

汽车零部件行业研究

买入（上调评级）

行业深度研究

证券研究报告

国金证券研究所

分析师：陈传红（执业 S1130522030001） 分析师：苏晨（执业 S1130522010001）

联系人：姚云峰
yaoyunfeng@gjzq.com.cn

chenchuanhong@gjzq.com.cn

suchen@gjzq.com.cn

电池：库存扰动排产，产业链景气度 Q2 有望修复

行业观点：

22 年以来，电动车行业经历疫情封控、补贴退坡，供需受到较大的扰动，库存与排产节奏受到影响。我们根据行业及公司数据，试图对 22 年以来至今电动车产业链的库存情况进行分析，进而判断排产未来变化。

整车：库存系数仍相对健康。22Q3 开始，下游进入提产阶段，22Q3 产量环比+50%，但销量增速不及预期，上险环比+34%，导致电动车累积部分库存，22Q1-Q3 累积电动车库存量为 77.8 万辆，对应库存系数为 1.1，23Q1 低基数下库存系数为 1.5 个月，整体库存相对健康。

电池：库存待消纳环节，23Q2-23Q3 持续修复。2022 年国内电池厂、整车厂均屯有一部分电池库存，从产业链当月电池库存（不累计）看，22Q2、22Q4 分别具有一次去库现象，其中 6 月（疫情）、12 月（需求）最为显著。以 2023 年预期中枢 63.7Gwh/月的产量计算，电池厂整体有 1.5 个月的电池库存，整车厂有 1 个月的电池库存，整体大约有 2.5 个月的电池库存。

材料：处于库存相对低位，静待需求反转。从行业数据看，22Q3-22Q4 材料端环比增速弱于动力电池增速（而且未考虑储能的增长），我们认为下半年整体进入到材料去库的阶段。从头部电池厂宁德时代的数据看，22H1 原材料库存 145.6 亿元，22 年底原材料库存 49.8 亿元，约折合 7Gw 的电池，对应一周的库存，原材料的价值量占存货比从 19%下降至 6%，亦验证电池厂的材料库存处于低位。

投资建议：

22H2-23Q1 行业经历了库存与排产的扰动，23Q2-23Q3 库存向上周期有望开启。仅从动力电池角度看，我们预计 23Q1 是继续去库的过程，以全年 950 万台新能源车产量，760 万台上险量的预期演绎，叠加储能、出口持续高增，预计 23Q2 随下游需求持续修复，产业链从去库转向补库，景气度有望迎向上周期。重点推荐：宁德时代、恩捷股份、天赐材料、璞泰来等。

风险提示：

下游销量不及预期的风险；行业竞争格局恶化风险。

内容目录

一、22 年下游波动产生库存，扰动一季度排产.....	3
二、投资建议.....	5
三、风险提示.....	5

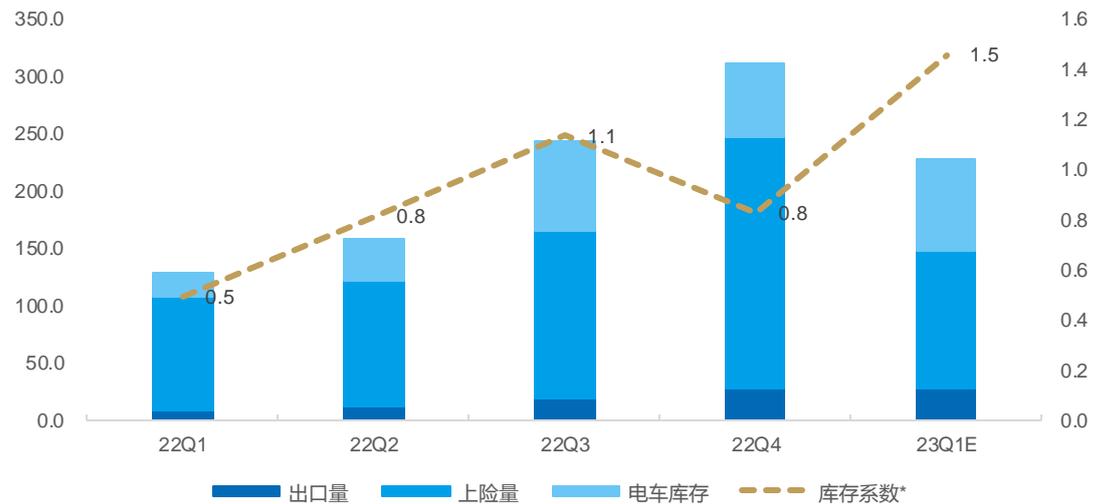
图表目录

图表 1: 国内电动车产销及库存情况.....	3
图表 2: 国内动力电池产销.....	3
图表 3: 产业链单月库存（不累计）.....	4
图表 4: 库存节奏预测.....	4
图表 5: 材料端与动力电池环比增速.....	5
图表 6: C 公司库存数据.....	5
图表 7: C 公司库存明细金额占比.....	5

一、22 年下游波动产生库存，扰动一季度排产

下游：整体库存情况相对较好，有小幅垒库现象。22Q3 开始，下游进入提产阶段，22Q3 产量环比+50%，但销量增速不及预期，上险环比+34%，导致电动车累积部分库存，22Q1-Q3 累积电动车库存量为 77.8 万辆，对应库存系数为 1.1。进入到 22Q4，下游整车厂控制产量，进入去库阶段，产量环比+13%，上险环比+49%，库存系数下降至 0.8。进入到 23Q1，由于淡季因素，库存系数被动提升至 1.5，绝对量为 79.3 万台，我们认为 23Q1 整体仍是去库阶段，预计产量增速小于上险增速。

图表 1：国内电动车产销及库存情况



来源：中汽协，交强险，国金证券研究所等

电池：有一定库存，正持续消化。相较于 2021 年的供不应求，2022 年国内电池厂、整车厂均屯有一部分电池库存，以 2023 年预期中枢 63.7Gwh/月的产量计算，电池厂整体有 1.5 个月的电池库存，整车厂有 1 个月的电池库存，整体大约有 2.5 个月的电池库存。

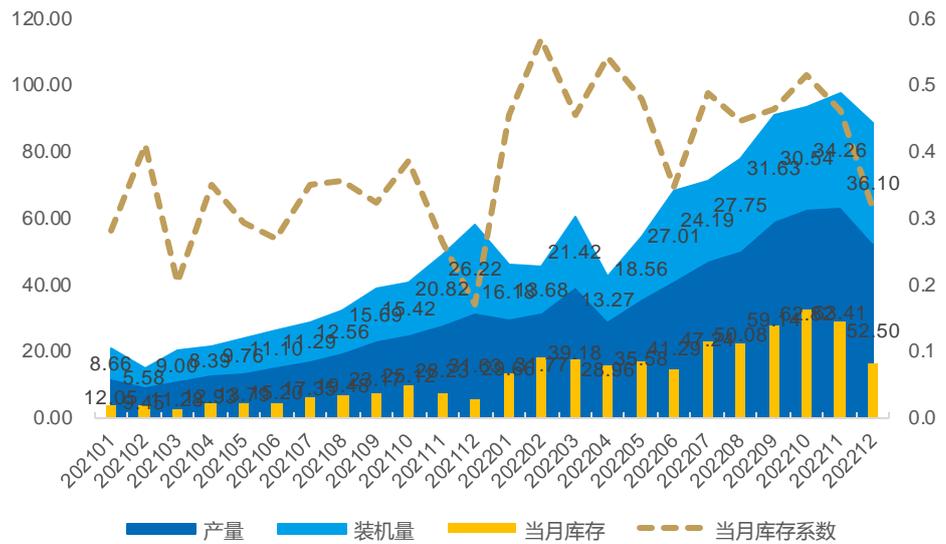
图表 2：国内动力电池产销

国内	2021	2022
产量(Gwh)	220	546
销量(Gwh)	186	465.5
出口量	35	68
装机量	154.5	294.6
随车出口	17	34.6
电池厂电池库存	34	80.5
整车厂电池库存	-20.5	68.3

来源：GGII，工信部等，国金证券研究所测算

从产业链当月电池库存（不累计）看，22Q2、22Q4 分别具有一次去库现象，其中 6 月、12 月最为显著。

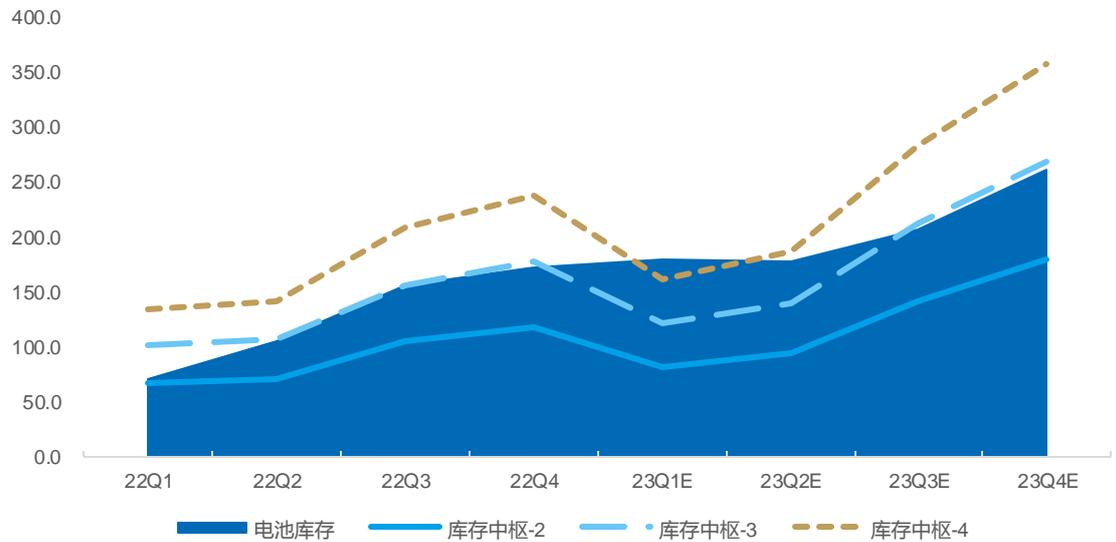
图表 3: 产业链单月库存 (不累计)



来源: 中汽协, 中国创新联盟, 国金证券研究所

仅从动力电池角度看, 我们预计 23Q1 仍是去库的过程, 以全年 950 万台新能源车产量, 760 万台上险量演绎, 预计 23Q2 库存将进一步修复, 23Q3 产业链供需回归, 如考虑储能整体库存周期有望提前至 23Q2。

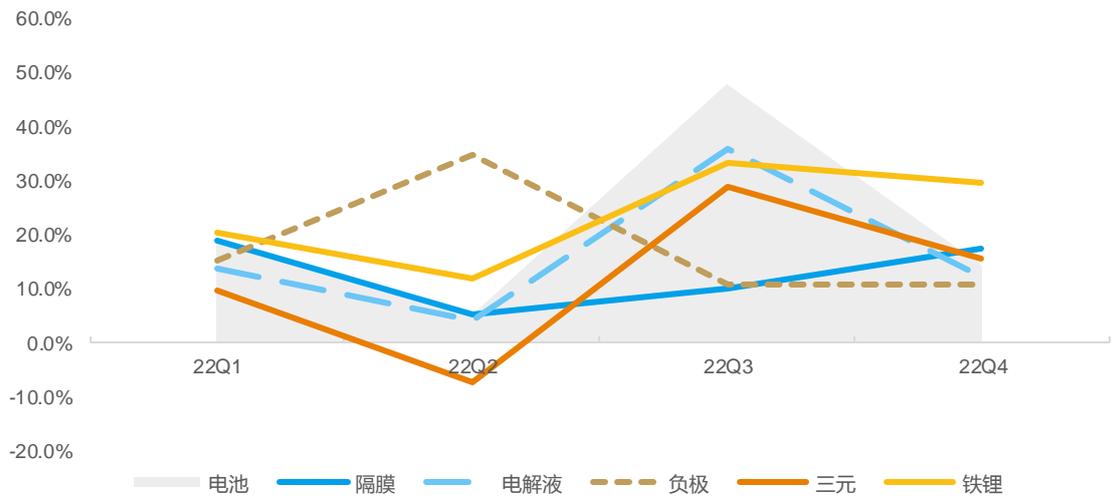
图表 4: 库存节奏预测



来源: 中汽协, GGII, 中国电池创新联盟等, 国金证券研究所测算

材料: 预计当前库存水平在低位, 静待需求反转。从行业数据看, 22Q3-22Q4 材料端环比增速弱于动力电池增速 (而且未考虑储能的增长), 我们认为下半年整体进入到材料去库的阶段, 各个环节对比来看, 负极 22H1 紧缺, 上半年增长快, 下半年增幅较小, 电解液本身无库存, 与电池增速基本一致, 铁锂增速较快, 主要反映电池结构的变化, 隔膜供需基本稳定。

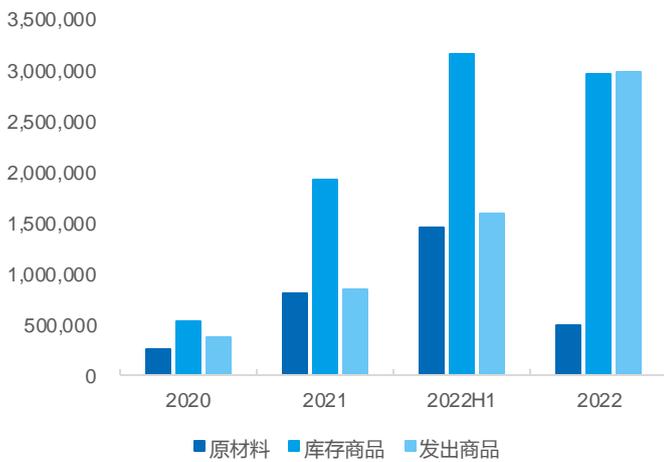
图表 5: 材料端与动力电池环比增速



来源: 中国电池创新联盟, 鑫椤锂电等, 国金证券研究所

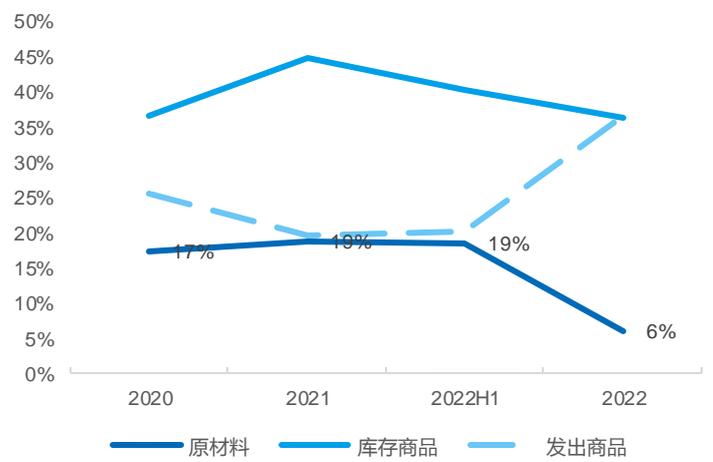
进一步, 我们以 C 公司报表数据进行分析, 22H1 原材料库存 145.6 亿, 22 年底原材料库存 49.8 亿, 不剔除碳酸锂情况下, 约折合 7Gw 的电池, 占存货比从 19% 下降至 6%, 可以看出 22 年下半年进行了显著的原材料、成品端去库存动作。

图表 6: C 公司库存数据



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 7: C 公司库存明细金额占比



来源: Wind, 国金证券研究所

二、投资建议

- 22H2-23Q1 行业经历了库存与排产的扰动, 产业链经营压力较大, 我们预计随下游需求持续修复, 23Q2 整体产业链有望迎向上周期。重点推荐: 宁德时代、恩捷股份、天赐材料、璞泰来等。

三、风险提示

- 下游销量不及预期
 - 整体电动车产业链依赖于下游销量, 若销量不及预期, 产业链仍有下行风险。
- 市场竞争格局恶化
 - 目前电动车产业链各个环节均面临供给过剩问题, 若行业产能扩张速度快于下游需求增长速度, 行业格局有进一步恶化风险。

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》，本报告仅供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	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402