3/1.8, PS 估值均值分别为 5.3/1.4, EV/EBITDA 估值均值分别为 11.8/9.1 (均剔除极端值和负值), 英特尔拥有显著更高的估值水平。

图表22: 英特尔、AMD 历史 PE 对比



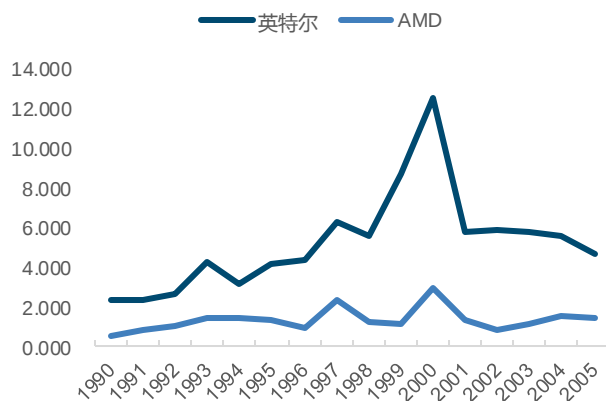
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表23: 英特尔、AMD 历史 PB 对比



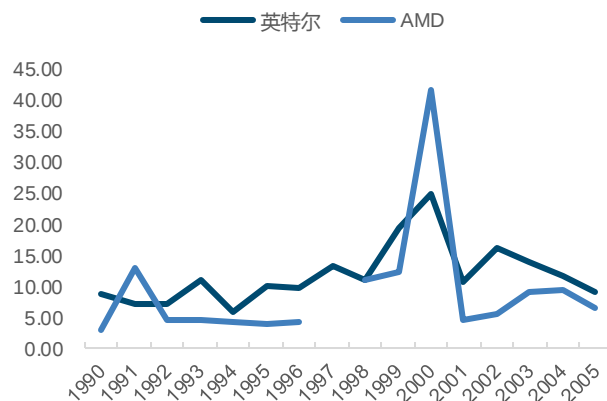
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表24: 英特尔、AMD 历史 PS 对比



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表25: 英特尔、AMD 历史 EV/EBITDA 对比



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

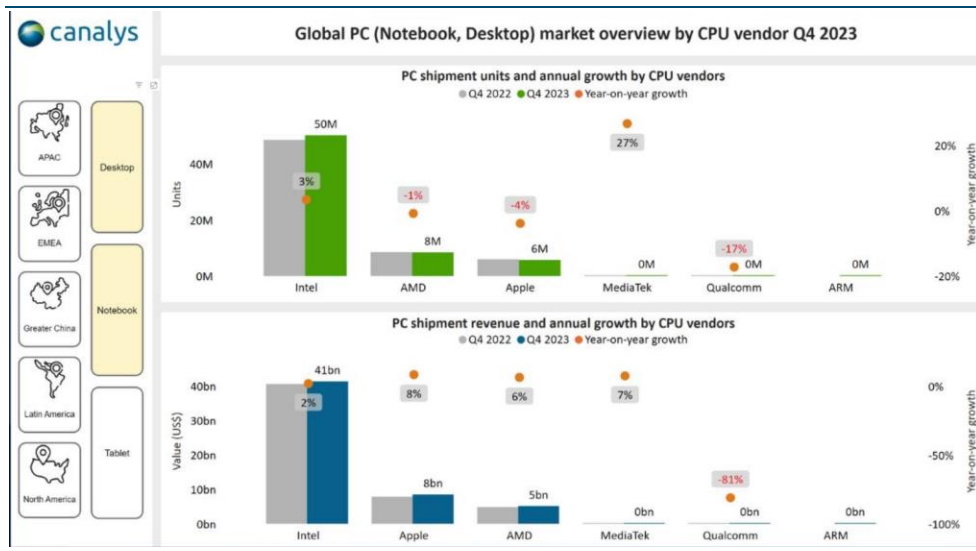


二、复盘英特尔：通过要素品牌化提升份额，巩固盈利

2.1 背景：PC 加速普及，CPU 产品同质化引发价格战

英特尔是全球 CPU 市场的龙头企业。英特尔起家于半导体存储器芯片业务，后转型 PC 微处理器业务，其推出的 386 芯片成为计算机技术的里程碑，公司和微软结盟为“WinTel”取代了 IBM，成为计算机产业的领导者。根据 Canalys，23Q4 在全球 PC 端 CPU 出货量中，英特尔出货约 5000 万片，市场份额为 78%，保持领先地位；AMD 以 13% 的出货份额位居第二，出货量约 800 万片；根据 Mercury Research，24Q2 英特尔主导了客户端 PC 市场，占据 78.9% 的市场份额，市场第二的 AMD 则为 21.1%，其中台式机市场 24Q2 英特尔、AMD 分别占据 77%、23%，笔记本市场分别占据 80%、20%，数据中心市场分别占据 76%、24%。

图表26：23Q4 英特尔在全球 PC 端 CPU 出货份额 78%

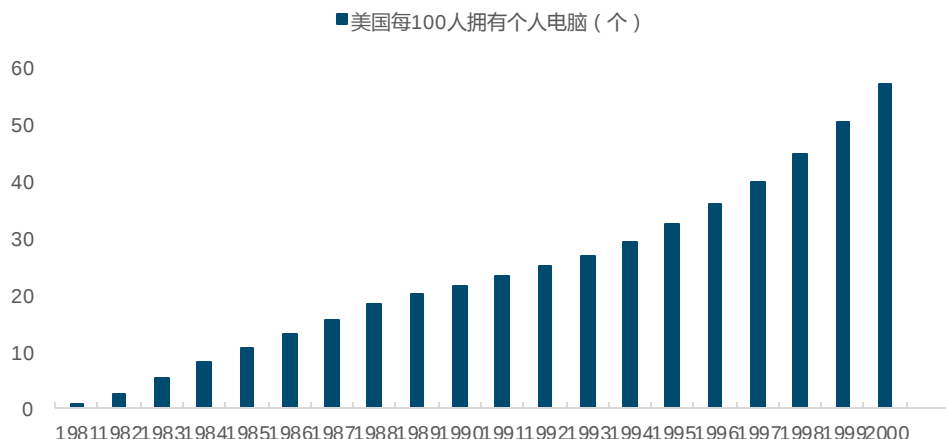


来源：Canalys，国金证券研究所

1991 年英特尔推出要素品牌化战略，对于巩固公司在微处理器的市场地位起到了深远的正面效果。我们回顾英特尔战略推行的背景，发现包含个人 PC 进入加速普及时期、CPU 产品同质化带来竞争加剧、消费者对于电脑组件的感知有限三大因素。

1) 美国个人 PC 进入加速普及。根据世界银行数据，1981/1990/1999 年美国平均每 100 人拥有 PC 约 0.9/21.7/50.5 台，回到 1990 年的时点看，当时仍处个人 PC 的普及仍处在相对早期，而整个 90 年代为个人 PC 的加速普及期。电脑普及率的提高推动了微处理市场的增长，为 Intel 的品牌建设提供机遇。

图表27：1990 年代为美国个人 PC 的普及期

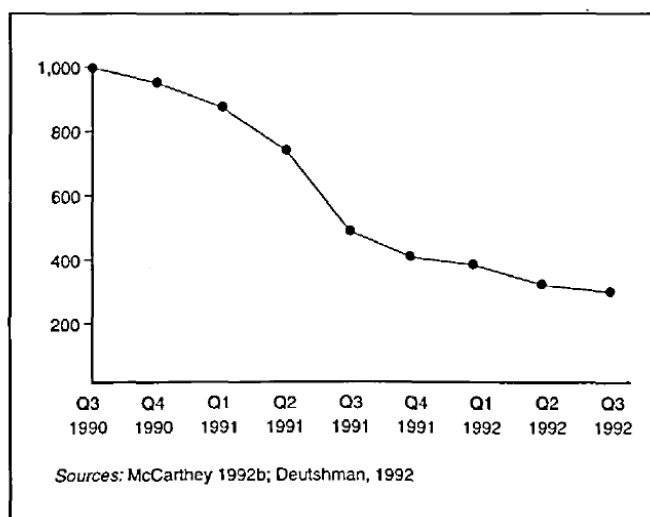


来源：世界银行，国金证券研究所



2) 产品同质化带来竞争加剧。微处理器制造商如 AMD、Cyrix，除了自己的芯片技术外，还迅速跟进推出价格较低的针对英特尔的克隆产品，部分 PC 制造商也通过开发自己的微处理器加入了竞争，如 IBM 和摩托罗拉合作开发了 PowerPc 601，德州仪器和 Sun Microsystems Computer 合作，生产出价格更低廉的芯片，对英特尔的市场份额和芯片的价格形成冲击。迫于竞争压力，根据 McCarthy、Deutshman，1990 年 Q3-1992 年 Q3 英特尔的 486 芯片价格持续下降，降幅在 1991 年尤为明显。

图表28: 1990 年 Q3-1992 年 Q3 英特尔的 486 芯片价格持续下降，降幅在 1991 年尤为明显



来源:《"Intel Inside" BRANDING A COMPONENT IN A BUSINESS MARKET》，国金证券研究所

3) 消费者对于电脑组件性能的感知有限。90 年代初，尽管英特尔已经是微处理器领域的领导者，但大多数消费者对电脑的了解有限，主要关注点在于电脑品牌和基本的功能，而非具体的组件。当时的 CPU 主要以 80286、80386 为主，其中 386 相较 286 产品有重大技术突破，但推出后销量上却落后于 286，原因在于消费者对 CPU 的具体性能和差异缺乏关注，倾向于信任成熟产品（即使产品已经过时且不便宜）。

图表29: 英特尔把 286 与红色 X 划掉以表示其过时，紧随推广 386 处理器



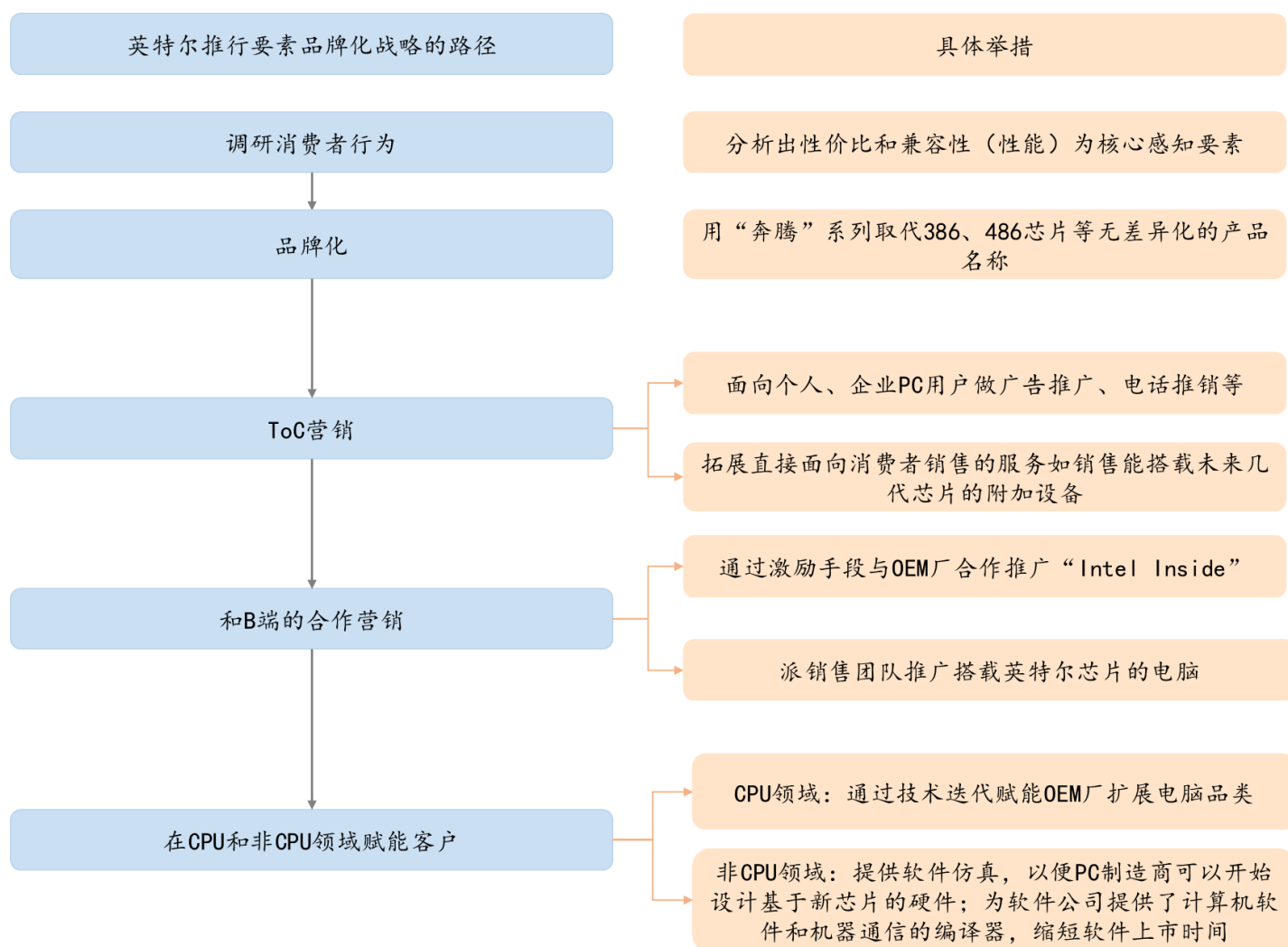
来源: 英特尔官网，国金证券研究所

2.2 路径：全面营销+赋能 OEM，英特尔 toC 不止 Intel Inside

面临竞争困局，英特尔采取要素品牌战略，推行路径包括六个方面：调研消费者行为、直接的 toC 营销、和 B 端的合作营销、帮助客户扩大产品品类、和 B 端在非营销领域的合作、持续的 toC 营销。



图表30：英特尔的要素品牌化战略的推行路径



来源：《“Intel Inside” BRANDING A COMPONENT IN A BUSINESS MARKET》，国金证券研究所

1) 调研消费者行为：分析出性价比和兼容性（本质上为性能）为核心感知要素。当时微处理器的 toB 端客户特点为对价格敏感，看重可靠性、灵活性、对未来软件的兼容性，重视专业度，市场导向；toC 端客户特点为大多数人缺乏专业知识，担心产品处理能不足从而无法运行软件，会购买相对高价的名牌设备。最终英特尔总结出市场的核心需求：1) 性价比：在同等条件下更低的价格；2) 兼容性/性能：产品需要适应当前和未来软件的技术需求。

2) 品牌化：通过“奔腾”系列将 CPU 品牌化，打造差异化。1993 年初，英特尔开始出货下一代微处理器 586（较 486 芯片有显著提升），并选择“奔腾”作为其 586 芯片的名称，通过品牌化和商标，公司提高了市场跟随者（如 AMO）通过复制英特尔的产品获得市场份额的难度。

3) 面向 C 端的直接营销：

①直接推广“Intel Inside”和公司产品。1991 年，公司提出“Intel Inside”，花费了 1400 万美元的广告费用关于消费者推广；1992 年，英特尔大大增加其销售预算，达约 2.5 亿美元，用于直接+间接广告、促销和公共关系上。此外，英特尔搭建了直销团队，向企业用户推广其 486 微处理器。管理层报告称，几乎所有这些销售电话都为英特尔的 OEM 客户带来了更大的 PC 订单，公司作为 486 芯片的唯一供应商，有效防止了订单外流至 386 芯片的 PC 制造商。

②拓展直接面向消费者的销售和服务：英特尔将业务扩展到附加设备，这些附加设备直接面向消费者销售，例如为了克服困扰消费者的产品过时问题，英特尔鼓励一些制造商设计设备来兼容未来几代更强大的芯片。



4) 和 B 端的合作营销：

①与 OEM 厂合作推广“Intel Inside”。彼时几乎每一台采用英特尔微处理器的计算机的广告中都包含英特尔标识。IBM 于 1991 年 4 月首次投放此类广告，到 12 月，英特尔已与近 300 家其他计算机制造商签约，其中 100 家已投放带有商标标识的广告，此时估算已出现了超 1500 页的“Intel Inside”广告，英特尔花费的预算为 1 亿美元。OEM 与英特尔的合作加强了供应关系，促进了英特尔的自身销售。

广告返利为重要手段，缓解客户的营销费用压力。具体看，英特尔要求众多的电脑生产商在所生产销售的电脑中，其说明书、包装和广告上，都增加“Intel Inside”的商标，接受在产品上印有该标识的厂商，可以获得高达 5% 的返利。1990 年代，许多美国小型 PC 制造商的预算紧张，无法进行大量广告宣传，而通过在广告中放置“Intel Inside”徽标，小型 OEM 商也可以以较低成本进行营销推广，部分大型 PC 供应商也从中获益。一家大型 PC 制造商的高管估计，英特尔的项目为公司提供了超 100 万美元的“回扣”；NCR 公司认为英特尔的项目增加了 NCR 广告的可信度。

图表31：PC 制造商在广告和产品中贴上“Intel Inside”标签，作为回报，英特尔给予销售返利作为广告费用



来源：英特尔官网，国金证券研究所

②向消费者推广合作的 PC 商：除了直接的“Intel Inside”广告外，英特尔还赞助自己的销售人员来推广使用其芯片的 PC 商。

5) 在 CPU 和非 CPU 领域共同赋能客户：

①加速 PC 普及：扩大制造商产品的使用基础是英特尔的重要目标，初期英特尔派出了自己的销售人员，职责是向商业用户推广配备 486 的个人电脑，从而扩大了个人 PC 的使用基础；

②帮助客户扩品类：英特尔 CPU 技术的进步使得 PC 制造商能够提供更强大、更通用的台式机；

③拓展计算机技术的应用领域：开发具备“闪存”功能的微处理器，将计算机技术的应用扩展到仪器、汽车电子和军事装备。

④提供产品服务缩短电脑商、软件商的产品开发周期。提供软件仿真，以便 PC 制造商可以开始设计基于新芯片的硬件，使得新 PC 的开发时间缩短约六个月；为软件公司提供了允许计算机软件与电脑通信的编译器，使得软件更能够充分发挥持续提升的电脑性能，缩短了软件的上市周期。

2.3 效果：市占率 70%→90%，巩固份额与盈利

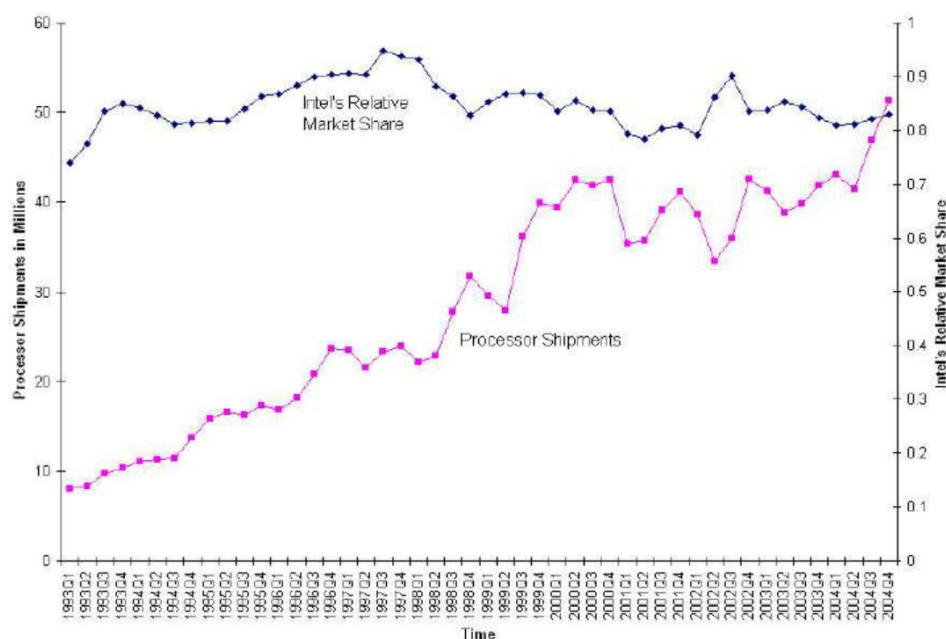
英特尔成功通过差异化的“奔腾”系列、“Intel Inside”标识、持续的面向消费者的营销体系，打破了以往以 286、386 芯片等无差异化命名、内卷式的竞争模式，以一个



toB 企业，打造出了强大的用户心智。同期，AMD 尽管在 1991 年成功仿制 386 并将之命名为 AM386，随后又成功仿制了 486，但由于产品技术和性能的代际落差，致使错过 PC 发展的黄金期。1990 年代，英特尔的销管费率始终大于研发费率，显著区别于 AMD 等竞争对手。从结果上看，英特尔要素品牌战略的显著成效为份额的持续增长、收入 & 利润水平与同行甩开差距。

1) 市占率的持续提升：1990 年代英特尔在微处理器的市占率持续提升，从 1993 年 Q1 的 70% 左右提升至一度达 90% 以上，并长期维持在 80% 以上的水平，极大地甩开了与 AMD 等竞争对手的差距。

图表32：1990 年代英特尔在微处理器的市占率持续提升，从 1993 年 Q1 的 70% 左右提升至一度最高 90% 以上

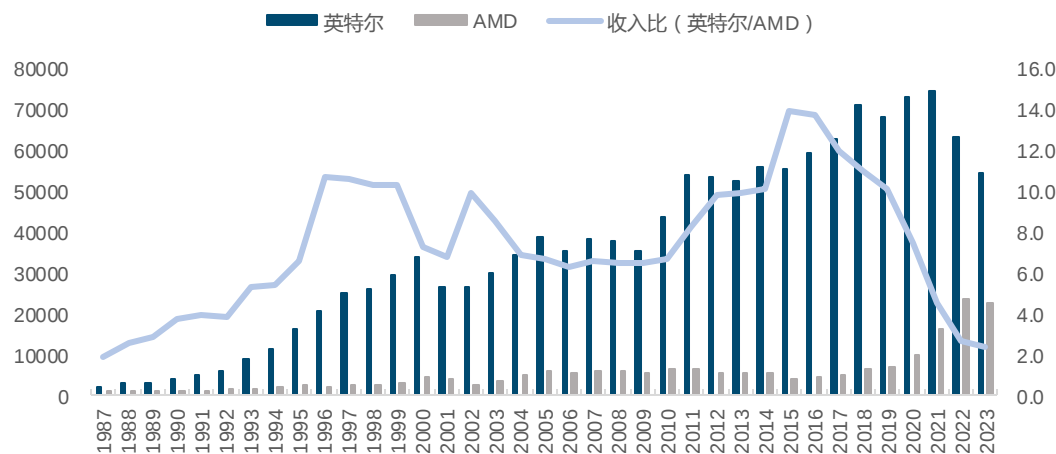


来源：Researchgate，国金证券研究所

2) 收入、利润规模与同行甩开差距：1991-1999 年公司的收入、净利润的 CAGR 分别为 25%、31%，99 年收入达 294 亿美元，同期 AMD 的收入 CAGR 为 11%，99 年收入约 29 亿美元，仅为英特尔的 1/10，净利润从 1996 年起转亏。

3) 利润率维持高位坚挺。1990 年公司的毛利率基本保持在 50%-60%（1993 年达 63%），净利润率在 1991 年为 17%，93 年起均维持在 20% 以上，AMD 的毛利率自 1995 年起下滑至 50% 以下，净利率 1996 年起转负。

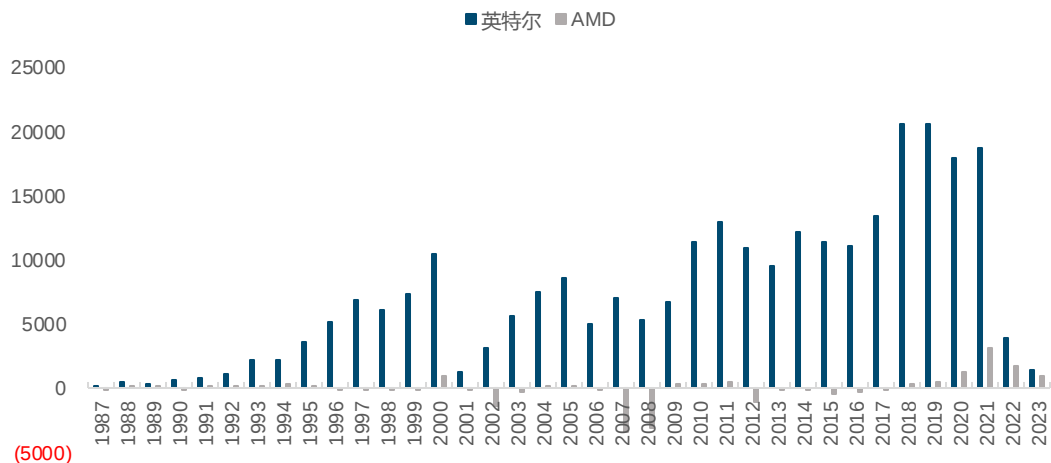
图表33：1990 年代英特尔收入大幅提升，同期 AMD 从 1996 年起收入承压（百万美元）





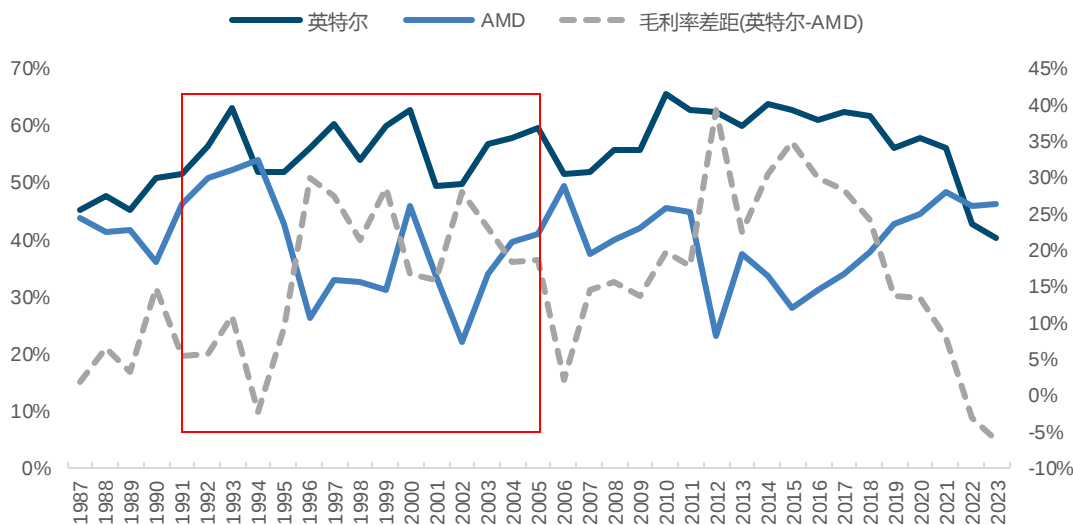
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表34：1990年代英特尔净利润大幅提升，同期AMD从1995年利润持续承压（百万美元）



来源：Bloomberg，国金证券研究所

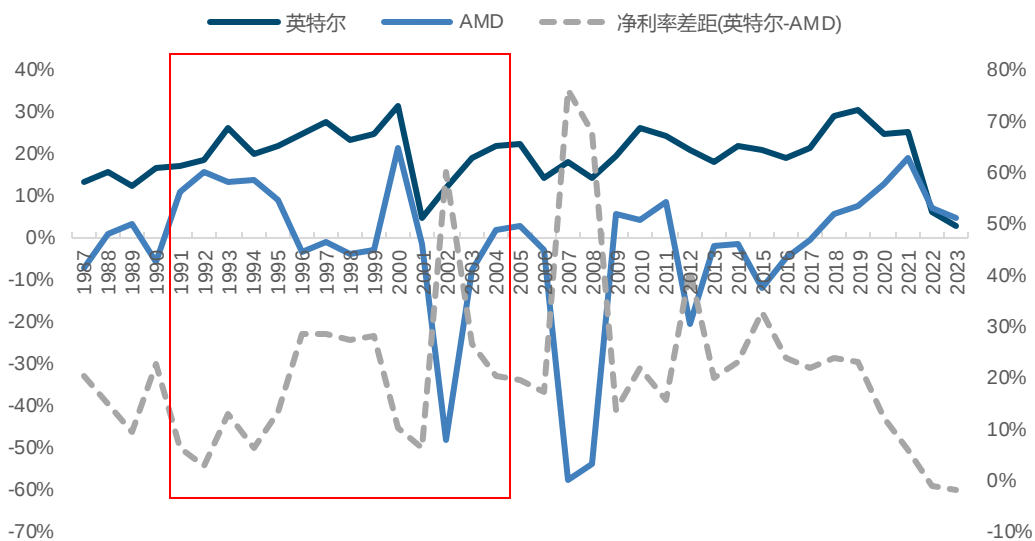
图表35：1990年代英特尔毛利率基本维持在50%-60%，AMD从1995年起毛利率显著下行



来源：Bloomberg，国金证券研究所

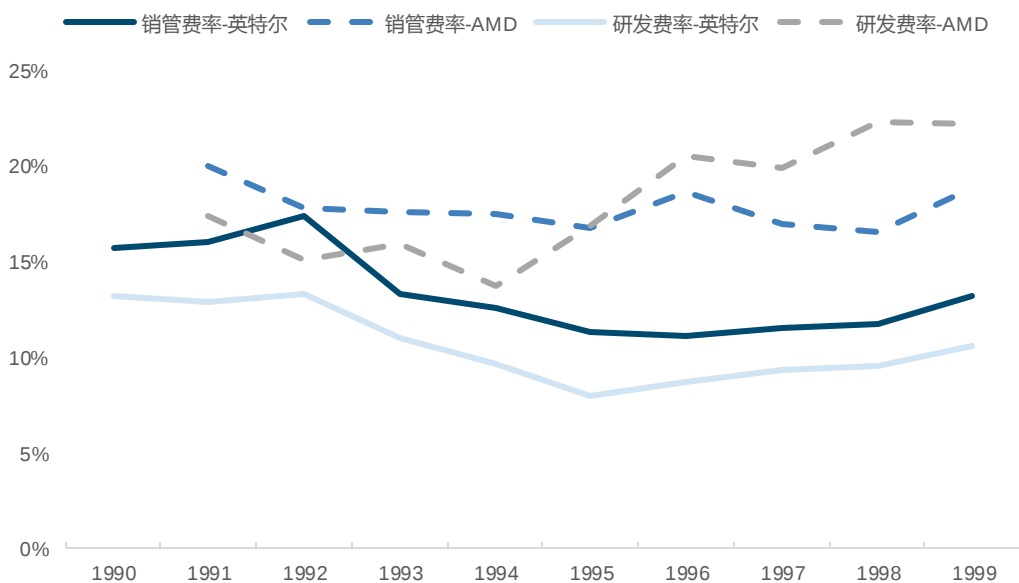


图表36：1990年代英特尔净利率整体保持领先



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表37：1990年代英特尔的销管费率一直大于研发费率



来源：公司财报，国金证券研究所

三、电池赛道为何适合 toC 战略——消费者对电池的感知持续强化

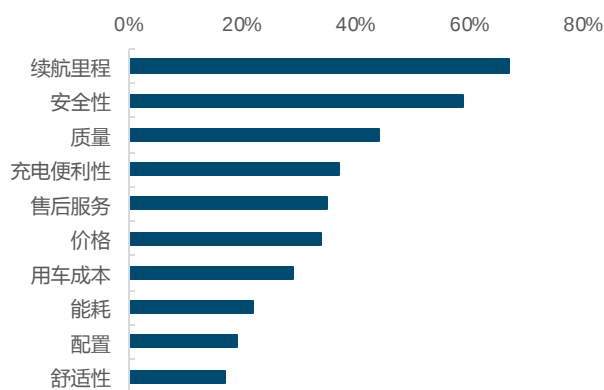
3.1 电池寿命、续航、安全性为消费者购车的核心阻碍因素

续航里程、安全性、质量为消费者考虑购买新能源汽车的核心考量要素，都与电池紧密相关。对于燃油车车主，续航里程、安全性、质量为核心考虑因素；对于新能源车车主，续航里程、安全性、质量为核心考虑因素；对于无车车主，续航里程、安全性、充电便利性为核心考虑要素。这些因素都与电池紧密相关。

价格、品牌非消费者考虑的最核心因素。对于燃油车车主，价格在考量因素中排第六；对于新能源车车主，价格、品牌在考量因素中排第四、第七；对于无车车主，价格、品牌在考量因素中排第八、第十。

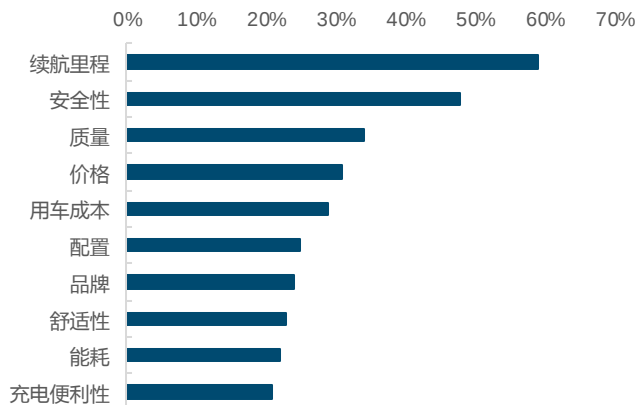


图表38：燃油车车主购买新能源车的主要考虑因素，续航里程排第一



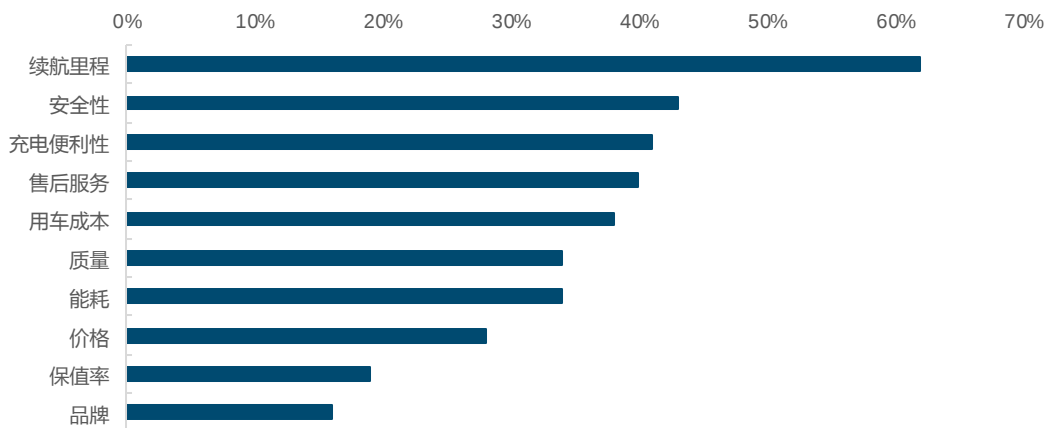
来源：汽车之家 X 新浪汽车《新能源汽车用户用车焦虑洞察报告》，国金证券研究所

图表39：新能源车车主购买新能源车的主要考虑因素，安全性排第一



来源：汽车之家 X 新浪汽车《新能源汽车用户用车焦虑洞察报告》，国金证券研究所

图表40：无车车主购买新能源车的主要考虑因素，续航里程排第一



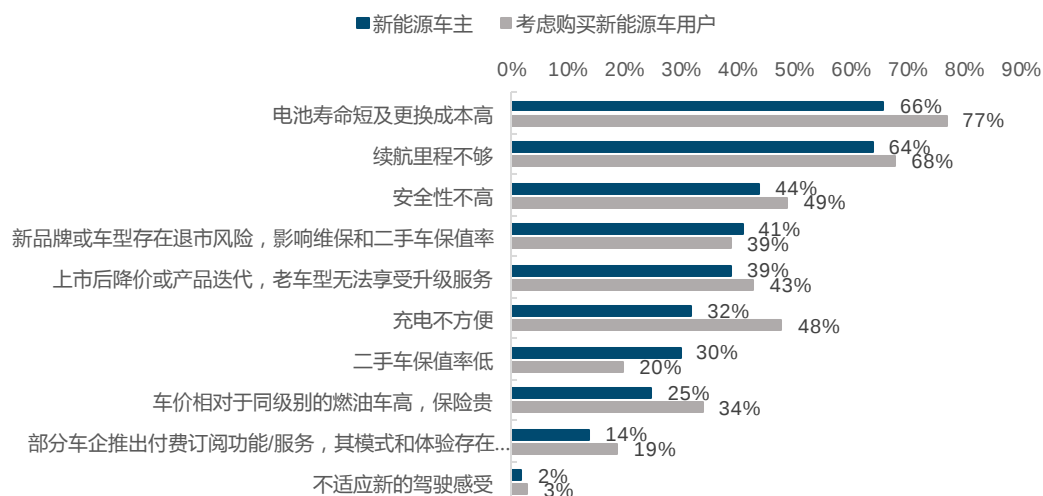
来源：汽车之家 X 新浪汽车《新能源汽车用户用车焦虑洞察报告》，国金证券研究所

电池寿命短、续航里程不足以及安全性担忧，仍是消费者购买新能源车的最大阻碍，也均与电池紧密相关。根据《2024 年新能源汽车用户用车焦虑洞察报告》，阻碍消费者购买新能源的主要因素有三：电池未来的更换成本高、续航里程不足以及对安全性能的疑虑。与新能源车主相比，准新能源车主对这三项的焦虑更为严重，尤其是对未来电池更换成本过高的焦虑，占比接近八成。

准新能源车主更担忧实际续航差异和电池严重衰减。续航方面，新能源车主最在意高/低温条件下的能耗增加，占比最高，为 36%；而准新能源车主，则更担忧未来续航的衰减，高出新能源车主 11 个百分点。

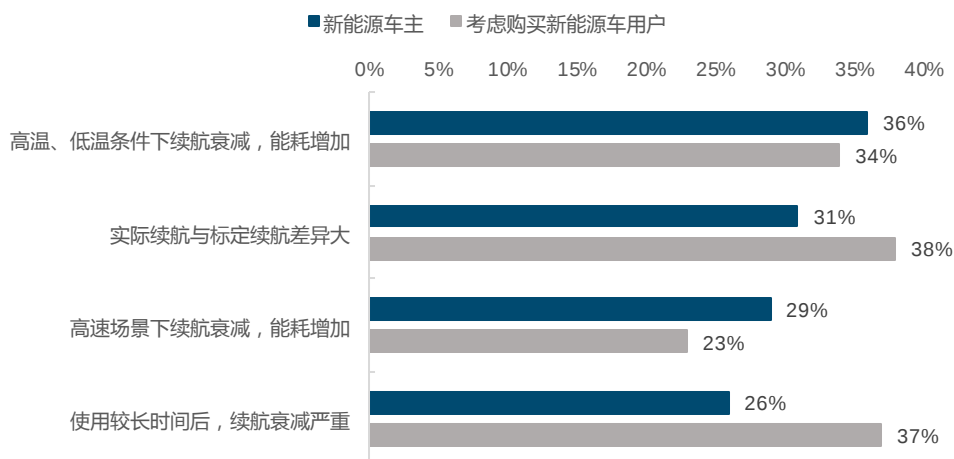


图表41：消费者购买新能源车的阻碍因素中，电池寿命、续航里程、安全性为核心要素



来源：汽车之家 X 新浪汽车《新能源汽车用户用车焦虑洞察报告》，国金证券研究所

图表42：准新能源车主更担忧：实际续航差异和电池后续衰减严重



来源：汽车之家 X 新浪汽车《新能源汽车用户用车焦虑洞察报告》，国金证券研究所

3.2 安全：安全事故（韩国为例）、电池车检有助于催化 C 端认知

以韩国为例，电池的大规模安全事故会直接推动品牌的 C 端认知。

韩国的奔驰起火事件大幅提升了韩国民众对电池的关注度。8 月 1 日，在韩国仁川市的一个公寓地下车库里，一辆电动汽车起火，导致 140 多辆汽车被烧毁或损坏，并对周边居民生活造成严重影响，部分居民被迫转移至避难所。据初步调查，起火车辆为一辆梅赛德斯-奔驰电动汽车，火灾不仅直接损毁了起火车辆，还波及了周围停放的众多车辆，包括许多其他品牌和型号的电动汽车及燃油车，引发车主不安情绪。与国内电动汽车的电池信息都公开可查不同，在韩国供应商信息被整车企业当作保密信息，但在起火事故发生后，韩国民众要求汽车厂商提高供应链透明度的呼声渐高。

整车厂公开在韩国销售的电动汽车搭载的动力电池信息。8 月 13 日，韩国政府召开了电动汽车火灾对策会议，讨论电动车安全问题，并建议整车厂商主动公开在市面销售的电动汽车电池，并将于下月初发布电动汽车安全综合对策。整车厂纷纷响应，目前韩国在售的所有 21 个电动汽车品牌已公布了 69 款车的电池制造商。其中，有 43 款车装载了韩系动力电池，包括 LG 新能源、三星 SDI 和 SK On；有 17 款车装载了中国电池制造商宁



德时代（CATL）和孚能科技的电池；其余车型混用韩国、中国和日本电池品牌。

后续电池认证计划有望从法规角度落实车型的电池供应商披露规则，韩国消费者对于电池品牌的感知将持续提升。据路透社报道，韩国执政党国民力量党 8 月 25 日表示，在发生涉及电动汽车的火灾后，政府已同意将于 10 月提前启动电动汽车电池认证计划，要求在韩国运营的汽车制造商公开电动汽车中使用的电池信息。过去韩国民众对于电池供应商并无感知，而未来韩国民众对于电池品牌的感知只增不减。

图表43：起火事件后车企公布在韩国出售车型的电池供应商信息

品牌	电池供应商
大众	三星 SDI、LGES
奥迪	三星 SDI、LGES
Stellantis	宁德时代、三星 SDI
特斯拉	宁德时代、松下、LG ES
雪佛兰	比亚迪
梅赛德斯	SK On、宁德时代、孚能科技、LG ES
奔驰	LG 新能源、SK On、孚能科技
宝马	宁德时代、三星 SDI
现代	宁德时代、LGES SK On
起亚	LGES、SK On、宁德时代
KG Mobilit	比亚迪
沃尔沃	LGES
极星	宁德时代、LGES

来源：电池网，MSN 等

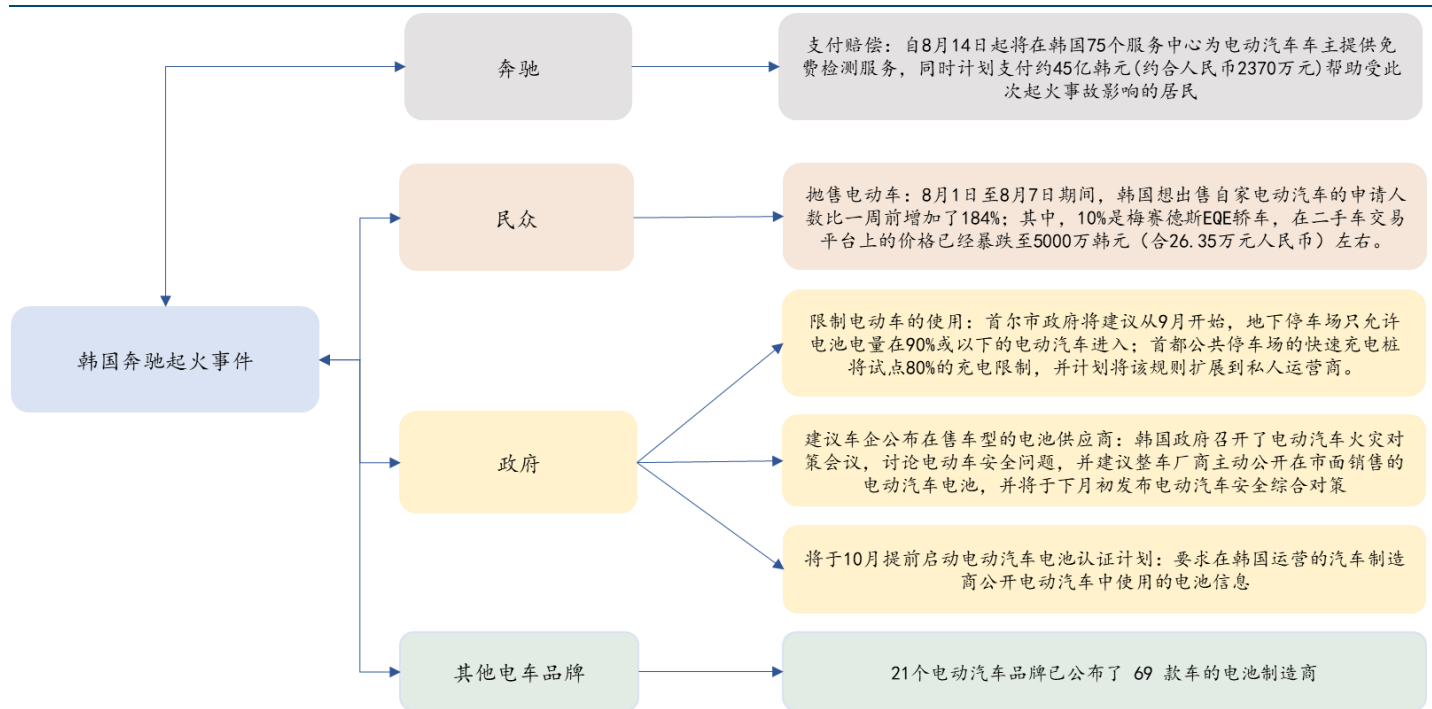
安全事故也对韩国整体新能源汽车的发展构成不利影响。

1) 政府介入，对电动汽车使用进行限制：首尔市政府周五表示，它将建议从 9 月开始，地下停车场只允许电池电量在 90% 或以下的电动汽车进入。首都公共停车场的快速充电桩将试点 80% 的充电限制，并计划将该规则扩展到私人运营商。与此同时，在相关灭火设施达到要求前，部分地区限制电动汽车在特定场所中使用。例如，H 航运公司决定自 9 月 1 日起停止在郁陵岛和蔚珍之间的船只上装载电动汽车；京畿道平泽市决定为将地下充电设施迁至地面的公寓提供补助。这场火灾不仅引发了消费者对电动汽车安全性的日益增长的担忧，也促使韩国政府加快了对相关安全规定的审议。

2) 安全事故也对电车品牌和民众的购买意愿均形成冲击：事发后，奔驰宣布自 8 月 14 日起将在韩国 75 个服务中心为电动汽车车主提供免费检测服务，同时计划支付约 45 亿韩元（约合人民币 2370 万元）帮助受此次起火事故影响的居民。随着电动车起火事故带来的担忧以及民众对电池供应商的关注度上升，韩国民众电动车购买欲望或进一步降低，由于消费者的恐慌，搭载与起火车型同品牌电池的电动车的市场认可度很可能大幅下滑，涉及起火事故的电池品牌在获得新订单方面也将遭遇困难。



图表44：韩国奔驰起火事件引发的政府、民众对于电池安全的关注度大幅提升，相关立法推进中



来源：汽车商业评论，观察者网，懂车帝，国金证券研究所

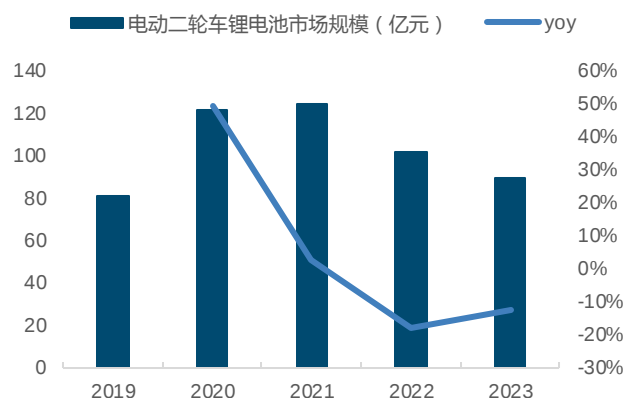
以国内电动二轮车市场为例，锂电池安全性成为制约二轮车 C 端锂电渗透的重要因素。

22 年期国内电动二轮车市场规模、出货量均呈下滑趋势，安全性为重要原因。起点研究院（SPIR）数据显示，2023 年中国电动二轮车锂电池市场规模 89 亿元，同比下降 12.8%；出货量达到 8.5Gwh（锂电池 pack 口径），同比下降 8.7%。2023 年中国锂电两轮车渗透率为 5.5%，渗透率有所下降。下降现象的背后，主要原因可归结为两点：首先，当前市场下，两轮车锂电池成本相较于铅酸电池依然很高，锂电池的价格是铅酸电池的 2-3 倍左右，价格因素依然是制约锂电两轮车发展的重要因素；其次，锂电池的安全性问题持续引发关注，两轮车锂电池产品安全性还需提高，消费者对于电动两轮车用锂电池安全性存在一定的顾虑，对锂电两轮车渗透率存在一定的制约。

电池热失控为电动自行车起火的首要元凶。全国电动自行车安全隐患全链条整治工作专班公布了 7 月全国电动自行车火灾统计数据。数据显示，7 月 1 日至 7 月 31 日，全国共发生电动自行车火灾 1402 起。从起火原因看，因蓄电池故障引发火灾 758 起，其中蓄电池热失控占 65.6%，车辆电气线路故障占 31.0%，这两项是引发电动自行车火灾的主要原因。值得注意的是，电动自行车停放未充电时发生火灾 639 起，占比高达 45.6%，行驶中起火 449 起、充电状态中起火 314 起，分别占比 32.0%、22.4%，反映出电动自行车本质安全问题需要持续重点关注解决。专家表示，蓄电池热失控现象的产生，与蓄电池技术与生产质量、人为或意外引起的撞击、电池老旧损伤的积累、电池使用寿命等因素密切相关。杜绝和减少这一现象，依赖于蓄电池技术的迭代升级和生产、使用、停放、充电等各环节的规范管控。从电池类型看，在蓄电池故障引发的火灾中，锂电池有 622 起，占比 82.1%，铅酸电池有 131 起，占比 17.3%。电池品牌中以超威 127 起、天能 118 起、星恒 41 起排名前三。

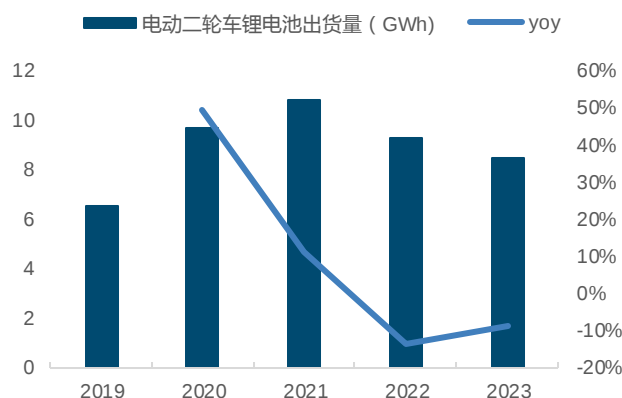


图表45：电动二轮车锂电池市场规模有所萎缩



来源：起点锂电，国金证券研究所

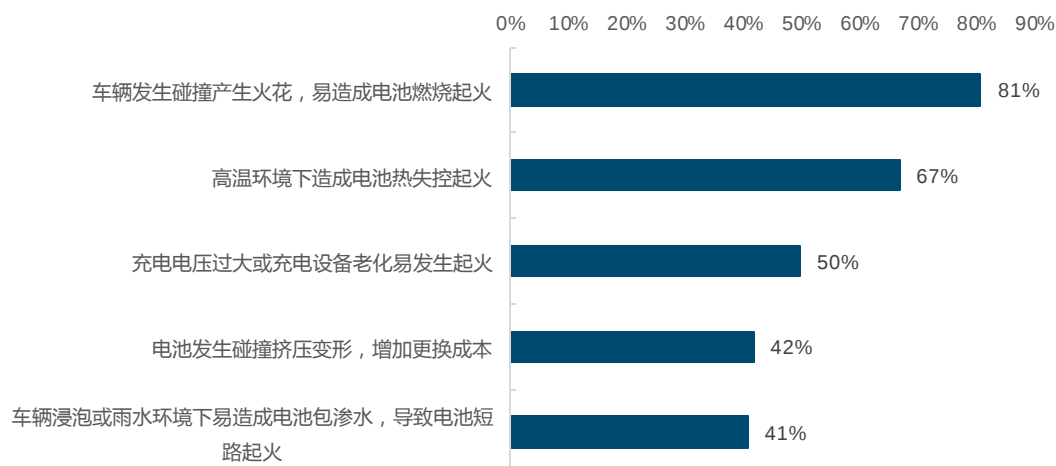
图表46：电动二轮车锂电池出货量有所萎缩



来源：起点锂电，国金证券研究所

电池安全仍是国内用户购买新能源车的最大担忧。用户对新能源车安全方面的焦虑，主要集中在电池安全类问题，占比近 97%，降低或消除因电池引发的事故是长期趋势。其中，用户最担心因碰撞造成电池起火，占比最高，为 81%；高温环境下造成的电池热失控引发的火灾居第二位，占比为 67%。

图表47：新能源车动力电池安全类焦虑，电池起火排第一

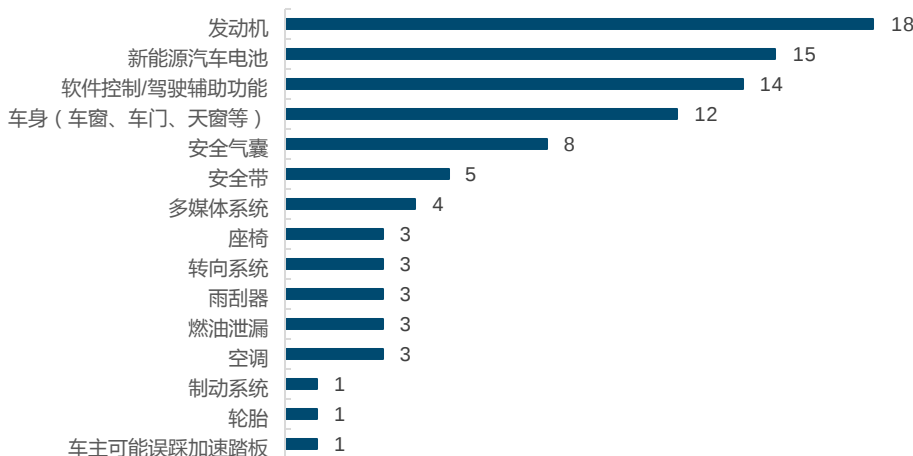


来源：汽车之家 X 新浪汽车《新能源汽车用户用车焦虑洞察报告》，国金证券研究所

电池安全为新能源车召回的核心问题。截至 2023 年年底，中国已累计实施新能源汽车召回 268 次，涉及 570 万辆，火灾直接相关的召回数量为 81 次；在 23 年国内乘用车召回数量中，新能源汽车超过 138.68 万辆，占比 21%。特斯拉两款车型、宝马 iX3、i3 位居新能源车召回数量第 1-4 位，其中与动力电池安全问题相关的召回数量排在新能源车召回原因第一位，主要涉及动力电池软件或硬件故障导致车辆在行驶中失去动力、电车热失控等问题。



图表48：2023 年全年乘用车召回涉及问题排行，电池安全为新能源车召回第一大原因



来源：消费者报道，国金证券研究所

动力电池已被纳入车检的必检范围。《中华人民共和国道路交通安全法实施条例》规定，营运载客汽车 5 年以内每年检验 1 次，超过 5 年每 6 个月检验 1 次。小型、微型非营运载客汽车 6 年以内每 2 年检验 1 次（6 年之内新车免予上线检测），超过 6 年每年检验 1 次，超过 15 年每 6 个月检验 1 次。23 年 6 月，公安部起草的《新能源汽车运行安全性能检验规程》征求意见稿发布，首次从定量技术检验角度提出了对新能源汽车动力电池、驱动电机、电控系统、电气安全的检验规定。安全性能检验项目分为可选项目和必选项目，当被检车辆动力电池、驱动电机、电控系统等线上运行数据异常时，对应的可选项目应进行检验。预计 25 年该规程于 25 年 3 月正式实施。

图表49：新能源汽车运行安全性能检验项目表

序号	检验项目			适用车型		
				载客汽车		货车（三轮汽车除外）、专项作业车
				非营运小型、微型载客汽车	其他类型载客汽车	
1	动力电池安全	充电	动力电池最高温度	●	●	●
			单体蓄电池最高电压	●	●	●
			单体蓄电池电压极差	●	●	●
			BMS总电压示值精度	●	●	●
		放电	动力电池最高温度	○	●	●
			单体蓄电池最低电压	○	●	●
		动力电池容量保持率		○	○	○
2	驱动电机安全	驱动电机温度		○	○	○
		电机控制器温度		○	○	○
3	电控系统安全	DC/DC变换器温度		○	○	○
4	电气安全	充电插座绝缘电阻		●	●	●
		电位均衡		●	●	●

注1：“●”为必检，“○”为可选。
注2：动力电池安全（充电）、电位均衡（外壳与外壳间）不适用于无直流充电口的车辆。

来源：公安部，国金证券研究所

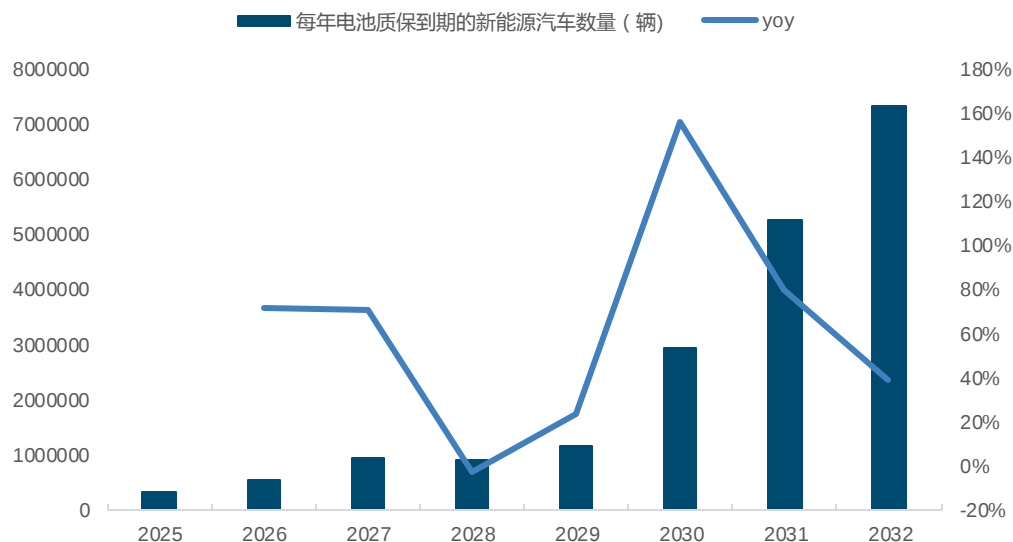
3.3 电池寿命：电池脱保来临+V2G 发展，寿命焦虑增强

当前电池质保年限低于车辆平均使用年限。根据蔚来李斌的发言，目前电池循环寿命低于整车可行驶里程，整车可行驶里程可达 100 万公里，但是行业通常电池循环寿命里程只能达到 24 万公里，电池日历寿命低于汽车用户实际用车年限。概括来说，车辆平均使用年限可以达到 15 年，而当前行业平均质保年限只有 8 年。



电池“脱保”来临，寿命焦虑问题显现。根据国家工信部规定，2016年起乘用车生产企业执行对电池、电机等核心部件提供8年或者12万公里质保（先到达为准），24年首批“脱保”时间已经来到。根据蔚来展示的数据，过去8年内，配备按照国家电池质保要求的电动车总量已超1900万辆，其中大部分车辆的电池质保预计在未来8年内“脱保”。预计到2025、2028、2032年，国内“脱保”电车将达32、98、720万辆，未来8年内，我国动力电池质保到期产品将累计将近2000万辆。

图表50：每年电池质保到期的新能源汽车数量预计将大幅提升



来源：36氪，蔚来，国金证券研究所

电池更换费用高昂。根据澎湃新闻及蔚来展示的数据，市场上一辆电池容量为96.1kWh的纯电车，若更换电池，费用约23万元（约2393元/kWh）；一辆电池容量为44.5kWh的增程式电动车，更换电池费用约8.6万元（约1933元/kWh）；一辆电池容量为30.7kWh的混动车，更换电池费用约5.9万元（约1921元/kWh）。电池更换费用高昂，电池过快衰减将直接影响消费者的用车经济性。

另外，V2G模式的推广直接拓宽电池的toC场景，也对电池循环提出更高要求。

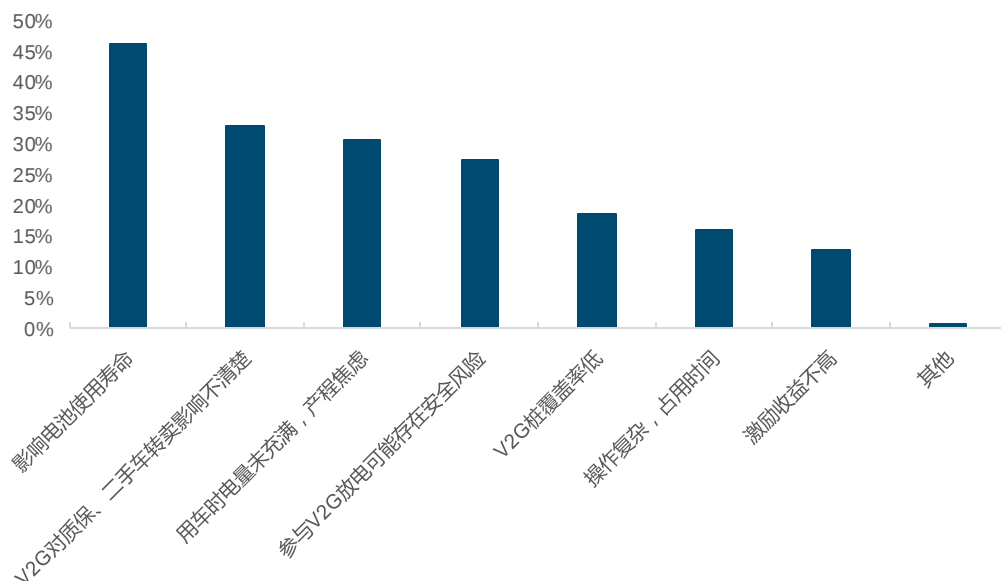
国家大力推动V2G模式用以缓解电网压力。新能源汽车保有量越大，新能源电力入网量越大，电网维持安全稳定的压力就越大，普及V2G技术的紧迫性就越大。根据公安部的数据，截至今年6月底，我国新能源汽车保有量已超2400万辆，并且还在迅速增长。24年1月4日，国家发改委、国家能源局、工信部、市场监管总局发布《关于加强新能源汽车与电网融合互动的实施意见》，被视为V2G产业发展的实施方案。它设定了我国V2G产业第一个阶段性发展目标：到2025年，V2G技术标准体系初步建成；市场机制建设取得重要进展；由国家能源局牵头，初步选定长三角、珠三角、京津冀鲁、川渝等4个片区开展V2G规模化试点示范，力争2025年底前建成5个以上示范城市以及50个以上双向充放电示范项目。V2G试点示范城市2025年全年充电电量60%以上、私人充电桩充电电量80%以上集中在低谷时段；到2030年，V2G实现规模化应用，智能有序充电全面推广。

V2G模式对电池的循环寿命提出更高要求。根据《促进中国电动汽车与电网协调互动的政策研究：基于用户意愿的车网互动调研与建议》：

（1）对电池使用寿命的影响，是用户参与V2G主要顾虑。车主参与V2G的主要顾虑，排在前四位的是影响电池使用寿命、V2G对质保及二手车转卖影响、用车时电量未充满里程焦虑和可能存在安全风险。



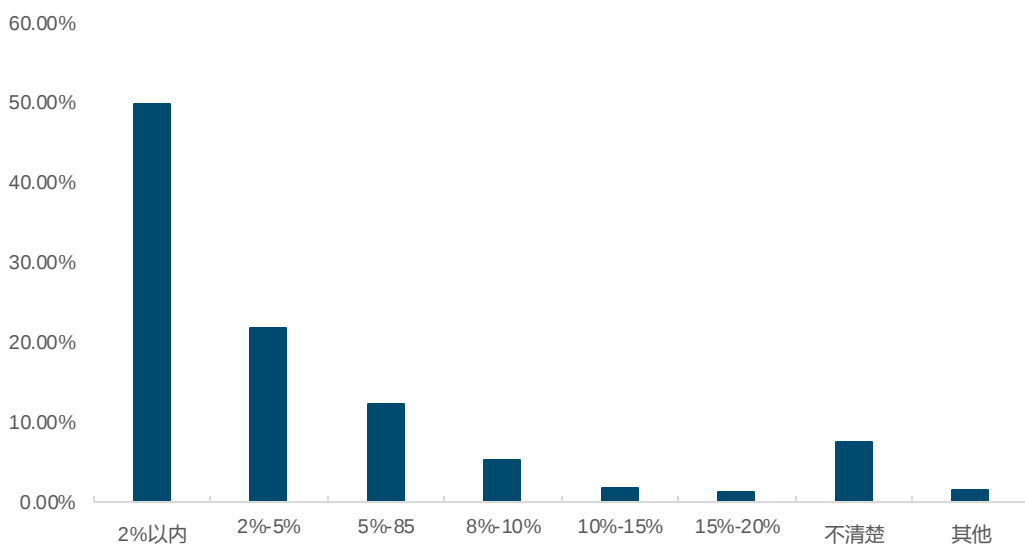
图表51：对电池使用寿命的影响，是用户参与 V2G 主要顾虑



来源：中国储能网，国金证券研究所

(2) 用户对于参与 V2G 造成的电池使用寿命损耗忍受度较低。超过 70% 的车主仅能接受电池寿命损耗 5% 以内。电池寿命损耗是车主参与 V2G 的重要关注点。

图表52：用户对于参与 V2G 造成的电池使用寿命损耗忍受度较低



来源：中国储能网，国金证券研究所

电池耐用性预计在营销中愈发重要。面对 V2G 发展趋势，四部门发布《关于加强新能源汽车与电网融合互动的实施意见》，明确车网互动包括智能有序充电、双向充放电等形式，并提出加大动力电池关键技术攻关，在不明显增加成本基础上将动力电池循环寿命提升至 3000 次及以上。电池的可靠性和耐久性预计在新能源汽车营销工作中愈发重要。

3.4 续航&快充：里程焦虑仍存在，聚焦电池的低温、快充性能

里程焦虑更多集中在低温续航衰减，挂钩电池的低温性能。通过加大电池体积、提高电池能量密度、降低能耗、回收动能等一系列手段，新能源汽车的续航里程不断突破，不少车型的续航里程可达 600-700km，部分车型续航超 1000 公里，而在实际在购车时，多数用户在长续航与标准续航中倾向于选标准续航，说明标准续航的里程数已经够用。然而，低温下电池衰减仍是当前痛点。CLTC 仅考察常温工况，高低温标准暂未实施，而电池性能对高低温敏感，导致 CLTC 续航与真实场景续航差别较大，消费者存在明显的体感差。



里程焦虑的另一方在补能焦虑，挂钩电池的快充性能。《2023 中国电动汽车用户充电行为研究报告》显示，95.4%的用户选择快充充电，同时公共充电桩存量中大功率充电的占比显著提升，270kW 功率以上的公桩占比 3%（2022 年为）2%。充电联盟副秘书长全宗旗认为，对车企而言，能否在产品研发阶段增加支持快充能力的车型或快充桩设施的铺设范围，其结果可能会影响其市场认可度。目前，市面上搭载 800V 高压平台的电动汽车车型已经近百款，大部分新车价格都在 20 万+，个别车型下探至 15 万元区间，加速了 800V 高压车型的普及。

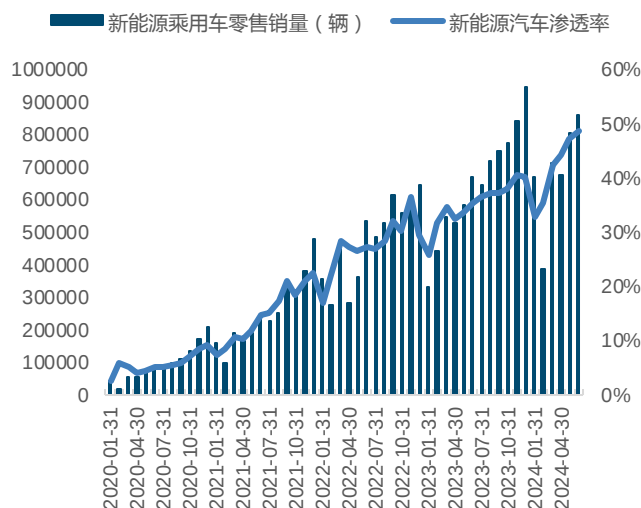
四、宁德时代 toC 路径：产品为基，品牌为核，营销为矛

4.1 背景：电车持续渗透，电池陷入价格战

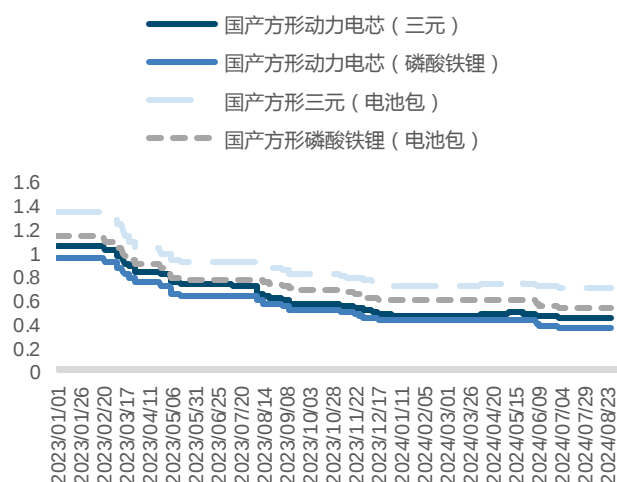
当前国内新能源汽车渗透率仍有上行空间。过去几年国内新能源乘用车的销量大幅上行，渗透率从 20 年 1 月的 2.4%提升至 24 年 6 月的 48.5%。站在当前时点，一方面我们判断国内远期新能源汽车渗透率有望达 80%以上，渗透率仍有上行空间；另一方面当前新能源汽车的广泛普及使消费者愈发明确当下新能源汽车的痛点。

类似过去 CPU 的价格战，电池行业当前也深陷价格战。一方面是碳酸锂等核心原材料的价格下滑，一方面是产品同质化程度提升、行业竞争加剧，23 年后国内动力电池价格一直处于下行通道。

图表53：新能源汽车的月度渗透率持续提升



图表54：电池价格持续下降（元/Wh）



来源：乘联会，国金证券研究所

来源：百川盈孚，国金证券研究所

消费者过去对于电池的感知不强。过往消费者对于电池的认知主要集中在三元锂电池、磷酸铁锂电池等（类比 CPU 的 286、386 称呼），而对于电池“品牌”感知整体较弱。基于这几点因素，我们判断电池行业当前所处的环境与 90 年代初美国 CPU 行业环境类似，为了破除产品同质化高、价格内卷等困境，当前是龙头企业推出 toC 战略的合适时点。

4.2 品牌化：产品力为根基，打造差异化认知

相比二线电池企业，公司拥有完善的品牌矩阵和持续领先的产品力。针对铁锂车型、三元车型、商用车、乘用车换电、重卡换电领域，公司分别推出神行电池、麒麟电池、天行电池、EVOGO、骐骥换电等品牌打造差异化，摆脱消费者对传统三元电池、铁锂电池的同质化认知。



图表55：宁德时代用麒麟电池、神行电池、天行、EVOGO、骐骥换电打造品牌认知



来源：宁德时代官网，国金证券研究所

(1) 神行电池：主打铁锂，形成强差异化产品体系，产品力、量产进展领先。

2023 年公司推出神行电池，主打快充、高续航、低温性能。产品为全球首款磷酸铁锂 4C 超充电电池，最高续航超过 700 公里，充电 10 分钟续航 400 公里，零下 10 摄氏度半小时充电至 80%，做到全温域快充，23 年底量产，24Q1 装车上市，搭载车型包括全新极氪 001、小米 SU7 Pro、星纪元 ET、广汽 AION Y Plus、红旗 E-QM5 等。其中在极氪 001 上充电倍率达 5C，10%-80%SOC 充电约需 11 分钟。

24 年公司推出神行 Plus 电池。系统能量密度达到 205Wh/kg，可提供 1000 公里的续航，支持 4C 超充，10 分钟内可以补能 600 公里，在零下 20℃ 的极端温度下充电效率提升 50%。

在神行及神行 Plus 大的体系之内，根据性能长板，又分低温版、长寿命、全能型等细分产品：

- ①神行低温版：搭载车型包括星纪元 ET，能实现在零下 20℃ 的环境下，20%-80%充电仅需 24 分钟。
- ②神行长寿命系列：搭载车型包括哪吒 L，支持 8 年或 80 万公里超长电芯质保。
- ③神行全能型：搭载车型包括小米 SU7 Pro，带电量约 94kWh，支持续航 830 公里，10%-80%SOC 充电约需半小时，整体性能较均衡。
- ④神行增混电池：搭载车型包括阿维塔 07，搭载 39kWh、52.4kWh 两种电池，其中：①39kWh 神行超级增混电池：峰值充电倍率 3C，为同级产品最高，30%-80%充电时间为 15 分钟，具备 245km 纯电续航里程、1152km 综合续航里程；②52.4kWh 神行 4C 超级增混电池：峰值充电倍率 4C，为增程电池最高，30%-80% 充电时间为 10 分钟，具备 325km 纯电续航里程、1220km 综合续航里程。

神行电池产品系列做出了行业领先的差异化程度、性能及量产进度。整体看，根据客户的不同需求，宁德时代的神行电池产品定制化出不同的性能组合，用更细分的产品，在快充、低温、长寿命、增混等细分领域都做到行业领先，搭载车型众多，量产节奏显著领先行业其他企业。

图表56：铁锂领域，神行电池相比其他企业的电池做出了更大的差异化及更快的量产

企业	产品	特征	代表车型	续航 (km)	电量 (kWh)	电池系统能 量密度 (Wh/kg)	电池倍率	快充电量 (%SOC)	快充时间 (小时)	量产节奏
宁德时代	神行电 池	能量型	红旗 E-QM5 2024 款 450KM 出行版 100kW	450	60	141	-	20-80	0.43	已量产
		快充型	极氪 001 2025 款 WE 版 两驱	722	95	132	5C	10-80	0.19	已量产



	全能型	小米 SU7 Pro	830 (两驱)	94	-	-	10-80	0.5	已量产
	长寿型	哪吒 L 2024 款 510 闪充版	510	68	133	30	10-80	0.35	已量产
	低温型	星纪元 ET 2024 款 增程版 Plus	1518 (纯电 200)	32	123	1.50	30-80	0.47	已量产
	增混电池	阿维塔 07	1220 (纯电 325)	52	-	40	30-80	0.17	即将量产
比亚迪	刀片电池	汉 EV 2024 款 荣耀版 506km 尊贵型	506	60	150	-	30-80	0.42	已量产
	刀片电池第二代	-							预计 2024 年发布
中创新航	one-stop 电池	小鹏 G6 2024 年款 580 长续航 Plus	580	66	117	30	10-80	0.33	已量产
	-	智己 L6 2024 年 MAX 标准版	618	75	139	-	10-80	0.425	已量产
	顶流超级纯电电池	-							预计 26 年上市
	顶流超级增程电池	-							预计 25 年上市
	高功率-超级插混电池	-							预计 25Q1 上市
亿纬锂能	-	小鹏 G9 570 Pro	570	78	130	30	10-80	0.33	已量产
	-	AION S 2024 款 MAX 70 星耀版	510	60	143	-	30-80	0.5	已量产
国轩高科	G 刻电池	-							24Q2 发布, 发布即量产
	星晨电池	-							预计 24Q4 实现量产
	启晨电池	-							第一批搭载启晨电池的电动车 24Q3 进入 SOP
欣旺达	-	理想 L6	212	37	134	20	20-80	0.33	已量产
	闪充电池	欣星驰电池	-						未量产

来源：懂车帝，GGII，国金证券研究所

(2) 麒麟电池：主打三元，性能、量产进度保持领先。



2022 年公司发布麒麟电池，主打高能量密度、高安全、快充。体积利用率突破 72%，可将磷酸铁锂电池系统能量密度提升至 160 Wh/kg，三元电池系统能量密度提升至 255 Wh/kg；采用全球首创的电芯大面冷却技术，将水冷功能置于电芯之间，双面冷却的设计使换热面积扩大四倍，电芯控温时间缩短至原来的一半，支持 5 分钟快速热启动及 10min 充电 80%。

麒麟电池产品在细分性能和量产进展上做到行业领先。在极氪 009 上，麒麟电池的电池系统能量密度达 193Wh/kg，在续航和能量密度方面行业领先；在理想 MEGA 和极氪 001 上，公司分别为做到 5C、4C 快充，在快充性能做到行业领先；在小米 SU7 上，麒麟电池整体保持较高的续航能力、能量密度和快充能力，性能相对均衡。量产进展方面，23 年麒麟电池已进入规模量产，显著领先行业，合作品牌包括极氪、问界、阿维塔、理想、小米等。

图表57：三元领域，麒麟电池相比其他企业的电池做出了更大的差异化及更快的量产

企业	产品	特征	代表车型	续航	电量	电池系统能量密度	电池倍率	快充电量	快充时间	量产节奏
宁德时代	麒麟电池	能量型	极氪 009 2024 款 七座过道版 两驱	900	140	193	-	10-80	0.5	已量产
		快充型	理想 MEGA	575	102.7	163	5C	10-80	0.2	已量产
		快充型	极氪 001 2025 款 WE 版 100kWh	750	100	165	4C	10-80	0.25	已量产
		全能型	小米 SU7 MAX	800	101	156	-	10-80	0.32	已量产
中创新航	中镍高电压		小鹏 X9 2024 款 702 超长续航 Pro	702	101.5		3C	10-80	0.33	已量产
			零跑 C11 2024 款 增程式 300 智享版	1210	43.74		-	30-80	0.5	已量产
			smart 精灵#3 2024 款 BRABUS 性能版	520	66	184	-	10-80	0.5	已量产
		超级纯电电池	-							预计 26 年上市
	顶流电池	超充-超级增程电池	-							预计 25 年上市
欣旺达	- 闪充电池		理想 L7 2024 款 Max 版	1360	42.8		2C	20-80	0.5	已量产
			smart 精灵#3 2024 款 型 动四驱版	520	66	184	-	10-80	0.5	已量产
		欣星耀电池								未量产
亿纬锂能	- 快充电池		小鹏 G9 2024 款 702 Pro	702	98	160	3C	10-80	0.33	已量产
			哪吒 S 2024 款 纯电 715 新享版	715	84.5	180	-	30-80	0.58	已量产
国轩高科	G 刻电池		-							24Q2 发布，发布即量产
		星辰电池	-							预计 24Q4 实现量产

来源：懂车帝，GGII，国金证券研究所

(3) 天行：主打商用车，在快充、长续航上打造差异化

24 年公司推出商用车“天行”，在商用车电池市场做出差异化。目前产品主要包括天行 L-超充版、天行 L-长续航版，另外公司也公布了天行 L 系列产品解决方案，提供 30-200 度电、实况续航 150-500 公里的系列化产品，并且全系快充，支持增程应用，力求覆盖物流行业全场景。

①天行 L-超充版：4C 快充，满足时效要求高的运输、物流场景。产品为全球首款 4C 超充轻型商用车动力电池，可以在 12 分钟快速补能 60%，电池系统能量密度达到 155 Wh/kg，具备 140 度电池容量，并能够在车辆满载、高速时速 80km/h 的真实工况实现 350km 续航。宁德时代天行 L-超充版更适合对时效性要求较高的场景，例如货物运输公司、物流公司



有很多限时的单子，对车辆时效性要求高，充电时间过长会面临超时罚款的情况，而 4C 超充电池可以让车辆短时间内充好电出发。

②天行 L-长续航版：适合长距离运输。电池容量达 200 度，能够在车辆满载、高速时速 80km/h 的真实工况下，达到一次充电 500km 的超长续航。宁德时代天行 L-长续航版适合更长里程的运输需求，例如从北京到呼和浩特、从昆明到贵阳，500km 续航中间不用充电。长续航版电池系统能量密度达 200Wh/kg，是目前轻型商用车电池最高能量密度，帮助整车降重 300 公斤，自重更轻，从而能够更好应用于重载及重度使用场景。

长寿命保障残值率。当前“天行”两款电池均实现了 8 年 80 万公里的超长寿命，电池质保覆盖车辆全生命周期，实现车电同寿，在二手买卖时也可以拥有更可观的残值率。

“天行”电池发布即量产。目前“天行”电池已经和包括福田、吉利、东风、一汽解放、江淮汽车、庆铃汽车等在内的 13 家车企的 21 款车型合作。

图表58：宁德时代商用车“天行”分超充版、长续航版，解决不同场景痛点

宁德时代天行 轻型商用车(L)-超充版	宁德时代天行 轻型商用车(L)-长续航版	天行L系列 产品解决方案
满足4C 超充速度 140度 大电量 8年80万公里 超长寿命 155Wh/kg 能量密度 适用时效性要求较高的场景 快递物流、平台接单等 12分钟补能60%SOC 不误单，更敢接单	500km 超长续航 200度 超大电量 8年80万公里 超长寿命 200Wh/kg 能量密度 适用中长途运输、高频使用 充电不便利等场景 中长途运输 从呼和浩特到北京 一次充电，无需补能	30~200度电 实况续航150~500公里 全系支持超充，拓展增程应用 覆盖物流配送行业全场景需求 发布即量产 13家车企 21款车型 

来源：公司微信公众号，国金证券研究所

(4) EVOGO+骐骥换电：主打乘用车、重卡换电

EVOGO：主打乘用车换电，推动商业落地。

EVOGO 组合换电整体解决方案由“巧克力换电块、快换站、APP”三大产品共同构成。巧克力换电块能量密度超 160Wh/kg，单块电池提供 200 公里左右续航，适配大部分纯电平台开发的车型。巧克力换电块可以在 1.5 分钟内完成快速更换，还支持 1.6C 的充电速率，意味着可以在 20-30 分钟内完成电动汽车的充电。该技术提供 42 度电、52 度电、56 度电和 70 度电四种不同的电池容量选项，适用于 A 级和 B 级车型。用户可根据实际出行需求，选择租用换电块的数量，如日常市内通勤只需租用一个电块，长途出行可选择两或三个电块，回城后再换回一个电块。

公司换电站建设将分阶段实施。计划到 2025 年底，宁德时代的换电站网络将扩展至超过 30 个城市，拥有超过 500 个站点；而到 2026 年，这一数字将增长至 70 个城市以上，站点总数超过 1500 个。公司的长期目标是在全国范围内建设 10000 座换电站，而在短期内，即到 2027 年，目标是达到 3000 座。

公司的换电合作伙伴持续增加。24 年 1 月，宁德时代与滴滴出行合作成立了换电合资公司，旨在通过网约车应用场景提升公共充电市场的效率；5 月，广汽埃安与宁德时代签署了换电合作框架协议，加入了“巧克力换电联盟”；6 月，北汽集团与宁德时代签署了进一步深化了战略合作关系的协议，双方将在换电车型及换电模块开发、换电模块流通、电池数据管理和区域换电站合作等方面展开密切合作。

骐骥换电：主打重卡换电，布局领先。

“骐骥换电”由骐骥换电块、骐骥换电站和骐骥云平台三部分组成。方案搭配了最新一代



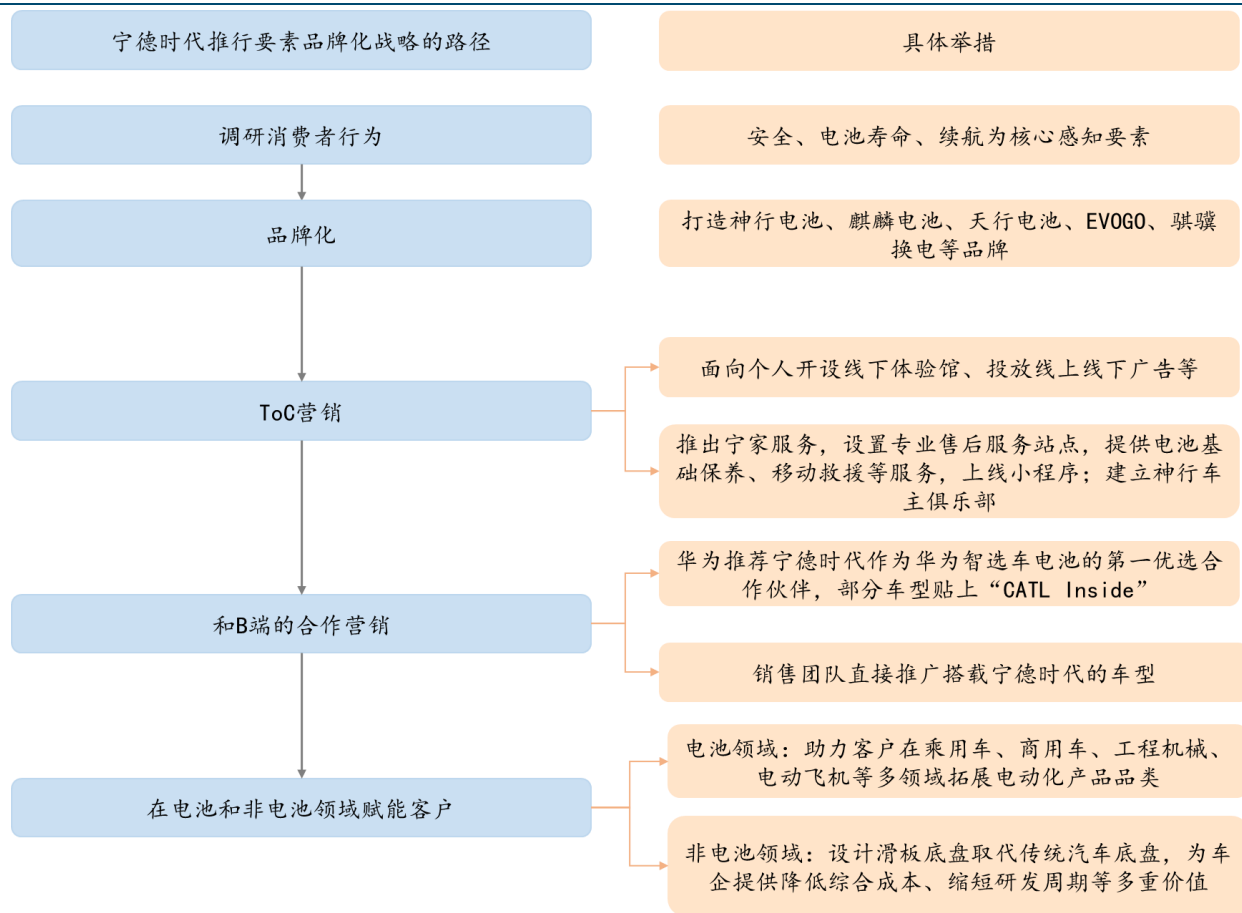
骐骥换电块，具有模块化、可充可换等特点。品牌基于宁德时代磷酸铁锂电池向重卡车辆提供换电服务，几分钟可为一台重卡车完成补能，从而大幅提升运输效率。按照宁德时代的测算，采用车电分离方案，每年每台重卡车可节省 3-6 万元的用车成本。24 年 8 月，宁德时代在四川省遂宁市成功举办了首条供应链电动化运输干线——“宜遂线”的发运仪式。

强产品力和差异化的基础在于持续创新的技术。公司持续引领行业技术迭代，持续通过改善材料微观结构、改善配方、结构创新等，使电池的性能持续突破上限，在整体均衡的情况下达到单项性能冠军（如快充/低温/长寿命/长续航），从而满足车企的定制化需求。行业的二线企业多为车企二、三供的存在，是产品的跟随者，主要保障车企的供应链安全，非行业的引领者。长期看，在新技术如钠离子电池、磷酸锰铁锂电池、凝聚态电池、全固态电池等领域，宁德时代做了全面而前瞻的布局，仍保持行业的绝对领先地位。

4.3 营销体系：全面营销+赋能车企，远不止 CATL INSIDE

宁德时代的 toC 模式与英特尔的 toC 模式高度类似。我们认为，仅关注“CATL Inside”标识的推广度，去判断宁德 toC 战略的效果是相对狭隘的。类似英特尔，宁德时代在品牌化、ToC 营销、和 B 端的合作营销、赋能 B 端等方面均采取了针对性的布局。

图表59：宁德时代推动 toC 战略的路径与英特尔模式高度相仿



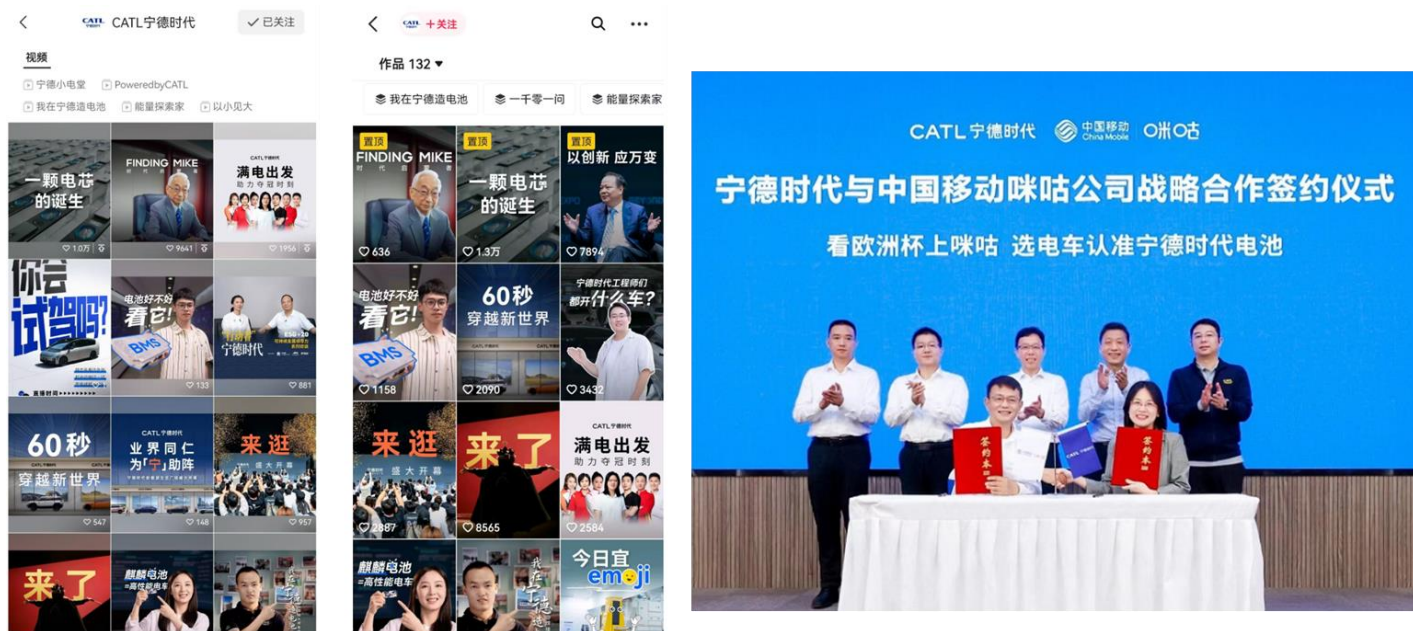
来源：澎湃新闻，宁德时代公众号等，国金证券研究所整理

1) ToC 营销：面向个人开设线下体验馆、投放线上线下广告等。

线上：多社媒渠道投放营销广告。社媒方面，宁德时代加强了在社交媒体上的活跃度，如抖音账号的高频更新，以及在小红书、微信视频号等平台上的内容策划，以更全面地向消费者展示公司形象和产品优势；在赛事合作方面，宁德时代与中国移动咪咕公司在福建宁德举行战略合作签约仪式，正式成为咪咕欧洲顶级足球赛事转播首席合作伙伴，携手咪咕公司共赢 2024 超级体育大年，围绕国内外顶级体育赛事展开全面合作。



图表60：宁德时代在视频号、小红书等社媒做推广宣传，和咪咕达成战略合作协议



来源：宁德时代视频号、小红书、公众号，国金证券研究所

线下：①开设线下生活广场：24年公司落地线下生活广场，首批聚集41家车企、70余款车型。宁德时代与各大车企共同组建了一支既懂车也懂电池的新能源专家团队，在新能源生活广场解答车辆电池的问题，根据用户的预算、需求、用途为消费者推荐最适合的新能源车。同时，宁德时代还要将各种车型植入到生活、露营体验、赛道体验等场景中。公司有望于25年布局商用车广场，将涉及轻卡、工程机械、重卡、大客车等产品，持续拓宽C端的场景与客户覆盖。

②线下发布会&广告：23年8月，宁德时代举行首次线下发布会，发布神行超充电池，后续公司持续在机场和高铁站投放了巨幅户外广告。此外，宁德时代还积极参加全国车展，通过大型展台向消费者宣传产品和理念。

图表61：宁德时代线下营销涉及车展、机场等场景



来源：汽车制造所，国金证券研究所

③推出“宁家服务”，介入toC的汽车后市场。24年公司发布“宁家服务”品牌，搭建了完善的人员培训体系，在国内首批设置了112家专业的售后服务站点，覆盖全国25个省份、80个城市，为消费者提供高标准的专业服务；相应小程序也正式上线，提供充电网络查询、看车、选车、用车和新能源研学等服务，通过线上渠道为用户提供服务。

④成立车主俱乐部。北京车展上，宁德时代宣布将携手华为、星星充电、云快充、蜀道新能源等业内伙伴，为更多配有宁德时代神行超充电池的车主提供更便捷，更实惠的用车体验；公司还将成立行业首个“神行超充车主俱乐部”，建设线下600多家实体服务店，覆盖31个省级行政区，271个地级市，为神行车主提供道路救援，电池检测、维护等服务。



2) 和 B 端的合作营销：包括客户推荐与宣传、“CATL INSIDE”标识。

①华为推荐宁德时代作为华为智选车电池的第一优选合作伙伴。12月14日，宁德时代与华为终端有限公司在福建宁德签署合作备忘录，华为终端将推荐宁德时代作为华为智选车合作伙伴汽车动力电池的第一优选合作伙伴。宁德时代将为华为智选车项目提供具有市场竞争力的高品质汽车动力电池产品，以支持华为智选车产品更快地面向市场，充分保障华为智选车产品的创新性和领先性。

②多企业在自身宣传中“捎上”宁德时代。从微博的宣传看，包括问界、小米、享界、零跑、理想、小鹏、蔚来、哪吒、极氪、阿维塔、广汽埃安、上汽大众等众多新能源车品牌在进行宣传的过程中带上了宁德时代。

图表62：众多新能源车品牌在宣传时带上宁德时代



来源：新浪微博各官方号，国金证券研究所

③部分车型贴上“CATL Inside”标识：猛士科技后续上市的电动越野车型 917 车身上将印有“宁德时代 CATL Inside”标识，该车型也是首个印有此标识的百万元级电动豪华车，开创了行业先河。但是，由于车本身带有较强的社交属性（电脑则是以功能属性为主，贴标影响较小），“CATL Inside”标识可能影响车的外型观感，我们判断并不适合做大范围普及。



图表63: 猛士科技贴上“CATL INSIDE”标识



来源：新京报，国金证券研究所

④线下体验店免费推广搭载宁德时代的车型。公司在线下体验店中配备了专业的服务团队，可以同时向消费者讲解汽车产品和电池相关信息；消费者如果对某款产品有兴趣，宁德时代会帮助对接具体品牌店面，相当于为车企提供销售线索；宁德时代不会向车企收取产品展示及销售线索等相应费用。

3) 在电池及非电池领域赋能客户，提供客户竞争力。

①帮助推广新能源汽车：公司通过线下体验店、线上社媒等向大众宣传电车相较油车的优势，从而推广电车。

②助力客户扩大产品品类：公司助力客户在乘用车、商用车、工程机械等多领域拓展电动化产品品类。例如，公司和奇瑞签订战略合作协议，在除乘用车电池供应及技术合作外，双方还将在大巴、物流车、重卡、电动船舶等领域对公共交通、新能源三电融合和换电等业务开展联合探索，促进并引领行业高质量发展。

③在非电池领域赋能 B 端：公司介入滑板底盘，在非电池领域赋能车企。

滑板底盘为车企提供降低综合成本、扩大车内空间、缩短研发周期等多重价值。宁德时代的滑板底盘以 CTC 技术为基础，高效、轻量、低成本、安全为导向研发的智能一体化底盘，特点是上下车体解耦，包括机械解耦、电子电器解耦、软件解耦。解耦后底盘承担包括能量（电池）、“三电”以及移动、安全、运动功能，成为一个可独立行驶的载体。其商业应用将更好地助力车企节约资源，集中精力聚焦在智能化用户体验上。



图表64：宁德时代滑板底盘技术



来源：msn，国金证券研究所

对于 OEM 厂，公司的滑板底盘相较传统底盘具备多重优势。①缩短研发周期：主机厂的新车研发周期有望达 18 个月之内，相比之前 36 个月、48 个月大大缩短。②降本：一方面可以降低整车开发的初始成本，车企的多个车型共用一个平台，根据宁德时代介绍，滑板底盘产品只收取主机厂自己开发费用的 1/3，主机厂可节省 60%-70% 的开发费用；另一方面能够降低车企底盘本身的 BOM 成本约 5%。③开发更自由：装载滑板底盘的车辆碰撞的能量 85% 可以被底盘吸收，减少造车时造型对安全的影响，而且开放的 E 接口和机械接口可以让汽车的设计师、产品经理在造型设计、智能化体验功能开发中更加自由发挥。

在电耗、低温续航、快充等方面，滑板底盘保留了公司一贯的优势。①电耗：宁德时代的滑板底盘百公里电耗只有 11 度，显著低于当前国内外的汽车电耗；②低温性能：在零下 7℃ 时，很多新能源车辆的续航里程下降 40% 左右，而滑板底盘车型的续航里程仅下降 33%；③快充：公司的滑板底盘 10 分钟 SOC 做到 30%-80%，公司全栈研发了 800V 的电驱系统，系统综合效率是 91.5%，最新达 91.7%。

滑板底盘即将进入规模量产。目前在滑板底盘上和宁德时代合作的车企有哪吒汽车、越南 Vinfast 等。8 月 25 日，首搭滑板底盘的哪吒 S 猎装 C11C 800V 版开启预售，搭载 800V 平台，采用神行超充电池，5C 充电倍率，预售价 18.99 万元起。该车型版本预计在 24Q4 量产，滑板底盘即将进入规模化量产阶段。

图表65：宁德时代滑板底盘的优势包括缩短研发周期、降本、开发更自由

滑板底盘优势	具体描述
缩短研发周期	主机厂的新车研发周期有望达 18 个月之内，相比之前 36 个月、48 个月大大缩短
降本	一方面可以降低整车开发的初始成本，车企的多个车型共用一个平台，根据宁德时代介绍，滑板底盘产品只收取主机厂自己开发费用的 1/3，主机厂可节省 60%-70% 的开发费用；另一方面能够降低车企底盘本身的 BOM 成本约 5%
开发更自由	装载滑板底盘的车辆碰撞的能量 85% 可以被底盘吸收，减少造车时造型对安全的影响，而且开放的 E 接口和机械接口可以让汽车的设计师、产品经理在造型设计、智能化体验功能开发中更加自由发挥

来源：中国电动汽车百人会论坛，观察者网，国金证券研究所

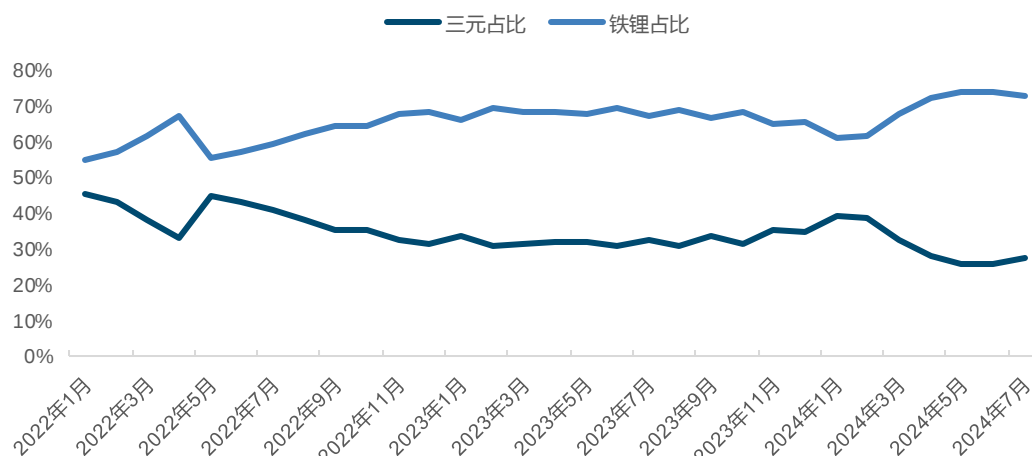
五、效果展望：效果逐步兑现，长期看有助于巩固份额和盈利



5.1 份额：看好份额持续上行

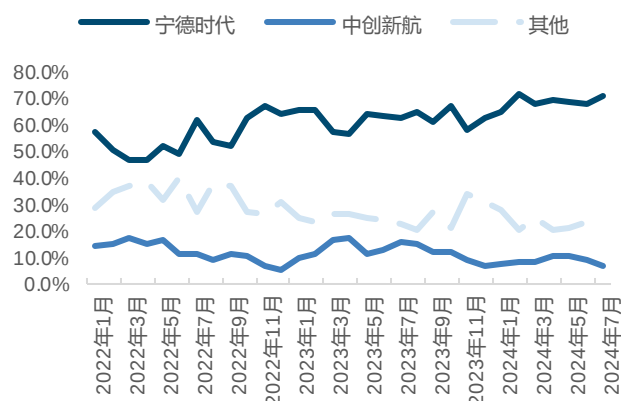
国内看，公司 24 年国内铁锂份额已重回上行。国内装机的三元电池份额上，宁德时代始终处于显著优势地位，近年多数月份维持在 60%-70%。基于成本更低和性能改善，近年铁锂电池占比呈现上升趋势，24 年 4 月起占比已超 7 成。在铁锂电池领域，比亚迪整体销量高增带动比亚迪铁锂电池出货量提升，比亚迪电池在 22、23、24 年 1-7 月的份额分别为 37%、40%、35%，宁德时代在 22、23、24 年 1-7 月的份额分别为 44%、34%、38%，在非比亚迪车企的份额为 69%、57%、58%。我们测算宁德时代在 A0、A00 等中低端小车的份额较低，在 A、B、C、D 级车的装车份额显著高。若不考虑 A0、A00 车市场（这一市场本身对成本高度敏感，电池价格内卷严重，非公司的战略市场），我们测算 23 年宁德时代在 A+B+C+D 级车的铁锂份额同样在 60%-70%（不考虑比亚迪）。

图表66：近年国内铁锂电池占比呈现上升趋势



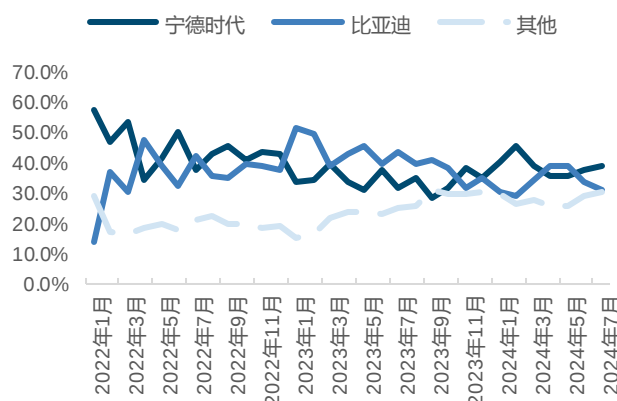
来源：中国汽车动力电池产业创新联盟，国金证券研究所

图表67：公司在国内三元电池装机份额稳固



来源：中国汽车动力电池产业创新联盟，国金证券研究所

图表68：公司 24 年国内铁锂电池装机份额有所提升

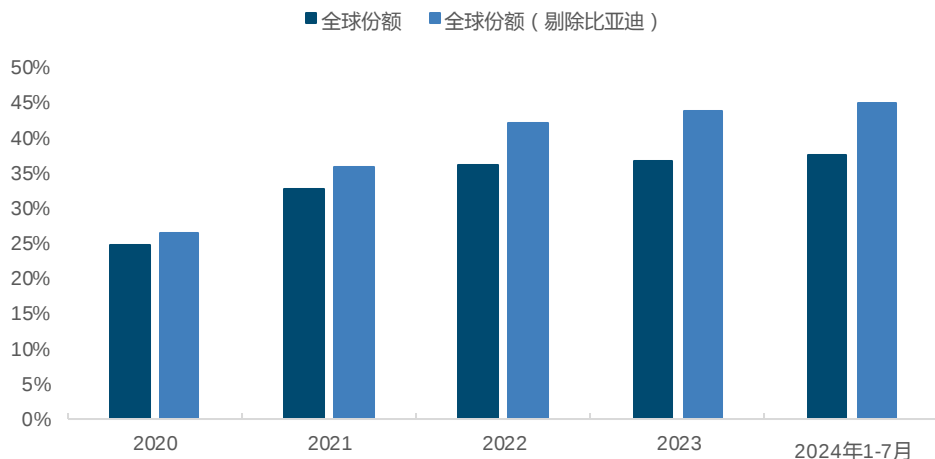


来源：中国汽车动力电池产业创新联盟，国金证券研究所



参考禧玛诺、利乐、英特尔等企业，公司未来在全球的市场份额有望进一步提升。公司 22 年/23 年/24 年 1-7 月的市场份额分别为 36%/37%/38%，不考虑比亚迪，份额分别为 42%/44%/45%，持续保持提升。公司产品在安全、寿命、能量密度、快充上均保持行业领先，直击消费者痛点，通过完善的品牌矩阵、全面的营销体系，公司有望打破对于产品认知同质化（三元、铁锂）的竞争模式，而是以品牌定义产品，从 C 端入手巩固或提升在电池领域的份额。参考禧玛诺（主要布局中高端市场，全球市占率约 50%），我们认为公司当前在全球市场仍有提升空间。

图表69：公司全球份额稳步提升



来源：SNE Research，国金证券研究所

5.2 盈利&估值：有望建立品牌溢价，巩固利润率、估值

当前公司的单位毛利优势主要体现在产品&客户结构更优、技术&品质溢价、成本优势。我们测算 24H1 宁德时代、二线电池企业（选取中创新航、亿纬锂能、国轩高科）的单位毛利分别为 0.19、0.08 元/Wh，宁德时代高出约 129%，单位毛利的优势主要来源于更高的单价（0.71 元/Wh vs 0.61 元/Wh）和更高的毛利率（26.9% vs 13.6%），其中：

1) 更高的单价主要基于更优的产品、客户结构。24 年 1-7 月宁德时代国内装车中三元/铁锂电池占比分别为 43%/57%，行业为 29%/71%，三元电池相较铁锂电池本身价格更高；其次公司的客户结构更优，公司在 25 万以上车型份额保持绝对优势，更高价格带的车型本身配置有更强性能的电池，也对价格接受度更高；相较其他电池企业更高，公司的海外客户占比更高，公司与 Tesla、BMW、Daimler、Stellantis、VW、Volvo、Ford、Hyundai、Honda 等车企形成深度合作，24H1 在海外装机市占率达 27.2%，海外客户的价格接受度整体较国内车企更高。

2) 更高的毛利率基于更优的产品&客户结构、技术&品质溢价、成本优势。首先，中高端车型、海外客户对价格的接受度比国内低端车型更高，由此带来更优的盈利能力；其次，即时针对同一种产品，由于公司的电池性能（如在同样能量密度的情况下充电效率更优）、一致性、稳定性更优，相较其他企业产品存在部分产品溢价；依靠采购上的规模优势、超级拉线带来的人工&制造费用的节省、更优的生产良率，公司相较其他电池企业具备更低的生产成本。未来随着超级拉线的占比逐步提升（单 GWh 投资额显著下降）、渡过转固高峰期，单位折旧还有望下降，进一步增厚公司毛利率。

站在长期视角看，宁德时代的品牌溢价有望慢慢兑现。

1) 品牌溢价已体现在同一车型的不同“版本”中。小米 SU7 当前有三款车型，分别为标准版/Pro/Max 版，其中标准版由弗迪电池和宁德时代供应 LFP 电池，Pro 版搭载宁德时代的神行电池，Max 版搭载宁德时代的麒麟电池，对应三款车型官方指导价分别为 21.59/24.59/29.99 万元，搭载神行、麒麟电池的版本价值更高，尽管不同版本的差异体现在电池、电机、智能驾驶等多维度，但是也从中体现了宁德时代电池的品牌溢价。

2) 消费者的品牌意识已有雏形，自主选择权若落实，或导致差异化定价，从而体现宁德时代的品牌溢价。

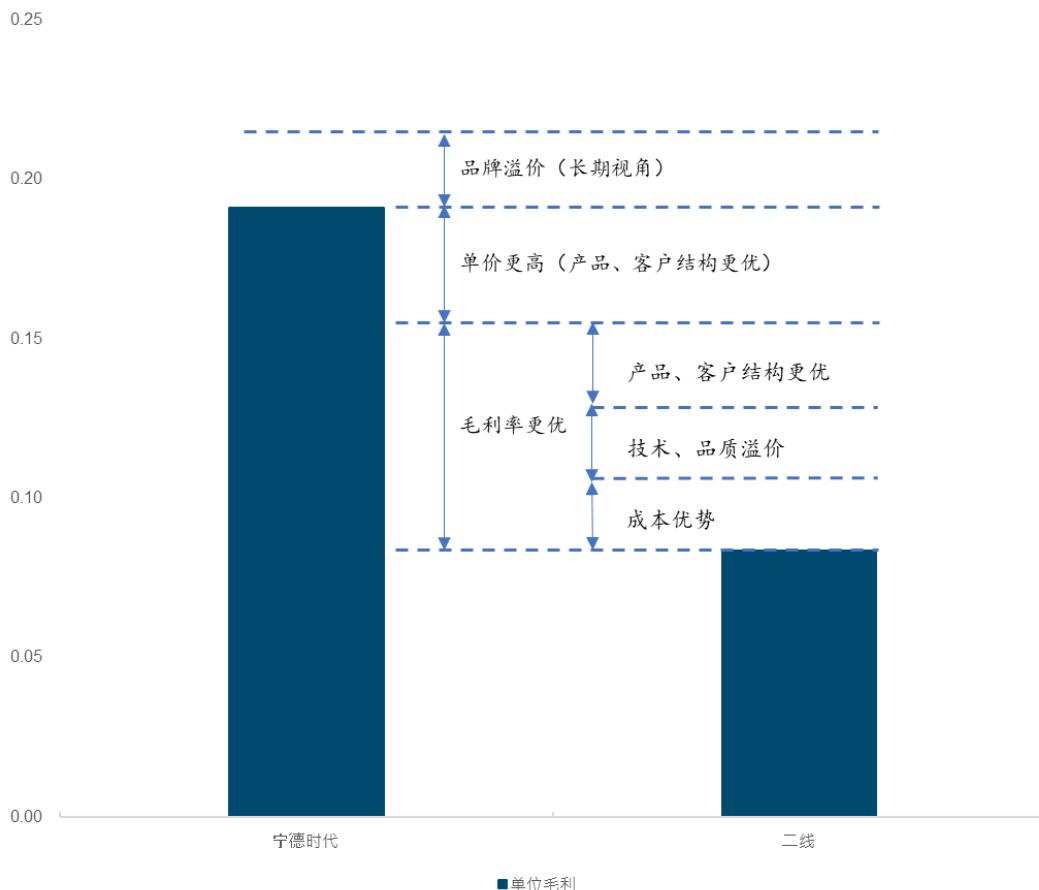


①小米 SU7 新增宁德时代为供应商后，多数消费者认为是“增配”。根据澎湃新闻，5 月下旬，小米汽车官方表示，小米 SU7 标准版在现有弗迪电池之外，新增宁德时代的电池。新能源前瞻通过群聊等方式接触了数百位消费者，有超 60%的消费者将这理解为“增配”，25%的消费者认为优选小米 SU7 高配版，不会纠结电池（只有宁德时代为供应商），而根据澎湃新闻报道，5 月 25 日 0 时之前锁单小米 SU7 标准版车型的主车主中有近四成询问能否退单再重新下定；新能源前瞻咨询了数十位有购买小米 SU7 标准版意向的车主，其中近四成消费者最终放弃锁单。

②理想 L8 混搭非宁德时代电池，引发车主不满。理想 L8 某准车主表示，宁德时代电池是他最为看重的一点，但购车后发现购买的 2024 款理想 L8 中配搭载的电池包由宁德时代一家供应变为了宁德时代和欣旺达混装，车主认为电池品牌不一致就导致责任方变化，电池寿命、衰减、未来二手车的价值都会有所区别，并且不满于车企的“不提前告知还随机分配”。百余名电池混装盲抽车主中，有超 50%持愤懑态度，表示权益严重受到侵害，要求车企更换电池。

消费者自主选择权的落实结果可能造成差异化定价，从而体现宁德时代的品牌溢价。从上述例子可以观察到，消费者的品牌意识已有出现雏形，且宁德时代已影响车主心智。若同一车型以同一价格混搭宁德时代和其他企业的电池，消费者或主要选择搭载宁德时代的版本，因此对于搭载宁德时代/其他电池的车型版本，落实消费者自主选择权或导致差异化定价，进而体现宁德时代的品牌溢价。

图表70：24H1 宁德时代与二线电池企业单位毛利的差距来源包括了更优的产品结构、客户结构、技术&品质溢价及成本优势，未来或新增产品溢价（元/Wh）

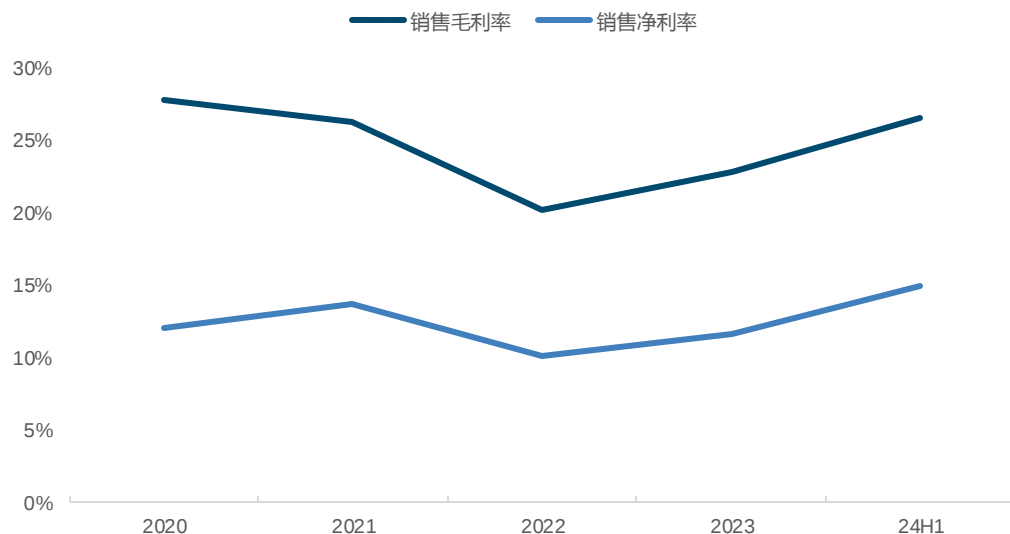


来源：公司财报，国金证券研究所

参考禧玛诺、英特尔，公司的利润率、估值仍有上升空间。1993-2022 年，禧玛诺的毛利率从 24.5%增长至 42.2%，净利率从 8.3%增长至 20.7%，自行车配件营业利润率从 11%升至 28%；英特尔 1991-2005 年净利率多数时间维持在 18%-28%；公司 23 年销售毛利率/销售净利率分别为 23%/12%，24H1 达 27%/15%，仍具备上行空间。公司估值仍具备上行空间（1993-2023 年禧玛诺的 PE 估值均值为 29X，截至 9 月 13 日一致预期公司 24 年 PE 估值约 16X）。



图表71：公司销售毛利率、销售净利率持续上行

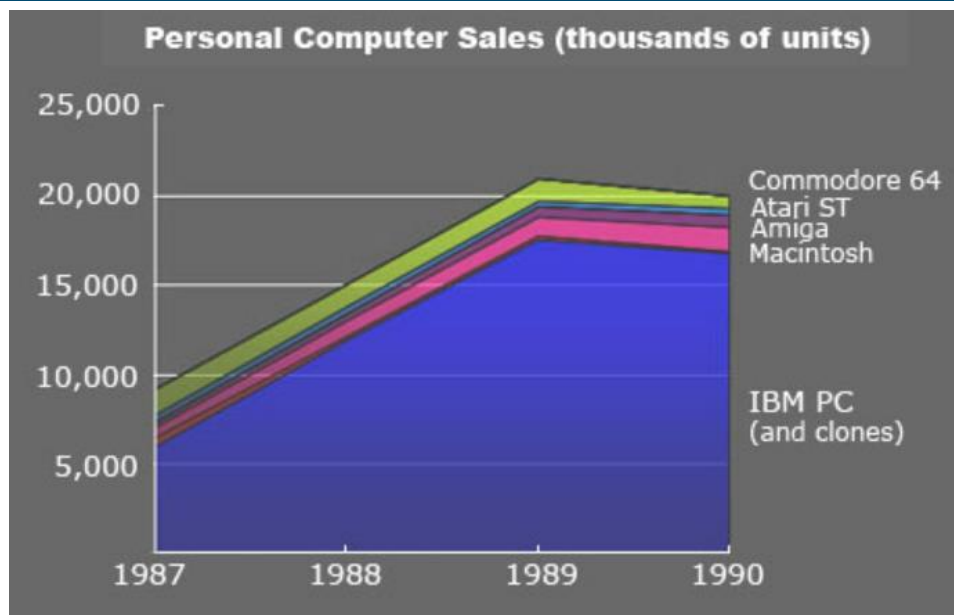


来源：公司财报，国金证券研究所

5.3 限制：相比英特尔，公司仍面临部分不利条件

- 1) 宁德时代的下游客户较分散。1990 年代美国 PC 市场的集中度更优，康柏、IBM、苹果、戴尔、惠普、Packard-Bell、Gateway 2000 等主要玩家，1994 年的 CR5 达约 42%，康柏、IBM 分别占 13%、9%；市场上 PC 的计算机架构高度集中，IBM PC 平台（包括克隆机）的市场份额从 1986 年的 55% 上升到 1990 年的 84%。英特尔是当时 IBM 的绝对一供，和 OEM 厂的合作推广更容易落实；当前国内新能源汽车的竞争格局中，比亚迪显著领先，但采用自研电池，宁德时代不做供应，剔除比亚迪后市场集中度较低，23 年 CR5 为 37%，公司和众多 OEM 厂的合作推广难度更大。

图表72：计算机架构方面，1990 年 IBM PC 平台（含克隆机）占据市场主导



来源：国金证券研究所

图表73：1994-1996 年美国 PC 市场份额情况

	1994	1995	1996
Compaq	12.60%	12.20%	13.30%



	1994	1995	1996
IBM	9%	8.30%	9.70%
Dell	4.20%	4.60%	6.90%
Packard-Bell	11.40%	11.30%	11.60%
Gateway 2000	5.20%	5.10%	6.30%
其他	57.60%	58.50%	52.20%

来源：《Refining and Extending the Business Model With Information Technology: Dell Computer Corporation》，国金证券研究所

图表74：新能源汽车比亚迪份额较大，其他企业相对分散

	NEV 厂商	2023 年零售销量	2023 年份额
1	比亚迪汽车	2,706,075	35.0%
2	特斯拉中国	603,664	7.8%
3	广汽埃安	483,632	6.3%
4	吉利汽车	469,427	6.1%
5	上汽通用五菱	457,848	5.9%
6	长安汽车	384,915	5.0%
7	理想汽车	376,030	4.9%
8	长城汽车	236,856	3.1%
9	蔚来汽车	160,038	2.1%
10	零跑汽车	144,155	1.9%

来源：乘联会，国金证券研究所

2) 宁德时代较难对“二供”产生限制。

英特尔通过停止技术授权限制二供发展，形成产品代差与 toC 营销的时间窗口。在 1980 年代初，IBM 为了快速推出其 PC 并重新树立技术领先形象，对 PC 的两大核心部件操作系统和 CPU 都采用外包策略。IBM 要求其微处理器供应商必须将技术授权给第二供应商，以避免单一供应商风险。英特尔为了满足 IBM 的要求，授权 AMD 生产 x86 系列处理器；AMD 放弃了自己的竞争产品，成为英特尔的后备供应商。随着时间的推移，英特尔开始谋求独家供应，并在 1987 年提前结束了与 AMD 的技术交流协议，停止向 AMD 授权 386 技术。AMD 由此将英特尔告上法庭，官司持续了五年，直到 1992 年法院裁定 AMD 获胜，获得了赔偿以及对 386 微处理器中的任何知识产权（包括 x86 指令集）的永久、非排他性、免专利费的许可权。尽管 AMD 赢得了官司，但英特尔采取各种手段将判决的执行拖延到了 1995 年。在这期间，AMD 不得不投入大量资源来反向工程英特尔的 386 处理器以保持竞争力，也导致 AMD 在 1990 年代初期面临财务困境。在这段时间，英特尔建立起产品代差与宝贵的 toC 营销的时间窗口。

宁德时代尚不具备该条件。AMD 和英特尔技术同源，AMD 的 x86 产品需要获得英特尔的授权许可，因此英特尔具备阻击条件，而宁德时代和其他电池厂的技术多为独立研发，即便有专利纠纷也难以构成重大影响。当前部分二线电池厂也在推行品牌化战略，存在部分扰动。

3) 宁德时代较难通过“CATL INSIDE”的贴标形式进行营销。参考“Intel inside”，贴标的模式对于建立消费者心智有巨大的推动作用，但是贴标本身会影响产品外观。电脑本身从属性上以功能品为主，社交属性相对较低，因此针对电脑上贴标，消费者接受度较高；而车的社交属性较强，车的外型展示本身和车主个人的个性、审美、情感相连接，因此针对车上贴标对外观的影响，消费者的接受度可能较低。

4) 消费者认知需要时间沉淀和条件催化。回顾 Intel，1989 年公司推出 486 处理器，然而性能相较 386 更优的 486 产品在初期并非显著受到市场接受，公司面临诸多竞争对手的挑战：1991 年 4 月英特尔开启“Intel Inside”营销活动，打造消费者认知；1993 年初公司推出“奔腾”系列（即性能较 486 更优的 586 处理器），通过领先的产品力与 2 年来在 C 端认知的铺垫，公司在 1993 年再度扩大和竞争对手差距，份额在 Q2、Q3、Q4 保持持续增长。英特尔在整体条件有利的情况下仍通过 2 年时间和下一代新品的推出展现效果，宁德的 toC 战略仍需要消费者感知的逐步增强而呈现出效果。



六、投资建议

面对竞争，公司坚定推进品牌化战略，以差异化打破消费者对电池的同质化认知。通过对要素品牌企业的横向研究对比，我们看好在 toC 战略的加持下，公司进一步扩大份额、实现超额盈利、提升估值中枢。重点推荐宁德时代。

七、风险提示

新能源汽车市场需求不及预期：若下游新能源汽车市场需求不及预期，则宁德时代电池销售量将不及预期。

公司品牌推广效果不及预期：若公司持续投入营销费用，但对产品的推广效果不及预期，则可能对公司盈利构成不利影响。

车企自研电池量产：部分车企当前选择自研电池，若车企的自研电池进入量产，则会对宁德时代的市场份额构成不利影响。

客户份额下滑：由于比亚迪均采用自产电池，因为若比亚迪、或其他非比亚迪但也不使用宁德时代电池的车企在市场的整体份额上行，则公司在电池市场面临份额下滑风险。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建国门内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究