

碳酸锂价格基本见底+上海车展，看好需求恢复！

--电动车2023年4月策略

首席证券分析师：曾朵红

执业证书编号：S0600516080001

联系邮箱：zengdh@dwzq.com.cn

联系电话：021-60199798

2023年4月24日

- ◆ **中汽协数据国内2023年3月电动车销量65.3万辆，同环比+34.8%/+24.4%，渗透率为26.6%环比持平，超市场预期。**2023年国内销量降速市场已充分预期，我们预计23年国内新能源车销量900万辆（中性预期），同增31%，其中出口100-120万辆。**3月欧洲主流9国电动车销量增速有所恢复。**欧洲主流九国合计销量24.6万辆，同环比+20%/+82%，其中纯电销量17.2万辆，同比增32%，占比提升至70%，电动车渗透率22.0%，同环比-1/+1.9pct。**美国2023年3月电动车注册11.62万辆，同比+42%，环比+6%，**其中纯电注册9.31万辆，插混注册2.31万辆。乘用车注册137.55万辆，同比+10%，环比+18.4%，电动车渗透率8.4%，同环比+1.9/-1.0pct。
- ◆ **上海车展多款新车发布，预计6月电动车订单将明显恢复，排产预计5月有所好转，6月有望明显走强。**3-4月部分电动车车企新增订单有所影响，但整体可控，预计6月电动车订单可完全恢复正常。排产看，3月起大部分厂商排产有所恢复，4月电池企业环比持平，正极厂商环比增5-10%，前驱体环比增5-10%。总体看，Q1行业去库存结束，排产低点已过，4月排产整体预计环比持平微增。4-6月逐步复苏，6月有望完全恢复正常。
- ◆ **碳酸锂期货见底反弹，产业链库存极低，大部分环节年内盈利可基本见底。**23年4月碳酸锂价格跌至18.7万元/吨，我们测算当前523/铁锂电池pack成本下降至0.70/0.56元/Wh，回到21Q4/21Q3水平。4月14日无锡盘碳酸锂上涨11.9%至15.6万元/吨，库存多集中于上游锂盐厂，中游材料库存极低，基本保持7天的最低安全库存，若需求恢复，将带来强烈补库需求。同时碳酸锂大幅跌价，车企成本下降明显，碳酸锂均价从高点55万跌至15万/吨，以60kwh纯电为例成本下降1.2万元/辆。
- ◆ **投资建议：**第一条主线首推Q2盈利拐点叠加储能加持的电池，**龙头宁德时代、亿纬锂能、比亚迪、派能科技、鹏辉能源**，关注**欣旺达、国轩高科、蔚蓝锂芯**；第二条为持续紧缺，盈利稳定的龙头：结构件（**科达利**），隔膜（**恩捷股份、星源材质**），添加剂（**天奈科技**），前驱体（**中伟股份**），铝箔（**鼎胜新材**）；第三条为盈利下行但估值底部的电解液（**天赐材料、新宙邦**），三元（**容百科技、华友钴业、当升科技**，关注长远锂科、厦钨新能），铁锂（**德方纳米、万润新能**，关注龙蟠科技、富临精工），负极（**璞泰来、杉杉股份、贝特瑞、信德新材、尚太科技**，关注中科电气），勃姆石（**壹石通**），铜箔（**嘉元科技、诺德股份**）；第四为价格维持高位低估值的锂（关注**天齐锂业、赣锋锂业**等）。
- **风险提示：**价格竞争超市场预期，原材料价格不稳定，影响利润空间，投资增速下滑及疫情影响。

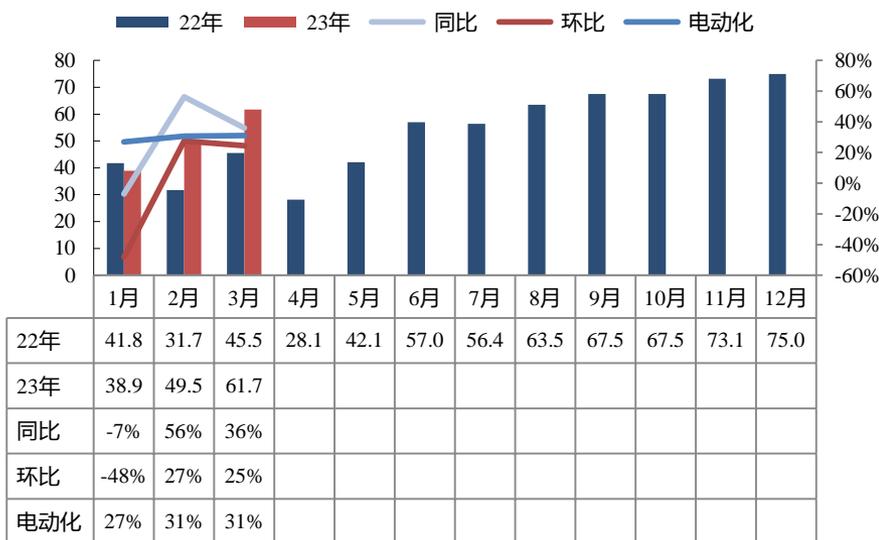


- 3月国内销量超预期，23年车企竞争加剧
- 碳酸锂大幅跌价传导至电池，23年电池盈利基本稳定
- 中游：部分环节2月进一步降价，基本面最低点已至
- 行业龙头公司信息跟踪
- 投资建议与风险提示

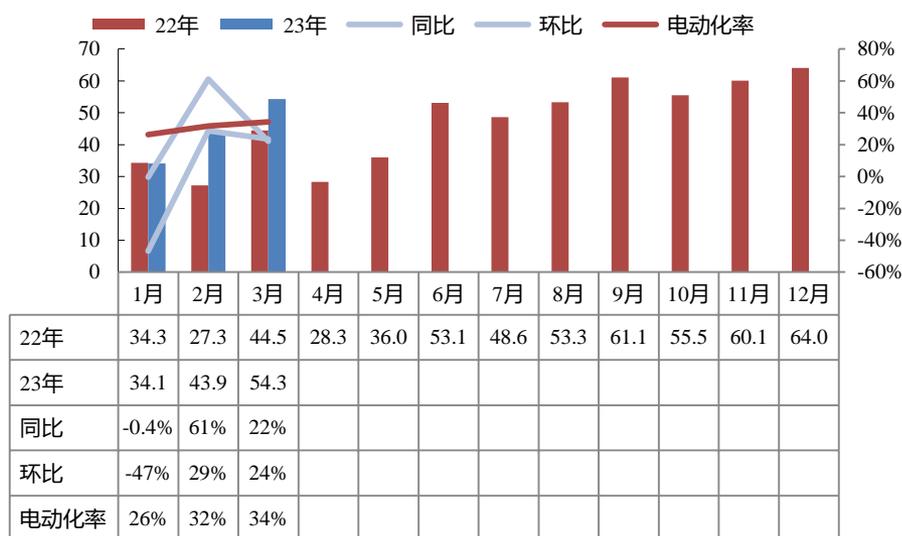
1、3月国内销量超预期，23年车企竞争加剧

- ◆ **中汽协：2023年3月电动车销量65.3万辆，同环比+34.8%/+24.4%，渗透率为26.6%，超市场预期。** 3月新能源汽车销量65.3万辆，同环比+34.8%/+24.4%，渗透率26.6%，环比持平；2023年1-3月累计销量158.6万辆，同比+26%，累计渗透率26%。
- ◆ **乘联会：2023年3月电动乘用车批发61.7万辆，同环比+36%/+24.5%，渗透率31%，环比+1pct。** 3月新能源乘用车批发销量61.7万辆，同环比+36%/+24.5%，渗透率为31%，环比+1pct，年初至今累计销量达150.1万辆，同比增长26.17%；3月新能源乘用车零售销量54.3万辆，同环比+22.05%/+23.58%，渗透率为34%，环比+3pct，年初至今累计零售132.3万辆，同比增长25%。

图：国内电动乘用车月度批发销量（万辆）



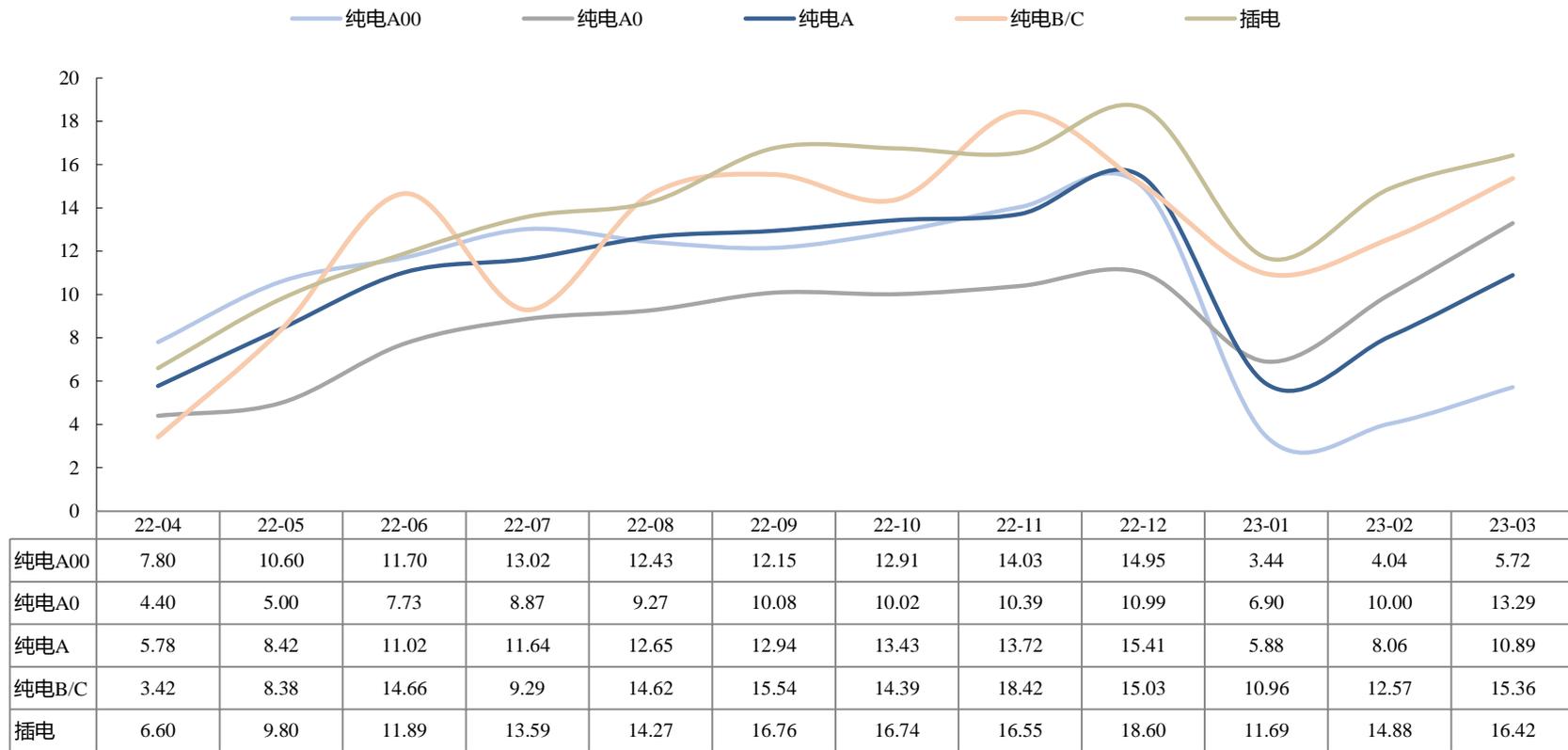
图：国内电动乘用车月度零售销量（万辆）



结构：插电份额小幅下降，A00级份额大幅下降

- ◆ **B/C级车型份额小幅下滑，纯电份额提升至73.4%**。3月A00级5.72万辆，占纯电比13%，环比+1.0pct；A0级13.29万辆，占比29%，环比+0pct；A级10.89万辆，占比24%，环比+1.0pct；B/C级15.36万辆，占比34%，环比-2pct。动力结构看，纯电45.27万辆，占73.4%（环比+3.4pct），插混16.4万辆，占26.6%（环比-3.4pct）。

图：分车型月度销量（万辆）



◆ **3月自主品牌环比强势增长，新势力分化。**3月自主品牌中，比亚迪、上通五菱、吉利、长安、上汽、广汽乘用车分别销20.6万辆（环+8%）、1.59万辆（环+45%）、2.81万辆（环+21%）、3.35万辆（环+73%）、3.12万辆（环+34%）、4.00万辆（环+33%）。特斯拉3月批发销8.89万辆，环比+19%。新势力中，理想销2.08万辆（环+25%）、蔚来销1.04万辆（环-15%）、哪吒销1.01万辆（环+0.1%）。

表：主流车企月度销量（辆）

车企	3月	同比	环比	3月市占率	23年累计	同比	市占率
比亚迪	206,089	98%	8%	33%	547,917	92%	36%
特斯拉中国	88,869	35%	19%	14%	229,322	26%	15%
广汽埃安	40,016	97%	33%	6%	80,308	79%	5%
长安汽车	33,484	120%	73%	5%	77,826	154%	5%
上汽乘用车	31,154	186%	34%	5%	72,621	111%	5%
吉利汽车	28,093	98%	21%	5%	62,408	37%	4%
理想汽车	20,823	89%	25%	3%	52,584	66%	4%
上汽通用五菱	15,880	-69%	45%	3%	31,339	-73%	2%
长城汽车	13,155	-13%	58%	2%	27,808	-20%	2%
蔚来汽车	10,378	4%	-15%	2%	31,041	20%	2%
哪吒汽车	10,087	-16%	0.1%	2%	26,176	-13%	2%

分车型：Model Y 销量位居首位

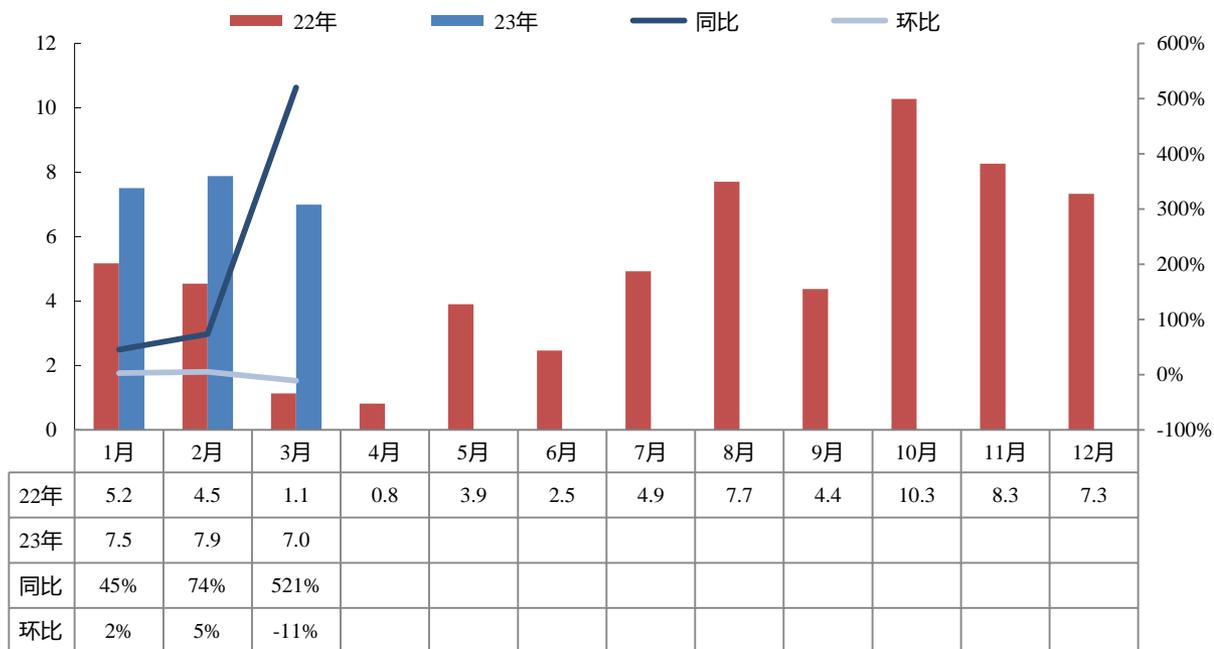
- ◆ 分车型看，Model Y 销量第一，比亚迪元、比亚迪海豚等车型增量明显。纯电动乘用车中，特斯拉Model Y 3月销量位居第一，销量为6.17万辆，同环比+55%/+20%；比亚迪元位居第二，销量为4.04万辆，同环比+214%/+20%；比亚迪海豚销量为3.01万辆，排名第三。
- ◆ 插混主流车型中，比亚迪包揽前三。插电主流车型中，比亚迪宋（A级）销3.38万辆，同环比+51%/-25%，位居第一；比亚迪秦（A级）销量为3.04万辆，同环比+113%/+60%，位列第二；比亚迪唐（B级）销量为1.08万辆，同环比+20%/+5%，位列第三。

图：国内3月纯电动车（左）&插混车（右）分车型销量排名

纯电	级别	3月	环比	同比	23年累计	同比	插电	级别	3月	环比	同比	23年累计	同比
ModelY	B	61,667	20%	55%	153,982	-42%	比亚迪宋	A	33,806	-25%	51%	121,668	-42%
比亚迪元	A0	40,400	20%	214%	97,243	33%	比亚迪秦	A	30,421	60%	113%	54,508	-35%
比亚迪海豚	A0	30,077	32%	186%	70,567	1%	比亚迪唐	B	10,837	0.5%	20%	29,318	-61%
Model3	B	27,202	18%	5%	75,340	-65%	腾势D9	B	9,391	34%		22,622	
埃安S	A	26,392	57%	288%	48,310	53%	护卫舰07	B	8,150	27%		19,622	
埃安Y	A0	13,267	2%	40%	31,055	-30%	深蓝SL03	B	7,054	254.5%		12,461	
名爵ZS	A	12,117	141%	971%	21,737	144%	比亚迪汉	B	6,805	2%	212%	20,087	29%
长安Lumin	A00	11,298	39%		30,608		理想L8	B	6,224	-24%		20,515	
熊猫mini	A00	10,550	58%		17,211		理想L9	B	5,831	-20%		21,126	
比亚迪秦	A	10,429	-10%	-1%	31,067	-64%	长安UNIV	A	4,071	10%		9,768	

- ◆ **国内新能源车23年1-3月累计出口22.35万辆，同增106%，势头强劲。**国内车企23年1-3月累计出口电动车22.35万辆，同增106%，3月出口6.96万辆，环比-11%。其中剔除特斯拉中国，我国自主品牌新能源车1-3月出口量达13.16万辆。
- ◆ **国内自主品牌电动车出口增加，上汽乘用车持续领跑，长城汽车表现亮眼。**上汽乘用车、比亚迪1-3月累计出口5.58/3.87万辆，贡献主要份额。长城汽车23年累计出口6872辆，同比增长7991%，其中3月出口4693辆，环+401.93%；吉利1-3月累计出口2810辆，3月出口1170辆，环增31.17%，表现亮眼。

图 国内乘用车电动车出口情况 (万台)



- ◆ **中型轿跑SUV腾势N7**：定位“猎跑中型SUV”，价格区间在35万-45万元。采用CTB电池，拥有搭载激光雷达与英伟达Orin芯片、年底可实现城市间点到点的自动驾驶辅助功能、最大充电功率达到200kW以上。
- ◆ **高端百万级SUV仰望U8**：仰望品牌的首款量产车型，定位百万级新能源硬派越野，预计23年8月上市，定价80-150万。与同级别的奔驰EQG相比，仰望U8的加速体验较好，同时拥有硬核越野配置，首搭云辇-P智能液压车身控制系统，能够通过控制减振器进油量、刚度调节阀等实现车身控制的动态调节。
- ◆ **A00级纯电动车海鸥**：定位A00级纯电动车，基于e3.0平台打造，提供305km和405km两种续航版本，分别支持30kW/40kW快充，预计售价区间在8-10万元左右，与五菱缤果、零跑T03等同级车型竞争。

图 车型具体参数

车型	车型级别	定价区间	参数
腾势N7	中型SUV	35-45万	车身尺寸达到了4860/1935/1602mm，轴距2940mm。CTB电池车身一体化技术下更低的重心提供了更为宽适的车内纵向空间，也将会提升整车的操控质感。在高配车型上，腾势N7还将会配备激光雷达以及空气悬架。动力方面，腾势N7分为单电机和双电机不同的版本，其中单电机版搭载搭载230千瓦电机，双电机版本前后电机的最大功率分别为160千瓦和230千瓦。
仰望U8	大型SUV	80-150万	长/宽/高分别为5319/2050/1930mm，轴距3050mm，动力方面，新车搭载了“易四方”动力系统，提供四轮四电机，车辆单电机最大功率220-240kW，最大扭矩320-420N m，有着最快3秒级别的零百加速表现，同时可以实现原地掉头、爆胎控制等多种出色能力。
海鸥	A00级纯电动	8-10万	车身尺寸方面，新车长宽高分别为3780/1715/1540mm，轴距为2500mm。动力方面，新车将搭载一台型号为TZ180XSH的永磁同步驱动电机，最大功率为55千瓦。

- ◆ **蔚来：中型SUV新款ES6**：基于蔚来第二代技术平台NT2.0打造，定位于豪华纯电5座中型SUV；配置75kWh或100kWh电池包。现款ES6的售价区间为45.80-53.60万元。
- ◆ **小鹏：中型轿跑SUV小鹏G6**：将于23年Q2末启动交付，售价在20万-30万元区间。电池供应链采用中创新航的磷酸铁锂电池和三元锂离子电池，搭载第二代智能辅助驾驶系统XNGP，对标Model Y车型。
- ◆ **极氪：紧凑型SUV极氪X**：华晨宝马和BAT合资的紧凑型纯电SUV，基于EA浩瀚架构打造，指导价18.98万-22.98万元；两款动力系统最大功率分别为200kW和315kW，续航里程为500-560km，竞品车型主要为AION V和大众ID.4 X以及smart精灵#1等。

图 车型具体参数

车型	车型级别	定价区间	参数
新款蔚来ES6	中型SUV	现款：45.8-53.6万	在外观上将会采用全新家族式设计语言，采用分体式LED大灯组，比现款车型的外观更为精致。全新蔚来ES6的轴距达到了2960mm，车身尺寸为4968/1974/1714mm，将会同时推出单电机和双电机版本车型，其中前电机最大功率150kW，后电机最大功率210kW。
小鹏G6	中型轿跑SUV	20-30万	车身尺寸方面，小鹏G6的长宽高分别为4753/1920/1650mm，轴距为2890mm。动力配置方面，小鹏G6将提供单电机和双电机两种车型，其中单电机版最大功率为218kW，双电机版则为前140kW+后218kW。
极氪X	紧凑型SUV	18.98万-22.98万	车身尺寸为4450/1836/1572mm，轴距为2750mm。动力方面，单电机后置车型的电动机总功率200kW，电动机总马力272Ps，最高车速185km/h；双电机四驱车型的电动机总功率315kW，电动机总马力428Ps，最高车速190km/h。新车提供四种续航版本，分别是500km、512km、540km和560km，满足了日常出行和中长途旅行的需求。

- ◆ **大众：全新MAB平台中型SUV ID.7**：大众旗下首个采用MAB平台打造的电动SUV，起售价预计22万左右。续航里程在600km左右。搭载大众最新的全新电池技术，快充可30分钟内充电至80%左右，对标比亚迪唐。
- ◆ **奔驰：大型纯电SUV迈巴赫EQS SUV**：主打豪华纯电大型SUV市场，采用奔驰全新的MEB平台，最大续航里程可能超过700公里，官方指导价为91.05-110.05万元。
- ◆ **沃尔沃：中大型EX90**：采用原生纯电平台，中央集中电子电气架构，配备最新的Pilot Assist驾驶辅助功能以及智能座舱，预计售价50万元起。搭载111kWh电池，续航里程最高650公里，30分钟可由10%快充至80%，且未来将开放双向充电功能，可为电器供电/反哺电网。

图 车型参数

车型	车型级别	定价区间	参数
大众 ID.7	中型SUV	22万	车身尺寸方面，新车长宽高分别为4940/1860/1530mm，轴距为2970mm。动力方面，新车将会提供单电机后驱和双电机四驱两种不同形式，动力电池容量为77kWh，其最大续航里程可超过700km。
EQS SUV	大型SUV	91.05-110.05万	车身尺寸方面，EQS SUV长宽高分别为5125/1959/1718毫米，轴距为3210毫米。动力方面，梅赛德斯-迈巴赫 EQS SUV 预计将会搭载双电机四驱系统，预计最大功率超过385 千瓦，峰值扭矩 828 牛米以上，最大续航里程可达 600 公里。
沃尔沃 EX90	中大型SUV	50万起	EX90的车身尺寸达到了5037/1964/1747mm，轴距为2985mm。相比XC90，新车在车身长度、高度和轴距方面都拥有一定的优势。动力方面，新车全系搭载了前后双电机组成的四驱系统，但分为低功率版和高功率版，综合最大功率分别是407马力以及503马力，峰值扭矩分别是770N·m以及910N·m；电池组的容量最高可达111kWh，WLTP工况续航里程为600km。

- ◆ **电动车国补22年底退出，主要由车企承担。** 23年国家补贴完全退坡，纯电动车单车补贴减少1万元左右，插电单车补贴减少0.48万元。
- ◆ **碳酸锂价格大幅下跌后，车企成本压力显著降低。** 我们测算若碳酸锂均价15万元/吨，较高点下降约40万元/吨，对应60kWh带电量的单车碳酸锂成本可降低1.68万元，结合电池非锂成本降价和车企其他零部件及规模化降本，我们测算合计单车成本可下降2.2万元，排除对冲补贴退坡影响后，纯电动车仍有1万元左右的单车成本下降。

表 23年国补取消电动乘用车补贴变化 (万元)

	纯电补贴 400km以上			插电补贴	
	300-400km	上	退坡幅度	金额	退坡幅度
2021	1.3	1.8	0.32/0.45	0.68	0.17
2022	0.91	1.26	0.39/0.54	0.48	0.20
2023	0	0	0.91/1.26	0	0.48

表 23年电动乘用车降本测算 (万元)

单车带电量 (kwh)	单车碳酸锂用量 (万吨)	碳酸锂降价幅度 (万/吨)	成本下降 (万元)
60	0.042	40	1.68
单车带电量 (kwh)	单车电池非锂成本 (万元)	降幅%	成本下降 (万元)
60	3.6	6%	0.22
其他零部件及规模化降本 (万元)			0.3
合计车企降本 (万元)			2.2

定价：4月部分车企进一步降价

- ◆ **特斯拉1月再次大幅降价，降幅超预期。**23年1月特斯拉再次大幅降价，M3后驱版降价3.6万元至22.99万元，MY后驱版降价2.9万元至25.99万元，降幅大超预期，整体降价2-4.8万元不等刺激下游需求。
- ◆ **23Q1车企陆续跟进降价策略。**随着特斯拉宣布降价；多数车企选择跟进，其中合资车企降幅最大，东风日产、长安福特、广汽/一汽丰田降价3-6万元。新势力如极氪、蔚来多以赠送自动驾驶、选装包等形式降价，零跑、问界、小鹏则分别现金直接降价5万元/3万元/3万元左右。自主车企中，比亚迪老款王朝系列降价幅度2万，而宋plus/海豹等热销新车型也超预期降价0.68-0.88万元。
- ◆ **4月起部分车企进一步降价：**比亚迪海豹推出最高3.1万元综合优惠，包括1.5万现金补贴，1万元金融贴息和6000元置换补贴。长安深蓝SL03综合优惠最高2.2万元，包括1.2万元现金补贴，6000元金融补贴，4000元保险现金补贴。此外，吉利几何推出限时补贴最高1.3万元，吉利睿蓝9官降最高2万元，奇瑞QQ冰淇淋官降最高4000元。

表 23年电动车价格变动梳理

车企	公布日期	调价日期	车型	调价幅度 (万元)	新价格 (万元)
特斯拉	1月6号	1月6号	Model3后轮驱动版	-3.60	22.99
			Model3高性能版	-2.00	32.99
			ModelY长续航版本	-4.8	30.99
			ModelY高性能版	-3.80	35.99
			ModelY后轮驱动版	-2.90	25.99
			ModelY后轮驱动版	0.20	26.19
			ModelY长续航版本	0.20	31.19
比亚迪	2月起	2月起	老款王朝系列	降价2万元	-
	3月10日	至3月31日	宋plus/海豹	降价0.68/0.88万元	-
上汽名爵	1月9日	1月9日	MG MULAN	维持，限时增换购补贴8000元	-
上汽飞凡	1月9日	1月9日	R7全系	限时优惠2.1万至2月28日	-
	2月11日	2月11日	R7全系	降价2.26万元	-
华为问界	1月13日	1月13日	M5 EV/M7	降价2.88-3万元	25.98-30.98
小鹏汽车	1月17日	1月17日	G3i	降价2-2.5万元	14.89-17.69
			P5	降价2.3万元	15.69-20.29
			P7	降价3-3.6万元	20.99-24.99
一汽/广汽丰田	2月15日	2月15日	BZ4X	降价3-6万元	13.98万起
东风日产	2月17日	2月17日	Ariya	降价6万元	22.48万起
吉利几何	2月17日	2月17日	帝豪L HiP	降价3万元	10.98万起
长安福特	3月8日	3月8日	野马Mache-E	降价4万元	20.99-32.99

- ◆ **车企降价接近尾声+车展新车推出，电动订单有望回暖：**年初以来，受降价影响，消费者观望情绪较重，订单增长缓慢。1月份蔚来新增订单0.5万台+，小鹏新增订单0.5万台左右，但到店量大幅增长。2月蔚来订单量环比大幅增长至1.2万辆+，恢复至22年12月水平，小鹏财报电话会议说明2月订单环比增长100%，理想、比亚迪环比也均有增长。3月蔚来新增订单环比小幅下跌至1.1万台+，小鹏受益于P7i新车型发布，新增订单1万+，比亚迪新增订单环比进一步增长至17万+。预计6月电动车订单可完全恢复正常。

表 新势力及特斯拉新增订单情况（万辆）

	202208	202209	202210	202211	202212	202301	202302	202303
蔚来汽车	1.3	4.65	1.35	1.4	1.2	0.53	1.2+	1.1+
小鹏汽车	4.2	1.5	1.5	0.75	0.89	0.5	0.6-0.7	1+
极氪汽车	1.3	0.6	0.6	0.4			6k	6k+7k
特斯拉（国内）	2.9	3	4.5	5	10	12.5	4+	4+
理想					0.6	0.8	2万+	2万+
合众	1.6	1.8	1	1	2.2	0.3	0.5+	0.5+
比亚迪	21	25	24	23	29	10-	15	17+

国内：全年销量略下修至900万辆，维持31%增长

- ◆ **由于汽车消费不及预期，我们下修销量预期至900万辆。** 预计23年国内新能源车销量900万辆（中性预期），同增31%，其中出口100-120万辆。
- ◆ **Q1为淡季，销量158.6万辆，预计年中销量开始强复苏。** 1-2月春节影响，预计销量环比明显下滑，3-4月销量恢复，Q1合计销量158.6万辆左右，环比下滑31%左右，同比仍维持27%增长；Q2随着上海车展举行，新车型密集发布，我们预计年中销量开始强复苏。

表 我们对国内电动车销量（含出口）预测（单位：万辆）

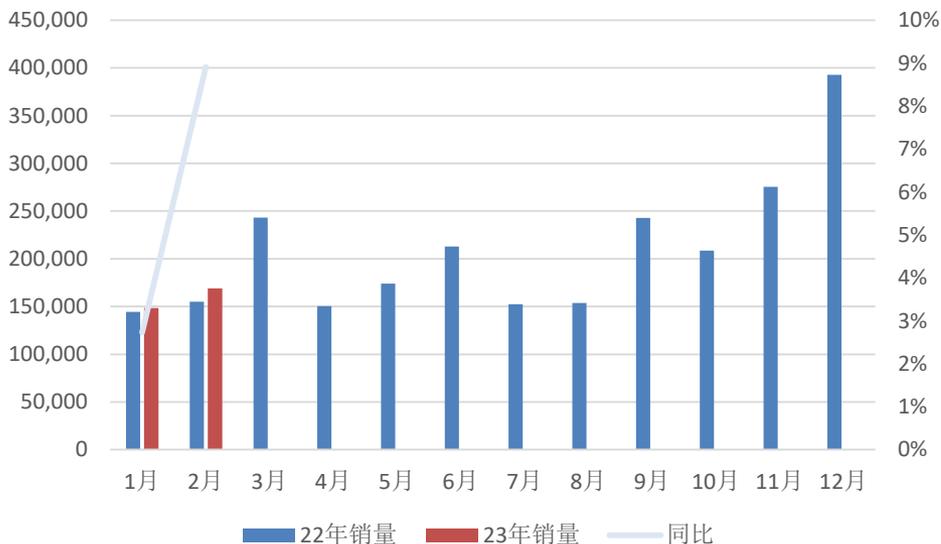
		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	合计
2022年	销量	43.1	33.4	48.6	29.9	44.6	59.6	59.3	66.6	70.8	71.4	78.6	81.4	687.3
	同比	141%	204%	115%	45%	106%	133%	119%	107%	98%	86%	75%	53%	96%
2023年 (乐观)	销量	40.8	52.5	65.3	69.3	71.7	75.3	81.3	87.8	92.2	95.6	100.4	105.4	937.3
	同比	-5%	57%	34%	132%	61%	26%	37%	32%	30%	34%	28%	29%	36%
2023年 (中性)	销量	40.8	52.5	65.3	66.0	68.3	71.7	77.4	83.6	87.8	91.0	95.6	100.4	900.2
	同比	-5%	57%	34%	121%	53%	20%	31%	26%	24%	27%	22%	23%	31%
2023年 (悲观)	销量	40.8	52.5	65.3	59.4	64.8	68.1	73.5	79.4	83.4	86.5	87.9	90.3	852.0
	同比	-5%	57%	34%	99%	45%	14%	24%	19%	18%	21%	12%	11%	24%

		Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2022年	销量	125.1	134.1	196.7	231.4	687.3
	同比	143%	97%	107%	70%	96%
2023年 (乐观)	销量	158.6	216.2	261.2	301.3	937.3
	同比	27%	61%	33%	30%	36%
2023年 (中性)	销量	158.6	205.9	248.8	287.0	900.2
	同比	27%	54%	26%	24%	31%
2023年 (悲观)	销量	158.6	192.3	236.4	264.7	852.0
	同比	27%	43%	20%	14%	24%

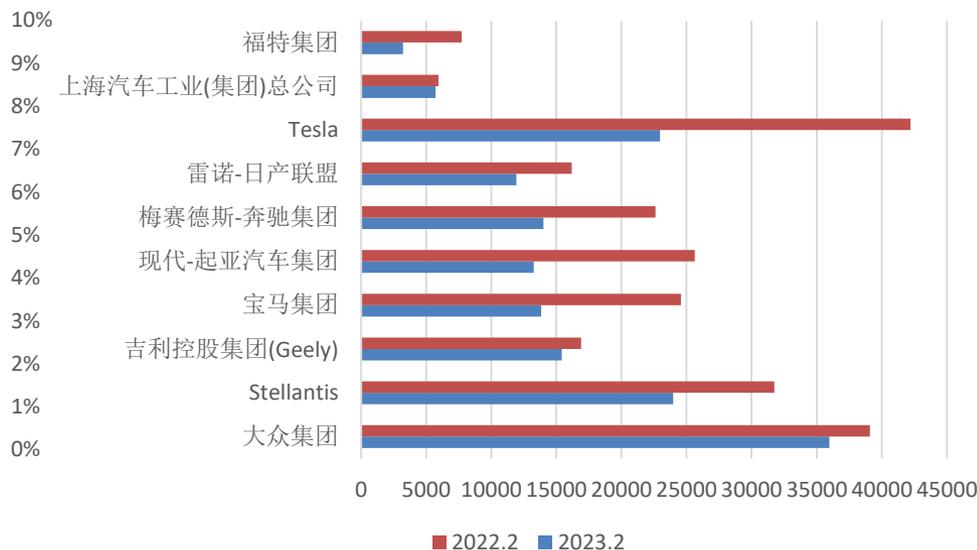
欧洲：2月电动车销量16.89万辆，同比+9%

◆ **欧洲2023年2月电动车销16.89万辆，同环比+9%/+14%，增速恢复明显。**欧洲2023年2月电动车销量符合市场预期，电动化渗透率16.39%，同环比+1.08/+2.29pct。其中，大众集团销量3.60万辆，位居首位，同比增37%；Stellantis销量2.40万辆，同比-2%；Tesla 2月销量2.30万辆，同比增45%，前十名车企销量同比分化。

图表：欧洲市场电动车2022-2023年销量（左/辆；右/%）



图表：2022年2月及2023年2月欧洲电动车销量（分车企，辆）



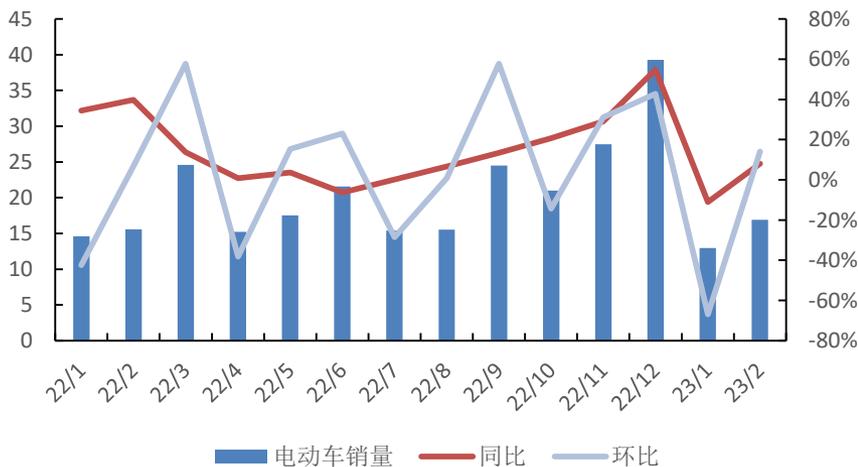
- ◆ **分车企看，大众集团维持榜首位置，Stellantis保持第二。**大众集团2023年2月在欧洲销量3.60万辆，同环比+37%/+12%，市占率24%。Stellantis销量2.40万辆，同环比-2%/+15%，市占率16%；Tesla销2.30万辆，同环比+45%/+148%；吉利控股集团销1.54万辆，同环比+29%/+2%；梅赛德斯-奔驰集团销1.40万辆，同环比-16%/+11%；宝马集团销1.38万辆，同环比-20%/-3%；现代-起亚集团销1.33万辆，同环比-29%/+1%；雷诺-日产联盟销1.19万辆，同环比+17%/+1%。

图表：欧洲2月主流电动车企销量市占率（分车企，%）

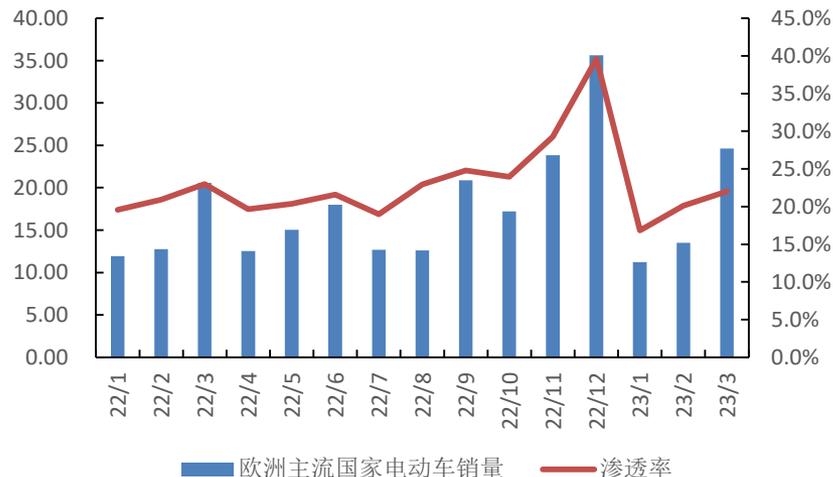
欧洲分车企	2023年2月单月			
	销量	环比	同比	市占率
大众集团	35,966	12%	37%	24%
Stellantis	23,983	15%	-2%	16%
Tesla	22,966	148%	45%	15%
吉利控股集团(Geely)	15,429	2%	29%	10%
梅赛德斯-奔驰集团	13,997	11%	-16%	9%
宝马集团	13,835	-3%	-20%	9%
现代-起亚汽车集团	13,265	1%	-29%	9%
雷诺-日产联盟	11,929	1%	17%	8%
上海汽车工业(集团)总公司	5,720	-11%	121%	4%
福特集团	3,218	-7%	-27%	2%

- ◆ **3月欧洲主流九国电动车销量增速有所恢复。**欧洲主流九国合计销量24.6万辆，同环比+20%/+82%，其中纯电销量17.2万辆，同比增32%，占比提升至70%。乘用车注册112.0万辆，同环比+25%/+67%，电动车渗透率22.0%，同环比-1/+1.9pct。
- ◆ **3月主流国家渗透率20%，各个增速明显恢复。****德国：**3月电动车注册6.1万辆，同比-1%，环比+37%，电动车渗透率21.6%，同环比-4/+0.1pct。**法国：**3月电动车注册4.6万辆，同比+47%，环比+54%，电动车渗透率25.4%，同环比+4/+1.6pct。**英国：**3月电动车注册6.5万辆，同比+17%，环比+279%，电动车渗透率22.4%，同环比-0.3/-0.5pct。**意大利：**3月电动车注册1.6万辆，同比+47%，环比+48%，电动车渗透率9.1%，同环比+0.4/+1.1pct。**瑞典：**3月电动车注册1.8万辆，同比+14%，环比+82%，电动车渗透率59.9%，同环比+4.3/+5.9pct。**挪威：**3月电动车注册1.8万辆，同比+18%，环比+163%，电动车渗透率91.1%，同环比-0.8/+1pct。

图表：欧洲月度销量（左/万辆）&同环比（右/%）



图表：欧洲主流国家电动车销量（万辆）&渗透率（%）



欧洲：预计23年电动车销量增速恢复至20%

- ◆ **预期欧洲2023全年销量中枢300万辆，同比增长20%。** 受益于碳排放考核趋严、补贴政策力度持续及传统车企纯电平台新车型大量落地，欧洲电动车销量增速稳步提升，我们预计2023全年预计欧洲销量达300万辆左右，同增20%。

表 我们对欧洲电动车销量预测（万辆）

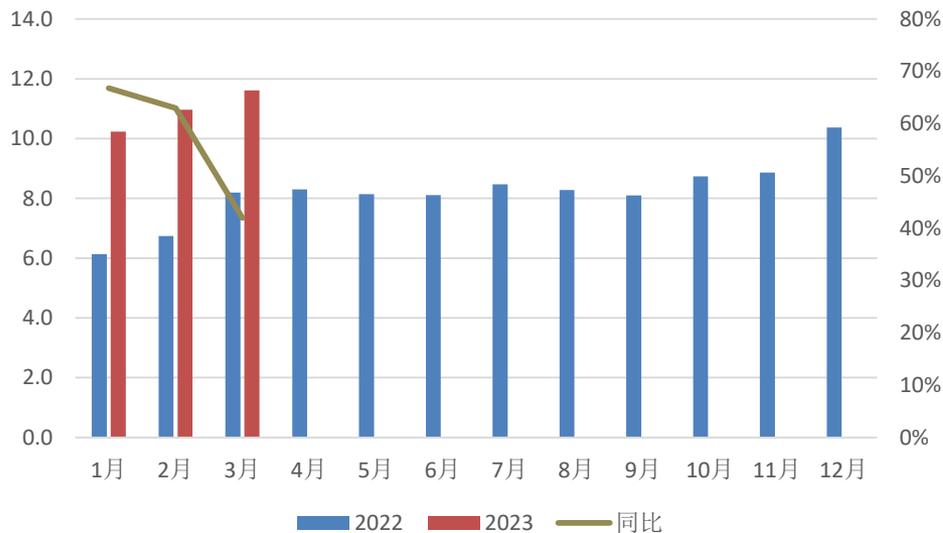
		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	合计
2022年	销量	14.4	15.5	24.3	14.1	17.4	21.3	15.2	15.4	24.3	20.9	27.5	39.3	250.4
	同比	33%	39%	12%	0%	3%	-7%	-1%	6%	12%	20%	29%	55%	17%
2023年 (乐观)	销量	13.2	16.5	28.1	14.1	25.5	30.4	23.2	23.4	31.9	26.7	35.2	46.0	320.6
	同比	-8%	6%	16%	36%	47%	43%	53%	53%	31%	28%	28%	17%	28%
2023年 (中性)	销量	13.2	16.0	26.7	14.1	22.6	28.9	20.5	20.8	30.4	25.5	33.5	43.9	300.0
	同比	-8%	3%	10%	20%	30%	36%	35%	35%	25%	22%	22%	12%	20%
2023年 (悲观)	销量	13.2	15.0	24.1	14.1	20.3	25.5	18.1	18.3	26.7	22.4	30.2	39.5	269.4
	同比	-8%	-3%	-1%	8%	17%	20%	19%	19%	10%	7%	10%	1%	8%

	万辆	Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2022年	销量	54	54	55	88	250
	同比	24%	-2%	6%	37%	17%
2023年 (乐观)	销量	58	76	79	108	321
	同比	6%	42%	43%	23%	28%
2023年 (中性)	销量	56	70	72	103	300
	同比	3%	30%	31%	17%	20%
2023年 (悲观)	销量	52	62	63	92	269
	同比	-4%	16%	15%	5%	8%

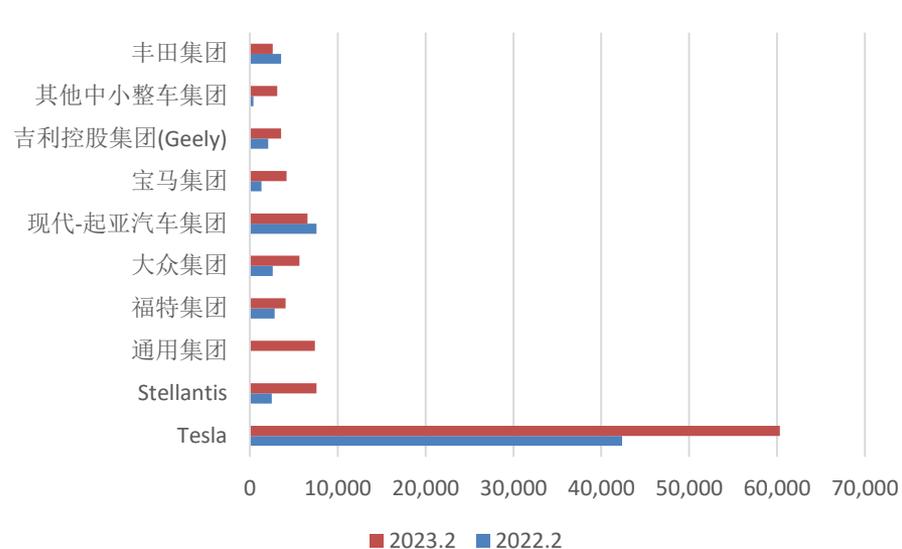
美国：3月销量11.62万辆，销量稳增，符合市场预期

◆ **美国2023年3月电动车销11.62万辆，同环比+42%/+6%，符合市场预期。**美国2023年3月电动车注册11.62万辆，同比+42%，环比+6%，其中纯电注册9.31万辆，插混注册2.31万辆。乘用车注册137.55万辆，同比+10%，环比+18.4%，电动车渗透率8.4%，同环比+1.9/-1.0pct。1-3月累计销量32.8万辆，同比增长56%，增速亮眼。其中，特斯拉贡献主要增量，福特、现代起亚、Stellantis等传统车企快速起量。

图表：美国市场电动车2022-2023年销量（左/万辆；右/%）



图表：2022年2月及2023年2月美国电动车销量（分车企，辆）



- ◆ **分车企看，特斯拉3月销量环比增长，市占率环比下降4pct，Stellantis市占率提升。**美国电动车特斯拉3月市占率位列第一，销5.9万辆，环比-2%，市占率51%，环比-4pct，23Q1合计市占率53%。Stelleantis销1.0万辆，环比+35%，市占率9%，环比+2pct。其余车企中现代起亚销0.73万辆，宝马销0.70万辆，大众销0.65万辆，吉利销0.41万辆，丰田销0.40万辆，福特销0.28万辆。

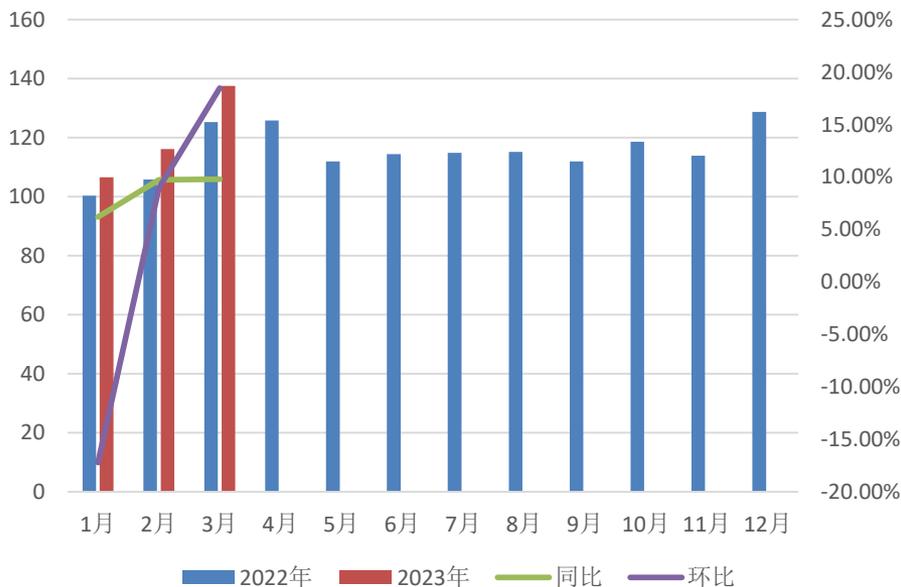
图表：美国3月主流电动车企销量市占率（分车企，%）

美国电动车月度销量统计（分车企，辆）			
美国分车企	2023年3月单月	环比	市占率
Tesla	58859	-2%	51%
Stellantis	10287	35%	9%
通用集团	6848	-7%	6%
现代-起亚汽车集团	7271	10%	7%
大众集团	6514	8%	6%
宝马集团	6953	66%	6%
福特集团	2772	-32%	2%
吉利控股集团(Geely)	4057	11%	3%
其他中小整车集团	3439	10%	3%
丰田集团	4022	55%	3%

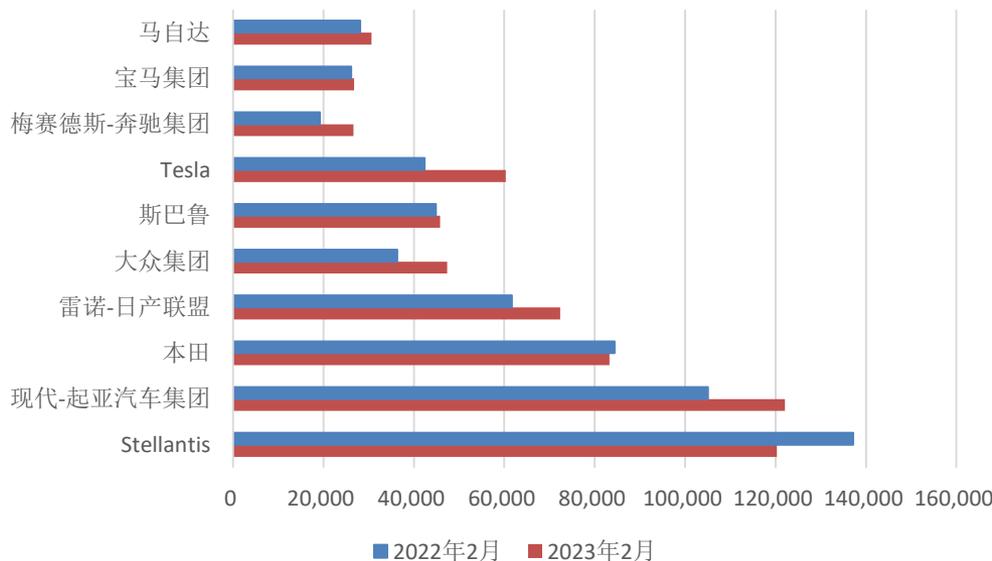
美国：3月汽车销量同增10%，库存天数平稳

- ◆ **美国2023年3月新车销137.6万辆，同比增长10%，环比增长18%。**2023年Q1累计销360万辆，同比增长8.4%。
- ◆ **库存量环比增加，库存天数平稳。**3月美国总库存量179.9万辆，环比+8.5%，库存天数为35天，较上个月增长1天。按制造商划分，通用库存天数为47天约40.3万辆，福特63天约39.9万辆，Stellantis为68天约35.5万辆，丰田为22天约14.4万辆，本田为28天约12.3万辆，日产为22天约8.4万辆，斯巴鲁为11天约2.2万辆，现代为20天约6.0万辆，起亚为12天约3.3万辆，大众为26天约4.3万辆。

图表：美国传统车2022-2023年销量 (左/万辆; 右/%)



图表：2022年2月及2023年2月美国传统车企销量 (分车企, 辆)



- ◆ **2023年3月31日美国财政部、国税局联合发布IRA关键矿物比例和电池材料比例的具体指引（NPRM）。与22年底发布的大纲基本相同，新增本土化细则生效时间及限制“外国敏感实体”时间，总体符合预期。**
- ◆ **本土化细则4月18日生效。**年初至4月17日，在北美生产的所有电动车仅需满足低于5.5万美元（轿车）/8万美元（SUV）的指导价，即可获得7500美元全额补偿；4月18日起新车需满足关键矿物/电池材料比例要求才可分别享受3750美元的税收抵免。
- ◆ **新政对本土化制造较为严格：1) 关键矿物：**考核要求与此前一致，50%以上增值量即被视为本土化；**2) 电池组件：**本土化考核不变，清单包括正极、负极、隔膜、电解液、电芯、pack；电池组件在北美生产即符合条件，23年要求本土化比例为50%，24/25年为60%，逐年递增10%至29年的100%。
- ◆ **细则确认2024年起限制“外国敏感实体”，清单后续推出。**IRA禁止含有来自外国敏感实体"的电池组件和关键矿物的电动车获得税收抵免，外国敏感实体包括受中国、伊朗、俄罗斯、朝鲜控制、拥有、或所属其管辖权范围内的企业。此次细则明确生效时间，满足IRA税收抵免的电动车2024起不得含有任何来自外国敏感实体的电池材料、2025年不得含有外国敏感实体的关键矿物。**关于敏感实体详细清单后续将推出。**
- ◆ **符合税收抵免的电动车型：车企自查供应链，并申报符合税收抵免的车型。**（计算本土化比例时使用的价值量、增值量可以为单个批次车型或年度均价）。4月18日 fueconomy.gov 网站将会公布符合税收抵免的车型目录。

表 《减少通胀法案》电动车税收抵免的产地比例要求

年度	金属比例要求	电池材料比例要求
2023	40%	50%
2024	50%	60%
2025	60%	60%
2026	70%	70%
2027	80%	80%
2028	80%	90%
2029	80%	100%
2030	80%	100%

表 IRA补贴执行时间点梳理

时间	要求	补贴金额
2022年8月16日-12月31日	1.车辆在北美制造（新增）。 2.单一制造商不超过20万辆。	7500美元 (仍有20万辆门槛限制，新增车辆北美制造限制)
2023年1月1日至4月17日	1.前20万辆限制取消。 2.轿车零售价≤5.5万美元。 3.卡车、货车、SUV售价≤8万美元。 4.个人申报者年收入≤15万美元，或联合申报者年收入≤30万美元	7500美元 (取消20万辆门槛限制，有车辆北美制造限制，但不考核原材料本土化限制)
2023年4月18日后	1.前20万辆限制取消。 2.轿车零售价≤5.5万美元。 3.卡车、货车、SUV售价≤8万美元。 4.个人申报者年收入≤15万美元，或联合申报者年收入≤30万美元	1.符合关键矿物比例要求，3750美元。 2.符合电池材料比例要求，3750美元。 (无20万辆门槛限制，有车辆、原材料北美本土化制造限制)

美国：预计23年电动车销170万辆+，同比增71%

◆ **预计23年电动车销量中枢170万辆，同增71%**。23年政策优惠，叠加电动皮卡新车大周期，中性销量预期下，销量有望同比增长71%至170万辆（中性预期）。当前美国电动车渗透率偏低，仅为7-8%，我们预计24-25年依然可维持高增。

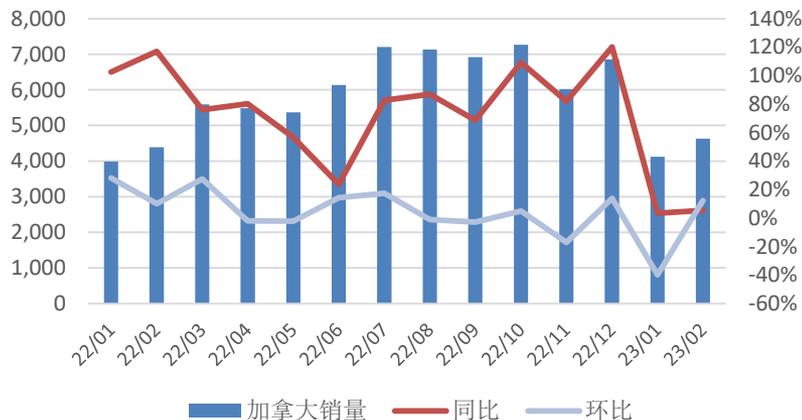
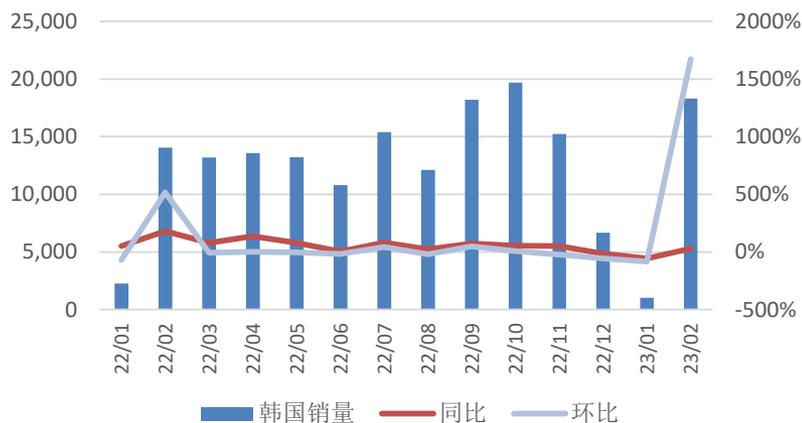
表 美国电动车销量预测（万辆）

		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	合计
2022年	销量	6.2	6.8	8.2	8.6	8.4	8.4	8.4	8.2	8.0	8.7	8.8	10.4	99.2
	同比	60%	73%	65%	108%	46%	72%	45%	69%	45%	28%	22%	36%	52%
2023年 (乐观)	销量	10.2	11.0	11.6	14.0	14.7	16.2	17.0	17.7	18.4	19.1	19.9	20.7	190.6
	同比	65%	62%	41%	63%	75%	93%	102%	115%	129%	119%	125%	99%	92%
2023年 (中性)	销量	10.2	11.0	11.6	12.2	12.8	14.1	14.8	15.4	16.0	16.6	17.3	18.0	170.0
	同比	65%	62%	41%	42%	52%	68%	75%	87%	99%	91%	96%	73%	71%
2023年 (悲观)	销量	10.2	11.0	11.6	10.7	11.3	12.4	13.0	13.5	14.1	14.6	15.2	15.8	153.6
	同比	65%	62%	41%	25%	34%	48%	54%	64%	75%	68%	72%	53%	55%
		Q1	Q2	Q3	Q4	合计								
2022年	销量	21.2	25.4	24.7	27.9	99.2								
	同比	70%	72%	52%	29%	52%								
2023年 (乐观)	销量	32.9	45.0	53.1	59.7	190.6								
	同比	55%	77%	115%	114%	92%								
2023年 (中性)	销量	32.9	39.1	46.1	51.9	170.0								
	同比	55%	54%	87%	86%	71%								
2023年 (悲观)	销量	32.9	34.4	40.6	45.7	153.6								
	同比	55%	35%	64%	64%	55%								

其他国家：销量同比仍高增长，韩日等贡献增量

◆ **其他国家销量增速明显，韩日泰加等国贡献主要增量。**除中国、美国、欧洲各国以外的其他国家2月共销售5.0万台新能源汽车，同环比+78%/+80%，其中**韩国**销量18322台，同环比+30%/+1674%，渗透率17.89%，同环比+1.47/+16.71pct；**加拿大**销量4629台，同环比+5%/+12%，渗透率4.51%，同环比+0.15/+0.33pct；**日本**销量12035台，同环比+137%/+1%，渗透率3.01%，同环比+1.57/-0.30pct；**泰国**销量6912台，同环比+429%/+71%，渗透率8.40%，同环比+6.65/+3.35pct。

图表 主流国家电动车月度销量 (辆)



其他国家：23年预计销70万辆左右，同增65%

- ◆ **日韩等国电动车放量，23年销量预期70万辆**：22年1-12月电动车销量达到42.4万辆左右，同比增长107%，主要受益于韩国、日本、加拿大、澳大利亚、泰国等电动车渗透率提升，我们预期23年其他国家销量达到70万辆左右，同增65%，延续高增长。

表 其他国家电动车销量预测 (万辆)

		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	合计
2022年	销量	1.6	2.8	3.7	2.8	2.9	3.2	3.8	4.1	5.5	4.1	4.4	3.7	42.4
(中性)	同比	60%	142%	111%	130%	93%	43%	117%	100%	159%	97%	121%	90%	107%
2023年	销量	2.8	3.8	5.2	4.7	5.2	7.0	6.3	6.9	8.6	9.1	9.5	11.0	80.1
(乐观)	同比	78%	36%	40%	71%	79%	120%	67%	70%	56%	121%	118%	198%	89%
2023年	销量	2.8	3.3	4.5	4.1	4.5	6.1	5.5	6.0	7.5	7.9	8.3	9.5	70.0
(中性)	同比	78%	18%	22%	48%	55%	92%	45%	48%	36%	92%	90%	159%	65%
2023年	销量	2.8	3.0	4.1	3.7	4.0	5.5	4.9	5.4	6.8	7.1	7.5	8.6	63.3
(悲观)	同比	78%	6%	10%	34%	40%	72%	31%	33%	22%	73%	71%	133%	49%
		Q1	Q2	Q3	Q4	合计								
2022年	销量	8.1	8.8	13.4	12.2	42.4								
(中性)	同比	123%	79%	126%	103%	107%								
2023年	销量	11.8	16.9	21.8	29.6	80.1								
(乐观)	同比	46%	91%	64%	143%	89%								
2023年	销量	10.7	14.7	19.0	25.7	70.0								
(中性)	同比	32%	66%	42%	111%	65%								
2023年	销量	9.9	13.2	17.1	23.1	63.3								
(悲观)	同比	22%	50%	28%	90%	49%								

- ◆ **电动化大势所趋，预计23年全球销量1320万辆，维持31%增长，中长期看高增长确定。**我们预计23年全球电动车新车型密集推出，预计销量1320万辆，同增31%，25年我们预计全球电动车销量2200万辆+，对应电动化渗透率约31%，未来3年行业仍可维持30%左右的复合增速。

表 全球电动车销量预测 (万辆)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
海外：新能源乘用车销量 (万辆)	39.5	54.0	81.7	95.0	168.1	299.9	391.4	540.2	738.2	1078.3
YoY		36.8%	51.3%	16.2%	77.1%	78.4%	30.5%	38.0%	36.7%	46.1%
-欧洲新能源车销量 (万辆)	19.9	27.0	36.3	53.4	126.1	214.2	251.0	300.0	366.0	494.1
-YoY		35.4%	34.5%	47.2%	136.1%	69.9%	17.2%	19.5%	22.0%	35.0%
-欧洲电动化率	1.1%	1.5%	1.9%	2.8%	8.6%	14.6%	20.1%	23.8%	27.7%	36.3%
-美国	16.0	19.5	35.1	32.0	32.4	65.2	98.0	170.0	263.5	408.4
-YoY		22.3%	79.6%	-8.9%	1.4%	101.4%	50.2%	73.5%	55.0%	55.0%
-美国电动化率	0.9%	1.1%	2.0%	1.9%	2.2%	4.3%	7.2%	12.2%	18.4%	27.6%
-其他国家	3.6	7.5	10.4	9.6	9.6	20.4	42.4	70.0	108.7	175.7
-YoY		107.7%	38.0%	-7.5%	0.4%	112.0%	107.4%	65.1%	55.3%	61.6%
-其他国家电动化率	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%	0.5%	1.1%	2.5%	3.7%	6.0%	9.4%
国内新能源车销量合计 (含出口, 万辆)			126	121	137	352	687	900	1,140	1,407
YoY				-4.0%	13.3%	157.6%	95.1%	31.0%	26.7%	23.4%
-国内电动化率	0.0%	0.0%	4.9%	5.1%	6.0%	14.7%	25.7%	33.7%	41.9%	50.6%
全球新能源车销量 (万辆)	89	137	206	215	301	623	1,011	1,320	1,705	2,241
YoY		53.5%	50.9%	4.1%	40.4%	107.0%	62.1%	30.7%	29.1%	31.5%
-全球电动化率		2.2%	3.4%	3.6%	6.1%	12.3%	23.4%	19.4%	24.4%	31.3%

排产：Q1整体排产偏弱，3-5月弱复苏，预计6月完全恢复正常

- ◆ **户储**：22年欧洲户储供不应求，经销商提前囤货，库存3月，Q1碳酸锂跌价行业去库，需求环比下滑20-30%，23年行业需求增速下修至50-60%，总量下修10gwh至40gwh。
- ◆ **大储**：23年美国大储需求小幅下修，国内大储需求基本维持翻倍以上增长。但Q1由于碳酸锂加速跌价，集成商多观望，新增订单偏弱，预计Q2将逐步恢复，2H为旺季。

表 储能需求预测

全球市场	2021	2022	2023E	2024E	2025E
1.光伏合计					
1) 光伏大电站					
合计当年新增储能 (Gw)	6.3	8.0	20.7	37.5	64.1
合计当年新增储能 (Gwh)	16.71	18.49	51.42	106.50	208.77
-增速	121%	11%	178%	107%	96%
2) 工商业电站					
合计当年新增储能 (Gw)	0.3	0.7	1.5	2.6	4.1
合计当年新增储能 (Gwh)	0.58	1.53	3.36	6.06	9.78
-增速	41%	165%	120%	80%	61%
3) 住宅					
合计当年新增储能 (Gw)	3.3	10.2	19.9	35.1	59.8
合计当年新增储能 (Gwh)	5.08	18.73	38.17	73.83	136.06
-增速	97%	268%	104%	93%	84%
2.风电					
合计当年新增储能 (Gw)	0.2	0.6	2.0	3.7	7.1
合计当年新增储能 (Gwh)	0.33	1.12	4.17	7.89	15.30
-增速	49.51%	243.10%	270.88%	89.10%	93.98%
3.新能源配储需求					
合计当年新增新能源储能 (Gw)	7	22	51	89	142
合计当年新增新能源储能 (Gwh)	20	48	115	222	392
当年新增电网侧储能 (Gw)	3	3	5	7	11
当年新增电网侧储能 (Gwh)	2.7	3.2	4.9	7.3	10.9
总计需求					
合计当年新增储能 (Gw)	10.0	23.0	51.6	90.2	143.9
合计当年新增储能 (Gwh)	22.70	51.19	119.75	229.17	402.46
-增速	111%	126%	134%	91%	76%
全球储能出货量 (Gwh)	62.0	125.7	255.3	441.4	708.7
-储能出货增速	81%	103%	103%	73%	61%

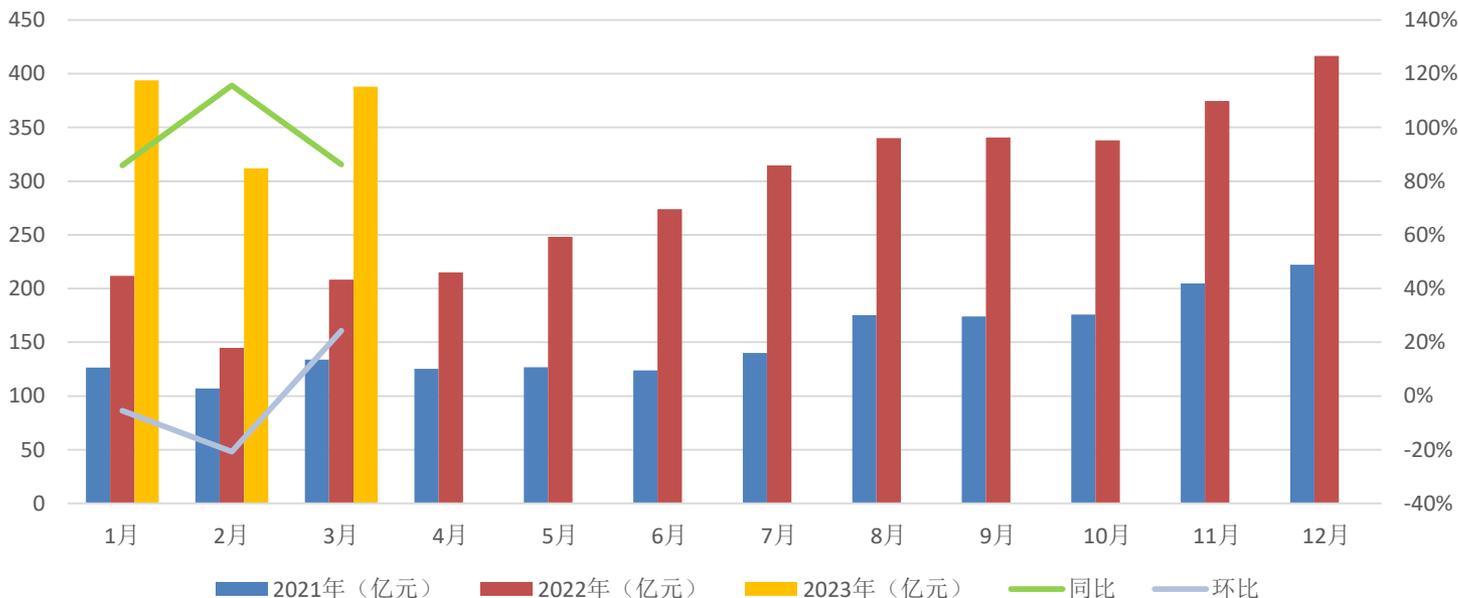
- ◆ **特斯拉储能超级工厂落地上海**：4月特斯拉在上海举行储能超级工厂签约仪式，超级工厂规划生产大型商用储能产品Megapack，产能规划1万台，接近40gwh，覆盖全球市场。超级工厂项目计划于23年Q3开工，预计24年Q2投产。预计特斯拉24年年底Megapack总产能有望达80gwh，产能释放加速。
- ◆ **Megapack对国内供应链弹性明显**：Megapack目前最早交付时间已达25年Q1，产品供不应求，且溢价显著。官网显示一套3.9MWh储能系统不含税售价266.9万美金，对应4.7元/wh左右，较此前涨价5%左右，100套享受折扣，对应单wh价格达3.5元/wh左右。特斯拉22年起将储能电池切换为铁锂路线，我们预计Megapack电芯为宁德时代独供，上海工厂落地对宁德时代弹性明显，铁锂正极供应商德方纳米、电解液天赐材料、隔膜恩捷股份等同样受益。

表：特斯拉储能出货量

		2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
储能	收入 (亿美元)	2.9	3.7	5.8	7.5	4.9	8.0	8.1	6.9	6.2	8.7	11.2	13.1
	-同比	-34%	-8%	45%	71%	70%	116%	39%	-9%	25%	8%	39%	90%
	收入占比	5%	6%	7%	7%	5%	7%	6%	4%	3%	5%	5%	5%
	成本 (亿美元)	2.8	3.5	5.6	7.9	6.0	7.8	8.0	7.4	6.9	7.7	10.1	11.5
	毛利率	3.8%	5.7%	3.6%	-4.7%	-20.4%	2.5%	0.4%	-7.4%	-11.7%	11.2%	9.3%	12.2%
	太阳能装机 (MW)	35	27	57	86	92	85	83	85	48	106	94	100
	储能装机 (MWh)	260	419	759	1584	445	1274	1295	978	846	1133	2100	2462

- ◆ **3月锂离子电池出口金额为388亿元，同环比+84%/+24%，我们测算对应约36GWh出口量。**3月锂离子电池出口金额为388亿元，同比+84%，环比+24%；1-3月累计出口1097亿元，同增92%。按23年Q1价格1.08元/Wh估算，我们预计3月电池出口约36GWh，同环增88%/24%，1-3月电池合计出口约102GWh，同增96%。
- ◆ **分月度来看，3月出口增速进一步提升：**23年1-3月锂电池分月度出口金额同比增86%/116%/86%，同比持续高增；1-3月分月度环比增速分别为-5%/-21%/24%，3月环比由负转正，出口增速进一步提升。

图表：分月度电池出口金额（亿元）



- ◆ **库存多集中于上游锂盐厂，中游材料库存极低，基本保持7天的最低安全库存，若需求恢复，将带来强烈补库需求：**
- ◆ **1) 锂盐：**碳酸锂国内库存4-5万吨，约为22年1-1.5个月产量，矿石库存1-2个月，电池厂大量去库存，以及正极材料开工率尚未恢复，市场成交量很小。海外库存较低，因日韩厂商处于扩产增量阶段。
- ◆ **2) 电池：**电池企业从22Q4开始去库存，生产材料均维持极低库存，电池本身库存不足1个月
- ◆ **3) 中游材料：**正极和电解液库存周期大幅下降至7天左右；负极因石墨化需要一个月时间，库存周期较长；隔膜一个月正常库存。

表 各环节库存情况梳理

环节	库存情况
锂盐	江西宜春锂盐厂部分停产，国内库存4-5万吨，约为1-1.5个月产量，矿石侧库存1-2个月
动力电池	碳酸锂环节宁德库存基本消化
户储	库存处于经销商侧，派能科技22年底欧洲经销商备库存较多，预计23Q1逐步消化
正极	碳酸锂库存3天-7天
电解液（含六氟）	库存周期大幅下降，天赐电解液全周期由1-1.5个月下降至15天
负极（含石墨化）	库存周期受石墨化+中间品运输等因素影响，库存周期较长，约2到3个月，预计石墨化+原材料降价将在Q2充分反映。低端负极库存压力较大，尚太科技Q1备库存较多，23Q1新增4万吨库存。

◆ **碳酸锂大幅下跌至18.7万元/吨，上周触底反弹。** 电池需求激增叠加海外矿山和盐湖建设周期长，近2年碳酸锂价格持续上涨，22年11月底碳酸锂价格上涨至顶部近60万元/吨，12月起至今开始缓慢下降近30万元/吨，23年4月14日百川电池级碳酸锂跌至18.7万元/吨。**4月14日无锡盘碳酸锂5月期货上涨11.9%至15.6万元/吨，6月期货上涨11.8%至15.2万元/吨；** 电池级碳酸锂现货价格跌至18.3万元/吨，我们预计需求回暖后碳酸锂价格将企稳。

图 锂价格趋势图 (万元/吨)

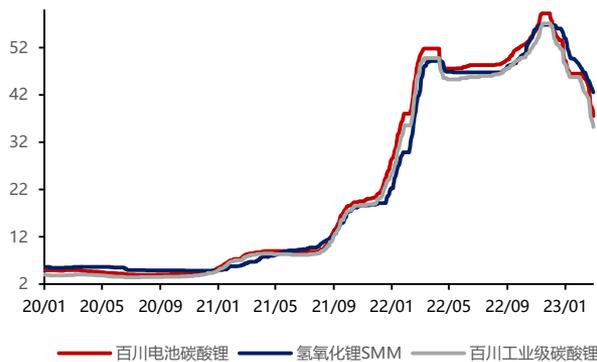


图 钴价格趋势图

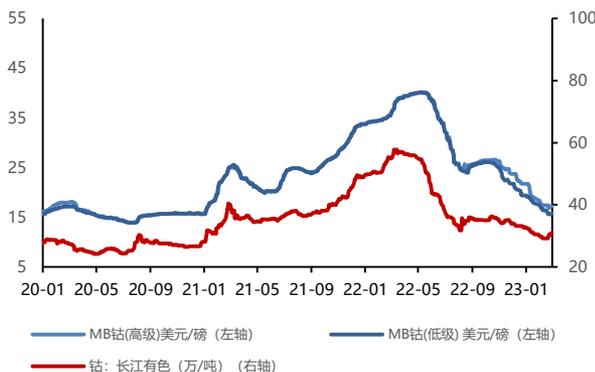
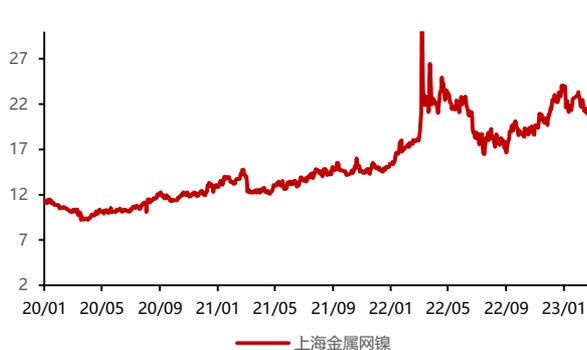


图 镍价格趋势图 (万元/吨)

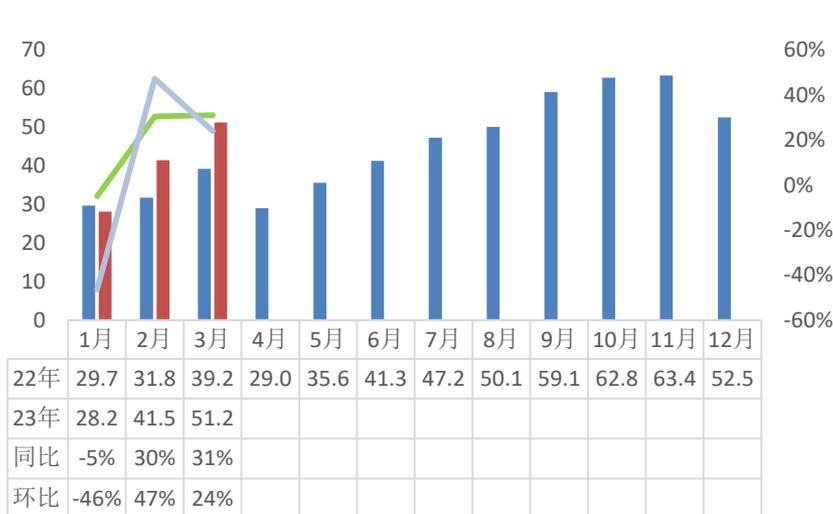


— 上海金属网镍

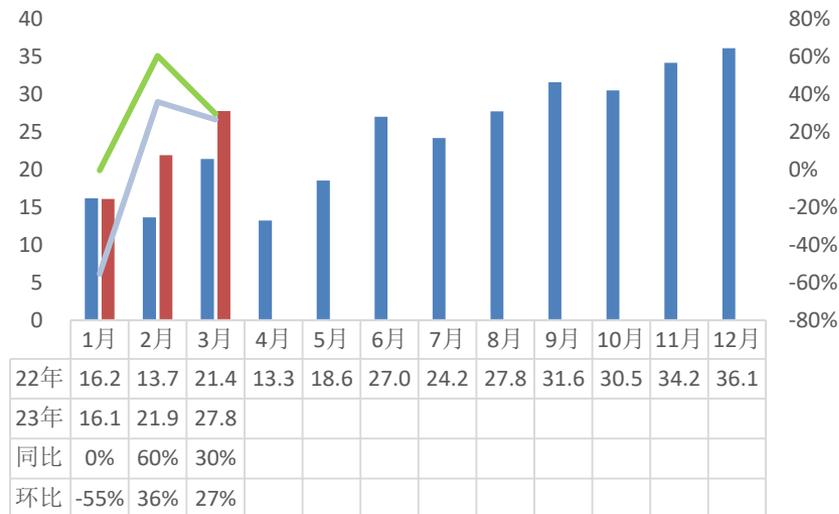
2、碳酸锂大幅跌价传导至电池，23年电池盈利基本稳定

- ◆ **3月国内装机电量27.8gwh，环比+26.6%，铁锂占比69%，环比+0pct**：2023年3月动力电池装机电量27.8gwh，同比+29.7%，环比+26.6%。装机结构看，三元装机8.7gwh，同环比+6.3%/+29.8%，铁锂装机19.0gwh，同环比+44.4%/+25.3%，占比69%，环比+0pct。
- ◆ **3月国内动力电池产量51.2gwh，环比+23.5%，铁锂占比64%**：2023年3月动力电池产量51.2gwh，同比+30.6%，环比+23.5%，其中三元产量18.23gwh，同环比+17.1%/+25.3%，铁锂产量32.89gwh，同环比+39.5%/+22.7%，占比64%，环比-1pct。

图表：国内电动车月度电池产量 (gwh)



图表：国内电动车月度电池装机量 (gwh)



- ◆ **宁德时代装机份额环比+30%，仍牢牢占龙头地位。**根据动力电池产业联盟数据，2023年3月国内装机总量27.8GWh，宁德时代装机12.5gwh，同环比+16%/+30%，市占率45.0%，环比+1.2pct。比亚迪位列第二，3月装机7.40gwh，同环比+80%/-1%，装机量占比26.7%，环比-7.5pct。中创新航位列第三，3月装机2.86gwh，同比+55%，环比+77%，装机量占比10.3%，环比+7.5pct。

图表：2023年3月电池企业装机量（GWh）

23年3月国内动力电池企业装车量前五名			
序号	企业名称	装车量（Gwh）	占比
1	宁德时代	12.49	45.0%
2	比亚迪	7.40	26.7%
3	中创新航	2.86	10.3%
4	国轩高科	1.25	4.4%
5	亿纬锂能	1.07	3.9%
6	欣旺达	0.60	2.1%
7	LG新能源	0.57	2.1%
8	孚能科技	0.44	1.6%
9	蜂巢能源	0.43	1.5%
10	捷威动力	0.20	0.7%
11	瑞浦能源	0.15	0.6%
12	星恒电源	0.04	0.1%
13	盟固利	0.04	0.1%
14	北电爱思特	0.04	0.1%
15	多氟多	0.03	0.1%

- ◆ **2月宁德时代全球装机份额33.9%，稳居行业首位。** 2023年2月全球装机量合计42.2GWh，宁德时代装机量14.3GWh，同环比+72.3%/+27.7%，占比33.9%，环比+0pct，排名第一。比亚迪全球装机量7.9GWh，占比18.7%，环比上升1.1pct，排名第二。LG新能源装机量5.7GWh，占比13.5%，环比+0.5pct，排名第三。
- ◆ **2023年1-2月宁德时代装机市占率下降，比亚迪、LG稳居第二第三：**根据SNE数据，2023年1-2月宁德时代装机25.5gwh，市占率达33.9%，较21年同期-1.2pct；比亚迪装机13.7gwh，市占率18.2%，位列第二；LG装机10.0gwh，市占率13.3%，位列第三；松下装机7.8gwh，市占率10.4%；SKI装机4.1gwh，市占率5.5%；三星SDI装机3.7gwh，市占率4.9%。

图表：2023年2月全球装机量前十企业及占比 (GWh)

Top10	企业	装机量	同比	占比
1	宁德时代	14.3	72.3%	33.9%
2	比亚迪	7.9	154.8%	18.7%
3	LG新能源	5.7	39.0%	13.5%
4	松下	4.1	36.7%	9.7%
5	SKI	2.6	36.8%	6.2%
6	三星SDI	1.9	90.0%	4.5%
7	中创新航	1.7	54.5%	4.0%
8	国轩高科	0.8	33.3%	1.9%
9	亿纬锂能	0.8	300.0%	1.9%
10	欣旺达	0.6		1.4%
	其他	1.9	-5.0%	4.5%
	总计	42.2	64.8%	100.0%

图表：2023年1-2月全球装机量前十企业及占比 (GWh)

Top10	企业	装机量	同比	占比
1	宁德时代	25.5	34.0%	33.9%
2	比亚迪	13.7	122.6%	18.2%
3	LG新能源	10.0	51.9%	13.3%
4	松下	7.8	47.6%	10.4%
5	SKI	4.1	3.8%	5.5%
6	三星SDI	3.7	57.2%	4.9%
7	中创新航	2.5	5.0%	3.4%
8	国轩高科	1.5	-8.2%	2.0%
9	亿纬锂能	1.4	73.9%	1.8%
10	欣旺达	1.1	17.5%	1.4%
	其他	3.9	-20.8%	5.2%
	总计	75.2	39.0%	100.0%

- 目前三元成本已回至21年底水平，若碳酸锂降至15万/吨，三元成本将降至0.69元/wh：23年4月百川电池级碳酸锂价格跌至18.7万元/吨，我们测算当前523电池pack成本为0.70元/wh，较22Q4下降0.26元/wh，回到21Q4水平。若Q2碳酸锂价格进一步下降至15万元/吨，则523成本将下降至0.68元/wh。

图表：三元523电池成本测算

三元NCM523	2022Q4: NCM532					2023: NCM532							
	单位用量	单位	单位价格(万)	单位成本(元/wh)	单位成本占比	单位用量	单位	单位价格(万)	单位成本(元/wh)	单位成本占比	价格降幅%	价格降幅元wh	
电芯原材料成本													
正极材料	1,600	t	35.4	0.50	67%	1,584	t	19.6	0.28	37%	-45%	-0.233	
-正极加工费	1,600	t	2.5	0.04	5%	1,584	t	2.3	0.03	4%	-8%	-0.003	
正极导电剂 (AB)	29	t	18.0	0.00	1%	29	t	18.0	0.00	1%	0%	0.000	
正极黏贴剂 (PVDF)	36	t	40.0	0.01	2%	36	t	25.0	0.01	1%	-38%	-0.005	
分散剂 (NMP)	7	t	4.0	0.00	0%	7	t	4.0	0.00	0%	0%	0.000	
正极集流体 (铝箔)	320	t	2.9	0.01	1%	320	t	2.7	0.01	1%	-7%	-0.001	
负极活性物质 (石墨)	941	t	4.28	0.04	5%	913	t	3.64	0.03	4%	-15%	-0.006	
负极粘结剂1(SBR)	39	t	20.00	0.01	1%	39	t	20.00	0.01	1%	0%	0.000	
负极粘结剂2 (CMC)	39	t	4.90	0.00	0%	39	t	4.90	0.00	0%	0%	0.000	
负极集流体 (铜箔)	650	t	11.25	0.06	9%	650	t	10.13	0.06	8%	-10%	-0.007	
电解液	912	t	5.84	0.05	6%	903	t	4.22	0.03	4%	-28%	-0.014	
隔膜 (湿法涂覆)	1,576	万m2	2.20	0.03	4%	1,497	万m2	2.10	0.03	4%	-5%	-0.003	
壳体&辊压膜及其他	1	套	0.05	0.04	5%	1	套	0.05	0.04	5%	-5%	-0.001	
电芯材料成本合计(元/wh)	0.75				105%	0.49				70%		-0.273	
其中, 钴锂成本占比													
钴 (从金属含量口径)	212	t	33.00	0.06	8%	212	t	33.00	0.06	8%	0%	0.000	
碳酸锂 (正极+电解液含量)	710	t	53.00	0.33	44%	710	t	15.00	0.09	13%	-72%	-0.246	
六氟磷酸铁锂	121	t	25.00	0.03	4%	121	t	13.50	0.01	2%	-46%	-0.013	
镍	520	t	18.00	0.08	11%	520	t	15.00	0.07	9%	-17%	-0.014	
BMS及高压线束、箱体	0.09				10%	0.09				10%			
折旧(元/wh)	0.03				4%	0.03				4%			
电费、人工费等(元/wh)	0.05				5%	0.05				5%			
成本合计(元/wh)	0.93				100%	0.66				100%			
合格率	96.5%					97.0%							
成本合计 (元/wh), 不含税)	0.96					0.68					-29%	-0.277	
价格 (元/wh), 含税)	1.30					1.03					-21%	0.683	
毛利率	16.6%					24.9%							
单w毛利 (元/wh)	0.19					0.23					19%		

成本：铁锂电池成本下降至21Q3水平

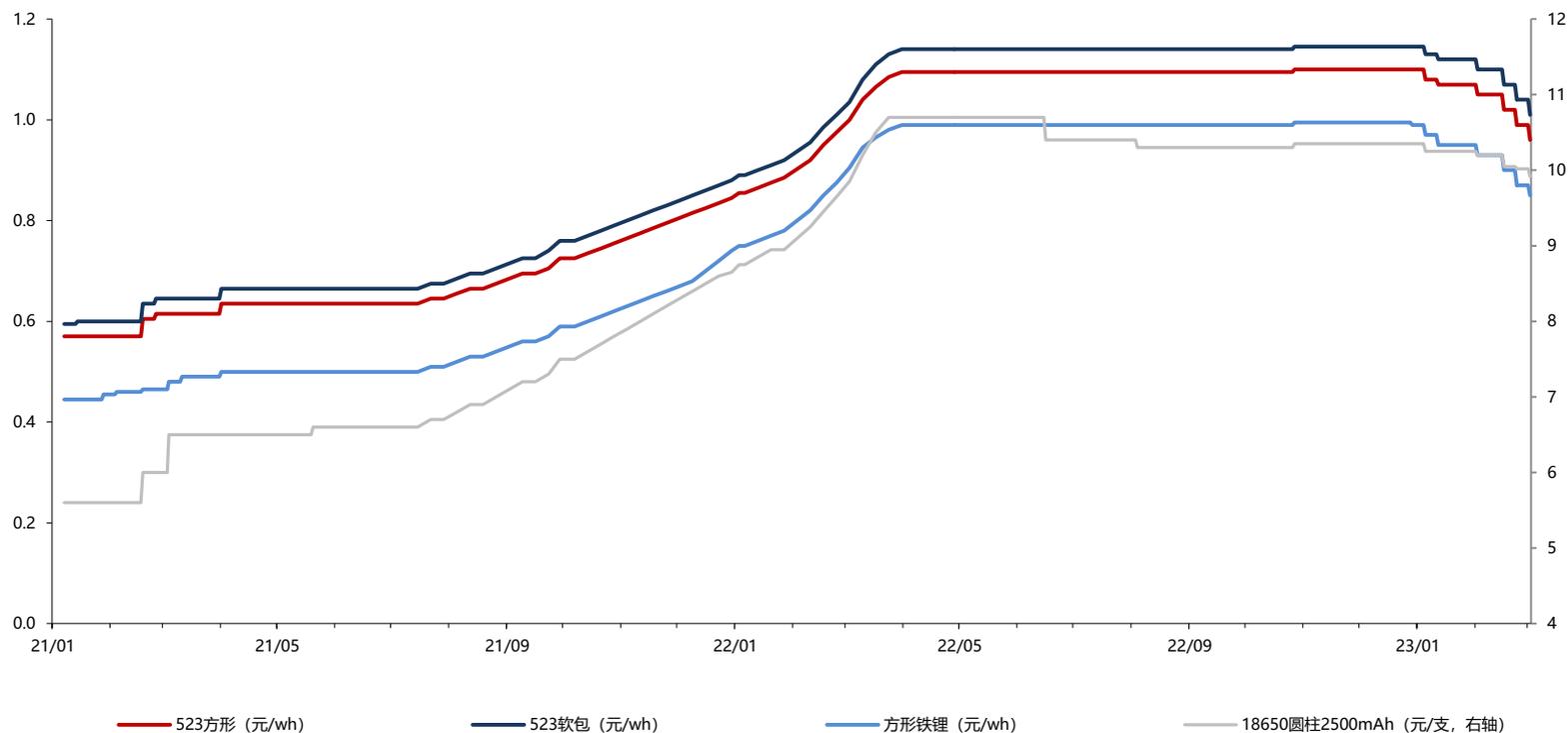
- ◆ 目前铁锂电池成本已回至21Q3水平，若碳酸锂降至15万元/吨，成本将降至0.54元/wh：23年4月百川电池级碳酸锂价格跌至18.7万元/吨，我们测算当前铁锂电池pack成本为0.56元/wh，较22Q4下降0.21元/wh，回到21Q3水平。若Q2碳酸锂价格进一步下降至15万元/吨，则铁锂成本将下降至0.54元/wh。

图表：铁锂电池成本测算

磷酸铁锂	2022Q4: 铁锂					2023: 铁锂					价格降幅	价格降幅
	单位用量	单位	单位价格 (万)	单位成本 (元/wh)	单位成本 占比	单位用量 (/gwh)	单位	单位价格 (万)	单位成本 (元/wh)	单位成本 占比		
电芯原材料成本	(/gwh)										%	元wh
正极材料	1,980	t	16.9	0.30	52%	1,921	t	7.5	0.13	22%	-55%	(0.171)
-正极加工费	1,980	t	1.0	0.02	2%	1,921	t	0.9	0.01	2%	-15%	(0.003)
-磷酸铁	1,980	t	2.2	0.04	5%	1,921	t	1.8	0.03	4%	-18%	(0.008)
正极导电剂 (AB)	30	t	18.00	0.00	1%	30	t	17.10	0.00	1%	-5%	(0.000)
正极黏贴剂 (PVDF)	38	t	40	0.01	2%	38	t	25	0.01	1%	-38%	(0.005)
分散剂 (NMP)	8	t	4.00	0.00	0%	8	t	3.80	0.00	0%	-5%	(0.000)
正极集流体 (铝箔)	360	t	2.90	0.01	2%	360	t	2.70	0.01	1%	-7%	(0.001)
负极活性物质 (石墨)	1,000	t	3.76	0.03	6%	970	t	2.98	0.03	4%	-21%	(0.008)
负极粘结剂1 (SBR)	40	t	20.00	0.01	1%	40	t	19.00	0.01	1%	-5%	(0.000)
负极粘结剂2 (CMC)	40	t	4.90	0.00	0%	40	t	4.65	0.00	0%	-5%	(0.000)
负极集流体 (铜箔)	750	t	11.3	0.07	13%	750	t	10.1	0.07	12%	-10%	(0.008)
电解液	1,383	t	5.80	0.07	12%	1,341	t	3.84	0.05	8%	-34%	(0.026)
隔膜 (湿法涂覆)	1,844	万m2	2.0	0.03	6%	1,807	万m2	2.0	0.03	6%	0%	(0.001)
壳体&辊压膜及其他	1	套	0.0	0.04	7%	1	套	0.0	0.04	7%	-2%	(0.001)
电芯材料成本合计(元/wh)	0.58				109%	0.37				70%	-37%	(0.220)
碳酸锂 (正极+电解液含量)	520	t	53.00	0.28	48%	520	t	15.00	0.08	14%	-72%	(0.200)
六氟磷酸铁锂	180	t	25.00	0.04	7%	180	t	13.50	0.02	4%	-46%	(0.019)
BMS及高压线束、箱体	0.09				12%	0.08				11%	-2%	(0.002)
折旧(元/wh)	0.03				4%	0.03				4%	0%	0.000
电费、人工费等(元/wh)	0.05				7%	0.05				7%	-2%	(0.001)
成本合计(元/wh)	0.75					0.53					-29%	(0.226)
合格率	98.5%					98.8%						
成本合计 (元/wh), 不含税)	0.76					0.54					-29%	(0.225)
-上游资源成本合计 (wh/元, 不含税)	0.30					0.09					-72%	(0.217)
-中游及制造成本合计 (wh/元, 不含税)	0.46					0.45					-2%	(0.008)
价格 (元/wh), 含税)	1.08					0.79					-27%	(0.297)
毛利率	20.4%					22.6%						
单wh毛利 (元/wh)	0.20					0.16					-20%	(0.038)

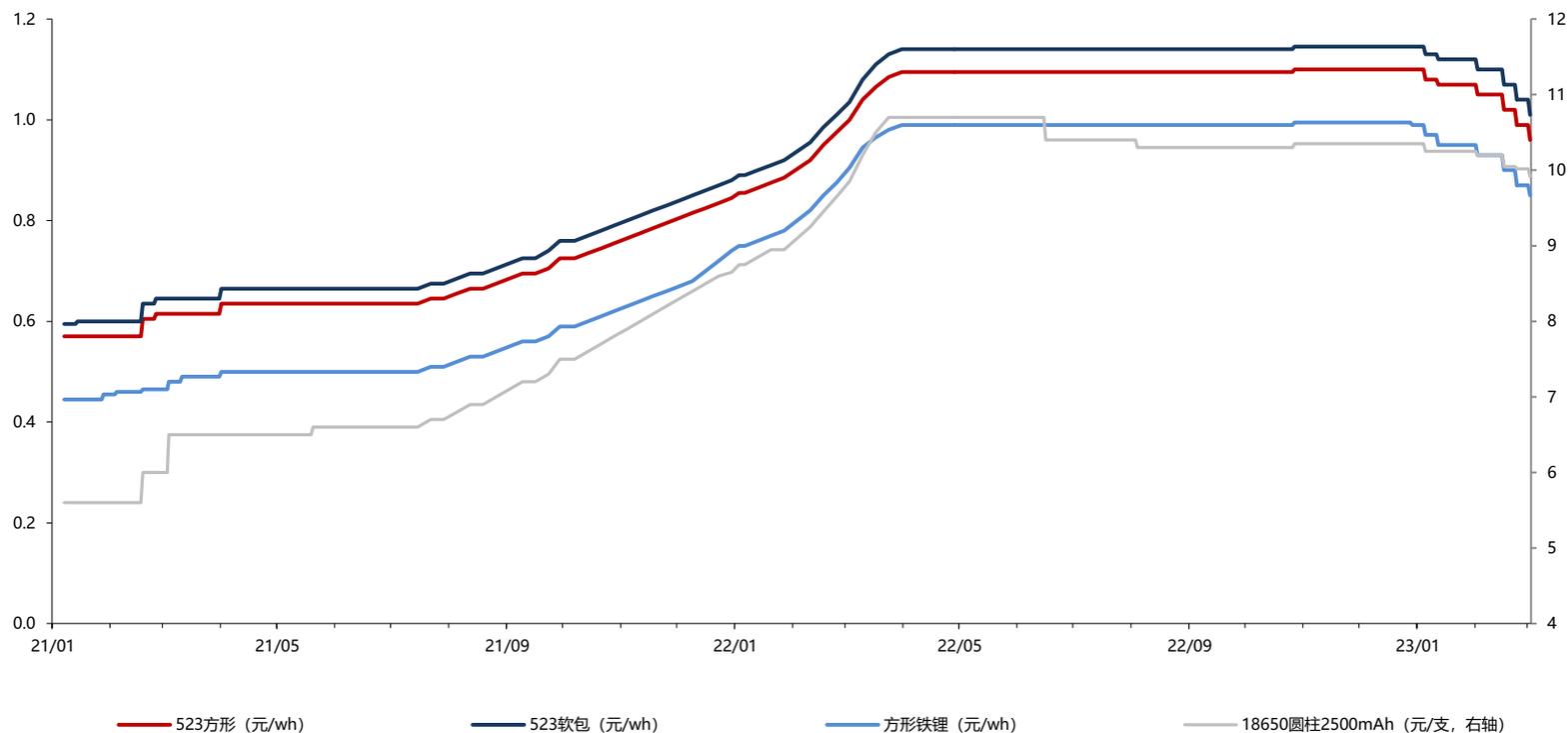
- ◆ **电池定价方式仍以金属联动为主，非联动部分降价让利给车企：**非联动部分由于中游材料降价明显，成本预计下降0.03-0.05元/wh，预计将让利车企。
- ◆ **二线厂商23年竞争明显加剧：**由于国内电动车销量增速放缓，且车企引入多家电池企业作为二供三供，同时二线电池企业产能扩张明显，23年竞争压力加大，多采取低价策略，以锁定份额为主。

图 电池价格趋势



- ◆ **23年电池盈利同比稳中略胜、Q1环比下降**：考虑规模化降低费率、同时一体化布局增加投资收益（碳酸锂自供），中游环节压价、制造效率提升，23年电池盈利基本稳定，我们预计龙头厂商单位净利可维持0.08元/wh。但Q1由于产能利用率不足、同时碳酸锂跌价造成一定的存货减值损失，预计Q1盈利环比微降。

图 电池价格趋势



3、中游：部分环节2月进一步降价，基本面最低点已至

表 各环节盈利趋势

环节	单吨投资	龙头历史盈利低点	22Q3盈利	22Q4盈利	23年初降价幅度	23年单位利润预期	23年盈利趋势	成本曲线
动力电池	3亿/gwh	0.01元/wh	0.07元/wh	0.08元/wh	0.03元/wh	0.08元/wh	稳中略升	陡峭，宁德、亿纬盈利，其余仍亏损
结构件	0.3亿/亿	净利率0%	净利率9%	净利润11%	-2%以内	净利率10%	维持	陡峭，科达利10%净利率，震裕2%，其余厂商基本亏损
隔膜	2亿/亿平	0.7元/平	0.9元/平	0.9元/平	0.1元/平以内	0.9元/平	维持	陡峭，但这两年差距有所缩小
电解液（含六氟）	0.6亿/万吨	0.2万/吨	1.25万/吨	1.1万/吨	0.5万/吨	0.8万/吨	Q1将降至9k/吨，Q2小幅下降，底部确立，但反转需时间	陡峭，天赐电解液单吨成本较龙二低4-5k/吨
负极（含石墨化）	2亿/万吨	0.7万/吨	1.3万/吨	1.1万/吨	0.4万/吨	0.8-0.9万/吨	Q1-Q2为盈利低点，Q3有望略反弹	高端领域成本差异小，低端领域差异陡峭，尚太单吨利润基本领先4-6k/吨
铁锂正极（含前驱体）	2亿/万吨	-0.2万/吨	1.1万/吨	0.9-1万/吨	0.5万/吨	0.5-0.7万/吨	Q1大幅下降，后年内逐季小幅下降，有2k/吨空间	略陡峭，液体及氨法工艺成本低2-3k/吨
三元正极	3-4亿/万吨	0.6万/吨	0.7万/吨	1.4万/吨	0.1-0.2万/吨	1-1.5万/吨	Q1-Q2库存收益完全挤出后，维持合理盈利	平缓，盈利差异来自客户结构及库存周期
铝箔	1.2亿/万吨	0.3万/吨	0.65万/吨	0.66万/吨	0.2万/吨	0.5万/吨	Q1略降，Q3新产能释放后，明显下降	陡峭，鼎胜较二线龙头单吨利润高0.3万/吨
铜箔	6亿/万吨	0.8万/吨	1万/吨	2万/吨	0.2万/吨	0.8-1万/吨	上半年逐季微降	平缓，盈利差异来自产品结构及费用管控能力
导体	2亿/万吨	0.6万/吨	0.9万/吨	0.9万/吨	0.2万/吨	0.8万/吨	上半年逐季微降	平缓，盈利差异来自产品结构

- ◆ **干法价格23Q2将再略微下降近0.1元/平，湿法价格基本稳定，部分基膜降0.1元/平。**国内干法基膜22Q3降价0.2元至0.6元/平，目前招标将再下降0.1元至0.5元/平，将于23Q2执行，主要由于厂商新产能成本进一步下降，预计干法隔膜利润基本为0.1元+。湿法价格基本稳定，部分厂商招标，湿法季末价格下降0.1元至1.3~1.4元/平，价格下降幅度6%。2H将再议价，但由于新厂商2H投产产能有限，整体价格基本稳定，考虑涂覆膜占比提升、新产线升级，我们预计盈利基本维持稳定。
- ◆ **23Q1盈利触底，Q2起逐步恢复：**受产能利用率下滑及费用影响，我们预计隔膜厂商23Q1单平净利下滑，Q2起逐步恢复。

表 隔膜供需测算

	2021	2022	2023E	2024E
供给(亿平)	106.0	166.9	236.3	361.3
需求 (gwh)	97.4	154.5	219.4	307.8
过剩 (gwh)	8.6	12.4	16.9	53.4
产能利用率	92%	93%	93%	85%

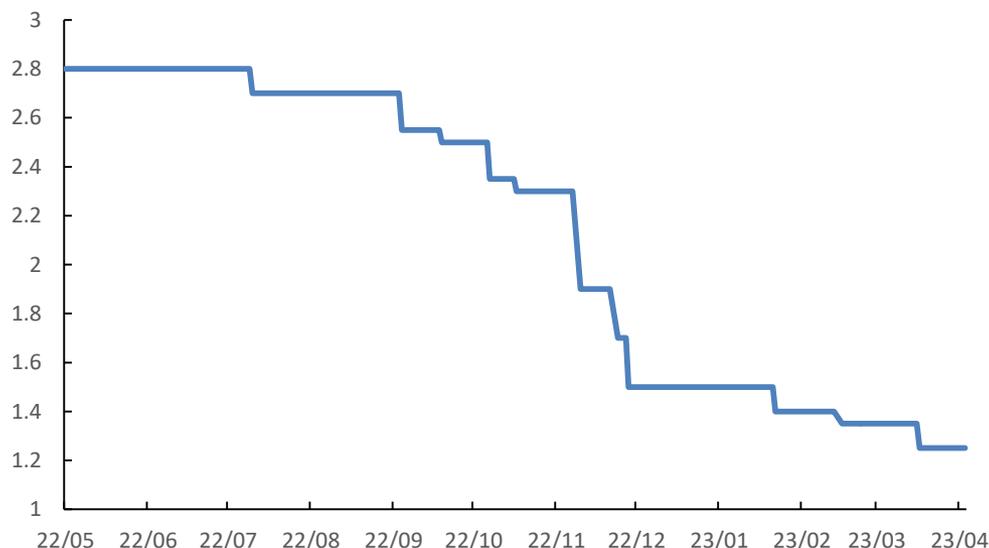
- ◆ **海外工厂及4680项目开始起量，龙头公司受益。**科达利现有欧洲三大基地已投产，客户宁德时代、三星、Northvolt、法国 ACC 等逐步放量，且其4680大圆柱结构件已获国内外大客户定点，2022Q4逐步开始起量，支撑公司在全球份额进一步提升。
- ◆ **Q1盈利环比微降，23年全年盈利基本持平。**我们预计结构件龙头厂商23Q1盈利环比下降2pct，全年恢复至10%+，23年全年盈利水平稳定。

表 结构件需求测算

	2022E	2023E	2024E	2025E
全球方形&圆柱电池需求合计 (gwh)	534.6	776.2	1086.8	1555.1
-增速	72%	45%	40%	43%
电池pack售价 (含税, 元/wh)	0.84	0.80	0.76	0.72
毛利率	14%	15%	15%	15%
pack成本 (元/wh)	0.64	0.60	0.57	0.54
电芯成本 (元/wh)	0.55	0.51	0.49	0.46
占电芯成本比重	8.00%	8.40%	8.20%	8.00%
结构件单位价格 (元/wh)	0.044	0.043	0.040	0.037
全球市场空间 (百万元)	23,435	33,547	43,560	57,769
增速	88%	43%	30%	33%
合计：全球结构件实际需求 (百万元)	29,293	41,934	54,450	72,211
国内结构件市场空间 (动力+储能, 百万元)	13,145	17,660	22,360	27,070
增速	78%	34%	27%	21%
海外结构件市场空间 (动力+储能, 百万元)	8,830	14,304	19,585	29,052
增速	60%	62%	37%	48%
全球结构件市场空间 (动力+储能, 百万元)	21,975	31,964	41,946	56,122
增速	70%	45%	31%	34%

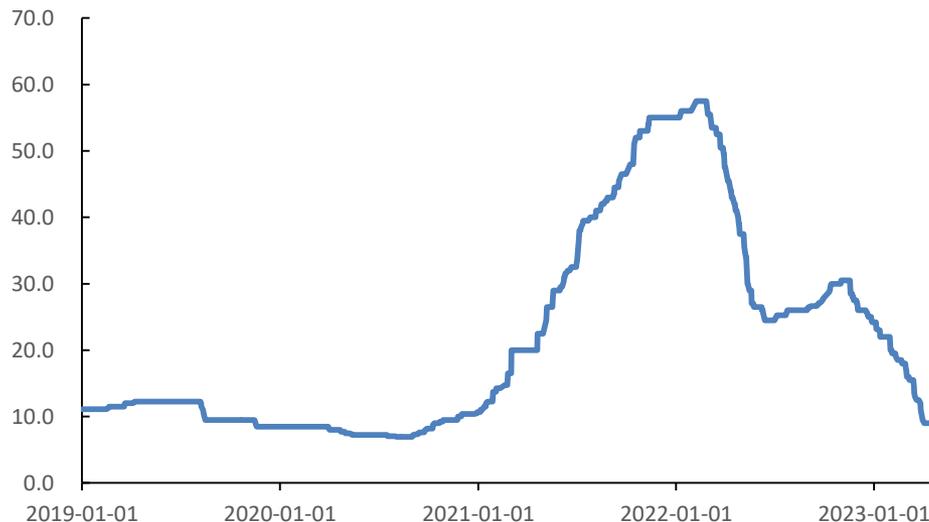
- ◆ **23Q1起低端负极改为季度定价**：此前集采招标价格不再执行，23Q1起负极改为季度定价，低端负极23Q1价格再降6-8k，目前报价2.8万/吨上下，中高端产品价格降幅较小，23Q1再降4-6k，降价幅度10%。
- ◆ **23年单吨利润下行空间0.2-0.5万元，预计Q2单吨利润继续下行，Q2盈利见底**：由于负极价格降价0.6-1.2万/吨，Q4初以来石墨化降本0.6-1万/吨，焦类降本0.2万/吨，若按石墨化自供比例50%-100%，对应单吨利润下降0.2-0.5万元。对应龙头璞泰来22Q4单吨利润已降至1.1万/吨，23年预计将降至0.8-0.9万元；尚太22年单吨利润1.2万元/吨+，Q2盈利触底。由于降价是Q1-Q2逐步执行，预计负极环节盈利低点为Q1-Q2，23Q3起逐步恢复至0.6万元/吨。

图 石墨化价格走势（万元/吨）



- ◆ **六氟价格超跌，当前报价9万元左右，非锂部分价格跌至底部区间，三线厂商已不赚钱。**4月因二三线厂商去库存，六氟价格超跌，4月中旬六氟报价跌至9万元/吨，23年六氟加工费招标2-4万元/吨，国内较低报价为2.5万元/吨。在当前碳酸锂20万以下的价格，二线六氟厂商生产成本为8-10万元/吨，价格9万元/吨，三线厂商已经亏本清库存，行业开工率下降，尾部产能出清。
- ◆ **盈利：23Q1盈利触底，预计23全年盈利平稳。**受六氟招标下降影响，我们预计天赐23Q1单吨净利下滑至0.8万元/吨，环比下滑约25%。六氟尾部产能逐步出清，我们预计后续价格平稳，全年单吨净利可维持0.7-0.8万元/吨，较22年下滑约40%。

图 六氟磷酸锂价格走势（万元/吨）



- ◆ **2022年归母净利润57.14亿元，同比增长158.77%，业绩符合市场预期。** 2022年公司营收223.17亿元，同比增长101.22%；归母净利润57.14亿元，同比增长158.77%；扣非净利润55.39亿元，同比增长155.38%；22年毛利率为37.97%，同比增加2.99pct；净利率为26.19%，同比增加5.38pct。
- ◆ **锂离子电池材料业务大幅增长，磷酸铁业务开始起量。** 锂离子电池材料业务2022年收入208.22亿元，同比增长113.94%，其中22H2营收111.95亿元，环比增长16%。2022年锂离子电池材料毛利率为38.55%，同比增长2.52pct，主要收入贡献来自电解液，磷酸铁业务开始逐渐起量。日化材料业务2022年收入11.35亿元，同比增长3.02%，毛利率29.83%，同比下降3.75pct，主要受卡波姆价格下降及海外疫情影响。分子公司来看，九江天赐（电解液、日化等）2022年营业收入为172.15亿元，同比增长121.9%，净利润31.87亿元，同比增长80.24%。
- ◆ **公司与二线盈利差距维持，预计23年Q2盈利触底企稳。** 我们预计公司22全年单吨盈利近1.4万元/吨，同比微增，其中Q4单吨净利1万元/吨左右，环降约25%，与二线厂商盈利差扩大至0.6万元/吨左右；23年Q1六氟价格降至10万元/吨以下，行业已逐步出清，随着碳酸锂价格企稳，我们预计电解液单位盈利在Q2见底企稳，全年看，公司液体六氟我们预计维持2-3万元/吨左右的成本优势，对应电解液利润增厚0.3万元/吨左右，LIFSI贡献电解液利润0.2~0.3万元/吨，叠加电解液加工环节及部分添加剂自供贡献0.2万元/吨左右利润，我们预计公司23年单吨净利仍可维持0.7万元/吨左右，好于行业平均水平。
- ◆ **盈利预测与投资评级：** 考虑六氟竞争加剧，我们下调公司23-25年归母净利预期至48.45/63.18/82.06亿元（原预期23-24年归母净利60.37/80.49亿元），同比-15%/30%/30%，考虑到公司为电解液龙头，给予23年25倍PE，对应目标价62.8元，“买入”评级。
- ◆ **风险提示：** 销量不及预期，盈利水平不及预期。

表：天赐材料分业务拆分情况

	2022年				2022H2		2022H1	
	营业收入 (亿)	同比	毛利率	同比	营业收入 (亿)	毛利率	营业收入 (亿)	毛利率
锂离子电池材料	208.22	113.94%	38.55%	2.52pct	111.95	33.66%	96.27	44.2%
日化材料	11.35	3.02%	29.83%	-3.75pct	5.95	31.7%	5.40	27.8%
其他	3.60	40.46%	29.94%	28.71pct	1.64	34.49%	1.96	26.1%

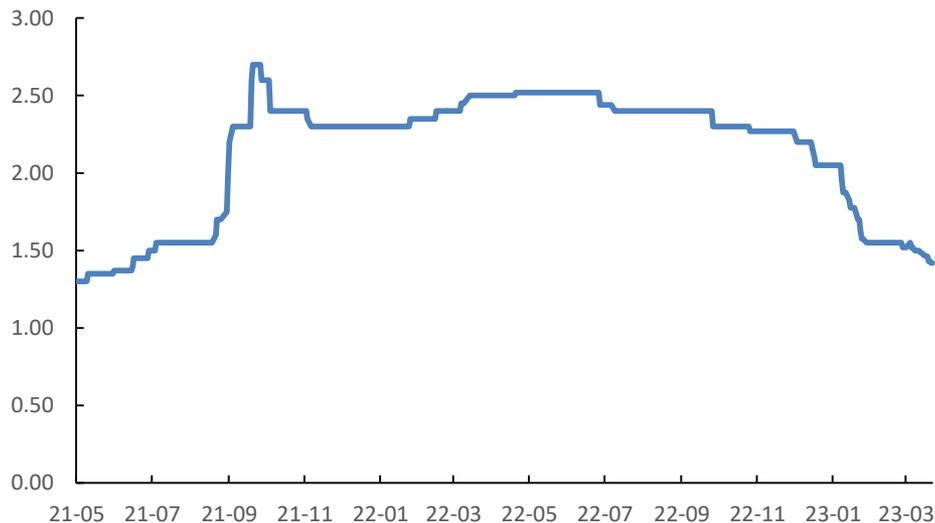
- ◆ **2022 年归母净利润 17.58 亿元，同比增长 34.57%，业绩符合市场预期。** 2022 年公司营收 96.61 亿元，同比增长 38.98%；归母净利润 17.58 亿元，同比增长 34.57%；扣非归母净利润 17.13 亿元，同比增长 38.99%；2022 年毛利率为 32.04%，同比减少 3.45pct；销售净利率为 18.87%，同比减少 0.76pct。公司预告 23Q1 归母净利 2.15-2.65 亿元，同减 48%-58%，环减 16%-32%，扣非净利 2.0-2.5 亿元，同减 50%-60%，环减 14%-31%。
- ◆ **电解液 Q4 单吨利润大幅下降，23Q1 预计下滑至 0.2-0.3 万元/吨，盈利触底。** 我们预计公司 22 全年出货接近 11 万吨，同增 35%+，其中 Q4 出货 2.8 万吨+，环降 10%，23 年我们预计出货 15 万吨，维持 40%左右增长，其中 Q1 我们预计出货 2.2-2.3 万吨，环降 20%。盈利方面，我们预计公司 22 年单吨净利达 1 万元/吨+，其中 Q4 达 0.4-0.5 万元/吨，主要系溶剂添加剂价格下降，且六氟价格下行带动电解液降价；我们预计 23Q1 公司单吨净利达 0.2 万元/吨，已接近上轮价格战的盈利低点，预计全年盈利水平有望维持，全年利润贡献 3-5 亿元，底部确立。
- ◆ **氟化工业绩持续亮眼，3M 停产助力公司市占率进一步提升。** 氟化工 22 年出货 3528 吨，我们预计 22 全年贡献利润 5 亿元+，维持 65%+高增长，其中预计 Q4 氟化工贡献利润 1.5 亿元，环比增长 15%左右。3M 表示将在 25 年底之前退出含氟聚合物、氟化液和基于 PFAS 的添加剂产品的业务，我们预计供给将由新宙邦承接，公司在有机氟领域市占率有望持续提升。且 23Q2 公司海斯福新增产能投产也将贡献增量，我们预计 23 年氟化工业务有望贡献 7-8 亿元利润，其中 23Q1 预计贡献 1.5 亿元左右，环比持平。
- ◆ **盈利预测与投资评级：** 考虑到电解液行业竞争加剧，我们下修公司 23-25 年归母净利 14.13/20.28/30.18 亿元（原预期 23/24 年归母净利 18.36/24.79 亿元），同比-20%/+44%/+49%，考虑公司氟化工业务高景气，给予 23 年 35x，目标价 66 元，维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示：** 销量不及预期，盈利水平不及预期

表：新宙邦分业务拆分情况

	2022				2022H2		2022H1	
	营业收入 (亿元)	同比	毛利率	同比	营业收入 (亿元)	毛利率	营业收入 (亿元)	毛利率
电池化学品	74.03	40.5%	26.1%	-5.5pct	35.07	21.9%	38.96	29.9%
有机氟化学品	11.73	69.3%	65.3%	1.4pct	6.33	68.6%	5.40	61.4%
电容化学品	6.97	-2.0%	37.3%	-1.3pct	3.30	-	3.67	-
半导体化学品	3.23	50.68%	35.9%	7.2pct	1.65	-	1.58	-
其他	0.64	920.34%	31.9%	-1.7pct	0.33	-	0.31	-

- ◆ **Q1预计碳酸锂跌价造成库存损失+产能利用率低+加工费下降，预计盈利大幅下降。**22年受益加工费上涨+库存收益，铁锂正极行业单吨利润平均为1.5-2万元/吨，其中Q3单吨利润已经下降至0.9-1.1万，预计Q4小幅下降，由于1H23非碳酸锂部分价格下降0.5万元/吨，同时产能利用率偏低，部分厂商不足50%，叠加碳酸锂库存损失，预计1H23单吨利润大幅下降，预计为0.2-0.6万元/吨。2H23磷酸铁价格仍有下降空间，但碳酸锂跌价影响减弱，盈利有望基本保持稳定。

图 磷酸铁价格走势图（万元/吨）



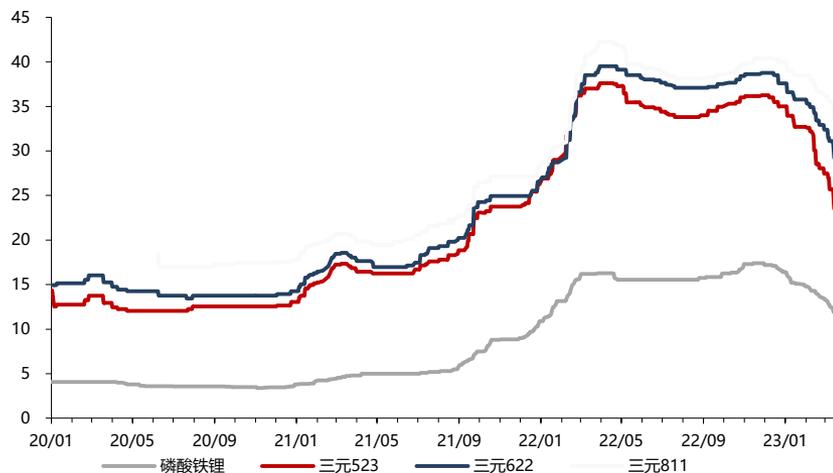
- ◆ **2022年归母净利润23.8亿元，同比增长188.36%，业绩位于预告中值偏上，符合市场预期。** 2022年公司营收225.57亿元，同比增长355.3%；归母净利润23.8亿元，同比增长188.36%；扣非净利润23.19亿元，同比增长191.7%；22年毛利率为20.05%，同比减少8.81pct；净利率为10.67%，同比减少5.94pct。Q4计提资产减值损失2.2亿，若加回，22年归母净利润为26亿元，此前公司预告2022年归母净利润23.6-25.5亿元，业绩位于预告中值偏上，符合市场预期。
- ◆ **铁锂正极维持20%毛利率，合资子公司开始贡献利润。** 2022年纳米磷酸铁锂营收225.37亿元，同比增长357.8%，毛利率为20.1%，同比下降8.7pct。22年公司铁锂销量17.2万吨，同比增长89%，对应22年铁锂正极价格约14.8万元/吨（含税），同比增长146%，H2平均售价环增25%，系碳酸锂采购价格大幅上涨所致。从子公司来看，纳米磷酸铁锂产品主要由全资子公司佛山德方、曲靖德方和控股子公司曲靖麟铁、德枋亿纬负责生产，合资子公司中，德枋亿纬10万吨Q2顺利投产，22年营收47.75亿，净利润0.4亿元，曲靖麟铁2万吨满产满销，22年营收25亿元，同比增长270%，净利润0.7亿元。
- ◆ **加码布局锰铁锂产能，新产品打开成长空间。** 锰铁锂进展顺利，曲靖德方11万吨锰铁锂产能于22年9月底进入试生产阶段，预计23年Q2开始出货，Q3有望实现装车，全年出货预计3-5万吨，主要应用于动力电池，且盈利水平预计明显好于铁锂正极。公司现有产能规划44万吨，此次公司公告拟投资25亿元于会泽县建设11万吨锰铁锂正极产能，锰铁锂总规划产能高达55万吨，彰显公司信心。此外，公司布局正极补锂剂，现已规划5万吨补锂剂产能，预计22年底小批量投产5000吨，23H2满产，预计全年出货3000吨左右，开始贡献盈利。
- ◆ **盈利预测与投资评级：** 考虑碳酸锂跌价产生减值损失，我们下修公司2023-2025年的归母净利润至20/28/39亿元（23-24年原预期25.6/33.6亿元），同比增长-16%/41%/39%，给予2023年28倍PE，目标价323.1元，维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示：** 电动车销量不及预期，竞争格局恶化。

表：德方纳米分业务拆分情况

	2022				2022H2		2022H1	
	营业收入 (亿元)	营收-同比	毛利率	毛利率-同比	营业收入 (亿元)	毛利率	营业收入 (亿元)	毛利率
纳米磷酸铁锂	225.37	357.8%	20.1%	-8.7%	150.14	16.2%	75.23	27.8%

- ◆ **加工费**：三元正极行业加工费稳定年降5-10%，高镍正极加工费2.5-3万/吨，中镍2-2.5万/吨，我们预计厂商可通过降本增效自行消化。
- ◆ **单吨利润**：23Q1受碳酸锂、钴等原材料库存减值影响较大，逐季减弱。23Q1三元各家厂商单吨利润差异较大，主要为碳酸锂跌价带来的减值影响。**23Q1不考虑库存减值，预计单吨利润1-1.5万元/吨，其中中镍1万元/吨左右，高镍1.3万元/吨左右（个别海外客户占比高公司盈利更好），进一步回落至合理水平。**三元材料企业碳酸锂库存周期已下降至3-7天，后续原材料对单位利润影响减弱。

图 三元正极材料价格走势图（万元/吨）



- ◆ **2022年公司实现归母净利润22.59亿元，同比增长107.02%，业绩符合市场预期，23Q1业绩略超预期。**2022年公司营收212.64亿元，同比增长157.5%；归母净利润22.59亿元，同比增长107.02%；扣非净利润23.25亿元，同比增长182.23%；22年毛利率为17.4%，同比降低0.84pct；净利率为10.62%，同比降低2.59pct。公司预告23Q1归母净利4.0-4.5亿，同增3%-16%，环减42%-49%，扣非净利4.0-4.5亿，同增14%-28%，环减34%-41%。
- ◆ **锂电材料业绩高增，智能装备同比下降。**2022年公司锂电材料业务收入210.94亿元，同比增长161.51%，毛利率17.22%，同比降0.46pct。分产品看，多元材料贡献主要增量，2022年多元材料营收190.57亿，同比增长175.82%，毛利率18.27%，同比上升0.03pct。钴酸锂2022年营收7.58亿，同比下降21.66%，毛利率9.13%，同比下降6.86pct。子公司来看，江苏当升2022年营收131.47亿元，同比增长154.54%，净利润14.20亿元；常州当升2022年营收83.34亿元，同比增长209.47%，净利润7.65亿元；中鼎高科为公司智能装备经营主体，2022年营收1.79亿元，同比下降6.77%，净利润0.45亿元。
- ◆ **22年盈利维持高位，我们预计23年仍可好于行业。**盈利端，公司22年全年单吨利润3.5万吨左右，同增110%+，其中Q4单吨扣非仍维持3.9万元左右，环比持平。23Q1单吨扣非利润我们预计2.5-3万元，环比下降30%左右，明显好于行业平均水平，主要系公司客户结构优异，海外销量占比达到70%，盈利水平高于国内，且公司库存水平维持低位，22年库存量0.44万吨，减值压力较小，看全年，我们预计全年单吨盈利仍可维持2万+。此外公司加大上游布局，与ALB、SQM、中伟股份、华友钴业、中信国安等供应商在镍、钴、锂等资源保障方面采取上下游合作方式进行布局，保证自身资源供应。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**考虑公司盈利水平下降，我们下修公司2023-2025年归母净利润至18.87/23.26/31.34亿元（原预测23/24年归母净利27.63/33.66亿元），同比-16%/+23%/+35%，考虑公司海外出货占比高，我们给予2023年20xPE，目标价74.6元，维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**电动车销量不及预期，上游原材料价格大幅波动。

表：当升科技分业务拆分情况

科目	2022年				2022H2		2022H1		
	营业收入 (亿元)	同比	毛利率	同比	营业收入 (亿元)	毛利率	营业收入 (亿元)	毛利率	
锂电材料	多元材料	190.57	175.82%	18.27%	0.03pct	109.28	18.16%	81.29	18.42%
	钴酸锂	7.58	-21.66%	9.13%	-6.86pct	3.22	4.08%	4.36	13.04%
	其他	12.79	100.00%	6.31%	0.18pct	8.3	6.64%	4.49	5.55%
锂电材料合计	210.94	161.51%	17.22%	-0.46pct	120.79	16.98%	90.15	17.52%	
境内：锂电材料	140.94	162.47%	15.62%	-3.21pct	82.18	15.67%	58.76	15.56%	
境外：锂电材料	70.01	159.60%	20.43%	5.04pct	38.62	19.80%	31.39	21.20%	
智能装备	1.70	-11.35%	40.10%	-1.38pct	0.72	41.55%	0.98	38.86%	
境内：智能装备	1.58	-15.56%	39.19%	-1.73pct	0.61	39.94%	0.97	38.80%	
境外：智能装备	1.22	147.72%	51.85%	-10.46pct	1.21	95.58%	0.01	45.25%	

- ◆ **2022年归母净利润13.53亿元，同比增长48.54%，业绩预告中值，符合市场预期。**2022年公司营收301.23亿元，同比增长193.62%；归母净利润13.53亿元，同比增长48.54%；扣非净利润13.17亿元，同比增长62.92%；22年毛利率为9.26%，同比下降6.08pct；净利率为4.56%，同比下降4.29pct。此前公司预告2022年归母净利润13.2-14.0亿元，业绩预告中值，符合市场预期。
- ◆ **三元正极出货高增，前驱体销量下滑。**2022年三元正极营收272.47亿元，同比增长184.57%，销量8.9万吨，同比+70.13%，对应单吨售价31万元（含税），毛利率为8.64%，同比减6.87pct；前驱体营收1.31亿元，同比减14.77%，毛利率-2.94%，同比减6.39pct，相较2021年毛利转负；2022年前驱体产量2.3万吨，同比增17.41%；销售0.11万吨，同比减33.09%，库存量近0.1万吨，同比减53.57%。分子公司来看，随着湖北完成爬坡投产，湖北容百2022年营收134.37亿元，同比增102.60%，净利润11.45亿元，其中22H2净利润6.11亿元，环比+23.78；贵州容百营收71.08亿元，同比增156.69%，净利润3.15亿元。
- ◆ **2022年出货近9万吨，2023年预期50%以上增长。**2022年全年正极出货8.9万吨，同比增长70%，其中Q4出货达3万吨以上，环比增长30%；公司现有产能25万吨，其中韩国产能2万吨，我们预计2023年出货有望达14万吨，维持50%以上增长。此外公司新技术进展顺利，高镍低钴、超高镍9系等已实现千吨级出货，LMFP出货近千吨，钠电累计出货几十吨级，公司现有LMFP产能0.62万吨，钠电正极产能1.5万吨，23年预计实现大规模量产。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**由于正极加工费年降，我们下修公司2023-2025年归母净利润至17.09/22.36/30.04亿元（23/24年原预期20.07/27.16亿元），同增26%/31%/34%，考虑公司作为三元正极龙头，销量持续提升，海外布局优势明显，给予2023年25xPE，目标价94.8元，维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**电动车销量不及预期，上游原材料价格大幅波动。

表：容百科技分业务营收拆分情况

科目	2022年				2022H2		2022H1	
	营业收入 (亿元)	同比	毛利率	同比	营业收入 (亿元)	毛利率	营业收入 (亿元)	毛利率
三元正极材料	272.47	184.57%	8.64%	-6.87pct	169.08	5.86%	103.39	12.55%
前驱体	1.31	-14.77%	-2.94%	-6.39pct	0.13	51.25%	1.18	-8.91%
其他	0.014	100.00%	8.16%	8.16pct	-0.186	19.12%	0.2	18.07%

碳纳米管：一代价格触底，二代整体平稳

- ◆ **一代已至底部，23年价格下降幅度10%**：不同客户价格有所差异，龙头车企22Q3一代产品招标价格已压的极低，23年降幅较小，下降0.2万元/吨，实际价格1.6-2万元/吨，小厂基本微利。
- ◆ **二代产品价格下降7-8%，整体稳定**：二代产品价格降价幅度0.2万元/吨左右，实际报价为2.5-3万元/吨。龙头碳纳米管厂商22年单吨利润0.9万元/吨，预计23年将有所下降。

图：碳纳米管供需测算

	2022	2023E	2024E	2025E
正极中碳纳米管粉体添加比例	1.8%	1.8%	1.9%	1.9%
国内碳纳米管渗透率	42%	44%	46%	48%
海外碳纳米管渗透率	18%	21%	24%	27%
国内碳纳米管粉需求（吨）	5,208	7,322	10,489	14,365
海外碳纳米管粉需求（吨）	1,802	3,434	6,046	10,908
全球碳纳米管粉体需求（吨）	7,010	10,756	16,535	25,273
全球碳纳米管浆料需求（吨）	140,204	215,126	330,697	505,465
全球碳管浆料实际需求（万吨）	17.5	26.9	41.3	63.2
负极中碳纳米管粉体添加比例	2.0%	2.0%	2.1%	2.1%
国内碳纳米管渗透率	13%	16%	19%	22%
海外碳纳米管渗透率	13%	16%	19%	22%
国内碳纳米管粉需求（吨）	1,193	1,952	3,139	4,715
海外碳纳米管粉需求（吨）	828	1,647	2,999	5,529
全球碳纳米管粉体需求（吨）	2,021	3,598	6,138	10,244
全球碳纳米管浆料需求（吨）	40,410	71,961	122,755	204,871
行业需求（吨）	180,614	287,087	453,451	710,337
-增速	78%	59%	58%	57%

4、行业龙头公司信息跟踪

- ◆ **2022年归母净利润 166.22 亿元，同比高增 445.86%，业绩位于预告中值，符合市场预期。** 2022年公司营收4240.61亿元，同比增长96.20%；归母净利润166.22亿元，同比增长445.86%；扣非净利润 156.39 亿元，同比增长 1146.42%；2022 年毛利率为 17.04%，同比增长 4.02pct；净利率为 4.18%，同比增长 2.34pct。公司此前预告 2022 年全年归母净利润160-170 亿元，处于业绩预告中值，符合市场预期。
- ◆ **销量强劲增长市占率大幅提升，Q4销量环增27%创新高。** 销量方面，根据公司年报，2022年比亚迪汽车销 180 万辆，同比增 150%，其中新能源汽车销量 178.8 万辆，同比大增218%，国内市占率达 27%，同比提升近 10pct。根据公司产销快报，2022Q4比亚迪新能源汽车销 68.3 万辆，同比增长 156.7%，环比增长 26.9%，创历史新高。我们计算 22 年公司电动车单车售价约 15.7 万元（不含税），同比增长 3%。
- ◆ **22年电池装机量 90GWh，23年出货预计翻倍以上增长，其中储能预计出货 30GWh+。** Q4动力和储能电池装机32.34GWh，同环比+123%/+38%；22 年累计装机 89.84GWh，同比增长 137%，其中储能预计贡献 12gwh，同比翻倍以上增长。受益于欧洲户储及全球大电站项目，预计 23 年公司电池产量超 200gwh，同比翻倍以上增长，其中储能电池出货 30gwh，同增 150%，贡献明显增量。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**考虑公司会计准则变更及补贴退坡影响，我们下修公司2023-2025年归母净利润预测至257/337/445 亿元（23-24原预测值为302/401亿元），同增55%/31%/32%，给予2023年35倍PE，目标价309 元，维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**电动车销量不及预期、原材料价格波动等。

表：比亚迪分业务经营情况

	2022				2022H2		2022H1	
	营业收入 (亿元)	同比	毛利率	同比	营业收入 (亿元)	毛利率	营业收入 (亿元)	毛利率
手机部件、组装及其他产品	988.15	14.3%	6.1%	-1.52pct	577.45	6.1%	410.70	6.1%
汽车、汽车相关产品及其他产品	3246.91	151.8%	20.4%	3.69pct	2,154.24	22.5%	1092.67	16.3%
其他	5.54				2.84		2.70	
合计	4240.60	65.7%			2,734.53		1,506.07	

- ◆ **归母净利同增303%、业绩符合市场预期。** 公司22年营收60亿，同增192%，归母净利13亿，同增303%，扣非净利13亿元，同增319%，毛利率35%，同增5pct；其中Q4营收24.45亿，环增43%；归母净利6亿，环增65%，毛利率38%，环增3pct，业绩与业绩快报基本一致，符合市场预期。
- ◆ **全年出货同增127%、单位利润表现亮眼。** 公司22年出货3.5GWh，同增127%，其中Q4出货1.3GWh，环增30%。我们预计公司23年全年出货7GWh，同比翻倍，其中Q1受欧洲客户去库存影响，公司出货预计环降20%左右。盈利方面，公司22年单位价格1.91元/Wh（含税），单位成本1.11元/Wh，单位盈利0.36元/Wh，接近翻倍增长，其中Q4扣非净利0.47元/Wh，若加回激励费用，则单Wh净利达0.5元，环增25%+。23年原材料价格下行，但传导存在时滞，一季度盈利预计维持高位，全年售价预计随碳酸锂跌价小幅下降，单位盈利预计维持0.35元/Wh左右，同比微降。
- ◆ **23年户储行业维持高增、公司大储及工商业储能开始起量。** 海外能源价格依然较高，随着户储系统降价，经济性依然显著，我们预计23年全球户储增速50-60%，其中欧洲地区增速60-70%，欧洲经销商22年年底备有较多库存，随着Q1库存逐步消化完毕，Q2进入旺季，预计需求拉动明显。公司23年户储日本、美国市场顺利推进，且预计大储及工商业储能均将贡献增量，其中工商业出货占比预计从5%提升至10-15%，大储1GWh产能投产开始出货，同时积极布局新技术，预计钠电池23H2开始批量出货。
- ◆ **盈利预测与投资评级：** 由于下游需求增速不及预期，我们下修公司23-25年归母净利预测至25/34/45亿（原23-24年预测：28 /38.7亿元），同比+96.5%/36%/33%，给予23年28xPE，目标价398.72元，“买入”评级。
- ◆ **风险提示：** 储能政策支持力度下降，竞争加剧导致产品价格下降。

表：派能科技分季度业绩情况

	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1
营业收入(百万)	2,444.7	1,714.9	1,039.4	814.2
-同比	218.40%	179.71%	145.08%	216.18%
毛利率	38.39%	35.60%	30.19%	27.50%
归母净利润(百万)	627.8	381.3	162.3	101.3
-同比	869.33%	295.72%	69.76%	70.45%
归母净利率	25.68%	22.23%	15.62%	12.44%
扣非归母净利润(百万)	615.2	380.4	166.20	99.03
-同比	948.38%	305.67%	82.99%	72.69%
扣非归母净利率	25.16%	22.18%	15.99%	12.16%

- ◆ **2022年归母净利润31.04亿元，同比增长77.53%，处于业绩预告中值偏下，基本符合市场预期。** 2022年公司营收154.64亿元，同比增长71.90%；归母净利润31.04亿元，同比增长77.53%；扣非净利润29.59亿元，同比增长78.25%；22年毛利率为35.66%，同比增加0.01pct；净利率为21.5%，同比增加1.68pct。公司此前预告2022年全年归母净利润30.5-32亿元，业绩处于预告中值偏下，基本符合市场预期。
- ◆ **Q4负极出货环增10%，盈利水平环比略降，23Q1低点将现，整体盈利仍远超行业。** 我们预计22Q4公司负极出货4.5-4.6万吨，环增20%左右，22年全年出货13.9万吨，同增43%。公司积极扩产，四川一期10万吨我们预计23年下半年投产，我们预计公司23年负极出货20万吨+，同增50%。盈利方面，公司负极均价5.48万元/吨（不含税），单位盈利1.1万元/吨+（含石墨化），其中Q4受石墨化降价影响，公司均价下降15%左右，负极单吨净利0.9万元/吨（含石墨化），环降约20%。目前石墨化价格基本跌至近底部1.2-1.5万元/吨，负极重新议价，但公司主打高端产品，享受技术溢价，叠加23年石墨化自供比例有望提升至80%+，我们预计单吨净利可维持0.9万元/吨左右，仍明显好于行业，其中23Q1受高价石墨化库存影响，我们预计盈利触底，低点将现。
- ◆ **涂覆膜出货高增长，23年基膜预计开始贡献利润。** 公司22年涂覆膜出货43.4亿平，同比翻倍增长，其中我们预计22Q4涂覆出货14亿平左右，环增20%左右，公司22年年底产能达60亿平，且广东卓高我们预计23年年末逐步投产，我们预计23年有望出货60亿平+，同增50%；盈利方面，公司22年涂覆膜售价0.96元/平左右（含税），单平净利我们预计0.2-0.25元/平，我们测算22Q4隔膜单平净利0.2元/平，基本维持稳定，23年单平净利预计可维持。此外公司四川卓勤4亿平基涂一体化投产，正处于产品认证和逐步批量出货阶段，二期9.6亿平我们预计24年建成投产，23年我们预计基膜出货4-5亿平，开始贡献利润。
- ◆ **盈利预测与投资评级：** 考虑到负极行业竞争加剧，我们下修公司23-25年归母净利至40.13/52.43/69.47亿元（原预期23/24年归母净利42.26/57.14亿元），同增29%/31%/32%，考虑公司为负极行业龙头，给予23年30x，目标价86.7元，维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示：** 销量不及预期，盈利水平不及预期

表：璞泰来分业务经营情况（亿元）

	2022年				2022H2			2022H1
	营业收入	同比	毛利率	同比	营业收入	环比	同比	营业收入
负极材料	76.50	49.2%	25.9%	-3.6%	44.46	38.76%	66.20%	32.04
石墨化	16.98	68.2%	23.7%	-10.7%	10.47	60.84%		6.51
锂电设备（含内部销售）	24.01	75.6%	26.8%	0.3%	13.55	29.53%	35.49%	10.46
隔膜及涂覆加工	36.86	67.9%	45.7%	5.8%	21.07	33.45%	62.09%	15.79
PVDF	18.34	310.2%	35.7%	7.4%	7.30	-33.87%		11.04
铝塑膜	2.13	50.6%	19.3%	9.5%	1.22	33.68%	50.19%	0.91

5、投资建议与风险提示

投资建议：强烈推荐电动车板块！

◆ **投资建议：**首推盈利确定的电池环节及盈利趋势稳健的中游材料龙头，PET铜箔和纳电等新方向。第一条主线首推Q2盈利拐点叠加储能加持的电池，**龙头宁德时代、亿纬锂能、比亚迪、派能科技、鹏辉能源**，关注**欣旺达、国轩高科、蔚蓝锂芯**；第二条为持续紧缺，盈利稳定的龙头：结构件（**科达利**），隔膜（**恩捷股份、星源材质**），添加剂（**天奈科技**），前驱体（**中伟股份**），铝箔（**鼎胜新材**）；第三条为盈利下行但估值底部的电解液（**天赐材料、新宙邦**），三元（**容百科技、华友钴业、当升科技**，关注**长远锂科、厦钨新能**），铁锂（**德方纳米、万润新能**，关注**龙蟠科技、富临精工**），负极（**璞泰来、杉杉股份、贝特瑞、信德新材、尚太科技**，关注**中科电气**），**勃姆石（壹石通）**，铜箔（**嘉元科技、诺德股份**）；第四为价格维持高位低估值的锂（关注**天齐锂业、赣锋锂业**等）。

表 相关公司估值表（截至2023年4月24日股价）

	证券代码	名称	总市值 (亿元)	股价	归母净利润 (亿元)			PE			评级	总股本 (亿股)	来源
					2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E			
电池	300750.SZ	宁德时代	9,693	397	307.3	464.2	632.0	32	21	15	买入	24.42	东吴
	002594.SZ	比亚迪	7,379	253	166.2	257.4	336.9	44	29	22	买入	29.11	东吴
	300014.SZ	亿纬锂能	1,269	62	35.1	63.5	90.6	36	20	14	买入	20.46	东吴
	002245.SZ	蔚蓝锂芯	145	13	4.5	7.8	11.8	32	19	12	买入	11.52	东吴
	688063.SH	派能科技	387	220	12.7	25.0	34.0	30	15	11	买入	1.76	东吴
	300438.SZ	鹏辉能源	231	50	6.7	13.4	20.2	35	17	11	买入	4.61	东吴
隔膜	002812.SZ	恩捷股份	944	106	40.0	55.2	72.1	24	17	13	买入	8.92	东吴
	300568.SZ	星源材质	222	17	7.4	13.1	18.7	30	17	12	买入	12.82	东吴
	603799.SH	华友钴业	797	50	40.3	80.8	121.4	20	10	7	买入	15.99	东吴
正极	300919.SZ	中伟股份	416	62	15.4	25.1	35.4	27	17	12	买入	6.71	东吴
	300769.SZ	德方纳米	344	198	23.8	20.1	28.3	14	17	12	买入	1.74	东吴
	688275.SH	万润新能	148	174	13.2	18.2	21.4	11	8	7	买入	0.85	东吴
	688005.SH	容百科技	293	65	13.5	17.1	22.4	22	17	13	买入	4.51	东吴
	688707.SH	振华新材	161	36	12.8	13.1	16.5	13	12	10	买入	4.43	东吴
	300073.SZ	当升科技	278	55	22.6	18.9	23.3	12	15	12	买入	5.07	东吴
	301358.SZ	湖南裕能	328	43	29.5	22.6	30.0	11	15	11	买入	7.57	东吴
负极	603659.SH	璞泰来	702	50	31.0	40.1	52.4	23	18	13	买入	13.91	东吴
	600884.SH	杉杉股份	358	16	27.1	33.3	40.1	13	11	9	买入	22.64	东吴
	300035.SZ	中科电气	110	15	6.6	11.2	15.5	17	10	7	买入	7.23	东吴
	835185.BJ	贝特瑞	311	42	23.1	32.8	43.6	13	9	7	买入	7.37	东吴
	001301.SZ	尚太科技	175	68	12.9	15.2	21.8	14	12	8	买入	2.60	东吴
	301349.SZ	信德新材	57	83	2.0	3.1	4.5	29	18	13	买入	0.68	东吴
电解液	002709.SZ	天赐材料	783	41	57.1	48.5	63.2	14	16	12	买入	19.27	东吴
	300037.SZ	新宙邦	380	51	17.6	14.1	20.3	22	27	19	买入	7.46	东吴
结构件	002850.SZ	科达利	301	128	9.0	15.0	21.4	33	20	14	买入	2.35	东吴
导电剂	688116.SH	天奈科技	125	54	4.2	4.5	6.4	29	28	20	买入	2.33	东吴
铜箔	688388.SH	嘉元科技	120	39	6.4	9.6	13.0	19	12	9	买入	3.04	东吴
	600110.SH	诺德股份	127	7	4.3	6.5	8.8	29	19	14	买入	17.46	东吴
铝箔	603876.SH	鼎胜新材	177	36	14.0	15.1	18.2	13	12	10	买入	4.90	东吴

- ◆ **价格竞争超市场预期：**18年至今新能源汽车市场迅速发展，市场竞争日趋激烈。动力电池作为新能源汽车核心部件之一，吸引众多投资者通过产业转型、收购兼并等方式参与市场竞争，各大厂商产能扩大迅速，市场竞争十分激烈，市场平均价格逐年走低，压缩了公司的盈利水平。
- ◆ **原材料价格不稳定，影响利润空间：**原材料成本在整体成本中占比较高，原材料价格波动将会直接影响各板块的毛利水平。
- ◆ **投资增速下滑：**各板块投资开始逐渐放缓，对行业发展和核心技术的突破有直接影响。
- ◆ **疫情影响：**疫情影响海外需求不稳定因素。

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园