

孚能科技(688567)

电池/电力设备

发布时间: 2022-11-30

证券研究报告 / 公司深度报告

**买入**

上次评级: 买入

## 三元软包动力电池龙头走出至暗时刻，步入收获期

### 报告摘要:

**核心客户汽车发明者梅赛德斯-奔驰重新启程，电动化转型加速。**全球汽车电动化大势所趋，梅赛德斯-奔驰电动化转型加速，2021年“电动为先”升级“全面电动”，目标2025年电动化率达50%。产品矩阵逐渐丰富，纯电架构车型EQS、EQE及SUV版悉数登场，据Marklines统计，EQS销量在S级轿车中占比约25%，彰显产品竞争力，产线灵活也为电动化升级提供供给弹性。宏观压力背景下推出“聚焦豪华”战略，高端豪华和核心豪华系列电动车型将加快上市进程。一百三十年造车功底，铸就强大品牌力，客户忠诚度较高，贡献主要电动车型销量。引领豪华电动汽车领域可期，我们预计2022-2024年纯电车型销量为10.3/18.4/40.1万辆。**软包电池作为动力电池主流技术路线之一，市占率空间广阔。**软包电池性能优异，具备高能量密度及低内阻等优点，契合动力电池对快充与续航要求，欧美主流车企对软包电池相对更加青睐。半固态/固态锂离子电池将在软包电池中率先商用，软包电池市场份额未来有望迎来提升。

**中期订单驱动公司营收增长，远期向固态电池无缝升级。**重要客户主力车型陆续上市，公司步入收获期。公司订单饱满，根据定增回复函，公司预计2022-2024年订单分别为14.18/28.47/40.11GWh，为产能消化提供良好基础。公司定价机制改善，国内客户售价综合考虑成本、海外主要客户实行金属价格联动；预计公司2022-2024年动力电池出货12.3/24/34GWh，营收规模持续大幅增长、产能利用率维持高位、良率提升至预期水平，规模效应初显，盈利能力向好发展。固态电池作为锂电池终极形态，公司坚守软包体系，从液态向半固态/全固态无缝升级。

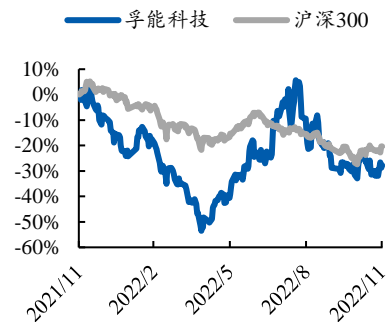
**盈利预测:**我们认为公司至暗时刻已经过去，即将迎来收获期。考虑到碳酸锂价格持续维持高位，小幅下修公司2022-2024年归母净利润分别至0.04/13.53/23.18亿元，同比增长-1/30511.81%/71.25%，EPS为0/1.12/1.91元，对应PE分别为7325/24/14倍。给予公司2023年30倍PE，目标价37.96元，维持“买入”评级。

**风险提示:**下游客户销量不及预期风险，行业竞争加剧风险，产能建设不及预期风险，业绩预测和估值判断不达预期风险

### 股票数据 2022/11/30

6个月目标价(元)	37.96
收盘价(元)	26.75
12个月股价区间(元)	17.20~39.10
总市值(百万元)	32,385.41
总股本(百万股)	1,211
A股(百万股)	1,211
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	13

### 历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	6%	-20%	-28%
相对收益	-3%	-15%	-7%

### 相关报告

《孚能科技(688567):IRA法案影响有限,软包叠片工艺技术成熟,结构创新水到渠成》

--20220919

《储能经济性诉求驱动,钠离子电池开启量产之旅》

--20220829

财务摘要(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,120	3,500	13,859	26,746	38,299
(+/-)%	-54.29%	212.60%	295.96%	92.99%	43.20%
归属母公司净利润	-331	-953	4	1,353	2,318
(+/-)%	-352.24%	-187.83%	—	30511.81%	71.25%
每股收益(元)	-0.35	-0.89	0.00	1.12	1.91
市盈率	—	—	7325.04	23.93	13.97
市净率	4.86	3.88	3.51	3.12	2.59
净资产收益率(%)	-3.28%	-10.27%	0.05%	13.06%	18.57%
股息收益率(%)	0.00%	0.00%	0.93%	1.12%	1.12%
总股本(百万股)	1,071	1,071	1,211	1,211	1,211

### 证券分析师: 周颖

执业证书编号: S0550521100002

19801271353 zhouying1@nesc.cn

### 研究助理: 胡易琛

执业证书编号: S0550121110031

010-58034555 hycscgy@nesc.cn

## 目录

1.	核心逻辑：中期订单驱动公司营收增长，远期向固态电池无缝升级 .....	4
2.	汽车发明者梅赛德斯-奔驰重新启程，电动化转型加速 .....	6
2.1.	“电动为先”升级“全面电动”，梅赛德斯-奔驰电动化转型加速 .....	6
2.2.	推出“聚焦豪华”战略，宏观压力背景下提升盈利能力和弹性 .....	10
2.3.	一百三十年造车功底，品牌力助力引领豪华电动汽车领域 .....	11
3.	软包电池是动力电池主流技术路线之一，市占率空间广阔 .....	15
4.	中期订单驱动公司营收增长，远期向固态电池无缝升级 .....	18
4.1.	订单推动业绩保持高速增长 .....	18
4.2.	定价机制改善、规模效应初显，盈利能力提升 .....	21
4.3.	坚守软包体系，从液态向半固态/全固态无缝升级 .....	23
5.	投资建议 .....	29
5.1.	盈利预测 .....	29
6.	风险提示 .....	31

## 图表目录

图 1: EQ 系列历史销量情况 .....	5
图 2: EQ 系列销量结构（按照国家区域划分） .....	5
图 3: 2018-2022 年全球各地区乘用车电动化率 .....	6
图 4: 2018-2022 年梅赛德斯-奔驰乘用车销量及全球份额（单位：万辆） .....	7
图 5: 2020-2022Q3 梅赛德斯-奔驰电动乘用车销量及纯电占比（单位：千辆） .....	7
图 6: 梅赛德斯-奔驰纯电动车型上市及专用电动架构发布情况 .....	8
图 7: 梅赛德斯-奔驰纯电动乘用车推出情况 .....	8
图 8: 梅赛德斯-奔驰高端豪华车型电动化规划 .....	8
图 9: 梅赛德斯-奔驰汽车及电池工厂分布 .....	9
图 10: 2021 年、2026E 财富超过百万美元的成年人数量（按照不同地区分类，单位：万人） .....	10
图 11: 2021 年梅赛德斯-奔驰乘用车批发销量结构（按照地区分类） .....	10
图 12: 2019-2026E 梅赛德斯-奔驰乘用车销量结构（按照产品类别分类） .....	11
图 13: 2021 年全球汽车品牌价值前十名（单位：亿美元） .....	12
图 14: 2021-2022 年 10 月 S-Class 及 EQS 车型月度销量（单位：辆） .....	14
图 15: 2020-2024E 梅赛德斯-奔驰 EQ 系列车型销量及增速（单位：万辆） .....	14
图 16: 2017-2022H1 中国动力电池装机量结构类别（按形状） .....	15
图 17: 卷绕电池（左）与叠片电池（右）示意图 .....	16
图 18: 全球动力电池装机量类别结构（GWh）及软包电池占比 .....	17
图 19: 海外动力电池装机量类别结构（GWh）及软包电池占比 .....	17
图 20: 公司与整车厂商配套开发流程情况 .....	19

图 21: 2019-2022Q1 公司主要客户销售情况 (单位: 亿元) .....	19
图 22: 2019-2022H1 公司电池销售情况 (单位: GWh) .....	19
图 23: 2022-2025E 公司预计动力电池订单量及有效产能 .....	20
图 24: 2019-2022Q3 公司营业收入及归母净利润 .....	22
图 25: 2019-2022Q3 公司毛利率及净利率 .....	22
图 26: 2019-2022Q3 公司期间费用率情况 .....	22
图 27: 2021-2022 年动力电池均价变动情况 (单位: 元/Wh, 不含税) .....	23
图 28: 2018-2021 年 9 月公司产品产量及产品不合格率情况 .....	23
图 29: 公司 2020 年拟定的未来五年技术发展路线规划 .....	24
图 30: 公司 2022 年 SPS 产品发布会提出的产品迭代路线 .....	25
图 31: 2021 年中国软包动力电池装机量市场份额 .....	25
图 32: SPS 大软包电池系统性具备高集成、高循环、高倍率、高安全特点 .....	27
图 33: SPS 大软包电池系统降低 Pack 环节材料成本和制造费用 .....	28
图 34: 梅赛德斯-奔驰电池技术路线选择 .....	28
表 1: 梅赛德斯-奔驰电动化战略 .....	6
表 2: 梅赛德斯-奔驰专用电动架构情况 .....	8
表 3: 梅赛德斯-奔驰电动车型生产基地 .....	9
表 4: 梅赛德斯-奔驰电池系统生产基地 .....	9
表 5: 梅赛德斯-奔驰“聚焦豪华”战略 .....	10
表 6: 梅赛德斯-奔驰乘用车营收情况 .....	12
表 7: 梅赛德斯-奔驰 EQE 与蔚来 ET7 参数对比 .....	13
表 8: 梅赛德斯-奔驰车型月均销量测算 (单位: 千辆) .....	13
表 9: 梅赛德斯-奔驰纯电动车型电池装机量测算 (单位: GWh) .....	14
表 10: 圆柱、软包和方形动力电池主要技术指标对比 .....	15
表 11: 软包动力电池具体技术性能特点 .....	16
表 12: 2021 年欧洲新能源乘用车畅销车型电池配置情况 .....	17
表 13: 全球固态/半固态电池商用进展情况 .....	18
表 14: 公司主要客户已上市车型情况 .....	19
表 15: 按照客户正式定点确认的公司潜在订单情况 .....	21
表 16: 公司动力电池产能规划 .....	21
表 17: 2022H1 全球动力电池装机量排名 (单位: GWh) .....	26
表 18: SPS 与麒麟电池、4680 电池、刀片电池对比 .....	27
表 19: 公司盈利预测 (按业务、客户拆分) .....	30
表 20: 孚能科技及可比公司估值 (基于 2022 年 11 月 30 日收盘价) .....	30

## 1. 核心逻辑：中期订单驱动公司营收增长，远期向固态电池无缝升级

中期订单驱动公司营收快速增长，公司定价机制改善、规模效应初显，盈利能力向好发展。

从出货端看，预计公司 2022-2024 年有效产能分别为为 12.92/26.00/34.00 GWh。根据公司定增回复函，公司 2022-2024 年订单分别为 14.18/28.47/40.11 GWh，公司订单饱满，为产能消化提供良好基础。

其中，梅赛德斯-奔驰加速电动化转型，2022 年主力车型陆续上市。宏观压力背景下，“聚焦豪华”战略提供强劲韧性。强大品牌力下，老客户助力电动化率稳步提升。其他客户广汽集团、东风集团、大运汽车、江铃集团、吉利集团和路特斯等有望贡献稳定需求。奔驰纯电动车型销量增长，在公司客户结构中占比逐步提升。

从利润端看，公司定价机制改善，国内客户售价综合考虑成本、海外主要客户实行金属价格联动，我们预计非金属原材料价格未来有望下行，金属价格联动机制下能够享受超额利润。预计公司 2022-2024 年动力电池出货 12.3/24/34 GWh，营收规模持续大幅增长、产能利用率维持高位、良率提升至预期水平，规模效应初显，盈利能力向好发展，有望达到行业平均水平。客户结构中奔驰占比增加，进一步支撑整体毛利率水平提升。

**远期向固态电池无缝升级。**固态电池作为锂电池终极形态，针对固态电池高界面阻抗问题以及固态电解质材料特性，软包叠片技术更加匹配。半固态/固态锂离子电池将在软包电池中率先商用，公司基于第一性原理坚守软包体系，从液态向半固态/全固态无缝升级，具备技术迭代优势。

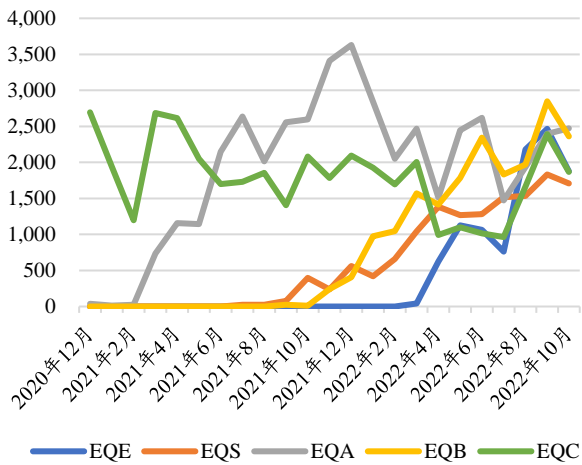
我们跟市场的预期差主要在于两点：

- 市场认为梅赛德斯-奔驰电动车型产品竞争力不足，因此公司订单产能消化存在不确定性。  
我们认为，**奔驰电动化转型刚刚发力、初见成效，引领豪华电动汽车领域可期，预计公司产能消化良好。**奔驰纯电动销量主要在欧美市场，奔驰前三款纯电动 EQC、EQA、EQB 在国内市场销量确实不及预期，因此造成市场对奔驰电动化转型存在偏见。据 Marklines 统计，目前奔驰首款纯电架构车型 EQS 在 S 级轿车中销量占比约 25%，足够彰显产品竞争力。另外跟据奔驰 2022 半年报会议披露，截止 2022 年 6 月底收到 EQS 订单 3.3 万辆，EQE 订单 2.8 万辆，我们预计订单车型有望逐渐交付。通过“聚焦豪华”战略，单车 EBIT 约 8000 欧元，ROS 保持 14%左右，能在经济衰退中长期保持韧性。2022 年奔驰“全面电动”战略初见成效，新增主力车型 EQE 及 EQS/EQE SUV。我们预计 2022-2024 年纯电车型销量为 10.3/18.4/40.1 万辆（不含 smart 车型），对应电池供应商出货量 10.9/20.8/42.6 GWh，其中相关车型动力电池订单能够满足孚能科技产能消化需求。

➤ 市场认为公司面对强势车企梅赛德斯-奔驰没有议价权，因此公司利润存在不确定性。

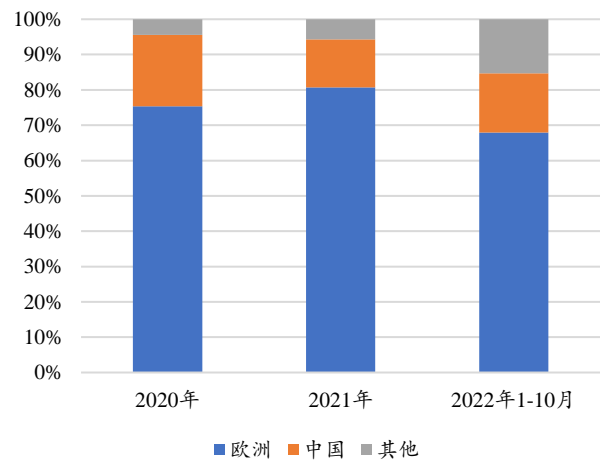
我们认为，奔驰能够给予公司较大的利润空间，客户结构中奔驰占比增加，对公司整体毛利率提升有积极贡献。公司 2021 年产品定价基于对动力电池、上游原材料价格趋势做出判断，定价偏低。目前公司已经与梅赛德斯-奔驰建立金属价格联动机制，公司 2022Q2 实现扭亏为盈。2022Q3 毛利率下滑主要受短期客户结构占比变化和产能爬坡影响，考虑到公司订单情况及产能建设进度，2022Q4 毛利率情况有望改善。另外相比国内车企客户，梅赛德斯-奔驰单车均价高（约 5.5 万欧元，财务报表口径），动力电池在整车中的价值量占比偏小。不论是考虑整车成本对动力电池价格调整的敏感度，还是梅赛德斯-奔驰自身较高利润带来的缓冲空间，梅赛德斯-奔驰能够分享更多的利润。因此公司客户结构中梅赛德斯-奔驰占比增加，反而支撑公司利润提升。

图 1：EQ 系列历史销量情况



数据来源：Marklines，东北证券

图 2：EQ 系列销量结构（按照国家区域划分）



数据来源：Marklines，东北证券



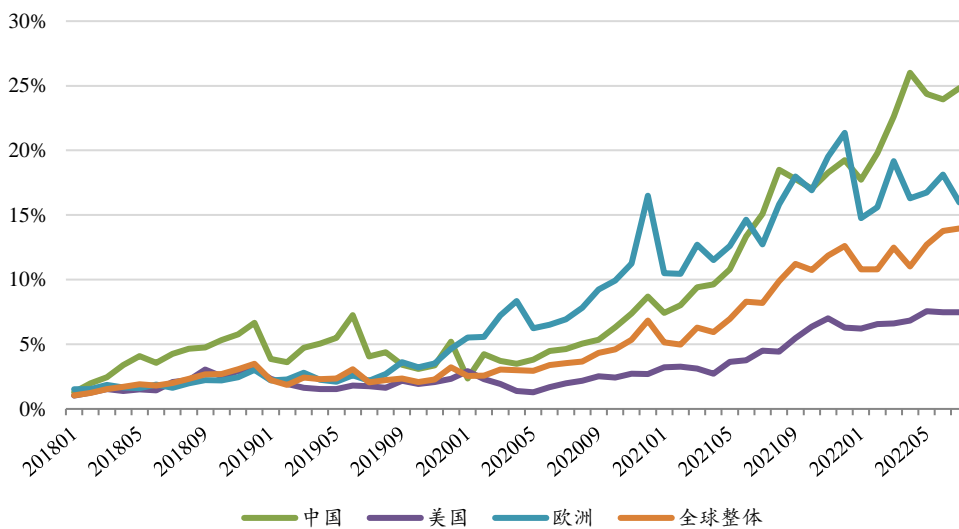
## 2. 汽车发明者梅赛德斯-奔驰重新启程，电动化转型加速

### 2.1. “电动为先”升级“全面电动”，梅赛德斯-奔驰电动化转型加速

全球汽车电动化大势所趋，梅赛德斯-奔驰电动化转型加速。2021年，中国新能源汽车行业政策导向弱化，市场驱动接力，电动化率屡创新高，全年新能源汽车销量达351万辆，同比增长165%，引领全球；欧洲碳排放约束趋严，车企寻求电动化转型，退补不改高涨趋势，全年新能源乘用车销量达226万辆，同比增加65.6%；美国电动化尚在起步，补贴政策推动电动化进程。海内外需求共振，全球汽车电动化奔涌向前，2021年初到年底全球电动化率从5.2%升至12.6%。

2019年，梅赛德斯-奔驰提出“Ambition 2039”目标二十年实现碳中和，2030年电动车型销量占比达50%。2020年提出电动化战略“Electric first”，为2039愿景提供细化方案，并发布专用电动架构EVA和MMA，期间电动车型销量约2/3为插电混合动力，以应对碳减排监管。2021年，全球汽车电动化趋势明确，梅赛德斯-奔驰发起“全面电动”宣言，加速电动化转型。目标2025年，上市三款纯电架构(MB.EA、AMG.EA、VAN.EA)，所服务的细分车型均有纯电动版本，电动车型销量占比超过50%，比2039愿景提前5年，并在2030年实现全部电动化。

图 3：2018-2022 年全球各地区乘用车电动化率



数据来源：Marklines，东北证券

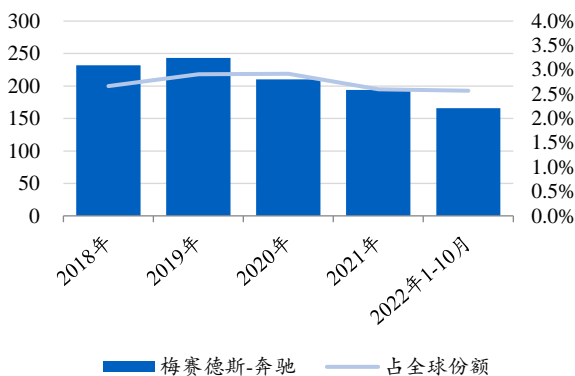
表 1：梅赛德斯-奔驰电动化战略

提出日期	战略名称	战略目标
2016年9月	CASE	智能互联 (connected)、自动驾驶 (autonomous)、共享出行 (share)、电动驱动 (electric)；推出全新电动车品牌 EQ，2025 年 EQ 系列纯电动车将达 10 款，纯电动车占总销量 15-25%。4 个月后，节点提前至 2022 年。
2019年5月	Ambition 2039	2020 年底前，推出 10 款纯电动车型； 2022 年，所有欧洲工厂实现碳中和，新建工厂为碳中和工厂； 2025 年，所有发动机采用混合动力系统；

		2030年，插电和纯电车型销量占比超过50%； 2039年实现新车产品阵容的碳中和。
2020年3月 /10月	电动为先	实现在豪华汽车市场的盈利增长，并致力于在电力驱动及汽车软件领域持续引领。 发布专用电动架构EVA（2021年上市）和MMA（2024年上市）；汽车软件方面， 推出MB.OS操作系统（2024年上市）； 2021年纯电占比>5%，插混占比>20%； 2025年纯电占比>10%，插混占比>25%； 2030年纯电占比>20%，插混占比<25%。
2021年7月	全面电动	2022年，为服务的所有细分市场提供电动车型； 2025年，所服务的细分车型均有纯电动版本，插混和纯电销量占比超过50%，上市三款专用电动架构MB.EA、AMG.EA、VAN.EA，2025年后新架构均为纯电动； 2030年实现全部电动化。

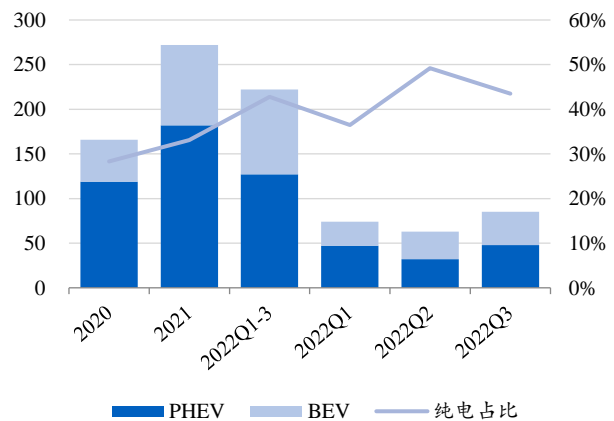
数据来源：梅赛德斯-奔驰官网，东北证券

**图 4: 2018-2022 年梅赛德斯-奔驰乘用车销量及全球份额（单位：万辆）**



数据来源：Marklines，东北证券

**图 5: 2020-2022Q3 梅赛德斯-奔驰电动乘用车销量及纯电占比（单位：千辆）**

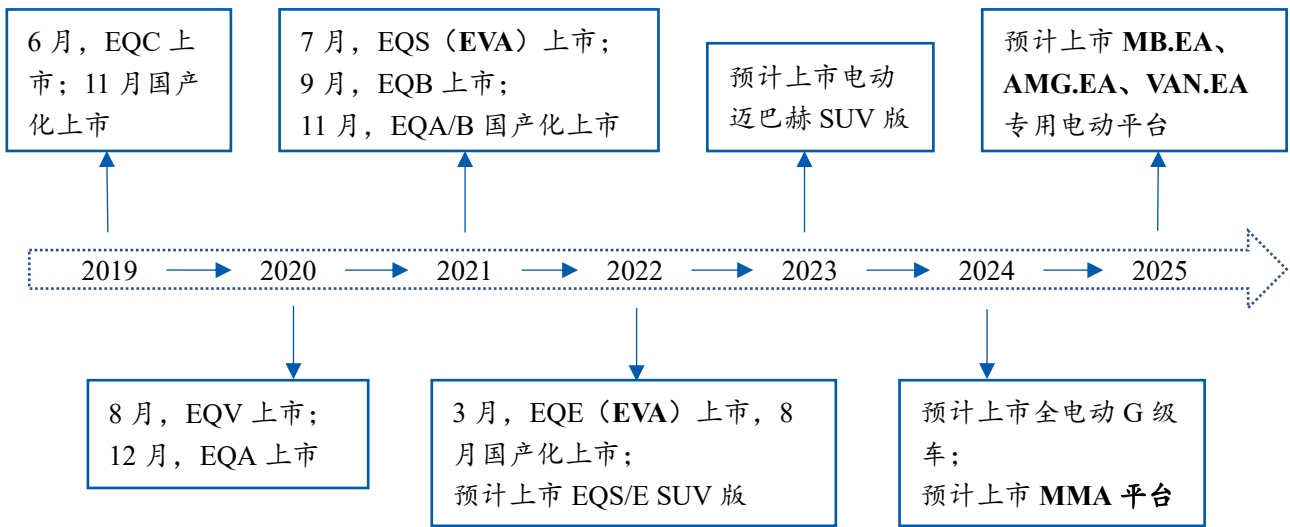


数据来源：梅赛德斯-奔驰官网，东北证券

**产品矩阵逐渐丰富，2022 年主力车型陆续登场。**根据规划，2022 年底梅赛德斯-奔驰将为服务的所有细分市场提供电动车型。其中纯电动版将覆盖 E-Class、S-Class、MPV、smart 及紧凑型、中型、中大型 SUV，2021 年以上车型销量累计占比 71%。其余细分市场型均已存在插混版。

2021 年 7 月首款采用专用电动架构 EVA 的 S 级电动轿车 EQS 上市，2022 年 3 月第二款基于 EVA 平台的 E 级电动轿车 EQE 上市，8 月 EQE 国产化车型上市。根据梅赛德斯-奔驰 2022 半年报会议披露，截止 2022 年 6 月底，公司收到 EQS 订单 3.3 万辆，EQE 订单 2.8 万辆。我们认为 EQS 作为梅赛德斯-奔驰旗舰电动车型，销量受限于 S 级客户群体数量偏小，但是 EQE 沿用绝大部分 EQS 设计理念，E 级车型客户群体广泛，有望作为主力车型登台。假如下半年芯片供给改善，奔驰产能分配从燃油车型向电动车型倾斜，随着 EQS、EQE SUV 版陆续上市，主力车型进一步丰富，有望带动梅赛德斯-奔驰纯电动车型销量快速增长。

图 6：梅赛德斯-奔驰纯电动车型上市及专用电动架构发布情况



数据来源：梅赛德斯-奔驰官网，Marklines，东北证券

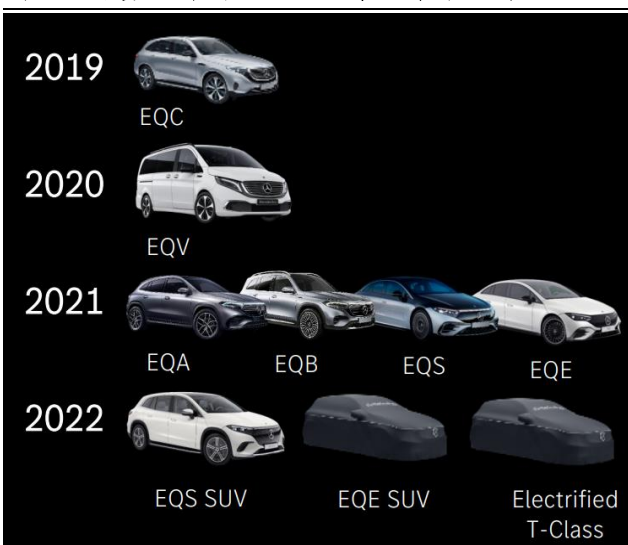
注：车型上市时间参考 Marklines 形成销量时间

表 2：梅赛德斯-奔驰专用电动架构情况

架构名称	上市日期	对应车型
EVA	2021 年	大型车：EQS、EQE、EQS SUV 版、EQE SUV 版
MMA	2024 年	紧凑和中型车
MB.EA	2025 年	中型和大型车
AMG.EA	2025 年	高性能电动车
VAN.EA	2025 年	货车和轻型商用车

数据来源：梅赛德斯-奔驰官网，东北证券

图 7：梅赛德斯-奔驰纯电动乘用车推出情况



数据来源：梅赛德斯-奔驰官网，东北证券

图 8：梅赛德斯-奔驰高端豪华车型电动化规划



数据来源：梅赛德斯-奔驰官网，东北证券

注：上)：G-Class、Maybach、S-Class、AMG、GLS-Class；  
下)：纯电版



传统、插混和纯电车型可共线，产线灵活提供供给弹性。得益于高度灵活的产线结构，梅赛德斯-奔驰能够在同一条生产线上生产具有不同传动系统的车型，可以根据市场需求在短时间内调整生产。例如，辛德尔芬根作为 S 级轿车生产基地，在同一条生产线也可以生产 EQS 车型。梅赛德斯-奔驰将在七大工厂生产八种车型，另外其动力电池由三大洲的电池生产基地提供，电池系统本地化生产助力电动化提升。

图 9：梅赛德斯-奔驰汽车及电池工厂分布



数据来源：梅赛德斯-奔驰官网，东北证券

表 3：梅赛德斯-奔驰电动车型生产基地

基地名称	坐落位置	生产类别	生产车型
辛德尔芬根	德国	高端豪华	EQS、E 级/S 级轿车、梅赛德斯-迈巴赫 S 级轿车、CLS、梅赛德斯-AMG GT 系列，未来新增 GLC，并从 2025 年作为 AMG.EA 架构基地
不来梅	德国	核心豪华	EQC、EQE、C 级轿车、E 级轿车、GLC 和 AMG SL，并从 2025 年作为 MB.EA 架构基地
拉施塔特	德国	入门级豪华	EQA、A 级、B 级和 GLA，并从 2024 年作为 MMA 架构基地
凯奇凯梅特	匈牙利	入门级/核心豪华	EQB、CLA、A 级，并从 2024 年作为 MMA、MB.EA 架构基地
北京 (BBAC)	中国	入门级/核心豪华	EQC、EQA、EQB、EQE、C 级（长版）、E 级（长版）、A 级（长版）、GLA、GLB、GLC（长版）、AMG A35L
塔斯卡卢萨 (MBSI)	美国	核心/高端豪华	EQS SUV、EQE SUV、GLE、GLS、梅赛德斯-奔驰迈巴赫 GLS

数据来源：梅赛德斯-奔驰官网，东北证券

表 4：梅赛德斯-奔驰电池系统生产基地

基地名称	坐落位置	电池配套车型
卡门茨	德国	生产用于混合动力车、插电式混合动力车和电动汽车的电池系统，包括 EQC、EQA、EQB
北京 (BBAC)	中国	为整车厂提供本地电池生产

吞武里汽车装配厂 (TAAP)	泰国	制造用于插电式混合动力车和全电动汽车的电池系统, 包含 C 级、E 级和 S 级插电式混合动力车的电池系统
亚沃尔	波兰	制造 C 级, E 级和 S 级插电式混合动力电池、EQA、EQB
下蒂尔克海姆工厂	德国	EQS、EQE, 和插电式混合动力电池, 包含 GLC
塔斯卡卢萨	美国	EQS SUV、EQE SUV

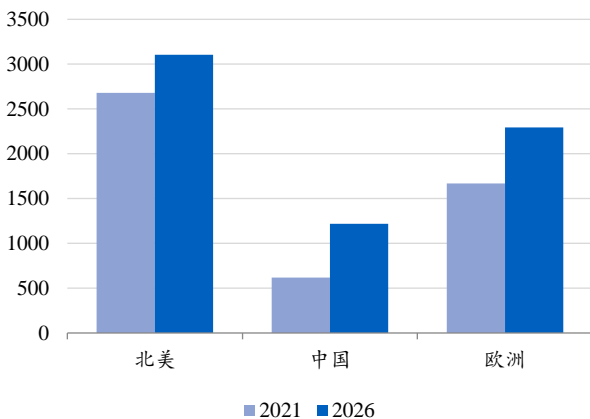
数据来源: 梅赛德斯-奔驰官网, 东北证券

## 2.2. 推出“聚焦豪华”战略, 宏观压力背景下提升盈利能力和弹性

宏观压力背景下, 为提升盈利能力, 梅赛德斯-奔驰推出“聚焦豪华”战略, 优化产品结构, 积极抢占高端市场份额。2020 年以来新冠疫情持续、供应链保持紧张, 2022 年地缘冲突导致能源危机, 目前全球面临通货膨胀、需求疲软、经济衰退等宏观压力。据 credit suisse 报道, 在大流行背景下, 高净值人群相对不受经济衰退影响, 反而从低利率对股价和房价的影响中收益; 高通胀背景下, 高净值人群数量快速增长。梅赛德斯-奔驰主要客户来自北美、中国、欧洲地区, 2026 年以上地区百万富翁数量与 2021 年相比预计分别增长 16%/97%/37%。

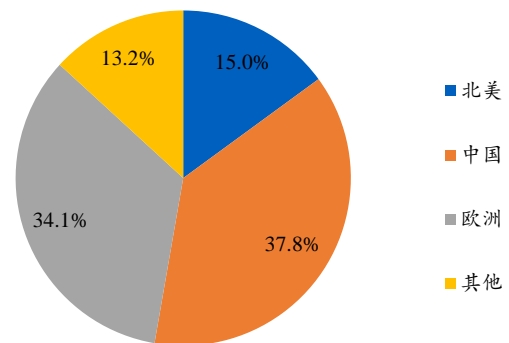
在此背景下, 梅赛德斯-奔驰作为豪华汽车市场领导者推出“聚焦豪华”战略发力高端市场, 未来 75% 的投资将投向核心豪华和高端豪华产品, 通过品牌溢价和降本提高产品利润率 (2025 年调整后销售利润率有望达到 14%), 并在经济衰退中长期保持韧性。

图 10: 2021 年、2026E 财富超过百万美元的成年人数量 (按照不同地区分类, 单位: 万人)



数据来源: credit suisse, Global Wealth Report, 东北证券

图 11: 2021 年梅赛德斯-奔驰乘用车批发销量结构 (按照地区分类)



数据来源: 梅赛德斯-奔驰官网, 东北证券

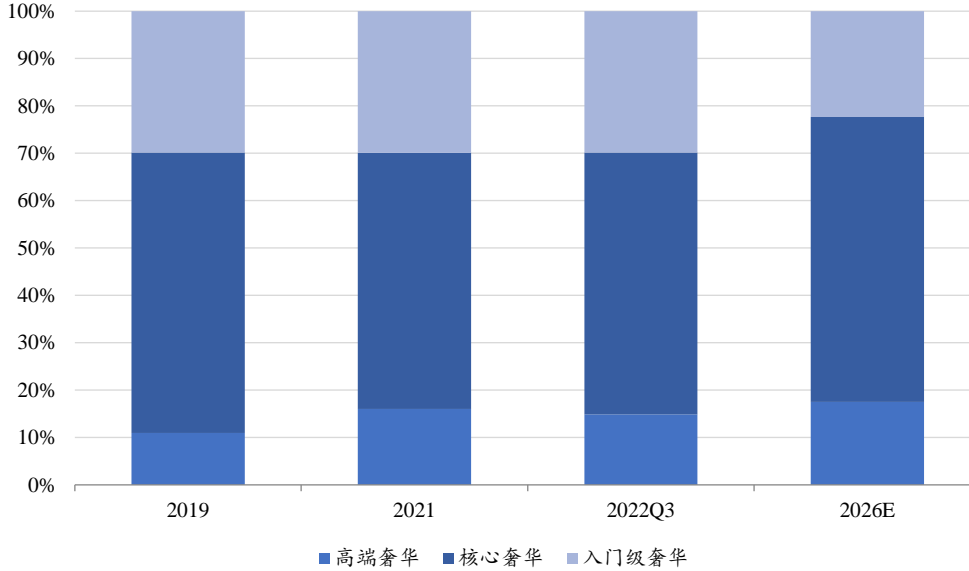
表 5: 梅赛德斯-奔驰“聚焦豪华”战略

产品类别	类别情况	2026 年相比 2019 年份额变化
高端豪华	大型车型: S 级、SL、G、AMG、Maybach 等	增加 60%
核心豪华	中型车型: C 级、E 级及其衍生系列, EVA2 平台的 EQE、EQE	持平
	SUV 及未来的 MB.EA 平台; 加速电动化, 并保持健康利润水平;	

紧凑型车型：包含 EQA、EQB，以及 2024 年推出的 MMA 平台；  
**入门级豪华** 型号由 7 款下降至 4 款； 减少 25%  
 由下一代车型重新定义准入标准，并提升单车售价；

数据来源：梅赛德斯-奔驰官网，东北证券

**图 12： 2019-2026E 梅赛德斯-奔驰乘用车销量结构（按照产品类别分类）**



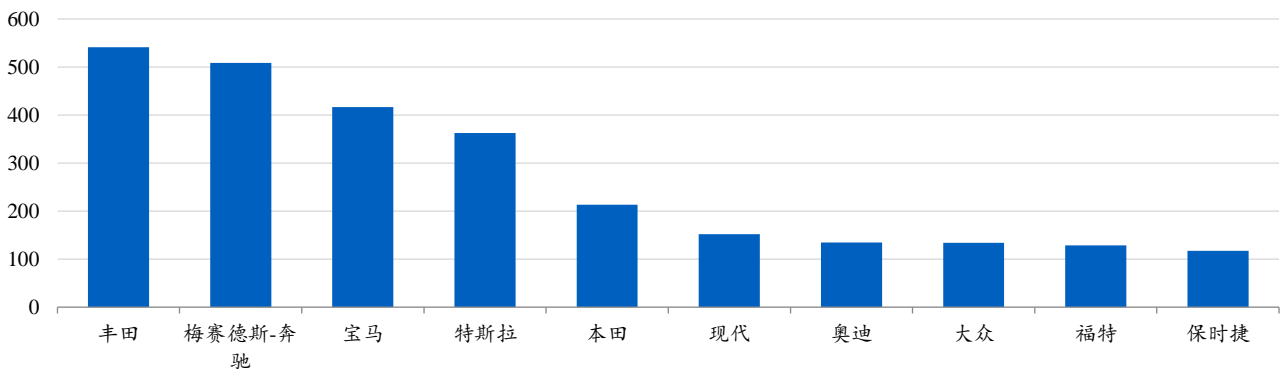
数据来源：梅赛德斯-奔驰官网，东北证券

### 2.3. 一百三十年造车功底，品牌力助力引领豪华电动汽车领域

**凭借技术、质量和创新，梅赛德斯-奔驰书写百年传奇。**公司创始人戈特利布·戴姆勒和卡尔·本茨于 1886 年发明了汽车。百年传奇得益于持续技术创新和技术领先（如柴油机、安全车身、防抱死制动系统、安全气囊、电控车辆稳定行驶系统等），以及对安全性和操纵性的重视、质量和工艺的把控、美学与科技相结合带来的豪华精致感。

**百年淬炼铸就强大品牌力，支撑产品高溢价。**根据 Interbrand 公布的 2021 年全球最佳品牌排名，梅赛德斯-奔驰获评 508.66 亿美元，在汽车品牌中排名第二，总排名第八。作为豪华汽车品牌，2021 年乘用车&货车营收 1096 亿欧元，息税前利润 139 亿欧元，ROS 12.7%，保持较高盈利水平，2022 年公司提升高端豪华产品结构占比，ROS 进一步提升。

图 13：2021 年全球汽车品牌价值前十名（单位：亿美元）



数据来源：Interbrand，东北证券

注：品牌价值  $E=I$ （品牌给企业带来的年平均利润） $\times G$ （品牌强度）

表 6：梅赛德斯-奔驰乘用车营收情况

	2018	2019	2020	2021	2022Q1	2022Q2	2022Q3
营收 (十亿欧元)	93.1	93.9	98.6	109.6	25.8	27.0	28.2
息税前利润 (十亿欧元)	7.2	5.8	6.8	13.9	4.2	3.8	4.1
销量 (千辆)	2383	2385	2461	2330	487	487	530
单车售价 (万欧元)	3.9	3.9	4.0	4.7	5.3	5.5	5.3
单车 EBIT (万欧元)	0.30	0.24	0.28	0.60	0.86	0.78	0.77
ROS	7.8%	6.2%	6.9%	12.7%	16.3%	14.1%	14.5%

数据来源：梅赛德斯-奔驰官网，东北证券

注：2020 年、2021 年数据采用乘用车&货车口径，乘用车未单独披露

传统豪华品牌车企客户忠诚度较高，将贡献主要电动车型销量。以 EQE 车型为例，目前 50 万级中大型纯电动轿车市场竞品只有蔚来 ET7，纯电动宝马 5 系和奥迪 E6L Limousine 预计将分别会在 2023 年春季/年末推出。从百公里加速数据来看，EQE 350 豪华版和 ET7 100kWh 首发版分别为 6.7 s 和 3.8 s。EQE 侧重于豪华品质、舒适、安全感，ET7 侧重性价比、售后体系和生活方式，我们认为两个品牌的消费群体存在显著区别，客户群重叠度较低。对于商务性质或者在乎品牌价值的换购客户，选择梅赛德斯-奔驰的可能性较高。

**表 7：梅赛德斯-奔驰 EQE 与蔚来 ET7 参数对比**

车型	EQE 350 豪华版	ET7 100kWh 首发版
品牌	梅赛德斯-奔驰	蔚来
指导售价	54.6 万元	53.6 万元
国内上市时间	2022.08	2021.01
带电量	96.1 kWh	100 kWh
CLTC 纯电续航里程	717 km	675 km
快充/慢充时间	0.8/13 小时	换电
快充功率	128 kW	/
最大功率	215 kW	480 kW
官方 0-100km/h 加速	6.7 s	3.8 s
百公里耗电量	14.4 kWh	16 kWh
最小转弯半径	6.25 m	/
风阻系数	0.22	0.208
驱动电机数	单电机	双电机

数据来源：汽车之家，东北证券

“全面电动”+“聚焦豪华”，产品矩阵逐渐丰富，引领豪华电动汽车领域可期。假设乘用车销量整体保持稳定，基于公司电动化渗透率及豪华车型占比目标对梅赛德斯-奔驰纯电动车型销量进行测算。2022 年 S 级轿车电动化率达到 25%，纯电架构车型市场竞争力可期。假设纯电架构车型占比第二年均能达到 25%，2024 年新上市纯电架构车型电动化率为 20~25%。梅赛德斯-奔驰几乎在所有细分领域进行布局，从而在总销量和单车型稀缺性上保持平衡，我们预计 2022-2024 年，梅赛德斯-奔驰主要电动车型合计月销量分别为 10.2/15.3/33.5 千辆（新车型月均销量以销量稳定开始计算），纯电动车型占比为 6.3%/9.3%/20.3%，全年纯电动车型销量为 10.3/18.4/40.1 万辆（不含 smart 车型）。预计 2022-2024 年纯电动车型电池装机量为 8.4/16.0/32.7 GWh，假设出货/装机系数为 1.3/1.3/1.3，对应供应商动力电池出货量为 10.9/20.8/42.6 GWh。

**表 8：梅赛德斯-奔驰车型月均销量测算（单位：千辆）**

类型	车型	2020	2021	2022E	2023E	2024E
紧凑型 SUV	GLA/B-Class	18.2	20.4	18.6	16.6	12.5
	EQA/B		2.5	4	3.6	3.3
	MMA 平台					4
	纯电动占比		6%	11%	11%	25%
中型 SUV	GLC-Class	28.5	24.2	26.4	26	20.7
	EQC	1.5	1.9	1.6	1.6	1.6
	MMA 平台					5.3
	纯电动占比	5%	7%	6%	6%	25%
中大型 SUV	GLE/S-Class	12.2	14.9	13.6	11.2	12
	EQE/S SUV 版			1.5	3.8	4
	纯电动占比			10%	25%	25%
紧凑型轿车	A/B-Class	25.6	18.7	15	14	9.7
	MMA 平台					3.3

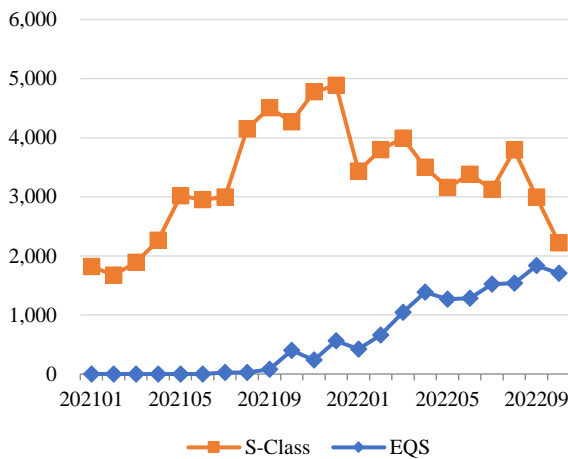


	纯电动占比					25%
中型轿车	C-Class	23.8	19	21.5	21	15.75
	MMA 平台					5.25
	纯电动占比					25%
中大型轿车	E-Class	24.2	21.1	20.6	15	15
	EQE			2	5	5
	纯电动占比			9%	25%	25%
大型轿车	S-Class	1.9	3.3	3.3	4	5
	EQS		0.4	1.1	1.3	1.7
	纯电动占比		11%	25%	25%	25%
	AMG, Maybach, G-Class	13.8	16	17	14.5	13.5
	电动版				2.5	3.5
	EQ 系列纯电车型合计月均销量 (单位: 千辆)	1.5	4.8	10.2	15.3	33.5
	全部车型月均销量 (单位: 千辆)	174	162	162	165	165
	高端豪华车型占比	11%	16%	16%	16%	17%
	EQ 系列纯电动车型占比	0.9%	3.0%	6.3%	9.3%	20.3%
	全年 EQ 系列纯电动车型销量 (单位: 万辆)	1.8	4.7	10.3	18.4	40.1

数据来源: 梅赛德斯-奔驰官网, Marklines, 东北证券

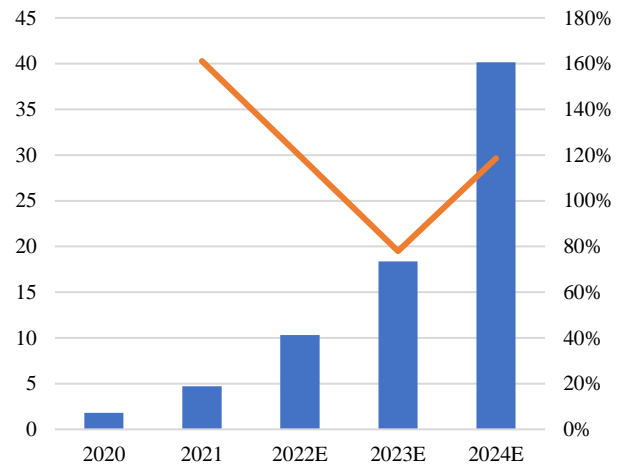
注: 新车型月均销量以销量稳定开始计算, 部分出口车型未分类可能造成数据偏差; 销量统计 EQ 系列车型, 不含 smart 车型

图 14: 2021-2022 年 10 月 S-Class 及 EQS 车型月度销量 (单位: 辆)



数据来源: Marklines, 东北证券

图 15: 2020-2024E 梅赛德斯-奔驰 EQ 系列车型销量及增速 (单位: 万辆)



数据来源: Marklines, 东北证券

表 9: 梅赛德斯-奔驰纯电动车型电池装机量测算 (单位: GWh)

车型	带电量 (kWh)	2022E	2023E	2024E
EQA/B	70	3.2	3.0	2.8
紧凑型 SUV (MMA 平台)	70			3.4
EQC	80	1.6	1.5	1.5
中型 SUV (MMA 平台)	80			5.1
EQE/S SUV 版	95	0.1	4.3	4.6
紧凑型轿车 (MMA 平台)	70			2.8

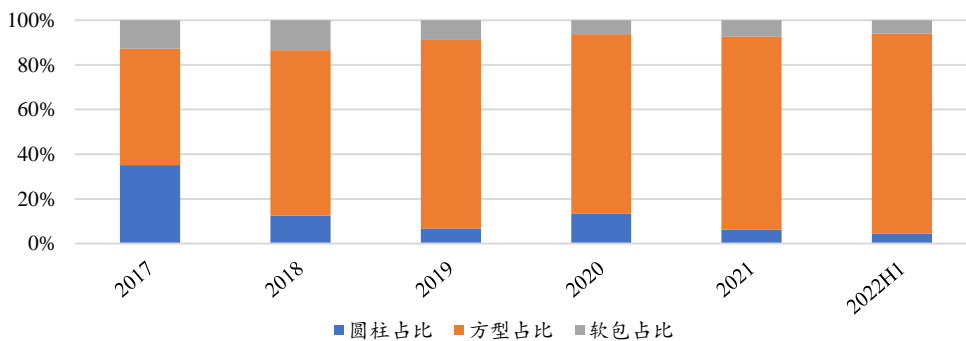
中型轿车 (MMA 平台)	80			5.0
EQE	93	2.2	5.6	5.6
EQS	100	1.3	1.7	2.2
AMG, Maybach, G-Class	100		3.0	4.2
动力电池装机量 (GWh)		8.4	16.2	32.9
出货/装机系数		1.3	1.3	1.3
供应商电池出货量 (GWh)		10.9	21.0	42.7

数据来源：梅赛德斯-奔驰官网，汽车之家，东北证券

### 3. 软包电池是动力电池主流技术路线之一，市占率空间广阔

理性看待中国动力电池市场软包电池市占率偏低现状，应当关注到软包电池产品力逐步提升。根据 GGII 统计数据，中国动力电池装机中软包电池的渗透率在 2018 年后出现明显下滑，降至 10% 以下。主要原因系中国动力电池市场集中度不断提高，技术层面上 CTP 电池、刀片电池在性能、成本上赋能产品，头部厂商先发形成方形电池联盟、短期难以撼动。但是近年来软包电池成组效率低、成本偏高等缺点正在逐步改善。虽然软包电池成组效率偏低，但是软包电池本身能量密度更高，例如三元软包单体电芯比三元方形能量密度平均高 10-15%，在系统层面上两者能量密度接近。在软包结构创新方面，捷威动力推出 LCM&积木电池、孚能科技推出 SPS（大软包解决方案）提升软包电池体积利用率。另外，随着铝塑膜国产化进程加快，软包电池价格竞争力逐渐加强。

图 16：2017-2022H1 中国动力电池装机量结构类别（按形状）



数据来源：GGII，东北证券

表 10：圆柱、软包和方形动力电池主要技术指标对比

项目	软包电池	方形电池	圆柱电池 (新型 4680)
壳体	铝塑膜	钢壳或铝壳	钢壳或铝壳
制造工艺	叠片或卷绕	叠片或卷绕	圆柱卷绕
能量密度	高	中	中
成组效率	中	高	低
安全性	高	中	中
生产效率	中	中	高
标准化程度	低	中	高

一致性	中	中	高
充放电倍率	高	中	中
优势	能量密度高、安全性能好、重量轻、外形设计灵活	生产工艺成熟、对电芯保护作用强、成组效率高	生产工艺成熟、生产成本低、一致性高
劣势	外壳强度低、成本高、制造工艺要求高	整体重量重、能量密度低、安全性不足	整体重量重、成组效率低、能量密度相对较低

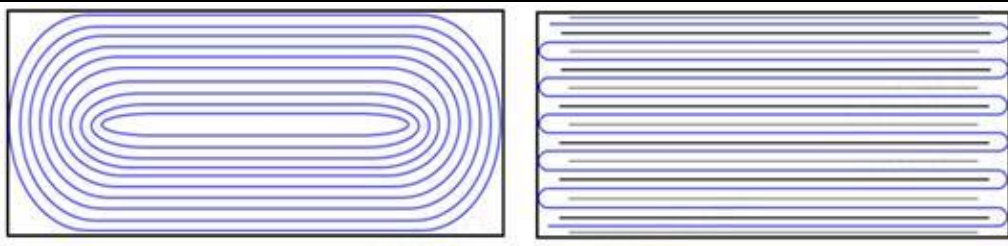
数据来源：公司招股书，GGII，东北证券

**软包电池性能优异，软包电芯+铝壳复合封装渗透率提升。**在动力电池追求快充与续航功能趋势下，高能量密度与及低内阻是电池产品升级的主流方向之一。目前电芯制作工艺主要包括卷绕式与叠片式，软包电池主要采用叠片式，方形、圆柱以卷绕式为主。叠片电池在能量密度、内阻等方面具有突出优势：

- 1) 叠片电池能量密度更高，续航能力突出；
- 2) 叠片电池内部结构稳定，安全保障程度高；
- 3) 叠片电池内阻较低，对快充具有较强适应性。

基于上述优点，比亚迪刀片、蜂巢短刀片等均采用软包电芯+铝壳的复合封装方式，但在装机量类别统计时划入方形，显得软包市占率“偏低”。

图 17：卷绕电池（左）与叠片电池（右）示意图



数据来源：《珠海冠宇:向不特定对象发行可转换公司债券募集资金使用可行性分析报告》，东北证券

表 11：软包动力电池具体技术性能特点

软包动力电池性能	具体优势
能量密度高	结构上采用铝塑膜包装，铝塑膜重量轻、空间利用率高，使得电芯能量密度相对提升
安全性能好	发生安全问题时，铝塑膜一般会鼓气裂开，由于机械性能不强，不会爆炸
循环寿命长	经测试 100 次循环衰减比铝壳少 4%-7%
容量高	较同等规格尺寸的钢壳电池容量高 50%，较铝壳电池高 20-30%
重量轻	较同等容量的钢壳方形电池轻 40%，较铝壳方形电池轻 20%
内阻小	极大的降低电池的自耗电
叠片设计	设计灵活，在特定、异形、狭小空间可以容纳更多电芯，配合客户需求定制，适配多种车型

数据来源：公司招股书，电池中国，东北证券

**软包电池广泛配置于海外头部车企，全球动力电池软包份额高于国内。**2021 年欧洲新能源乘用车前 20 名畅销车型，其中 15 款车型配置了软包电池，涉及大众、雷诺、现代、沃尔沃、奥迪等著名车企。软包电池性能优异，海外市场欧美主流车企对软包电池相对更加青睐，海外动力电池软包份额高于国内，2022H1 全球/海外动力电池软包市场份额分别为 20.3%/34.4%，其中 LGES、SK On、孚能科技等贡献主要装

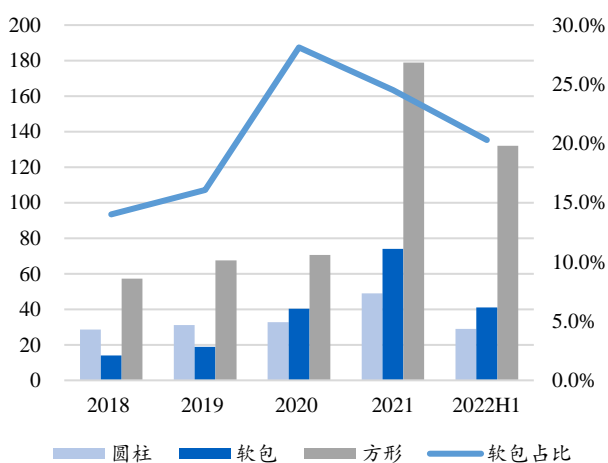
机量。

表 12：2021 年欧洲新能源乘用车畅销车型电池配置情况

排名	品牌	车型	销量	占比	电池类型	供应商
1	特斯拉	Tesla Model 3	14.29	6.3%	圆柱	松下
2	雷诺	Renault Zoe	7.26	3.2%	软包	LG
3	大众	VW ID.3	6.96	3.1%	软包	LG
4	大众	VW ID.4	5.50	2.4%	软包	LG
5	起亚	Kia Niro EV	4.67	2.1%	软包	LG
6	福特	Ford Kuga PHEV	4.64	2.0%	方壳	三星 SDI
7	菲亚特	Fiat 500e	4.45	2.0%	方壳	三星 SDI
8	大众	Skoda Enyaq	4.44	2.0%	软包	LG
9	现代	Hyundai Kona EV	4.34	1.9%	软包	LG
10	沃尔沃	Volvo XC40 PHEV	4.25	1.9%	软包	LG
11	标致	Peugeot 208 EV	4.26	1.9%	软包	SKI
12	标致	Peugeot 3008 PHEV	4.10	1.8%	软包	SKI
13	大众	VWe-Up!	4.08	1.8%	软包	LG
14	奔驰	Mercedes GLC300e/de	3.78	1.7%	软包	SKI
15	宝马	BMW330e	3.66	1.6%	方壳	三星 SDI
16	日产	Nissan Leaf	3.58	1.6%	软包	AESC
17	沃尔沃	Volvo XC60 PHEV	3.37	1.5%	软包	LG
18	奥迪	Audi e-tron	3.17	1.4%	软包	LG
19	奔驰	Mercedes A250e	2.99	1.3%	软包	SKI
20	宝马	Mini Cooper EV	2.97	1.3%	方壳	三星 SDI
		其他	130.50	57.4%		
		合计	227.27	100%		

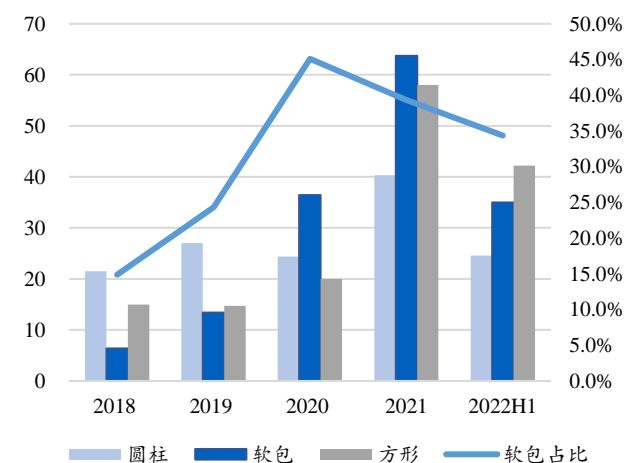
数据来源：Clean Technica, EV Volumes, 东北证券

图 18：全球动力电池装机量类别结构 (GWh) 及软包电池占比



数据来源：SNE Research, 东北证券

图 19：海外动力电池装机量类别结构 (GWh) 及软包电池占比



数据来源：SNE Research, GGII, 东北证券

半固态/固态锂离子电池将在软包电池中率先商用，软包电池市场份额未来有望迎来提升。半固态/固态电池体系下解决了软包电池在极端条件（如针刺）漏液的问题，同时软包电池进一步强化了固态电池高能量密度的优点。部分固态电解质如硫化物、氧化物柔韧性差，无法卷绕，只能采用软包叠片工艺。固态电池与软包电池相互匹配、相互成就，最易率先商用。当前固态电池商用化进程最快的卫蓝、清陶、锋锂、辉能、SES 等厂商均采用软包电池，随着未来固态电池渗透率逐渐提升，软包电池市占率有望回归历史水平。

**表 13：全球固态/半固态电池商用进展情况**

品牌	体系	封装	进展情况
卫蓝新能源	氧化物	软包	公司完成 300Wh/kg 混合固态电池设计开发，2022 年中国电动汽车百人会论坛披露，与蔚来汽车合作，预计年底或明年上半年量产
清陶能源	氧化物	软包	2021 年固态电池在北汽新能源装车，宜春年产 10GWh 固态电池产线建成投产
锋锂新能源	氧化物	软包	2020 年年产 0.3GWh 全球首条混合固液电解质锂电池产线投产，第一代 0.2GWh 固态电池中试线也顺利投产；2022 年搭载东风 E70 车型
辉能科技	氧化物	软包	2022 年底 1GWh（准固态电池）产线投产，2023 年全固态锂电池试产，2024 年量产
SES		软包	2022 年 3 月，SES 上海超级工厂一期（0.2GWh）建设完成并投入使用，二期工程在 2023 年 Q1 完成并投入，产能将达 1GWh。2022 年 1 月，建设 SES 韩国工程，预计下半年投入使用
Bolloré	聚合物	软包	2011 年固态电池装车
SolidPower	硫化物	软包	2021 年 10 月交付第一代 2Ah 全固态电池，2022 年试生产 100Ah 商用级产品
丰田	硫化物	软包	2020 年 8 月，固态电池装车，计划 2025 年小规模量产

数据来源：公司官网，招股说明书，东北证券

## 4. 中期订单驱动公司营收增长，远期向固态电池无缝升级

### 4.1. 订单推动业绩保持高速增长

**重要客户主力车型陆续上市，公司步入收获期。**公司主要客户包括戴姆勒及北京奔驰、广汽集团、东风集团、大运汽车、江铃集团、吉利集团和路特斯。公司为整车厂配套开发，整车厂商对产品质量要求严格，产品验证周期较长，一般在 18-36 个月。

2018 年底，公司与奔驰集团、北京奔驰签订供货协议。2021 年 4 月，公司为奔驰集团部分车型提供的动力电池实现量产。目前 EQ 系列新款 EQA 及 EQB、EQE 车型均为公司独供，EQS 车型同宁德时代合供，2022 年下半年推出的 EQE/S SUV 版与 EQE/S 为相同电动平台。

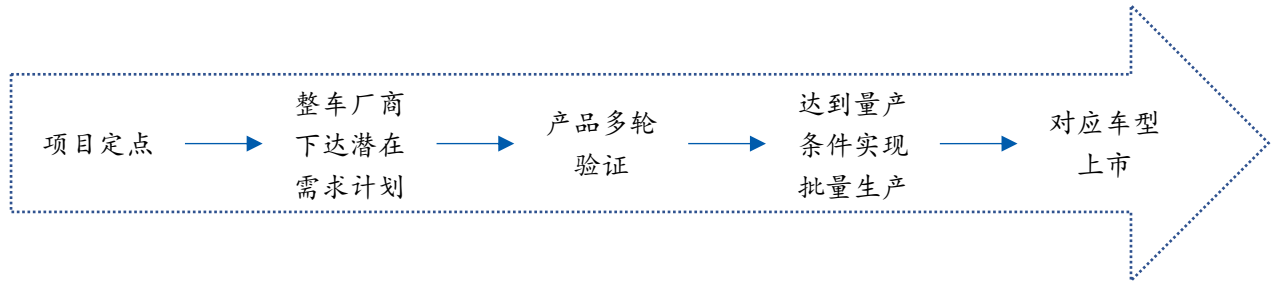
2018 年和 2020 年，公司分别获得广汽 Aion V、Aion S 升级车型定点，对应配套动力电池分别于 2020 年下半年和 2021 年 7 月量产。公司与广汽在 A02 和 AH 储备平台也展开合作。

2020 年起，公司客户结构发生变化，戴姆勒及北京奔驰、广汽销售份额居前，2022Q1 广汽和戴姆勒及北京奔驰合计占公司营收比例 63.49%。梅赛德斯-奔驰作为全球头部整车制造商向“全面电动”转型，首款纯电动平台 EQE、EQS 车型初步上市。广



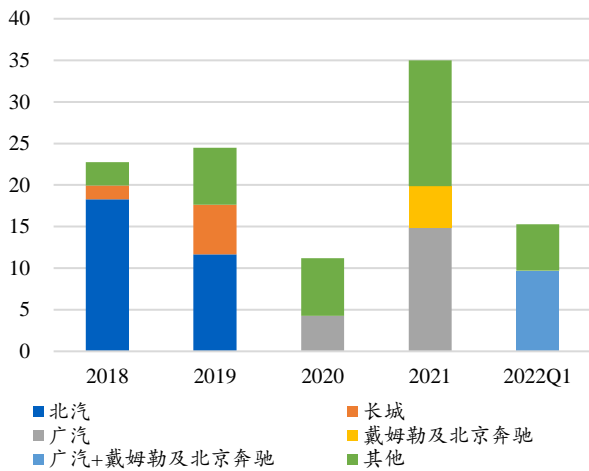
汽集团处于国内行业第一梯队，计划 2025 年自主品牌新能源车销量占比 50%。伴随合作伙伴主力车型陆续上市，公司动力电池出货有望维持高速增长。

图 20：公司与整车厂商配套开发流程情况



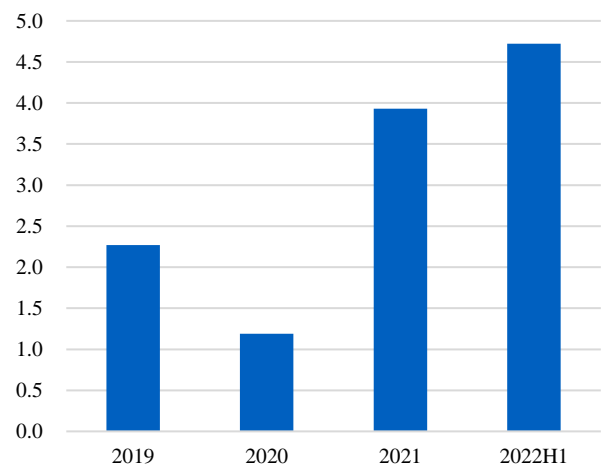
数据来源：公司定增回复函，东北证券

图 21：2019-2022Q1 公司主要客户销售情况(单位：亿元)



数据来源：公司公告，东北证券

图 22：2019-2022H1 公司电池销售情况(单位：GWh)



数据来源：公司公告，东北证券

表 14：公司主要客户已上市车型情况

客户情况	对应平台/车型	车型上市情况
戴姆勒及北京奔驰	EQS	2021 年 8 月上市
	EQE	2022 年 2 月上市
	新款 EQA/EQB	2021 年 11 月上市
广汽集团	Aion S	2019 年 4 月上市
	Aion V	2020 年 6 月上市
	Aion Y	2021 年 4 月上市
东风集团	岚图梦想家	2021 年 4 月上市
大运汽车	远志 M1	2022 年 4 月上市
江铃集团	羿	2021 年 9 月上市
	易至 EV3	2019 年 3 月上市

数据来源：公司定增回复函，东北证券

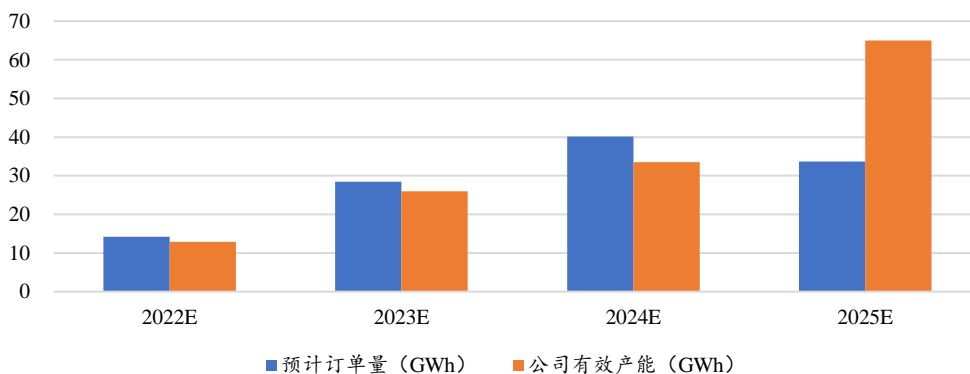
公司在手订单充裕，产能消化良好。根据公司定增回复函，公司已收到未来五年主

要客户下达的潜在需求计划合约约为 273.67 GWh，在全部定点供应商之间分配后，公司预计 2022-2026 年公司自身订单合计 148.17 GWh。其中 2022-2024 年预计订单分别为 14.18/28.47/40.11 GWh。根据公司产能建设规划，预计 2022-2024 年公司有效产能为 12.92/26.00/34.00 GWh，公司订单饱满，为产能消化提供良好基础。

公司与北汽集团、长城集团、广汽集团、戴姆勒等都签署了长期合作协议，此外公司还收到如下动力电池定点函：

- **东风：**2020 年下半年，公司被指定为东风集团纯电动车全球主打平台岚图 H56 项目的动力电池供应商，该车型预计未来 7 年电池需求 5GWh；
- **春风动力：**2020 年下半年，公司收到浙江春风动力股份有限公司的项目定点，作为其六个车型平台动力电池供应，项目周期为 5-8 年，部分车型从 2021 年开始量产，量产后需求预计超过 10 万台，合计超过 5GWh；
- **华晨新日：**2020 年下半年，公司收到华晨新日新能源汽车有限公司的项目定点，作为其 W32H 项目的动力电池供应商，项目周期最低 5 年 10 万台，2020 年底开始量产；
- **广汽三菱：**2021 年 4 月，公司收到广汽三菱汽车有限公司 LE 车型项目定点通知，为其开发和供应 LE 车型的动力电池，供应周期 5 年。
- **大运汽车：**2021 年下半年，公司收到成都大运汽车的项目定点，通知公司成为其 S191、M171、C201、S201 项目车型的动力电池供应商，供应周期 5 年；
- **土耳其 TOGG 集团：**公司与土耳其 TOGG 集团签订战略合作协议，并在 2021 年将战略合作协议细化及落地。公司与 TOGG 集团拟设立合资公司并就合资公司相关运营事项达成一致意见，该合资公司将为土耳其及其周边区域的客户提供动力电池解决方案及其相关服务。

图 23：2022-2025E 公司预计动力电池订单量及有效产能



数据来源：定增回复函，东北证券

注：有效产能统计不包含与吉利合资工厂

**表 15: 按照客户正式定点确认的公司潜在订单情况**

客户	潜在订单预计需求 (GWh)	供货周期	年均订单需求 (GWh)
客户 1	3.79	5 年	0.76
客户 2	10.00	5 年	2.00
客户 3	13.21	6 年	2.20
客户 4	21.00	5 年	4.20
客户 5 项目 1	138.70	10 年	13.87
客户 5 项目 2	34.00	7 年	4.86
客户 5 项目 3	50.00	/	/
客户 6	3.36	4 年	0.84
合计	274.06		28.73

数据来源: 定增回复函, 东北证券

**表 16: 公司动力电池产能规划**

生产基地	产能规划	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
赣州	赣州老厂	4	4	4	4	4
	吉利合资	12		12	12	12
	30GWh 一期	18			18	18
	30GWh 二期	12				12
镇江	镇江一期	8	8	8	8	8
	镇江二期	8		8	8	8
	镇江三期	8		8	8	8
芜湖	芜湖一期	12			12	12
	芜湖二期	12				12
名义产能		12	28	40	70	94
有效产能			12.92	26	34	65

数据来源: 公司公告, 东北证券

注: 有效产能统计不包含与吉利合资工厂, 未考虑良率

#### 4.2. 定价机制改善、规模效应初显, 盈利能力提升

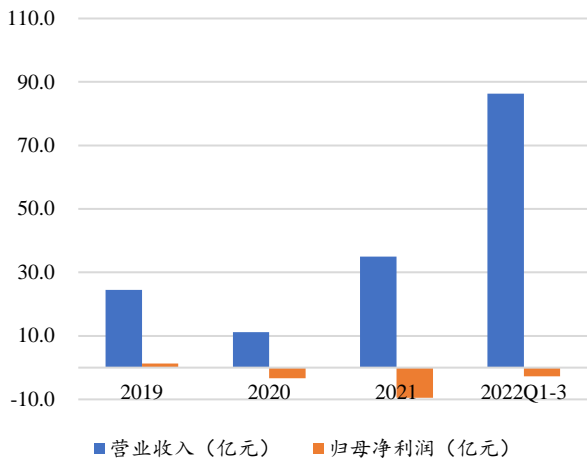
公司定价机制不完善、规模效应尚未充分显现影响过去盈利水平。公司 2021 年亏损较大, 主营业务动力电池系统毛利率-19.01%, 下滑明显, 主要原因系:

**定价方面**, 动力电池行业技术迭代、制造工艺进步, 过去数年动力电池售价呈下降趋势, 公司前期基于 2018-2020 年原材料市场行情趋势, 与客户协商的产品销售价格偏低。2021 年全球新能源汽车渗透提速, 导致主要原材料价格大幅上涨, 公司电池销售价格调整存在滞后性, 年内产品价格未能上调, 承担了原材料上涨压力。

**规模效应方面**, 2021 年公司镇江一期产能爬坡完成, 镇江二期陆续投产, 镇江三期尚在建设中。产能爬坡过程中, 产能未能完全释放, 折旧费用较高。公司研发、管理和销售架构是按照产能释放后的规模进行布局, 因此产能未完全释放, 导致公司期间费用率较高。另外 2021 年公司开始向戴姆勒集团提供产品, 戴姆勒集团对产品

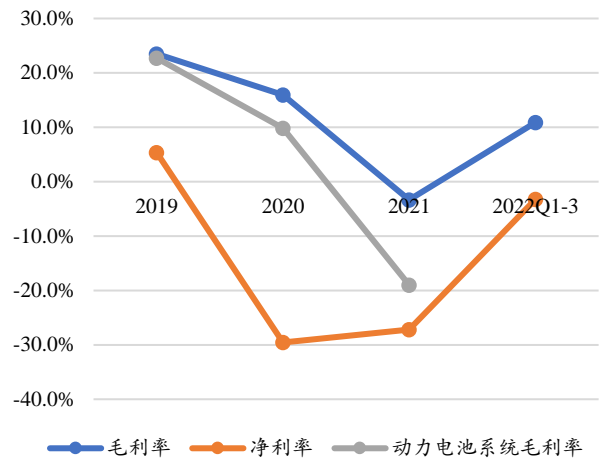
外观瑕疵和产品一致性要求严格，导致过去产品良率低于向国内厂商提供的成熟产品，减缓了产能释放节奏。

图 24：2019-2022Q3 公司营业收入及归母净利润



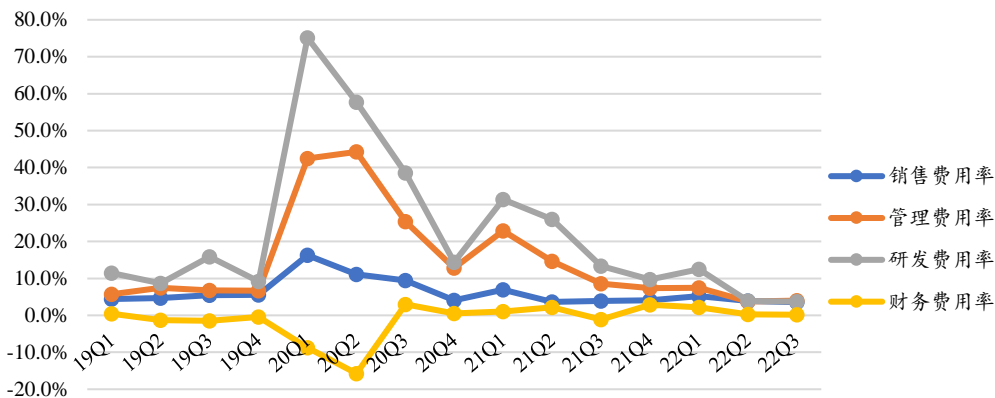
数据来源：Wind，东北证券

图 25：2019-2022Q3 公司毛利率及净利率



数据来源：Wind，东北证券

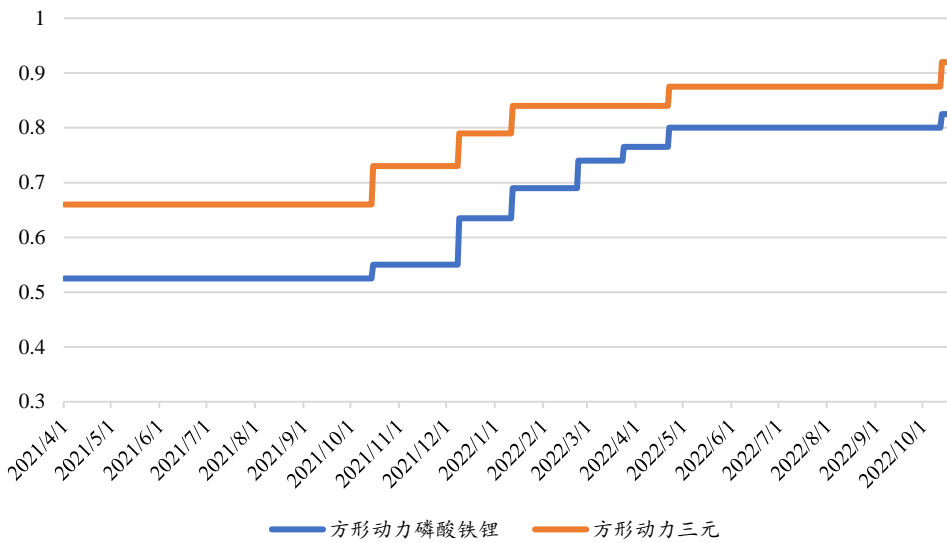
图 26：2019-2022Q3 公司期间费用率情况



数据来源：Wind，东北证券

**定价机制逐渐完善、原材料成本传导逐渐顺畅。**为应对原材料价格波动，2022 年公司与客户达成产品调价机制共识，国内客户售价将综合考虑成本，与海外主要客户实行金属价格联动，将金属价格波动与产品售价进行联动传导。公司涨价时间从 2022 年 1 月 1 日执行，历经 Q1、Q2 两次涨价后达到行业平均水平。随着公司产品售价回归，2022Q1/Q2 整体毛利率分别提升至 6.8%/16.4%。公司客户结构中戴姆勒出货占比提升，带动公司毛利率进一步改善。另外金属元素外的其他原材料价格有望下降，在目前金属联动定价机制下，有望进一步改善公司毛利率。2022Q3 毛利率下滑至 6.7%，主要系 2022Q3 客户结构占比变化和产能爬坡影响，考虑到公司订单情况及产能建设进度，毛利率情况有望改善。

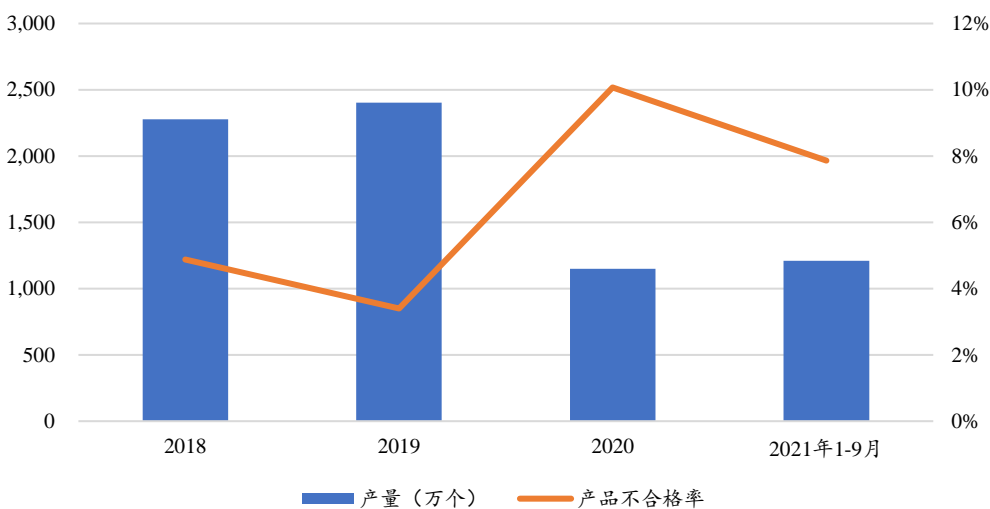
图 27：2021-2022 年动力电池均价变动情况（单位：元/Wh，不含税）



数据来源：鑫椽资讯，东北证券

营收规模持续大幅增长、产能利用率维持高位、良率提升至预期水平，公司规模效应逐渐显现。公司 2020、2021 年出货量分别为 1.19/3.93 GWh，我们预计公司 2022-2024 年动力电池出货 12.3/24/34 GWh，公司营收规模保持快速增长。于此同时，公司 2022-2024 年在手订单高于公司有效产能，产能利用率有望维持在高位。公司镇江产能爬坡顺利，2022Q2 镇江二期爬坡完成，良率达到预期水平，产能进一步释放。我们认为公司规模效应逐渐显现，未来公司管理、研发费用率有显著下降空间，盈利情况向好发展。

图 28：2018-2021 年 9 月公司产品产量及产品不合格率情况



数据来源：公司定增回复函，东北证券

### 4.3. 坚守软包体系，从液态向半固态/全固态无缝升级

公司创始人是全球锂电行业资深科学家，在市场方向把握和技术路线选择方面具备前瞻性。公司创始人 YU WANG（王瑀）博士和 Keith 博士均为全球锂离子电池行



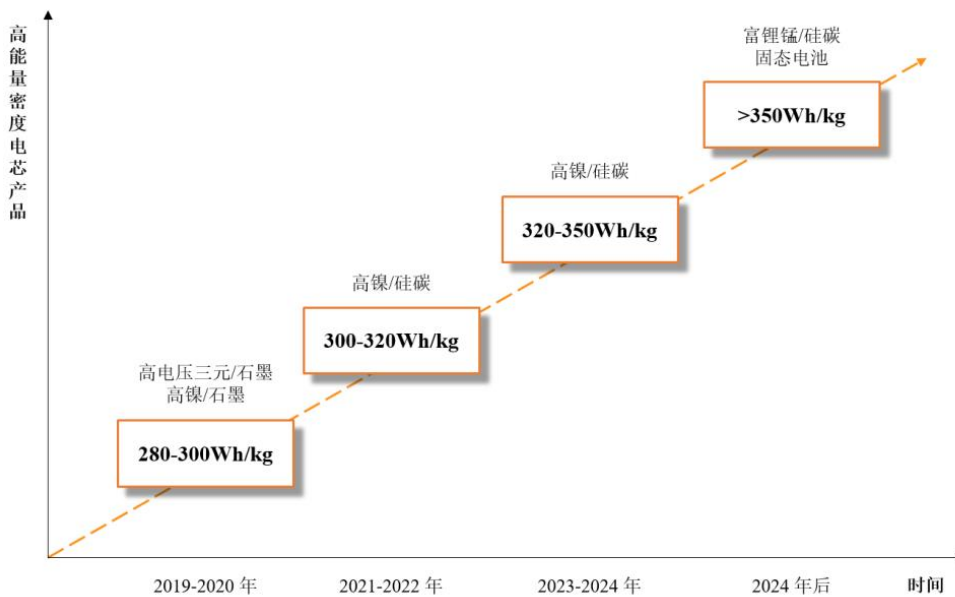
业资深科学家，公司创始团队自 1997 年开始从事动力电池产品的技术研发工作，深耕动力电池行业二十余年，是全球最早从事新能源汽车用锂离子动力电池开发的技术团队之一。公司研发团队长期与包括美国阿贡国家实验室在内的全球锂离子动力电池行业科研院所、知名企业、顶尖专家展开战略合作。

**市场化方面**，2002 年创立美国孚能专注高能量密度动力电池及相关领域科学研究、技术开发和产品开发；2009 年孚能科技设立，开始从事动力电池产业化及大规模生产工艺的研发；2011 年起，公司产品正式进入美国电动摩托车市场，量产电芯产品能量密度在当时行业内领先；2015 年，公司凭借多年科研积累与技术实力，快速切入中国新能源汽车市场。

**技术路线方面**，公司是业内最早确立以三元化学材料体系及软包动力电池结构为动力电池研发和产业化方型的企业之一。公司未来高端、中端、低端市场分别对应高镍正极材料电池、中镍高电压正极材料电池、钠离子电池。其中高能量密度产品，公司通过高镍/硅碳体系提高能量密度，并向富锂锰/硅碳固态电池迭代。

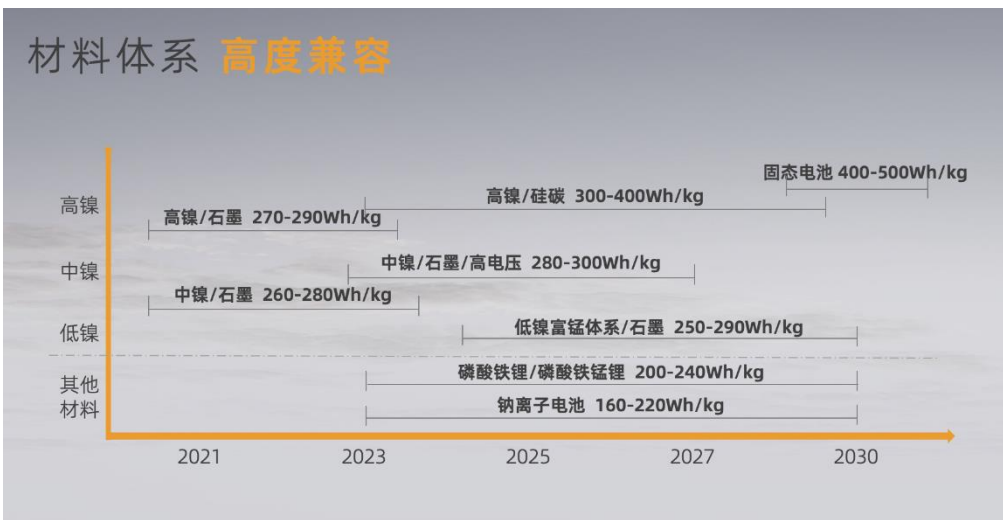
图 29：公司 2020 年拟定的未来五年技术发展路线规划

孚能科技未来五年技术发展路线图



数据来源：公司公告，东北证券

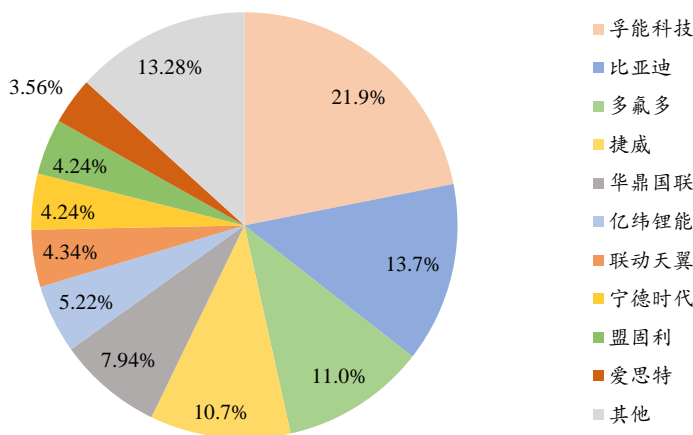
图 30：公司 2022 年 SPS 产品发布会提出的产品迭代路线



数据来源：公司微信公众号，东北证券

国内软包电池五冠王，从第一性原理出发，坚守软包体系。公司从第一性原理出发，1997 年设立软包技术路线，专注车用高能量密度动力电池开发及产业化，持续坚持三元软包动力电池技术路线，不断迭代升级并做好固态电池等产品技术储备。根据国内交强险数据，2021 年中国实现软包电池装机企业 33 家，公司以 21.88% 的市占率，连续五年排名国内软包动力电池装机量第一名。据 SNE Research 统计，公司在 2022H1 全球动力电池装机量排名第 12 位，随着产能进一步释放，公司排名有望进入前十。

图 31：2021 年中国软包动力电池装机量市场份额



数据来源：起点研究院，东北证券

**表 17：2022H1 全球动力电池装机量排名（单位：GWh）**

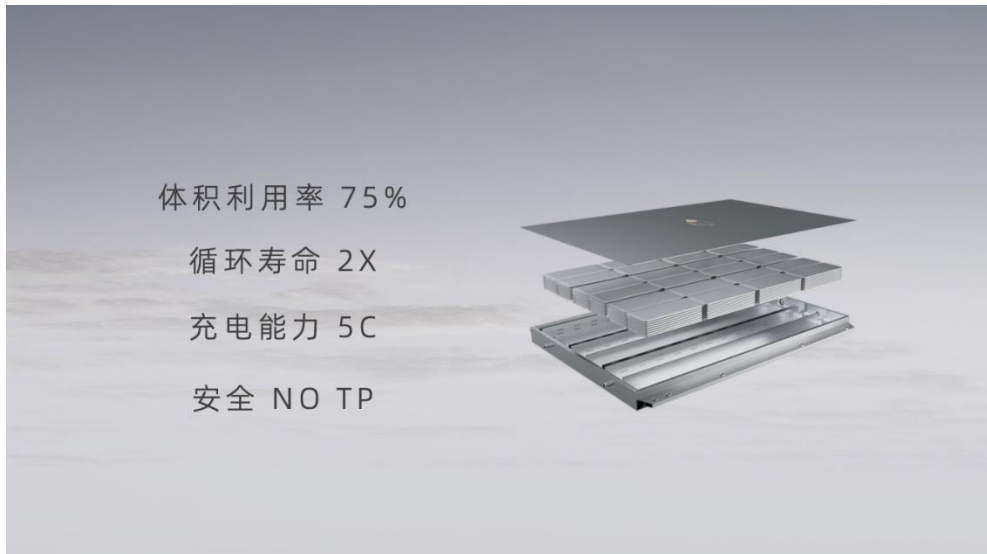
		2021H1	2021H2	2021 合计	2022H1	YOY
1	宁德时代	33	66	99	69	111%
2	LGES	27	33	61	28	4%
3	比亚迪	8	19	26	24	206%
4	松下	17	19	36	20	16%
5	SK On	6	11	17	14	124%
6	SDI	7	8	15	10	50%
7	中创新航	3	5	8	9	163%
8	国轩高科	2	4	7	5	144%
9	欣旺达	0	2	3	3	651%
10	蜂巢	1	2	3	3	152%
11	亿纬锂能	1	2	3	2	118%
12	孚能科技	1	2	2	2	279%
13	远景动力	2	2	4	2	15%
14	多氟多	0	1	1	1	935%
15	PEVE	1	1	3	1	6%
16	瑞浦能源	1	1	2	1	78%
17	捷威动力	0	1	1	1	123%
18	塔菲尔	1	2	3	1	27%
19	鹏辉能源	0	1	1	1	165%
20	力神	1	1	1	1	18%
	其他	2	5	7	4	55%
合计		115	187	302	202	76%

数据来源：SNE Research，东北证券

方型、软包殊途同归，叠片工艺是动力电池和大储电池未来发展趋势，公司叠片技术积淀深厚，耕耘多年，未来在储能领域有望大展拳脚。在动力电池追求快充与续航功能趋势下，叠片工艺产品具备高能量密度与及低内阻特点，比亚迪刀片、蜂巢短刀片等均采用软包电芯+铝壳的复合封装方式。随着大储能需求爆发，大容量储能电芯提升生产效率，降低总成本，正在成为储能电芯趋势。2022 年 10 月，亿纬锂能发布新品 LF560K 储能电芯，并认为“叠技术”是 CTT 超大电池的最优技术路径。公司在叠片工艺方面积淀深厚，2022 年 9 月公司公告在云南安宁市规划建设 24GWh 磷酸铁锂电池项目，我们认为公司未来有望在储能领域创造新的增长点。

软包叠片工艺技术成熟，结构创新水到渠成。2022 年 9 月，公司举行“2022 孚能科技战略及新品发布会”，正式推出全新动力电池解决方案—SPS（Super Pouch Solution），集大软包电芯、大软包电池系统、大软包电池制造和直接回收四项创新技术于一体。从公司 2016 年向国内整车企业供应动力电池系统，2021 年 4 月供应海外的高镍三元动力电池量产，到 2022 年 9 月发布大软包电芯及系统，大软包一致性难度提升，实际体现了公司制造工艺更加成熟，良率提升促进降本。

图 32: SPS 大软包电池系统性具备高集成、高循环、高倍率、高安全特点



数据来源：公司官网，东北证券

取长补短，SPS 产品性能抗打，能与一线厂商产品抗衡。SPS 充分利用了软包外形设计灵活的特点，采用卧式布置方式，可调整电芯厚度、电量和电池系统底盘高度以匹配车企车型开发需求。另外，采用高效液冷板与底盘的一体化设计，提升系统集成度和散热效率，显著提升三元材料电池循环寿命，并进一步激发软包电池放电倍率潜力。

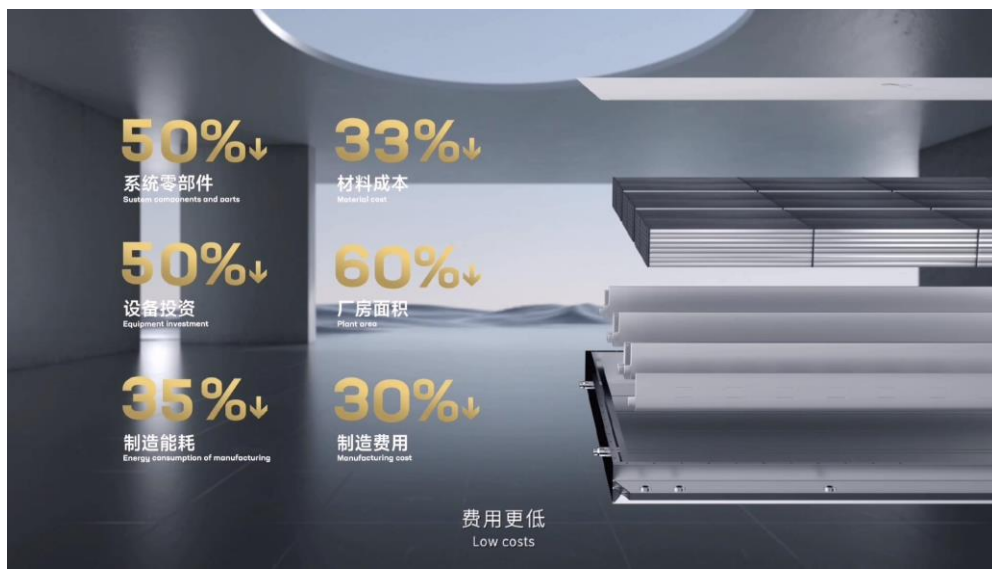
表 18: SPS 与麒麟电池、4680 电池、刀片电池对比

	SPS	麒麟电池	4680 电池	刀片
体积利用率	75% (CTP)	72% (CTP)	63% (CTC)	66% (CTB)
能量密度	单体>330 Wh/kg (硅碳/高镍/半固态)	系统 255 Wh/kg(三元); 系统 160 Wh/kg(LFP)	单体约 283 Wh/kg(三元)	系统 140 Wh/kg(LFP), 2025 年 180 Wh/kg
续航	1000 km(三元,150 kWh); 700 km(LFP,85 kWh)	1000 km	450 km(50 kWh, Model Y)	440 km(55 kWh, Model Y WLTP 工况)
充放电倍率	2.4-5C	4C	32 分钟到 80%	1.5C
循环寿命	>3000	/	/	3000
低温容量保持能力	-20 度, 保持 90%	/	/	/
量产时间	2023 年底	2023 年	2023 年	2020 年

数据来源：公开资料整理，东北证券

SPS 契合海外消费者出行及国内车企降本需求，有望为公司贡献未来订单。2021 年底欧洲公共充电桩车桩比 8.8:1（高于国内 6.8:1），一半以上集中在荷兰、德国，限制了欧洲消费者跨境旅行。SPS 大软包系统体积利用率增加至 75%，容量提升 30%，具备 2.4C-5C 充放电倍率，循环寿命超过 3000 次，-20°C 环境中，容量保持 90% 以上，符合海外消费者需求。另外 Pack 环节材料成本降低 33%，电芯制造环节制造费用降低 30%，契合当下车企降本诉求。

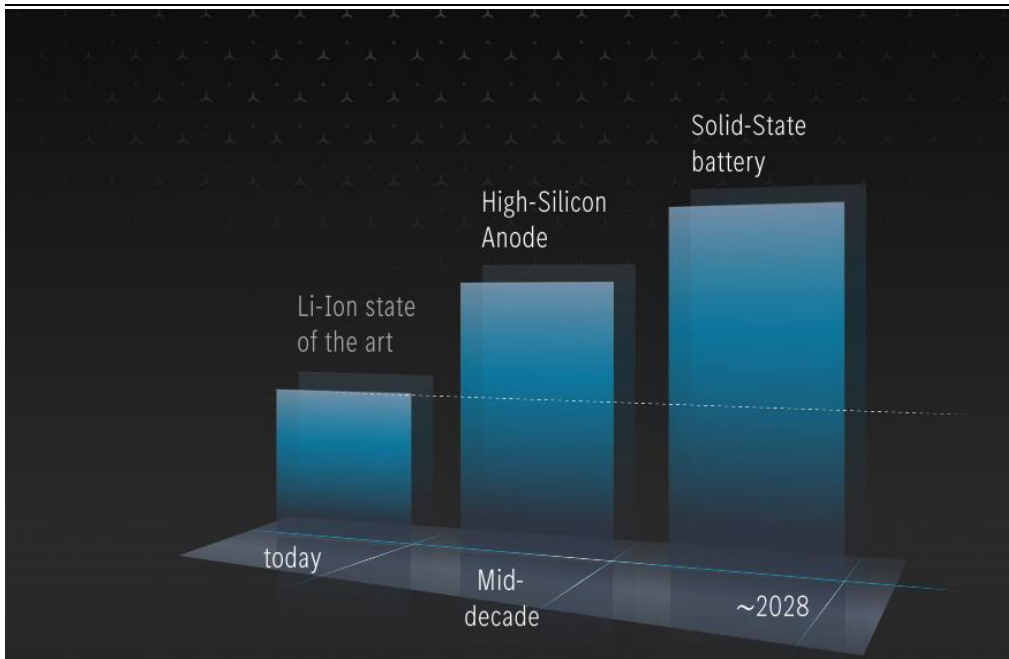
图 33: SPS 大软包电池系统降低 Pack 环节材料成本和制造费用



数据来源: 公司官网, 东北证券

从液态向半固态/固态电池无缝升级, 孚能科技连接未来新能源汽车能量载体。固态电池作为锂电行业的“珠穆朗玛峰”, 吸引了大批锂电行业从业者攀登。针对固态电池高界面阻抗问题以及固态电解质材料特性, 软包叠片技术更加匹配。公司 2022 年上半年第一代半固态电池量产, 提升了电池安全性和高能量密度, 充电时间缩短到 18min (70%电量), 循环寿命达到 3000 次。公司一代半固态电池也送样给整车厂客户, 并获得了良好反馈。在未来电池技术迭代路线上, 公司与主要客户梅赛德斯-奔驰保持高度契合。我们认为锂电池从液态向半固态/固态电池过渡可能是场持续战, 在产品持续迭代升级过程中, 公司作为软包电池龙头拥有较小的技术风险以及产能淘汰风险。

图 34: 梅赛德斯-奔驰电池技术路线选择



数据来源: 梅赛德斯-奔驰公司官网, 东北证券



## 5. 投资建议

### 5.1. 盈利预测

#### 1) 动力电池业务

**销量假设：**公司与戴姆勒及北京奔驰、广汽集团、东风集团、大运汽车、江铃集团吉利集团和路特斯建立稳定合作关系。随着梅赛德斯-奔驰主力车型陆续上市，电动化转型加速，我们预计 2022-2024 年公司对梅赛德斯-奔驰及北京奔驰模组/电池包出货 6.8/17/24 GWh。国内新能源汽车电动化率稳步提升，我们保守预计 2022-2024 年公司向其他国内客户出货 5.5/7/10 GWh。

**销售单价及成本假设：**基于未来原材料价格变动趋势以及公司定价机制，假设 2022-2024 年公司向梅赛德斯-奔驰及北京奔驰销售产品均价为 1.15/1.08/1.02 元/Wh，向国内其他客户产品销售均价为 0.93/0.88/0.85 元/Wh。随着公司产能逐渐释放、规模效应显现，公司毛利率有望向上修复到合理水平。另外基于奔驰定价机制，当非金属材料价格下降时，公司有望获得额外利润，假设 2022-2024 年梅赛德斯-奔驰及北京奔驰客户毛利率为 17.71%/23.15%/22.55%，国内其他客户毛利率为 5.53%/9.09%/10.59%。

基于以上假设，预计公司 2022-2024 年动力类营业收入为 129.54/245.20/329.80 亿元，同比增长 450.60%/89.28%/34.50%，毛利率为 12.88%/19.62%/19.47%。

#### 2) 储能电池业务

**销量假设：**公司 2021 年成立储能事业部，中标中国铁塔的应急换电电池采购项目。储能领域有望贡献新增长点，假设公司 2022-2024 年储能电池出货量 0.2/1/4GWh。

**销售单价及成本假设：**参考当前储能电池市场均价及同行业毛利率平均水平，假设公司储能电池单价及毛利率为 1.00 元/Wh 和 15.00%。

基于以上假设，预计公司 2022-2024 年储能电池业务营业收入为 2.00/10.00/40.00 亿元，同比增长 93%/400%/300%。

#### 3) 2022 年全年扭亏为盈可行性分析

根据公司 2022 年订单、定价机制及原材料价格走势，我们假设公司 2022Q4 向奔驰出货 2.95GWh，单价 1.16 元，毛利率 22.4%；向其他客户出货 1.53GWh，单价 0.95 元/Wh，毛利率 8.4%。基于以上假设，公司 Q4 整体营收 52.28 亿元，毛利率 18.7%。参考公司 2022Q2、Q3 财务数据，假设 Q4 期间费用率 12.32%。基于以上情形，公司在 2022 年能够实现扭亏为盈。



**表 19：公司盈利预测（按业务、客户拆分）**

		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
动力类-梅赛德斯-奔驰及北京奔驰	营业收入（亿元）			78.12	183.60	244.80
	销量（GWh）			6.80	17.00	24.00
	单价（元/Wh）			1.15	1.08	1.02
	毛利率			17.71%	23.15%	22.55%
动力类-其他客户	营业收入（亿元）			51.42	61.60	85.00
	销量（GWh）			5.50	7.00	10.00
	单价（元/Wh）			0.93	0.88	0.85
	毛利率			5.53%	9.09%	10.59%
动力类-合计	营业收入（亿元）	9.11	23.53	129.54	245.20	329.80
	销量（GWh）	1.19	3.93	12.30	24.00	34.00
	单价（元/Wh）	0.77	0.60	1.05	1.02	0.97
	毛利率	9.81%	-19.01%	12.88%	19.62%	19.47%
储能类	营业收入（亿元）		1.04	2.00	10.00	40.00
	销量（GWh）			0.20	1.00	4.00
	单价（元/Wh）			1.00	1.00	1.00
	毛利率		1.03%	15.00%	15.00%	15.00%
其他业务	营业收入（亿元）	2.08	10.44	7.04	12.26	13.19
	毛利率	42.65%	31.53%	30.85%	30.00%	30.00%
合计	营业收入（亿元）	11.2	35	138.59	267.46	382.99
	毛利率	15.92%	-3.35%	13.82%	19.92%	19.36%

数据来源：公司公告，东北证券

公司主要客户梅赛德斯-奔驰、广汽集团主力车型陆续上市，带动公司动力电池出货高增，另外公司定价机制改善，规模效应逐渐显现，盈利能力向好发展。预计公司2022-2024年归母净利润分别为0.04/13.53/23.18亿元，同比增长-30511.81%/71.25%，EPS为0/1.12/1.91元，对应PE分别为7325/24/14倍。考虑到公司营业收入保持高速增长，盈利能力有望达到行业平均水平，未来盈利增速较高，参考可比公司估值情况，给予公司2023年30倍PE，目标价37.96元，维持“买入”评级。

**表 20：孚能科技及可比公司估值（基于2022年11月30日收盘价）**

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	市值 (亿元)	PE		
				2021A	2022E	2023E
300750.SZ	宁德时代	385.00	9,403.68	86.0	32.9	21.1
002074.SZ	国轩高科	32.00	569.24	837.3	117.3	31.3
300014.SZ	亿纬锂能	82.95	1,575.05	77.2	45.9	23.6
3931.HK	中创新航	18.34	325.04	/	55.4	14.3
	平均			333.5	62.9	22.6
	孚能科技万得一致预期（180天）			-37.8	12,187.5	20.8
	我们对孚能科技预测值			-37.8	7325.0	23.9

数据来源：wind，东北证券

注：可比公司PE来自wind一致预期

## 6. 风险提示

下游客户销量不及预期风险，行业竞争加剧风险，产能建设不及预期风险，业绩预测和估值判断不达预期风险

**附表：财务报表预测摘要及指标**

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	4,978	3,673	9,930	12,976
交易性金融资产	599	605	617	632
应收款项	1,716	9,922	12,537	19,622
存货	2,855	10,807	13,693	21,634
其他流动资产	1,307	2,912	4,544	6,253
<b>流动资产合计</b>	<b>11,455</b>	<b>27,918</b>	<b>41,321</b>	<b>61,118</b>
可供出售金融资产				
长期投资净额	31	48	68	87
固定资产	6,252	8,814	11,278	13,428
无形资产	331	341	354	366
商誉	0	0	0	0
<b>非流动资产合计</b>	<b>9,482</b>	<b>11,274</b>	<b>12,766</b>	<b>13,978</b>
<b>资产总计</b>	<b>20,936</b>	<b>39,192</b>	<b>54,087</b>	<b>75,096</b>
短期借款	0	0	0	0
应付款项	5,287	16,533	22,596	33,826
预收款项	0	0	0	0
一年内到期的非流动负债	540	540	540	540
<b>流动负债合计</b>	<b>8,676</b>	<b>26,491</b>	<b>40,034</b>	<b>58,729</b>
长期借款	2,191	2,691	2,891	3,091
其他长期负债	796	796	796	796
<b>长期负债合计</b>	<b>2,987</b>	<b>3,487</b>	<b>3,687</b>	<b>3,887</b>
<b>负债合计</b>	<b>11,662</b>	<b>29,977</b>	<b>43,721</b>	<b>62,615</b>
归属于母公司股东权益合计	9,274	9,215	10,366	12,481
少数股东权益	0	0	0	0
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>20,936</b>	<b>39,192</b>	<b>54,087</b>	<b>75,096</b>

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>3,500</b>	<b>13,859</b>	<b>26,746</b>	<b>38,299</b>
营业成本	3,617	11,943	21,418	30,883
营业税金及附加	14	33	75	107
资产减值损失	-181	1	2	3
销售费用	149	527	963	1,264
管理费用	365	592	1,070	1,340
财务费用	47	119	38	-109
公允价值变动净收益	304	4	6	9
投资净收益	33	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>-1,120</b>	<b>0</b>	<b>1,587</b>	<b>2,722</b>
营业外收支净额	2	5	5	5
<b>利润总额</b>	<b>-1,118</b>	<b>5</b>	<b>1,592</b>	<b>2,727</b>
所得税	-165	1	239	409
净利润	-953	4	1,353	2,318
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>-953</b>	<b>4</b>	<b>1,353</b>	<b>2,318</b>
少数股东损益	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>净利润</b>	<b>-953</b>	<b>4</b>	<b>1,353</b>	<b>2,318</b>
资产减值准备	258	-3	-4	-6
折旧及摊销	372	947	1,241	1,557
公允价值变动损失	-304	-4	-6	-9
财务费用	95	114	130	139
投资损失	-33	0	0	0
运营资本变动	954	55	6,413	1,963
其他	-155	-5	-5	-5
<b>经营活动净现金流量</b>	<b>233</b>	<b>1,107</b>	<b>9,122</b>	<b>5,957</b>
<b>投资活动净现金流量</b>	<b>-3,881</b>	<b>-2,740</b>	<b>-2,738</b>	<b>-2,774</b>
<b>融资活动净现金流量</b>	<b>889</b>	<b>327</b>	<b>-128</b>	<b>-137</b>
<b>企业自由现金流</b>	<b>-751</b>	<b>-1,577</b>	<b>6,381</b>	<b>3,067</b>

财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>每股指标</b>				
每股收益 (元)	-0.89	0.00	1.12	1.91
每股净资产 (元)	8.66	7.61	8.56	10.31
每股经营性现金流量 (元)	0.22	0.91	7.54	4.92
<b>成长性指标</b>				
营业收入增长率	212.6%	296.0%	93.0%	43.2%
净利润增长率	-187.8%	100.5%	30511.8%	71.2%
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	-3.3%	13.8%	19.9%	19.4%
净利润率	-27.2%	0.0%	5.1%	6.1%
<b>运营效率指标</b>				
应收账款周转天数	112.80	112.80	112.80	112.80
存货周转天数	205.89	205.89	205.89	205.89
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	55.7%	76.5%	80.8%	83.4%
流动比率	1.32	1.05	1.03	1.04
速动比率	0.87	0.57	0.62	0.60
<b>费用率指标</b>				
销售费用率	4.3%	3.8%	3.6%	3.3%
管理费用率	10.4%	4.3%	4.0%	3.5%
财务费用率	1.4%	0.9%	0.1%	-0.3%
<b>分红指标</b>				
股息收益率	0.0%	0.9%	1.1%	1.1%
<b>估值指标</b>				
P/E (倍)	—	7,325.04	23.93	13.97
P/B (倍)	3.88	3.51	3.12	2.59
P/S (倍)	8.18	2.07	1.07	0.75
净资产收益率	-10.3%	0.0%	13.1%	18.6%

资料来源：东北证券

**研究团队简介:**

周颖：伯明翰大学国际商业学硕士，现任电力设备新能源组证券分析师，2019 年加入东北证券。

胡易琛：曼彻斯特大学高级工程材料硕士，中国科学技术大学物理学本科，2021 年加入东北证券，现任东北证券新能源车组研究人员。曾任国联汽车动力电池研究院有限责任公司技术主管职位。

**重要声明**

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

**分析师声明**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

**投资评级说明**

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准：  A 股市场以沪深 300 指数为市场基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

**机构销售联系方式**

姓名	办公电话	手机	邮箱
<b>公募销售</b>			
<b>华东地区机构销售</b>			
王一 (副总监)	021-61001802	13761867866	wangyi1@nesc.cn
吴肖寅	021-61001803	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
李瑞暄	021-61001802	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-61001827	18516728369	zhoujq@nesc.cn
陈梓佳	021-61001887	19512360962	chen_zj@nesc.cn
屠诚	021-61001986	13120615210	tucheng@nesc.cn
康杭	021-61001986	18815275517	kangh@nesc.cn
丁园	021-61001986	19514638854	dingyuan@nesc.cn
吴一凡	021-20361258	19821564226	wuyifan@nesc.cn
王若舟	021-61002073	17720152425	wangrz@nesc.cn
<b>华北地区机构销售</b>			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
吕奕伟	010-58034553	15533699982	lyyw@nesc.com
孙伟豪	010-58034553	18811582591	sunwh@nesc.cn
陈思	010-58034553	18388039903	chen_si@nesc.cn
徐鹏程	010-58034553	18210496816	xupc@nesc.cn
曲浩蕴	010-58034555	18810920858	quhy@nesc.cn
<b>华南地区机构销售</b>			
刘璇 (总监)	0755-33975865	13760273833	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
王谷雨	0755-33975865	13641400353	wanggy@nesc.cn
张瀚波	0755-33975865	15906062728	zhang_hb@nesc.cn
王熙然	0755-33975865	13266512936	wangxr_7561@nesc.cn
阳晶晶	0755-33975865	18565707197	yang_jj@nesc.cn
张楠淇	0755-33975865	13823218716	zhangnq@nesc.cn
钟云柯	0755-33975865	13923804000	zhongyk@nesc.cn
杨婧	010-63210892	18817867663	yangjing2@nesc.cn
梁家滢	0755-33975865	13242061327	liangjy@nesc.cn
<b>非公募销售</b>			
<b>华东地区机构销售</b>			
李茵茵 (总监)	021-61002151	18616369028	liyinyin@nesc.cn
杜嘉琛	021-61002136	15618139803	dujiachen@nesc.cn
王天鸽	021-61002152	19512216027	wangtg@nesc.cn
王家豪	021-61002135	18258963370	wangjiahao@nesc.cn
白梅柯	021-20361229	18717982570	baimk@nesc.cn
刘刚	021-61002151	18817570273	liugang@nesc.cn
曹李阳	021-61002151	13506279099	caoly@nesc.cn
曲林峰	021-61002151	18717828970	qulf@nesc.cn
<b>华北地区机构销售</b>			
温中朝 (副总监)	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
王动	010-58034555	18514201710	wang_dong@nesc.cn
闫琳	010-58034555	17862705380	yanlin@nesc.cn
张煜苑	010-58034553	13701150680	zhangyy2@nesc.cn