

国金证券研究所

分析师：陈传红（执业 S1130522030001） 联系人：胡媛媛

chenchuanhong@gjzq.com.cn

huyuan@gjzq.com.cn

海外电池厂 2Q23 业绩总结：

IRA 补贴效应体现，北美扩产力度加大

核心要点：

2Q23 海外电池厂业绩：收入同比高增，利润环比改善。 1) 电池业务营收：2Q23，海外电池厂电池业务营收同比均有增长，其中 SKI/LGES 同比+187.0%/+73.0%，主要系北美出货增加、新工厂生产效率提升等。受消费及储能需求疲软影响，松下营收环比-6.4%。2) 电池业务盈利：2Q23，松下/三星 SDI/SKI 营业利润率分别为 12.4%/7.4%/-3.56%，环比提升主要系 IRA 补贴被计入利润，同时下游需求向好提升电池产销量。LGES 受原材料库存消耗滞后、通用汽车召回等影响，成本短期增加，利润环比-27.2%，利润率下滑至 5.3%。3) 隔膜业务：2Q23，SKI 隔膜业务实现营收 2.93 亿元，营业利润为-0.006 亿元，营业利润率为-0.19%。隔膜利润同比+99.9%，环比+97.5%，主要系大客户销量增加，亏损情况环比改善。

松下、LGES、SKI 将 IRA 补贴计入 2Q23 财报利润。 根据海外电池厂财报及公开交流，2Q23，LGES/松下/SKI 获 IRA 补贴电池预计分别为 2.44/9.40/2.86GWh，预计分别计入 0.85/1.94/1.29 亿美元利润补贴。根据测算，2Q23，LGES/松下/三星 SDI/SKI 单 Wh 电池盈利分别为 0.102/0.139/0.356/-0.001 元，其中 IRA 补贴单 Wh 预计分别贡献 0.025/0.127/0/0.105 元，贡献利润弹性为 24%/92%/0%/125%。

46 系大圆柱电池进展顺利，24-25 年放量在即。 1) LGES：1H23 大圆柱电池出货高增，计划在韩国梧仓构建 4680 产线（规划 21&46 系圆柱电池 15GWh），计划于 2H24 投产。2) 松下：预计 24 年 3 月在和歌山工厂量产 4680 电池，更高能量密度电池技术将被应用。3) 三星 SDI：46 系电池 1H23 进展超预期，计划最早于 2H23 向客户送样，同时在马来西亚顺利扩建圆柱电池产线。

海外电池厂在美持续扩产，国产供应链利润弹性可期。 截至 2Q23，LG/SKI/SDI/松下在美规划产能分别为 249/186/117/104GWh，其中 LG/SKI/松下 23 年税收抵免对应电池产能预计为 15-20/10-15/36GWh；23-25 年，IRA 预计带来累计税收抵免对于 SKI/松下分别为 210/84 亿元。

1. LGES：公司 23 年在美国产能持续爬坡中，预计 24、25 年进一步释放。供应链向资源端延伸，其中正极、负极材料部分自供&实现本土化生产，隔膜、电解液等中国供应商份额逐步提升。国内核心供应商为当升科技、璞泰来、新宙邦、恩捷股份等，预计 25 年受益于 LGES 在美国产能贡献业绩弹性分别为 45.2%/17.8%/17.4%/11.6%。
2. 松下：供应链以日本本土供应商为主，负极、隔膜环节逐步转向中国供应商。国内核心供应商为芳源股份、贝特瑞、新宙邦、恩捷股份等，预计 25 年受益于松下在美国产能贡献业绩弹性分别为 27.7%/8.0%/6.6%/1.8%。
3. 三星 SDI：负极、电解液以中国供应商为主，近几年国内正极供应商份额逐步提升，星源材质为公司干法隔膜主供应商。国内核心供应商为当升科技、贝特瑞、星源材质、恩捷股份等，预计 25 年受益于三星 SDI 在美国产能贡献业绩弹性分别为 20.1%/4.9%/4.6%/3.8%。
4. SKI：公司供应链体系相对封闭，部分材料（隔膜）实现自供，负极、电解液等以本土供应商为主。国内核心供应商为当升科技、杉杉股份、贝特瑞、新宙邦等，预计 25 年受益于 SKI 在美国产能贡献业绩弹性分别为 20.4%/6.9%/0.9%/3.6%。

投资逻辑：

国内材料商加快北美布局，有望受益于 IRA 政策红利。根据 IRA 现已颁布法案，对于电池组件要求从 23 年开始，包括正负极、隔膜、电解液、电芯和模块等应有 50%以上在北美制造或组装，到 29 年，适用比例将逐步提高到 100%。我们认为，在美国已有产能布局电池材料企业将有机会获得 IRA 法案红利，同时规避一定地域限制风险，重点推荐在美已有产能规划供应商包括恩捷股份、宁德时代、新宙邦、天赐材料、东山精密等。

风险提示：

汽车消费需求不及预期，海外电池厂扩产规划不及预期，中美摩擦加剧风险。

内容目录

一、2023 海外电池厂业绩总结：IRA 补贴效应体现，北美扩产力度加大.....	3
1.1 海外电池厂业绩总结：装机总量环比提升，IRA 贡献超额利润.....	3
1.2 IRA 法案：补贴效应逐步体现，推动北美产能扩张.....	3
二、海外电池厂电池材料供应链分析.....	5
2.1 供应链分析：海外电池厂在美持续扩产，国产供应链利润弹性可期.....	5
2.2 国内材料商加快北美布局，有望受益于 IRA 政策红利.....	7
三、具体电池厂业绩总结.....	8
3.1 LGES：Q2 盈利环比承压，梧仓 46 系电池产线有望于 2H24 投产.....	8
3.2 松下：动力电池业绩亮眼，IRA 推动营利提升.....	9
3.3 三星 SDI：Q2 营收稳步增长，固态电池进展超预期.....	10
3.4 SKI：电池/隔膜业务营利改善，AMPC 补贴有望扩大.....	11
四、风险提示.....	12

图表目录

图表 1：海外电池厂 2Q23 装机量汇总 (GWh)	3
图表 2：海外电池厂 2Q23 业绩汇总 (亿元人民币)	3
图表 3：IRA 高端制造生产税收抵免 AMPC (2023 年)	4
图表 4：海外电池厂 IRA 补贴影响测算 (2Q23；亿美元)	4
图表 5：海外电池厂单 Wh 盈利结构拆分 (2Q23；元)	5
图表 6：海外电池厂在美产能规划&预期 AMPC (2023 年)	5
图表 7：海外电池厂在美供应链需求测算 (22A-25E)	6
图表 8：海外电池厂在美产能对应国内供应链弹性测算 (23-25E；亿元)	6
图表 9：国内材料厂美国建厂规划 (2023 年)	7
图表 10：LGES 电池产能规划及新增产能 (22A-27E；GWh)	8
图表 11：LGES 电池产能规划 (22A-27E；GWh)	8
图表 12：松下电池产能规划及新增产能 (22A-27E；GWh)	9
图表 13：松下电池产能规划 (22A-27E；GWh)	10
图表 14：三星 SDI 电池产能规划及新增产能 (22A-27E；GWh)	10
图表 15：三星 SDI 电池产能规划 (22A-27E；GWh)	11
图表 16：SKI 电池产能规划及新增产能 (22A-27E；GWh)	12
图表 17：SKI 电池产能规划 (22A-27E；GWh)	12

一、2Q23 海外电池厂业绩总结：IRA 补贴效应体现，北美扩产力度加大

1.1 海外电池厂业绩总结：装机总量环比提升，IRA 贡献超额利润

装机量环比提升，市占率小幅下滑。据 SNE 发布数据显示，2Q23 海外电池厂 LGES/松下/三星 SDI/SKI 装机量分别为 24.8/10.9/6.1/8.8GWh，同比分别增长 62.1%/41.6%/10.9%/25.7%，环比分别变动 28.5%/-8.4%/-6.2%/23.9%。整体看，2Q23 海外电池厂装机份额下滑，但装机量均呈现增长趋势；LGES 受益于特斯拉 Model3/Y、大众 ID.3/4、福特 Mustang Mach-E 等全球畅销车型销售利好，装机 24.8GWh，位列全球第三；松下为特斯拉北美车型主要供应商，得益于 ModelY 销量强劲，实现装机 10.9GWh，位列全球第四；SK on 凭借现代 ionic5、起亚 EV6、奔驰 EQA/B 等强劲销量，装机 8.8GWh，位列全球第五；SDI 受益于宝马 i4/7/X、奥迪 E-Tron 销量持续增长，装机 6.1GWh，位列全球第七。

2Q23 市占率看，LGES/松下/三星 SDI/SKI 分别为 14.5%/6.4%/3.6%/5.1%，松下、三星 SDI、SKI 份额均有所下滑。海外电池厂 2Q23 装机量同环比增速、市占率提升幅度均不及宁德时代。

图表1：海外电池厂 2Q23 装机量汇总 (GWh)

电池厂	2Q23 (GWH)	2Q22 (GWH)	1Q23 (GWH)	YOY	QOQ	2Q23 市占率	2Q22 市占率	YOY (PCTS)
SK ON	8.8	7.0	7.1	25.7%	23.9%	5.1%	6.5%	-1.4%
松下	10.9	7.7	11.9	41.6%	-8.4%	6.4%	7.2%	-0.8%
三星 SDI	6.1	5.5	6.5	10.9%	-6.2%	3.6%	5.1%	-1.6%
LGES	24.8	15.3	19.3	62.1%	28.5%	14.5%	14.3%	0.2%
宁德时代	65.4	37.4	46.6	74.9%	40.3%	38.2%	35.0%	3.3%
总装机量	171.2	107.0	133.1	60.0%	28.6%	100.0%	100.0%	/

来源：SNE research，国金证券研究所

IRA 补贴助力利润环比高增。1) 电池业务营收：2Q23，海外电池厂电池业务营收同比均有增长，其中 SKI/LGES 同比 +187.0%/+73.0%，主要系北美出货增加、新工厂生产效率提升等。受消费及储能需求疲软影响，松下营收环比-6.4%。2) 电池业务营业：2Q23，松下/三星 SDI/SKI 营业利润率分别为 12.4%/7.4%/-3.56%，环比提升主要系 IRA 补贴被计入利润，同时下游需求向好提升电池产销量。LGES 受原材料库存消耗滞后、通用汽车召回等影响，成本短期增加，利润环比-27.2%，利润率下滑至 5.3%。3) 隔膜业务：2Q23，SKI 隔膜业务实现营收 2.93 亿元，营业利润为-0.006 亿元，营业利润率为-0.19%。隔膜利润同比+99.9%，环比+97.5%，主要系大客户销量增加，亏损情况环比改善。

图表2：海外电池厂 2Q23 业绩汇总 (亿元人民币)

项目	单位	宁德时代	LGES	松下	三星 SDI	SKI
总营收	亿元人民币	1002.08	491.34	1014.85	327.07	1048.72
YOY	%	67.50%	73.0%	2.8%	23.2%	-5.9%
QOQ	%	12.54%	0.3%	3.3%	9.1%	-2.2%
电池营收	亿元人民币	1002.08	491.34	119.2	295.13	206.98
YOY	%	67.50%	73.0%	4.7%	29.4%	187.0%
QOQ	%	12.54%	0.3%	-6.4%	9.8%	11.8%
电池业务营业利润	亿元人民币	108.97	25.8	15.1	21.73	-0.0736
电池业务营业利润率	%	10.87%	5.30%	12.40%	7.40%	-3.60%
隔膜业务营收	亿元人民币	-	-	-	-	2.93
隔膜业务营业利润	亿元人民币	-	-	-	-	-0.006
隔膜业务营业利润率	%	-	-	-	-	-0.2%

来源：各公司财报，国金证券研究所

注 1：宁德时代电池营业利润及营业利润率为其电池业务净利润及净利润率；

注 2：松下、LGES、SKI 电池业务利润&利润率考虑 IRA 当期影响；

注 3：根据各公司财报数据及 2023 年 8 月 4 日汇率折算人民币。

1.2 IRA 法案：补贴效应逐步体现，推动北美产能扩张

IRA 法案对电池厂提供税收抵免。根据海外电池厂财报及公开交流，IRA 为符合条件的电池生产商提供税收减免 (AMPC)，分别为可扣除、可返还、可转移的税收抵免途径。具体看，对于电芯环节，税收抵免为 35 美元/kWh (折合 0.245 元/Wh)，模组环节为 10 美元/kWh (折合 0.07 元/Wh)，电池整体最高可获 45 美元/kWh (折合 0.315 元/Wh) 税收抵免。

图表3: IRA 高端制造生产税收抵免 AMPC (2023 年)

环节	IRA 补贴							
电芯	35	美元/kWh	=	245	元/kWh	=	0.245	元/Wh
PACK	10	美元/kWh	=	70	元/kWh	=	0.07	元/Wh
电芯+PACK	45	美元/kWh	=	315	元/kWh	=	0.315	元/Wh

来源: 美国财政部公告, 国金证券研究所

松下、LGES、SKI 将 IRA 补贴计入 2Q23 财报利润。根据海外电池厂财报及公开交流, 2Q23, LGES/松下/SKI 分别计入 0.85/1.94/1.29 亿美元 (折合 6.1/13.9/9.2 亿元) 的利润补贴。其中, LGES、SKI 获益电池分别为 2.44/2.86GWh, 预计单位补贴为 35/45 美元/kWh, 对应补贴 0.85/1.29 亿美元 (折合 6.1/9.2 亿元) 全部计入当期利润。2Q23, 松下预计包含 36GWh 电池符合补贴条件, 补贴利润为 9.4GWh x \$35/kWh = 3.29 亿美元 (折合 23.6 亿元), 松下将补贴利润的一半直接计入总利润, 剩余一半根据 25%对应税收抵免计入总利润, 如 2Q23 松下最终计入 IRA 补贴为 3.29*(1/2)+3.29*(1/2)*25%=2.06 亿美元 (折合 14.7 亿元); 此外, 由于 2Q23 针对 IRA 补贴会计准则发生变化, 松下将 1Q23 已计入的 3.01 亿美元逐季度计提, 如 2Q23 计提约 0.119 亿美元 (折合 0.85 亿元) 利润。

图表4: 海外电池厂 IRA 补贴影响测算 (2Q23; 亿美元)

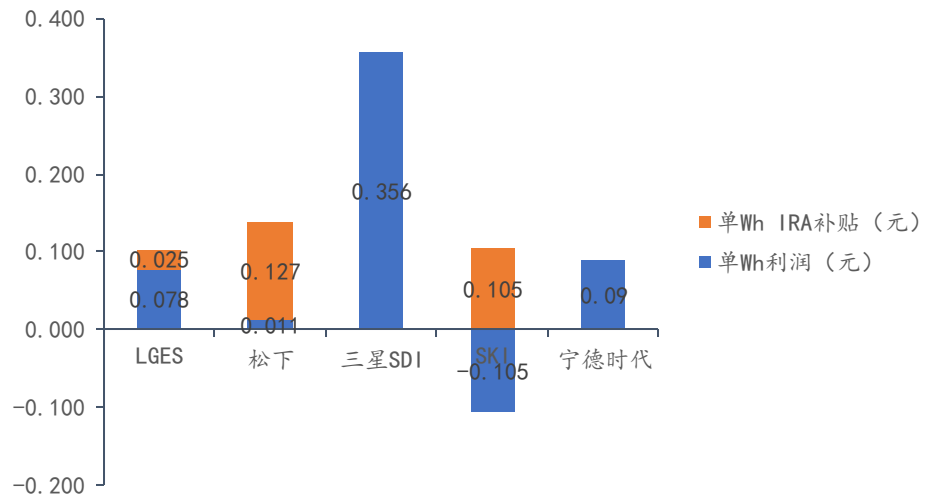
补贴电池 (GWH)	1Q23A	2Q23A	2023E
LG	2.20	2.44	15-20
SKI	/	2.86	10-15
松下	8.6	9.4	36
三星 SDI	/	/	/
补贴金额 (\$/KWH)			
LG	35	35	35
SKI	/	45	45
松下	35	35	35
三星 SDI	/	/	/
补贴总额 (亿美元)			
LG	0.7716	0.8532	6.125
SKI	/	1.285	5.625
松下	3.01	3.29	12.6
三星 SDI	/	/	/
预计计入报表利润 (亿美元)			
LG	0.7716	0.8532	6.125
SKI	/	1.285	5.625
松下	3.01	3.29/2=1.645 1.645*25%=0.41 -0.119 合计 1.936	12.6/2=6.3 6.3*25%=1.575 合计 7.875
三星 SDI	/	/	/

来源: 美国财政部公告, 国金证券研究所

注: 松下将 IRA 补贴中一半计入当期利润, 另一半按照 25%的税收抵免计入利润, 同时逐季度计提 1Q23 已计入 IRA 补贴利润 (由于会计准则变化)

根据测算, 2Q23, LGES/松下/三星 SDI/SKI/宁德时代单 Wh 电池盈利分别为 0.102/0.139/0.356/-0.001/0.09 元, 其中 IRA 补贴单 Wh 预计分别贡献 0.025/0.127/0/0.105/0 元, 贡献弹性为 24%/92%/0%/125%/0%。

图表5: 海外电池厂单 Wh 盈利结构拆分 (2Q23; 元)



来源: 各公司财报, 国金证券研究所测算

IRA 推动海外电池厂在美扩产。1) LGES: 公司在美产能规划超 200GWh, 目前拥有密歇根州的独立产能&通用合资一期产能, 但因 IRA 不确定性, 公司预计以 JV 合资工厂作为北美地区的核心生产基地。2) 松下: 公司加速在美产能建设, 其中内华达工厂产线已投入运行, 预计堪萨斯工厂将于 24-25 年投入运行。公司预计 23 年参与税收抵免电池总产能为 36GWh, 23-25 年累计税收抵免预计超 80 亿元。3) 三星 SDI: 公司与 Stellantis 计划在美建设第二家电池厂 (规划产能 34GWh, 计划 27 年投产), 在美产能规划超 100GWh。4) SKI: 公司已于 2Q23 将 IRA 补贴计入利润, 在美产能规划超 180GWh。

图表6: 海外电池厂在美产能规划&预期 AMPC (2023 年)

海外电池厂在美建设产能规划 (GWH)		23 年税收抵免电池产能 (GWH)	23-25 年累计税收抵免总额 (亿元)
LG	Michigan	26	15-20
	GM JV 103	140	
	Honda JV	40	
	Arizona	43	
SKI	佐治亚	57	10-15
	田纳西	43	
	肯塔基	86	
三星 SDI	Stellantis 合资	77	210
	通用合资	40	
松下	内华达	54	36
	堪萨斯州	50	
			81

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

46 系大圆柱电池进展顺利, 24-25 年放量在即。1) LGES: 1H23 大圆柱电池出货高增, 计划在韩国梧仓构建 4680 产线 (规划 21&46 系圆柱电池 15GWh), 计划于 2H24 投产。2) 松下: 预计 24 年 3 月在和歌山工厂量产 4680 电池, 更高能量密度电池技术将被应用。3) 三星 SDI: 46 系电池 1H23 进展超预期, 计划最早于 2H23 向客户送样, 同时在马来西亚顺利扩建圆柱电池产线。

二、海外电池厂电池材料供应链分析

2.1 供应链分析: 海外电池厂在美持续扩产, 国产供应链利润弹性可期

海外电池厂美国工厂材料需求保持高增。根据我们的测算, LGES、松下、三星 SDI、SKI 美国工厂电池需求 23/24/25 年合计约 61/102/216GWh, CAGR=62.75%, 对应正极需求 14/23/49 万吨, 负极需求 6/10/21 万吨, 隔膜需求 10/16/34 亿平米, 以及电解液需求 7/12/25 万吨。

图表7: 海外电池厂在美供应链需求测算 (22A-25E)

项目	23E	24E	25E
LGES 锂电池需求合计 (GWH) =①	21.4	45.1	96.7
正极需求(万吨)	4.9	10.3	21.9
负极需求(万吨)	2.1	4.5	9.5
隔膜需求(亿平米)	3.4	7.1	15.2
电解液需求(万吨)	2.6	5.4	11.4
松下锂电池需求合计 (GWH) =②	25.9	30.0	34.0
正极需求(万吨)	5.9	6.8	7.7
负极需求(万吨)	2.6	3.0	3.4
隔膜需求(亿平米)	4.1	4.7	5.4
电解液需求(万吨)	3.1	3.6	4.0
三星 SDI 锂电池需求合计 (GWH) =③	0.0	13.1	24.5
正极需求(万吨)	0.0	3.0	5.5
负极需求(万吨)	0.0	1.3	2.4
隔膜需求(亿平米)	0.0	2.1	3.9
电解液需求(万吨)	0.0	1.6	2.9
SKI 锂电池需求合计 (GWH) =④	14.2	14.2	60.8
正极需求(万吨)	3.3	3.2	13.8
负极需求(万吨)	1.4	1.4	6.0
隔膜需求(亿平米)	2.3	2.3	9.6
电解液需求(万吨)	1.7	1.7	7.2
主要海外电池厂需求合计 (GWH) =①+②+③+④	61.5	102.4	216.1
正极需求(万吨)	14.1	23.3	49.0
负极需求(万吨)	6.1	10.1	21.3
隔膜需求(亿平米)	9.8	16.2	34.1
电解液需求(万吨)	7.3	12.2	25.5

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

注: 海外电池厂出货需求根据公司产能规划及合理产能利用率假设。

海外电池厂在美持续扩产, 国产供应链利润弹性可期。

5. LGES: 公司 23 年在美产能持续爬坡中, 预计 24、25 年进一步释放。供应链向资源端延伸, 其中正极、负极材料部分自供&实现本土化生产, 隔膜、电解液等中国供应商份额逐步提升。国内核心供应商为当升科技、璞泰来、新宙邦、恩捷股份等, 预计 25 年受益于 LGES 在美产能贡献业绩弹性分别为 45.2%/17.8%/17.4%/11.6%。
6. 松下: 供应链以日本本土供应商为主, 负极、隔膜环节逐步转向中国供应商。国内核心供应商为芳源股份、贝特瑞、新宙邦、恩捷股份等, 预计 25 年受益于松下在美产能贡献业绩弹性分别为 27.7%/8.0%/6.6%/1.8%。
7. 三星 SDI: 负极、电解液以中国供应商为主, 近几年国内正极供应商份额逐步提升, 星源材质为公司干法隔膜主供应商。国内核心供应商为当升科技、贝特瑞、星源材质、恩捷股份等, 预计 25 年受益于三星 SDI 在美产能贡献业绩弹性分别为 20.1%/4.9%/4.6%/3.8%。
8. SKI: 公司供应链体系相对封闭, 部分材料(隔膜)实现自供, 负极、电解液等以本土供应商为主。国内核心供应商为当升科技、杉杉股份、贝特瑞、新宙邦等, 预计 25 年受益于 SKI 在美产能贡献业绩弹性分别为 20.4%/6.9%/0.9%/3.6%。

图表8: 海外电池厂在美产能对应国内供应链弹性测算 (23-25E; 亿元)

公司	材料	供应商	在美电池贡献收入			在美电池贡献利润			收入弹性			利润弹性		
			23E	24E	25E	23E	24E	25E	23E	24E	25E	23E	24E	25E
			单位: 亿元			单位: 亿元			单位: %			单位: %		

LGES	正极	当升科技	21.1	40.7	66.3	2.7	5.2	8.4	8.9%	17.1%	27.8%	12.0%	23.2%	45.2%
	负极	璞泰来	10.0	21.2	38.0	1.6	3.4	6.1	4.5%	9.5%	17.0%	3.9%	8.3%	17.8%
	电解液	新宙邦	4.1	5.6	14.8	0.6	0.9	2.3	3.9%	5.4%	14.2%	4.0%	5.5%	17.4%
		天赐材料	4.8	6.5	17.2	1.3	1.7	4.6	1.8%	2.5%	6.7%	2.7%	3.8%	11.8%
	隔膜	恩捷股份	4.0	8.4	15.1	1.4	2.9	5.2	2.3%	4.9%	8.8%	2.5%	5.4%	11.6%
		星源材质	2.2	4.8	9.0	0.6	1.3	2.4	4.9%	10.8%	20.2%	5.0%	11.1%	24.8%
松下	正极	当升科技	25.8	27.3	28.2	3.3	3.5	3.6	10.8%	11.5%	11.8%	14.7%	15.6%	16.1%
	负极	芳源股份	29.3	33.8	38.4	0.5	0.6	0.7	52.6%	60.8%	69.0%	21.1%	24.4%	27.7%
	负极	贝特瑞	20.3	23.5	26.7	1.6	1.9	2.2	6.7%	7.8%	8.9%	6.1%	7.0%	8.0%
	电解液	新宙邦	5.3	4.0	6.7	0.8	0.6	1.0	5.1%	3.9%	6.5%	5.3%	4.0%	6.6%
	隔膜	恩捷股份	2.2	2.5	2.9	0.8	0.9	1.0	1.3%	1.5%	1.7%	1.4%	1.6%	1.8%
	正极	当升科技	0.0	20.7	35.2	0.0	2.6	4.5	0.0%	8.7%	14.8%	0.0%	11.8%	20.1%
三星SDI	负极	贝特瑞	0.0	8.7	16.3	0.0	0.7	1.3	0.0%	2.9%	5.4%	0.0%	2.6%	4.9%
	电解液	新宙邦	0.0	1.7	4.7	0.0	0.3	0.7	0.0%	1.7%	4.5%	0.0%	1.7%	4.6%
		天赐材料	0.0	3.3	9.1	0.0	0.9	2.4	0.0%	1.3%	3.5%	0.0%	1.9%	5.3%
	隔膜	恩捷股份	0.0	3.2	6.0	0.0	1.1	2.1	0.0%	1.9%	3.5%	0.0%	2.1%	3.8%
		星源材质	0.0	1.0	2.0	0.0	0.3	0.5	0.0%	2.3%	4.4%	0.0%	2.3%	4.6%
	正极	当升科技	10.1	9.2	35.8	1.3	1.2	4.6	4.2%	3.9%	15.0%	5.7%	5.3%	20.4%
SKI	负极	杉杉股份	6.4	5.9	22.8	0.6	0.5	2.1	2.7%	2.5%	9.6%	1.9%	1.8%	6.9%
		贝特瑞	0.7	0.7	2.9	0.1	0.1	0.2	0.2%	0.2%	1.0%	0.2%	0.2%	0.9%
	电解液	新宙邦	1.2	0.8	3.7	0.2	0.1	0.6	1.1%	0.7%	3.5%	1.2%	0.8%	3.6%

来源：ifind一致预期，国金证券研究所测算

注：表内公司收入、利润弹性计算涉及数据取自2023年7月22日ifind一致预期

2.2 国内材料商加快北美布局，有望受益于IRA政策红利

国内材料商加快北美布局，有望受益于IRA政策红利。根据IRA现已颁布法案，对于电池组件要求从23年开始，包括正负极、隔膜、电解液、电芯和模块等应有50%以上在北美制造或组装，到29年，适用比例将逐步提高到100%。我们认为，在美国已有产能布局电池材料企业将有机会获得IRA法案红利，同时规避一定地域限制风险，重点推荐在美已有产能规划供应商包括恩捷股份、宁德时代、新宙邦、天赐材料、东山精密等。

图9：国内材料厂美国建厂规划（2023年）

厂商	地点	时间	项目	产品	产能	投资额
恩捷股份	美国俄亥俄州	2022.05	锂电池隔膜	基膜、功能性涂布膜	10-12亿平米	9.16亿美元
宁德时代	美国密歇根州	2022.02	动力电池	磷酸铁锂动力电池	35GWh	35亿美元
新宙邦	美国	2022.08	锂电池材料	碳酸酯溶剂和锂离子电池电解液	10万吨碳酸酯溶剂、5万吨锂离子电池电解液、联产5万吨乙二醇	2.45亿美元
	美国俄亥俄州	2023.06	电池化学品	锂离子电池电解液	-	不超过1.2亿美元
天赐材料	美国	2023.01	设立全资美国公司	锂电池材料	-	不超过2.6亿元
东山精密	美国	2023.01	电芯结构件	金属冲压件	产值4000-5000万美元，未来有望达1-2亿美元	不超过5300万美元

来源：各公司公告，国金证券研究所

三、具体电池厂业绩总结

3.1 LGES: Q2 盈利环比承压, 梧仓 46 系电池产线有望于 2H24 投产

7月27日, LGES 发布 2Q23 业绩。公司实现营收 491.34 亿元(已折合 RMB, 下同), 同比+73.0%, 环比+0.3%; 毛利率 15.2%, 同比-3pct, 环比+0.4pct; 营业利润 25.4 亿元, 同比+135%; 营业利润率 5.2%, 同比+1.3pct, 环比-2pct; 净利率 5.3%, 同比+3.5pct, 环比-1.1pct。

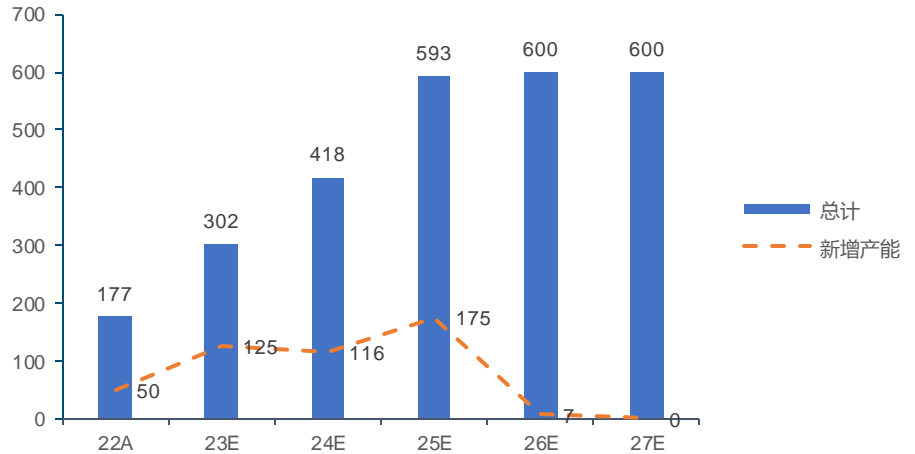
业绩总结: 1) 收入: 同比高增 73.0%, 环比微增, 主要系北美出货量增加、欧洲市场对 EV 需求减少&销售额承压、上半年金属价格下跌影响电池 ASP。2) 利润: Q2 盈利能力环比下滑, 主要系原材料库存消耗滞后导致费用成本短期增加, 此外因电池质量问题, 公司承担通用汽车召回成本。

IRA 税收抵免: 1) 2Q23 公司 IRA 税收抵免 6.2 亿元(1Q23 为 5.3 亿元), 扣除 IRA 补贴, Q2 营业利润率为 4%。公司通过在北美地区进行扩产, 积极与客户展开合作, 实现双赢局面, 预计税收抵免将逐步增加。2) 因 IRA 不确定性, 公司中断部分工厂建设, 目前计划以 JV 作为北美地区的核心生产基地。

4680 电池: 1H23 公司大圆柱电池出货高增, 同时公司计划在梧仓构建 4680 电池产线(据产业链调研, 梧仓规划 21&46 系圆柱电池 15GWh), 计划于 2H24 投产。

产能建设: 23 年下半年 LGES 将在韩国梧仓建设 4680 产线, 并将南京的储能产线转为 LFP, 通过与 OEM 的具体合作扩大产能。

图表10: LGES 电池产能规划及新增产能 (22A-27E; GWh)



来源: LG 财报及公告, 国金证券研究所

图表11: LGES 电池产能规划 (22A-27E; GWh)

基地	电池类型	22A	23E	24E	25E	26E	27E
韩国-梧仓	动力、储能、消费	6	6	6	6	6	6
韩国-忠北清州		22	22	22	22	22	22
中国-南京工厂合计(南京一厂、南京二厂、南京老厂)	动力、储能、消费	54	104	124	144	144	144
中国-江苏无锡合资		10	10	10	10	10	10
印尼-现代合资	动力				12	12	12
波兰-弗罗茨瓦夫	动力	70	90	100	105	105	105
加拿大-Stellantis 合资	动力		15	40	45	52	52
德国-组尔茨巴赫							
澳大利亚-墨尔本							
非美合计		162	247	302	344	351	351
美国密歇根州	动力、储能	6	6	16	26	26	26
美国亚利桑那	磷酸铁锂软包电池			10	16	16	16
美国丰田亚利桑那	LFP				27	27	27
美国通用俄亥俄州	动力	9	45	45	45	45	45

基地	电池类型	22A	23E	24E	25E	26E	27E
美国通用田纳西州	动力		4	45	45	45	45
美国通用密歇根州	动力				50	50	50
美国丰田俄亥俄州					40	40	40
美国合计		15	55	116	249	249	249
总计		177	302	418	552	559	559
新增产能		50	125	116	134	7	0

来源：LG 财报及公告，国金证券研究所

下半年经营策略：1) 在韩国梧仓建设 4680 产线，将南京的储能产线转为 LFP，通过细分市场（如高压中镍、富锰、LFP）提升产品竞争力。2) 通过与 OEM 的具体合作扩大产能并建立智能工厂，顺利执行新项目的产能扩张。如现代汽车公司在北美的合资公司，通过加速智能工厂的采用，追求早期的全球运营稳定性。3) 扩大全球供应链，开展系统化电池回收业务。稳定供应具有成本竞争力的金属原料，实现供应链的本地化，通过在全球各生产基地建立闭环系统，确保电池回收和再利用的领先市场地位。

3.2 松下：动力电池业绩亮眼，IRA 推动营利提升

7 月 31 日，松下发布 2024 财年第一季度业绩。公司整体实现营收 1014.85 亿元，同比+2.8%，环比+3.3%；营业利润 45.2 亿元，同比+41.9%，环比+66.2%；营业利润率 4.45%，同比+1.2pct，环比+1.7pct。

汽车业务：汽车业务实现营收 170.5 亿元，营业利润 2.8 亿元，营业利润率 1.67%。1) 营收：2Q 同比+26.5%，环比-4.9%，主要系 2Q22 上海封城影响，2Q23 汽车生产同比复苏；2) 营利：2Q 同比+146.3%，环比-61.9%，主要系固定成本提升、材料费用上涨，但销售额增加。

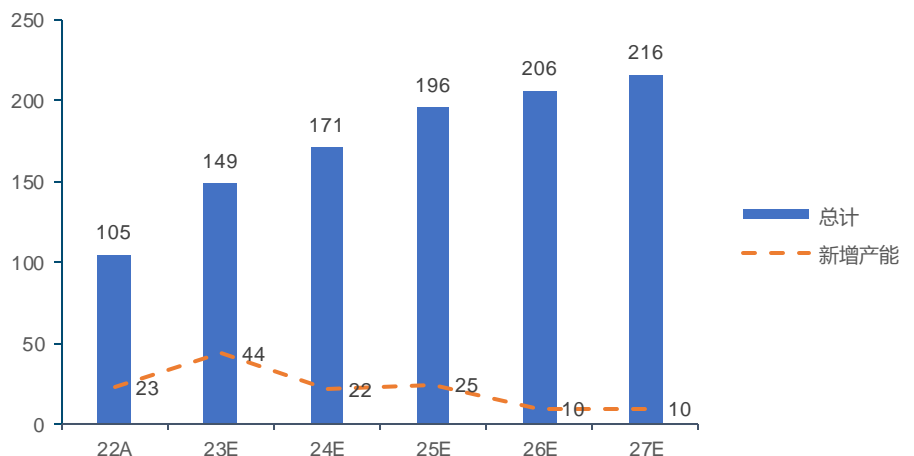
电池业务：电池业务实现营收 119.2 亿元，其中动力电池实现营收 85.1 亿，储能/消费电池实现营收 33.4 亿元，营业利润 15.1 亿元，营业利润率 12.37%。1) 营收：2Q 同比+4.7%，环比-6.4%，主要系电车动力电池需求持续增长，动力电池生产率提高，但储能/消费电池市场疲软；2) 营利：2Q 同比+81.0%，环比+586.1%，主要系电车动力电池销量增加、IRA 税收抵免提升，但储能/消费电池销量下降。

IRA 税收抵免：1) 2Q23，公司计入 268 亿日元的净利润作为 IRA 税收抵免。公司与客户磋商补贴分配方案，预计 FY3/24 期间对公司净利润影响约为 1000 亿日元；2) 公司预计适用 AMPC 补贴；3) 公司加速在美产能建设，预计内华达工厂、堪萨斯工厂将分别获得约 13 亿、10 亿日元的补贴。

增长空间：1) 公司预计 FY3/25 量产 4680 电池，并在堪萨斯工厂生产 2170 电池；2) 公司与 Nexeon 签署硅负极采购协议，积极与 Mazda、Subaru 商讨建立长期合作关系；3) IRA 补贴推动营利提升，部分补贴金额用于投资。

产能规划：公司与特斯拉已有 38GWh 美国本土产能，23 年后将扩大其原有产能，目前公司在美总产能规划为 106GWh

图表 12：松下电池产能规划及新增产能（22A-27E；GWh）



来源：松下财报及公告，国金证券研究所

图表13: 松下电池产能规划 (22A-27E; GWh)

基地	电池类型	22A	23E	24E	25E	26E	27E
Suminoe 大阪	动力、储能、消费	10	10	10	10	10	10
Kasai/加西	动力、储能、消费						
Himeji/姬路	动力、储能、消费						
Sumoto/州本	动力、储能、消费						
和歌山			8	10	10	10	10
丰田合资德岛		10	10	10	10	10	10
辽宁大连	动力	12	12	12	12	12	12
江阴1期		10	10	10	10	10	10
江阴2期		5	10	10	10	10	10
江阴3期				5	10	10	10
江苏苏州		5	5	5	10	10	10
江苏无锡	动力、储能	15	20	25	30	30	30
非美合计		67	85	97	112	112	112
美国内华达	动力、储能	38	54	54	54	54	54
美国堪萨斯州			10	20	30	40	50
美国合计		38	64	74	84	94	104
总计		105	149	171	196	206	216
新增产能		23	28	22	25	10	10

来源: 松下财报及公告, 国金证券研究所

3.3 三星 SDI: Q2 营收稳步增长, 固态电池进展超预期

7月27日, 三星 SDI 发布 2Q23 业绩。公司整体实现营收 327 亿元, 同比+23.2%, 环比+9.1%; 营业利润 25.21 亿元, 同比+4.9%, 环比+19.9%; 营业利润率 7.7%, 同比-1.3pct, 环比+0.7pct; 其中电池板块营收 295 亿元, 同比+29.4%, 环比+9.8%; 营业利润 21.73 亿元, 同比+58.5%, 环比+22.7%; 营业利润率 7.4%, 同比+1.4pct, 环比+0.8pct。

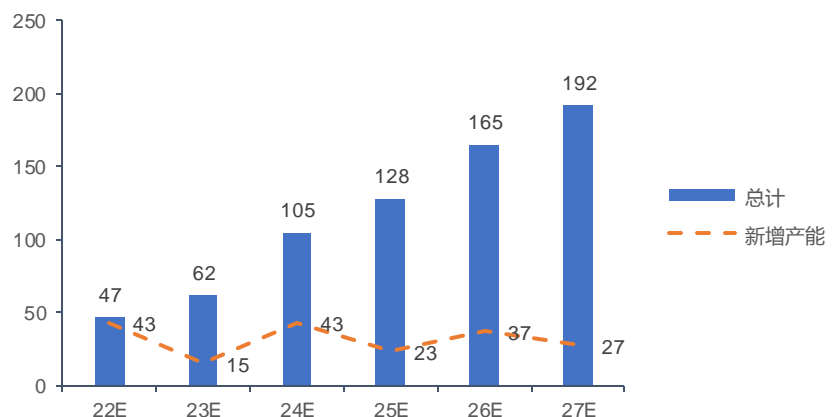
业绩总结。公司电池业绩营收、营业利润同环比增长受益于: 1) OEM 加速汽车电气化; 2) 主要客户的 P5 电池订单稳定; 3) 储能电池销量在淡季后有所扩大。

IRA 税收抵免: 1) 公司计划向自由贸易国采购金属原材料, 因 IRA 不确定性, 公司将继续评估建立本地供应链的可能。2) 公司与 Stellantis 计划在美建设第二家电池厂 (规划产能 34GWh, 计划 27 年投产), IRA 税收抵免有望提升

46 系/固态电池/LFP 电池: 1) 1H23 公司 46 系电池进展良好, 计划 2H23 向客户送样, 圆柱电池产线扩建顺利; 2) 公司已经完成固态电池试生产线建设, 计划 2H23 向客户送样; 3) 公司正积极开发 LFP 电池。

产能建设: 三星 SDI 和通用汽车已达成协议, 计划在美国成立一家电池制造合资企业, 投资额超 30 亿美元, 计划建成超 30GWh 产能, 将从 2026 年开始生产下一代方形电池和圆柱电池。

图表14: 三星 SDI 电池产能规划及新增产能 (22A-27E; GWh)



来源: 三星 SDI 财报及公告, 国金证券研究所

图表15: 三星 SDI 电池产能规划 (22A-27E; GWh)

基地	电池类型	22E	23E	24E	25E	26E	27E
韩国蔚山工厂	动力、储能	5	5	5	5	5	5
韩国 4680 产线	4680 电池		1	1	1	1	1
匈牙利工厂	动力	28	30	45	48	48	48
马来西亚工厂	锂电池		5	8	8	8	8
西安合资工厂		12	19	21	21	21	21
天津合资工厂	消费						
无锡合资工厂		2	2	2	2	2	2
非美合计		47	62	82	85	85	85
Stellantis 合资工厂一厂				13	23	33	33
Stellantis 合资工厂二厂						17	34
通用合资工厂				10	20	30	40
美国合计		0	0	23	43	80	107
总计		47	62	105	128	165	192
新增产能		43	15	43	23	37	27

来源: 三星 SDI 财报及公告, 国金证券研究所

下半年经营策略: 1) 确保固态电池和 46 系电池的技术优势, 拓展主要电动汽车客户。2) 通过制造创新获得成本优势, 为新材料平台做好准备。3) 通过确保关键金属的供应和建立本地化的供应系统, 加强全球供应链管理。4) 及时发布新材料, 积极开发固态电池技术。5) 加强 ESG 管理, 与合作伙伴共同繁荣。

3.4 SKI: 电池/隔膜业务营利改善, AMPC 补贴有望扩大

7月28日, SKI 发布 2Q23 业绩。公司整体实现营收 1048.72 亿元, 同比-5.9%, 环比-2.2%; 营业利润-5.98 亿元, 同比-104.6%, 环比-128.5%; 营业利润率-0.57%, 同比-12.3pct, 环比-2.5pct; 电池/材料业务销售额 209.91 亿元, 占比 20%。

电池业务: 电池业务实现营收 206.98 亿元, 营业利润-7.36 亿元, 营业利润率-3.56%。1) 营收: Q2 同比+187.0%, 环比+11.8%, 主要系新工厂的生产率提高、代工销售增加; 2) 营利: Q2 同比+59.7%, 环比+61.9%, 主要系先进制造业生产补贴及更高产量的支持; 3) 产能规划: 预计 23 年电池产能 88GWh, 24 年 152GWh, 25 年超 220GWh。

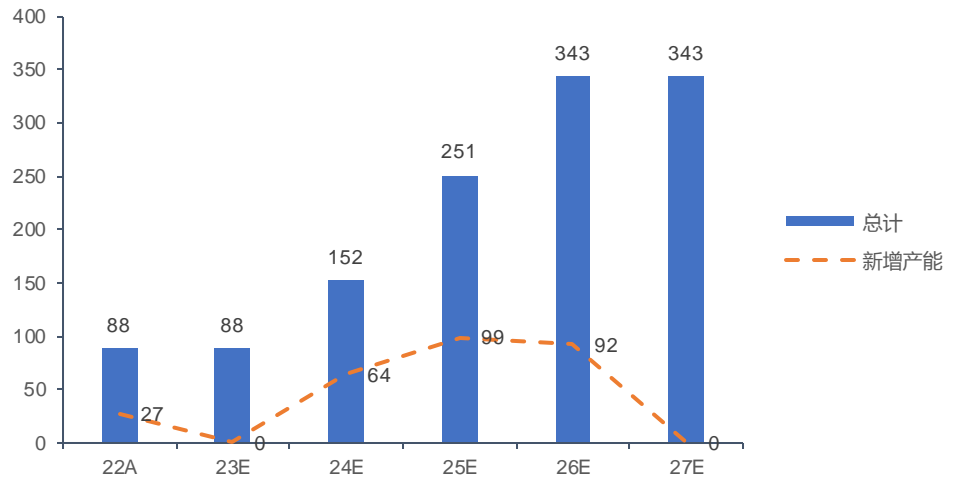
隔膜业务: 隔膜业务实现营收 2.93 亿元, 营业利润-0.006 亿元, 营业利润率-0.19%。Q2 营利同比+99.9%, 环比+97.5%, 主要系大客户销量增加, 亏损情况改善。

IRA&C 税收抵免: 1) 公司北美规划产能超 180GWh, 25 年扩产后 IRA 税收抵免有望提升; 2) 公司适用 AMPC 补贴, 1H23AMPC 受益 1670 亿元, 下半年有望大幅提升。

市场预期: 1) 公司预计下半年中国、欧洲的市场需求疲软; 2) IRA 推动北美市场需求提升, 公司北美客户群扩大。

产能建设: 预计 2023 年电池产能 88GWh, 2024 年 152GWh, 2025 年超 220GWh。重点关注 25 年在美国市场产能的释放。

图表16: SKI 电池产能规划及新增产能 (22A-27E; GWh)



来源: SKI 财报及公告, 国金证券研究所

图表17: SKI 电池产能规划 (22A-27E; GWh)

基地	电池类型	22A	23E	24E	25E	26E	27E	启动时间
韩国瑞山一期		1	1	1	1	1	1	18. 3Q
韩国瑞山二期		4	4	4	4	4	4	18. 3Q
中国盐城一期	动力	27	27	27	27	27	27	21. 1Q
中国盐城二期	动力			33	33	33	33	24. 2Q
常州		7	7	7.5	21	21	21	20. 2Q
惠州		10	10	10	25	25	25	21. 1Q
匈牙利第一工厂	动力	7	7	7.5	8	8	8	20. 1Q
匈牙利第二工厂	动力	10	10	10	8	8	8	22. 1Q
匈牙利第三工厂	动力			30	30	30	30	24. 1Q
非美合计		66	66	130	157	157	157	
佐治亚州第一工厂	动力	10	10	10	10	10	10	22. 1Q
佐治亚州第二工厂	动力	12	12	12	12	12	12	22. 4Q
美国福特田纳西州	动力				24	43	43	25. 1Q
美国福特肯塔基	动力				48	86	86	25. 1Q
HMG 北美 JV						35	35	25. 4Q
美国合计		22	22	22	94	186	186	
总计		88	88	152	251	343	343	
新增产能		27	0	64	99	92	0	

来源: SKI 财报及公告, 国金证券研究所

四、风险提示

汽车消费需求不及预期。汽车与电动车产销量受到宏观经济环境、行业支持政策、消费者购买意愿等因素的影响, 存在不确定性。海外电池厂扩产规划不及预期。电池厂扩产计划部分依照客户订单, 存在客户车企销量不及预期, 导致实际扩产不及预期风险。中美摩擦加剧风险。

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。

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：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806