

电力设备行业点评报告

整体盈利提升明显，IRA 加速北美布局

增持（维持）

2022 年 11 月 14 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证书：S0600517120002

021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

证券分析师 岳斯瑶

执业证书：S0600522090009

yuesy@dwzq.com.cn

#业绩超预期

投资要点

■ **LG 新能源**：2022Q3 收入约 388.5 亿元（韩元汇率 196.84:1，下同），同环比+90%/+51%；受价格联动+销售增长双重影响；22Q3 营业利润 26.5 亿元，营业利润率 2.5%，同环比-3.8pct/+0.7pct，本季度金属价格联动机制显成效，增厚公司盈利，但本季度末韩元贬值带来非经营性外汇损失，净利润增速不及营业利润增速。产能方面，公司预计 22 年底产能达 195GWh，其中亚洲/欧洲/北美产能分别达 114GWh/68GWh/13GWh；25 年底产能达 522GWh，其中与通用汽车在密歇根州、俄亥俄州、田纳西州设厂，规划产能 145GWh，与本田在俄亥俄州设厂，规划产能 40GWh，与 Stellantis 合作，在安大略州规划产能 45GWh，合资项目增加共计 230GWh；支撑北美市场高增长。

■ **三星 SDI**：2022 年 Q3 收入约为 272.7 亿元人民币，同环比+56.1%/+13.2%；营业利润 28.7 亿元人民币，同环比+51.5%/+31.9%；净利润约 32.4 亿元人民币，同环比+51.8%/+56.0%，盈利能力显著提升，盈利主要由高附加值产品的销售扩大拉动。公司开发的 4680 电池计划明年确定具体设计并投入量产，除 4680 外，公司还同时开发了多种高度的 46 系列电池。在产能方面，公司计划在欧洲追加投资扩大匈牙利工厂产能；美国基地方面，密歇根工厂将增加一条电池包生产线，印第安纳州工厂提前开工以迎合《通胀削减法案》中的补助政策。

■ **SKI**：电池量利表现亮眼，隔膜 23 年减缓产能建设。2022 年 Q3 电池板块营收 111.47 亿元人民币，同环比+169%/+70%；营业利润-6.84 亿元人民币，同环比-36%/+59%；营业利润率-6%，同环比+6pct/+19pct。营收增长主要由于美国和欧洲新工厂稳定投产以及原材料价格上涨；营业亏损减少源于转嫁了原材料价格上涨的成本。目前已开始本土供应链布局，计划与贝特瑞、福特建北美正极厂。2023 年隔膜产能规划下修 2.1 亿平米至 18.7 亿平米，24-25 年维持之前规划不变。

■ **松下**：2022 年 Q3 能源板块营收 119.8 亿元人民币（日元汇率 20.2:1，下同），同环比+29.0%/+6.2%；实现营业利润 6.1 亿元人民币，同环比-30.7%/-23.9%；营业利润率 5.1%，同环比-4.4pct/-2.0pct；主因原材料及物流价格上涨，以及销售额增加带来的开发费用和固定成本增加。产能方面，日本和歌山工厂 10GWh 4680 大圆柱电池产线正在进行改造，预计将于 23 年开始量产供货北美特斯拉。此外，10 月 31 日松下宣布在堪萨斯州建设 21700 圆柱电池产线，计划使用 7 月批准的州激励计划进行投资，预计 22 年 11 月开工，25 财年开始大规模量产，初始产能预计约 30GWh。我们预计 2025 年公司全球电池产能将达 229GWh。

■ **投资建议**：电动车销售旺季已至，继续强烈看好电动车板块，第一条主线看好 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，关注欣旺达、蔚蓝锂芯；第二条为持续紧缺、盈利稳定的龙头：隔膜（恩捷股份、星源材质）、负极（璞泰来、杉杉股份、信德新材，关注贝特瑞、中科电气）、结构件（科达利）、添加剂（天奈科技）、前驱体（中伟股份、华友钴业）、勃姆石（关注壹石通）、铝箔（关注鼎胜新材）；第三条为盈利下行但估值低的电解液（天赐材料、新宙邦，关注多氟多）、三元（容百科技、当升科技、振华新材，关注厦钨新能）、铁锂（德方纳米、万润新能）、铜箔（嘉元科技、诺德股份）；第四为价格持续维持高位低估值的锂（关注天齐锂业、赣锋锂业等）。

■ **风险提示**：销量不及预期、价格竞争超预期、投资增速下滑等。

行业走势



相关研究

《10 月电动车销量超预期，储能 & 光伏需求持续旺盛》

2022-11-06

《光伏板块量利双增，组件逆变器电池全面超预期，风电短期承压》

2022-11-04

内容目录

1. 海外电池企业 22 年 Q3 盈利提升，产能再加速	4
2. LG 新能源：价格联动+销售增长双重影响，三季度盈利增长	6
3. 三星 SDI：2022 年 Q3 电池盈利大幅提升，季度营收再创新高	9
4. SKI：电池量利表现亮眼，隔膜 23 年减缓产能建设	13
5. 松下：业绩环比下降，美国基地扩产加速	16
6. 投资建议	18
7. 风险提示	19

图表目录

图 1:	海外电池企业和宁德时代季度营业利润率情况 (%)	4
图 2:	LG 新能源电池板块季度营收及营业利润 (亿元人民币)	7
图 3:	LG 新能源电池板块季度营业利润率 (%)	7
图 4:	LGES 北美产能布局	8
图 5:	LGES 未来 5 年材料本地化目标	9
图 6:	LG 新能源电池板块季度资本开支 (亿元人民币) 及同比情况 (%)	9
图 7:	三星 SDI 电池板块季度营收及营业利润 (亿元人民币)	10
图 8:	三星 SDI 电池板块季度营业利润率 (%)	10
图 9:	三星 SDI 大型电池营收 (亿元人民币)	11
图 10:	三星 SDI 小型电池营收 (亿元人民币)	12
图 11:	SKI 电池板块季度营收和营业利润 (亿元人民币)	13
图 12:	SKI 电池板块季度营业利润率 (%)	13
图 13:	SKI 电池基地布局和进展	14
图 14:	SKI 隔膜基地产能规划及进展	15
图 15:	松下能源板块营收及营业利润 (亿元人民币)	16
图 16:	松下能源板块营业利润率情况 (%)	17
图 17:	松下能源板块资本支出情况 (亿元人民币)	17
表 1:	海外电池企业 2022 年 Q3 经营情况	4
表 2:	全球主要电池厂商装机量 (GWh) 及装机量市占率 (%) 季度变化情况	6
表 3:	LG 产能规划 (GWh)	8
表 4:	三星 SDI 产能规划 (GWh)	13
表 5:	SKI 电池基地产能规划 (GWh)	14
表 6:	SKI 电池基地投建进度	14
表 7:	SKI 隔膜基地产能规划 (亿平方米)	15
表 8:	SKI 隔膜基地投建进度	15
表 9:	松下能源板块产能规划 (GWh)	18

1. 海外电池企业 22 年 Q3 盈利提升，产能再加速

海外电池企业 2022 年 Q3 业绩同比稳增，扩产加速。2022 年 Q3，LG 新能源电池板块营业收入同环比+90%/+51%；三星 SDI 电池板块营业收入同环比+56.1%/+13.2%；SKI 电池板块营业收入同环比+169%/+70%，表现亮眼；松下能源板块营业收入同环比+29.0%/+6.2%，海外电池厂商营收整体平稳增长。盈利方面，2022 年 Q3，LG 新能源营业利润 26.52 亿元人民币，同比+108%；三星 SDI 营业利润 28.7 亿元人民币，同环比+51.5%/+31.9%；SKI 营业利润-6.8 亿元人民币，亏损环比减少 59%；松下营业利润 6.1 亿元人民币，同比-30.7%。从各公司规划看，LG 新能源、三星 SDI、SKI、松下都将加速产能扩产，提高 25 年扩产规模，特别是加大对美国市场的布局。

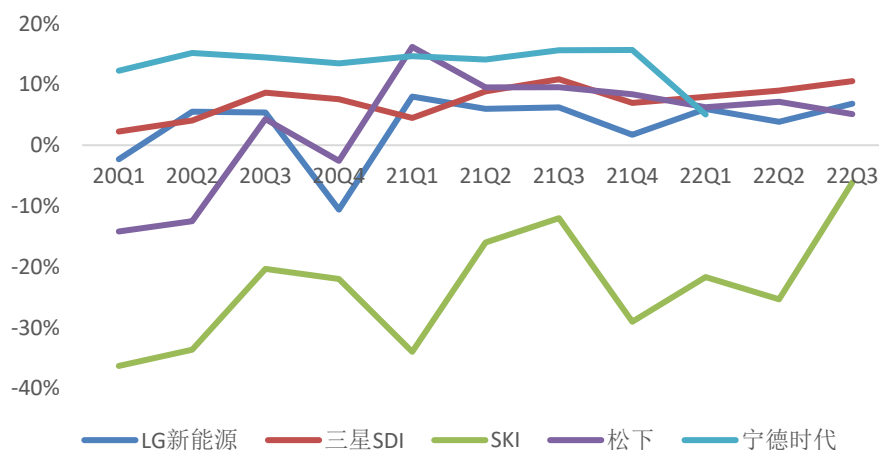
表1：海外电池企业 2022 年 Q3 经营情况

公司	财报披露板块 对应业务	营业收入 (亿元人民币)			营业利润 (亿元人民币)			营业利润率		
		22Q3	同比	环比	22Q3	同比	环比	22Q3	同比	环比
LG新能源	消费+动力+储能	388.5	90%	51%	26.5	108%	166%	6.8%	0.6pct	3.0pct
三星SDI	消费+动力+储能	272.7	56%	13%	28.7	52%	32%	10.5%	-0.3pct	1.5pct
SKI	动力	111.5	169%	70%	-6.838	-36%	59%	-6.1%	5.9pct	19.2pct
松下	动力	119.8	29%	6%	6.1	-31%	-24%	5.1%	-4.4pct	-2.0pct

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：韩国企业 LG 新能源、三星 SDI、SKI 全文相关数据均使用 2022 年 10 月 31 日汇率 196.84 韩元：1 元人民币；日本企业松下全文相关数据均使用 2022 年 10 月 31 日汇率 20.2 日元：1 元人民币

图1：海外电池企业和宁德时代季度营业利润率情况（%）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

LG 新能源：公司 2022Q3 收入约 388.5 亿元(按 197:1 换算)，同环比+90%/+51%；受价格联动+销售增长双重影响；22Q3 营业利润 26.52 亿元，营业利润率 2.5%，同环比

-3.8pct/+0.7pct，本季度金属价格联动机制显成效，增厚公司盈利，但本季度末韩元贬值带来非经营性外汇损失，净利润增速不及营业利润增速。公司 22 年收入预计达到 1269 亿元，同比增长 48%。装机量方面，公司 22 年 1-9 月装机量达 48.1GWh，同增 14.1%，全球动力电池装机市占率为 14.1%，累计同比下降 7.5pct，仍排名第二。产能方面，公司预计 22 年底产能达 195GWh，其中亚洲/欧洲/北美产能分别达 114GWh/68GWh/13GWh；25 年底产能达 522GWh，其中与通用汽车在密歇根州、俄亥俄州、田纳西州设厂，规划产能 145GWh，与本田在俄亥俄州设厂，规划产能 40GWh，与 Stellantis 合作，在安大略州规划产能 45GWh，合资项目增加共计 230GWh；支撑北美市场高增长。

三星 SDI: 2022 年 Q3 收入约为 272.7 亿元人民币，同环比+56.1%/+13.2%；营业利润 28.7 亿元人民币，同环比+51.5%/+31.9%；净利润约 32.4 亿元人民币，同环比+51.8%/+56.0%，盈利能力显著提升，盈利主要由高附加值产品的销售扩大拉动。公司开发的 4680 电池计划明年确定具体设计并投入量产，除 4680 外，公司还同时开发了多种高度的 46 系列电池。此外公司目前正在开展回收价值链计划，以镍、锂和钴为中心回收报废动力电池，以期保证原材料供应并降低成本，今年韩国本土、马来西亚和匈牙利工厂实现已闭环系统，未来计划在中国和美国建立相同系统。在产能方面，公司计划在欧洲追加投资扩大匈牙利工厂产能；美国基地方面，密歇根工厂将增加一条电池包生产线，印第安纳州工厂提前开工以迎合《通胀削减法案》中的补助政策。

SKI: 电池量利表现亮眼，隔膜 23 年减缓产能建设。2022 年 Q3 电池板块营收 111.47 亿元人民币，同环比+169%/+70%；营业利润-6.84 亿元人民币，同环比-36%/+59%；营业利润率-6%，同环比+6pct/+19pct。营收增长主要由于美国和欧洲新工厂稳定投产以及原材料价格上涨；营业亏损减少源于转嫁了原材料价格上涨的成本。目前已开始本土供应链布局，计划与贝特瑞、福特建北美正极厂。公司预计 2023 年电池子公司 SK ON 营收翻倍增长。隔膜板块 Q3 营收 2.9 亿元人民币，同比-31%；营业利润-1.4 亿元人民币，同比-168%，源于产品更新影响销售和一次性费用。公司预计 Q4 随着销售增加，盈利能力将有所改善。2023 年隔膜产能规划下修 2.1 亿平米至 18.7 亿平米，24-25 年维持之前规划不变。

松下: 2022 年 Q3 能源板块营收 119.8 亿元人民币，同环比+29.0%/+6.2%；实现营业利润 6.1 亿元人民币，同环比-30.7%/-23.9%；营业利润率 5.1%，同环比-4.4pct/-2.0pct；主因原材料及物流价格上涨，以及销售额增加带来的开发费用和固定成本增加。产能方面，日本和歌山工厂 10GWh 4680 大圆柱电池产线，于 22 年 5 月底起开始试生产，目前和歌山工厂正在进行改造，预计将于 23 年开始量产供货北美特斯拉。此外，10 月 31 日松下宣布在堪萨斯州建设 21700 圆柱电池产线，计划使用 7 月批准的州激励计划进行投资，预计 22 年 11 月开工，25 财年开始大规模量产，初始产能预计约 30GWh。我们预计 2025 年公司全球电池产能将达 229GWh。客户方面，公司客户多元化趋势明显，除特斯拉外，公司与美国电动汽车公司 Canoo 达成合作，预计于 2023 财年开始供货。此外还拓展了福特、丰田等多家知名车企为稳定客户，逐渐摆脱对特斯拉的单一依赖。

装机量：比亚迪装机量超越 LG 新能源位列第二，LG、松下位列三、四。根据 SNE 数据，2022 年 Q3 全球装机量头部集中度高，全球装机量 140GWh，其中宁德时代 51.2GWh，占比 36.5%，环比提升 2.8pct，位居第一；LG 新能源 18.2GWh，占比 13.0%，环比下降 1.1pct，位列第三；松下 9.5GWh，占比 6.8%，环比下降 2.6pct；SKI 7.4GWh，占比 5.3%，环比下降 1.1pct；三星 SDI 6.5GWh，占比 4.6%，环比微降 0.3pct。

表2：全球主要电池厂商装机量（GWh）及装机量市占率（%）季度变化情况

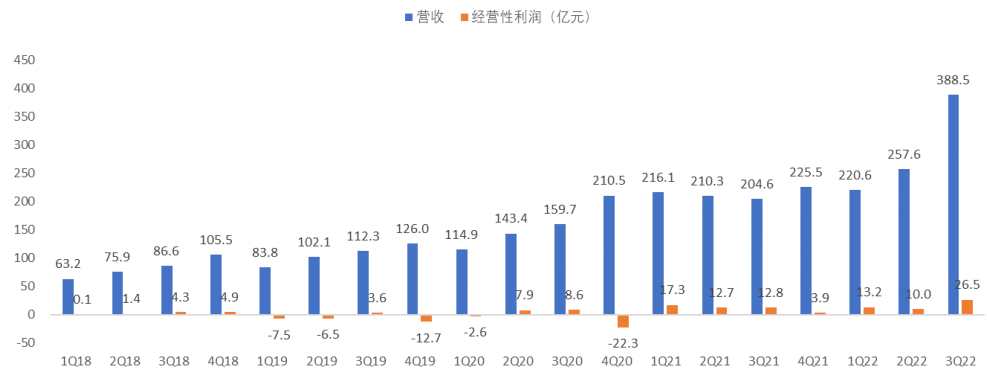
	装机量市占率（%）							装机量（GWh）		
	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	22Q3同比	22Q3环比	22Q3装机量	22Q3同比	22Q3环比
宁德时代	33.00%	35.80%	35.00%	33.68%	36.52%	3.5pct	2.8pct	51.2	92%	43%
LG新能源	22.70%	18.00%	15.90%	14.06%	12.98%	-9.7pct	-1.1pct	18.2	-1%	22%
比亚迪	9.30%	10.30%	11.20%	12.83%	14.41%	5.1pct	1.6pct	20.2	169%	49%
松下	11.90%	8.70%	9.90%	9.34%	6.78%	-5.1pct	-2.6pct	9.5	-1%	-4%
SKI	5.50%	5.60%	6.40%	6.42%	5.28%	-0.2pct	-1.1pct	7.4	68%	9%
中创新航	2.90%	2.60%	4.40%	3.77%	4.28%	1.4pct	0.5pct	6	161%	50%
三星SDI	3.60%	3.70%	3.80%	4.91%	4.64%	1.0pct	-0.3pct	6.5	124%	25%
国轩高科	2.40%	2.50%	2.60%	3.11%	3.21%	0.8pct	0.1pct	4.5	137%	36%
其他	8.90%	12.90%	10.80%	11.89%	11.91%	3.0pct	0.0pct	16.7	132%	33%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%			140.2		

数据来源：SNE，东吴证券研究所

2. LG 新能源：价格联动+销售增长双重影响，三季度盈利增长

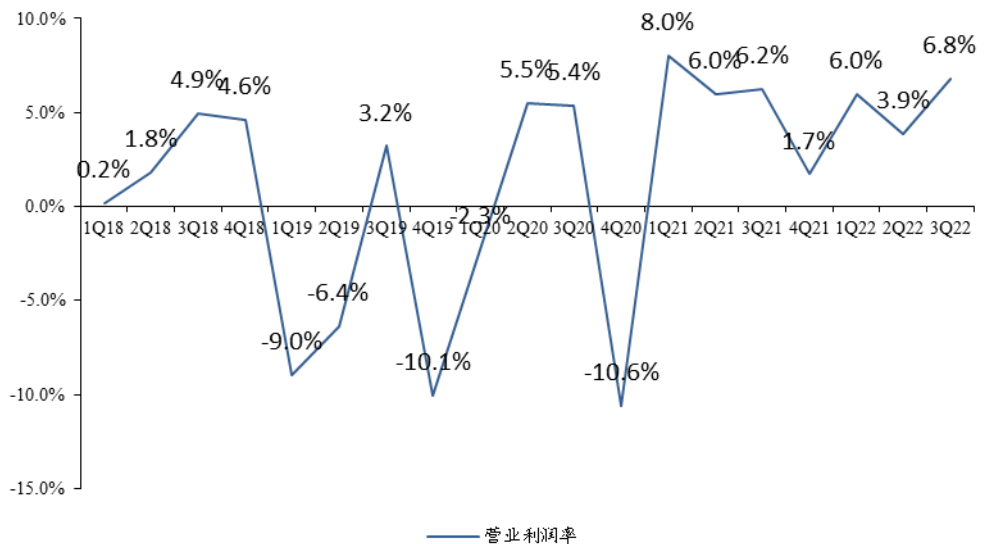
2022 年 Q3 金属价格联动显现叠加销售增长，盈利大幅增长。公司 2022 年 Q3 收入约 388.5 亿元人民币，同环比+90%/+51%；2022 年 Q3 营业利润 26.52 亿元人民币，营业利润率 2.5%，同环比-3.8pct/+0.7pct。本季度金属价格联动机制显成效，增厚公司盈利，但本季度末韩元贬值带来非经营性外汇损失，净利润增速不及营业利润增速。公司技术多样化布局，22 年全年产能指引突破 200Gwh，到 25 年预计 540Gwh。同时铁锂产能进度加快，23 年预计在南京基地生产磷酸铁锂，并于 24 年密歇根州同步建设一条铁锂新产线；另外 LG 不断加速 4680 单晶 NCMA+硅基体系建设，多维度实现业绩增量。

图2: LG 新能源电池板块季度营收及营业利润 (亿元人民币)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图3: LG 新能源电池板块季度营业利润率(%)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

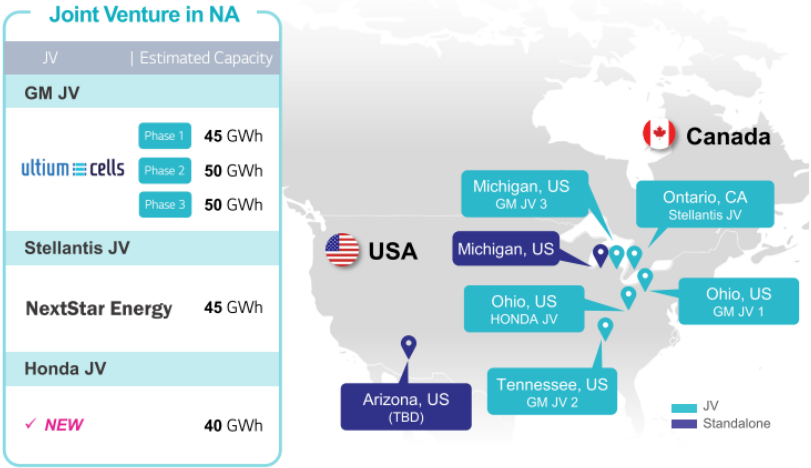
注: 2021 年 Q2 及 Q3 数据扣除了 SKI 专利费及通用召回损失等一次性损益因素

发力软包+圆柱电池, 继续上调全年营收目标指引: 公司 22 年 1-9 月装机量达 48.1GWh, 同增 14.1%, 全球动力电池装机市占率为 14.1%, 累计同比下降 7.5pct, 仍排名第二。随着搭载软包电池的新车型的推出, 叠加圆柱电池和储能电池贡献稳定增长, 公司预计 2H22 营收较 1H22 增长 65.6%, 对应全年营收指引较 Q2 再次上调 14% 至 1270 亿元。

远期产能规划庞大, 上调 25 年产能规划至 550GWh: 公司预计 22 年底产能达 195GWh, 其中亚洲/欧洲/北美产能分别达 114GWh/68GWh/13GWh; 25 年底产能达 550GWh, 其中与通用汽车在密歇根州、俄亥俄州、田纳西州设厂, 规划产能 145GWh,

与本田在俄亥俄州设厂，规划产能 40GWh，与 Stellantis 合作，在安大略州规划产能 45GWh，合资项目增加共计 230GWh，支撑北美市场高增长。

图4: LGES 北美产能布局



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

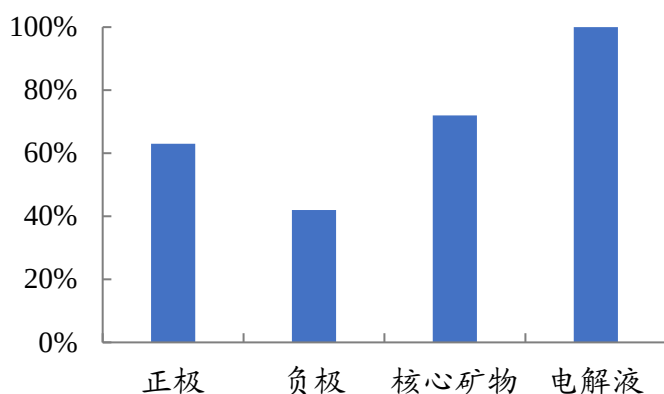
表3: LG 产能规划（GWh）

产能规划 (GWh)			
基地	电池类型	2022	2025E
韩国-梧仓	动力、储能、消费	21	35
中国-南京	动力、储能、消费	93	158
印尼-现代	动力	0	12
亚洲合计		114	205
欧洲-波兰	动力	68	115
欧洲合计		68	115
美国-密歇根	动力、储能	4	20
美国-亚利桑那	动力、消费	0	20
美国-通用-俄亥俄州	动力	9	45
美国-通用-田纳西	动力	0	50
美国-通用-密歇根	动力	0	50
加拿大-Stellantis	动力	0	45
北美合计		13	230
总计		195	550

数据来源：SNE，东吴证券研究所

配合 IRA 法案，提出未来 5 年材料本地化目标。公司着力于发展美国地区业务，根据《降低通胀法案》提出本公司未来 5 年材料本地化目标，其中正极材料未来 5 年实现 63%本地化生产、负极材料 42%、核心矿物 72%、电解液 100%。

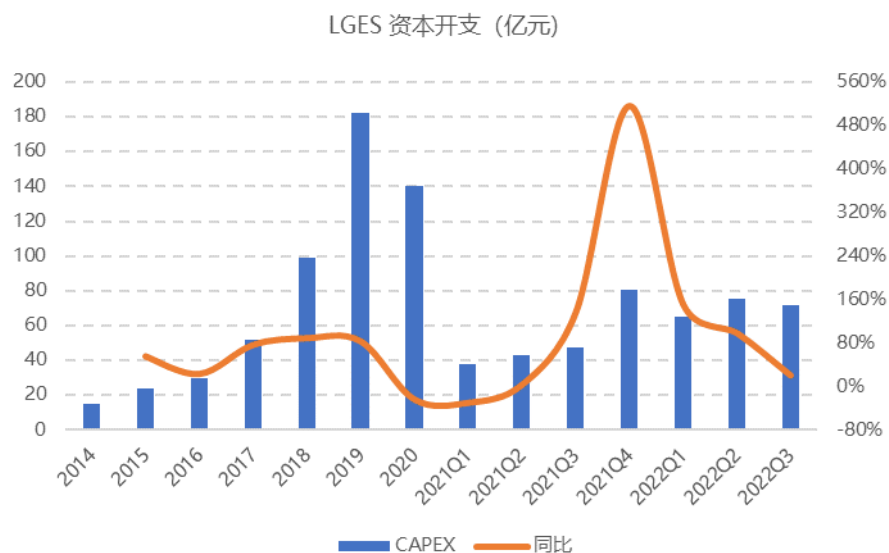
图5: LGES 未来 5 年材料本地化目标



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

22 年资本开支维持 355 亿元。公司 22Q3 资本开支约 72.0 亿元人民币, 同比增长 21%; 公司预计 22 年资本开支 355 亿元, 主要用于通用合资工厂、美国密歇根工厂及中国工厂建设。

图6: LG 新能源电池板块季度资本开支 (亿元人民币) 及同比情况 (%)



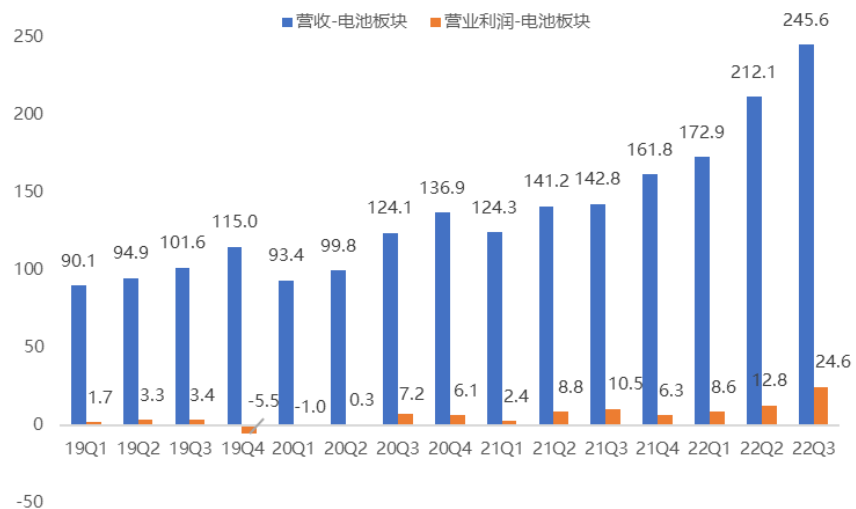
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3. 三星 SDI: 2022 年 Q3 电池盈利大幅提升, 季度营收再创新高

2022 年 Q3 电池盈利情况大幅提升: 总营收约 272.7 亿元人民币, 同环比

+56.1%/+13.2%，再次刷新季度营收记录，前三季度累计营收已超过 2021 年全年营收；营业利润 28.7 亿元人民币，同环比+51.5%/+31.9%，为迄今为止最高季度业绩；净利润约 32.4 亿元人民币，同环比+51.8%/+56.0%；营业利润率 10.5%，同比下降 0.3pct，环比增加 1.5pct。电池业务营收约 245.6 亿元人民币，同环比+76.4%/+18.7%，营业利润约 24.6 亿元人民币，同环比+140.2%/+98.0%，营业利润率 10.0%，同比增加 2.7pct，环比增加 4.0pct。盈利能力显著提升主要原因为公司高附加值产品拉动，具体为扩大第五代电池、电动工具用大功率电池芯、住宅用 UPS、ESS 和偏光片等产品的销售。

图7：三星 SDI 电池板块季度营收及营业利润（亿元人民币）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图8：三星 SDI 电池板块季度营业利润率（%）

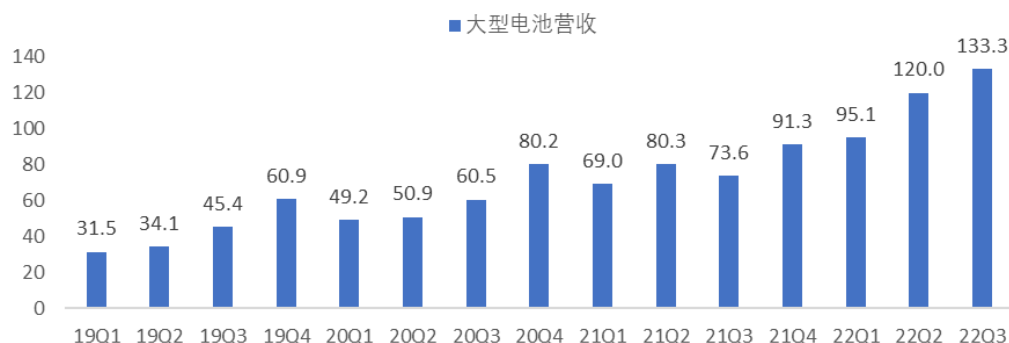


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2022 年 Q3 大型电池营收持续增长：大型电池营收约 133.3 亿元人民币，同环比

+85.7%/+66.5%。大型电池中的电动汽车电池销售增长主要得益于强劲的高端电动汽车需求与欧洲销量的提升。高端电动车需求带动公司高附加值产品销量增长，使得公司在 22Q3 市场情绪悲观需求低迷的情况下仍获得了收入和利润的高速增长。随着年底季节性需求的增加、采用 Gen.5 电池的新车上市以及美国公共事业销售的扩大，预计 22Q4 大型电池销售将进一步上升。

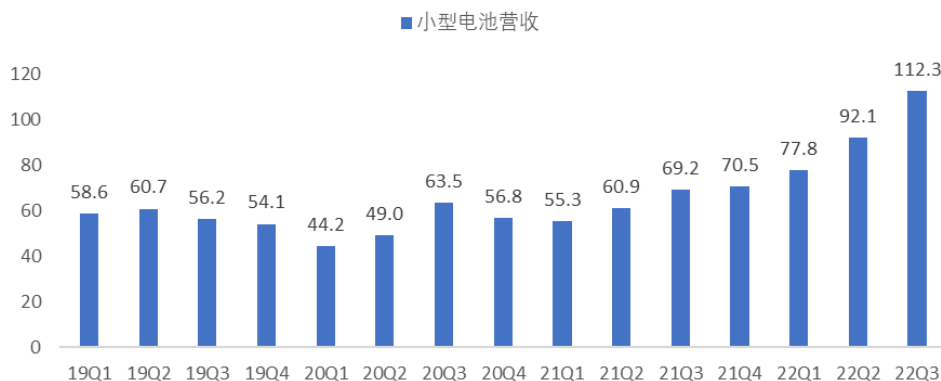
图9：三星 SDI 大型电池营收（亿元人民币）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2022 年 Q3 小型电池营收继续保持快速增长：小型电池营收约 112.3 亿元人民币，同环比+66.5%/+25.1%。虽然 22Q3 电动工具总体需求转为低迷，但公司在大功率电池方面的竞争优势使得高压电动工具收入和利润有所改善，同时电动汽车电池收入和利润的增长对小型电池业务的利润做出了很大贡献。22Q4，公司销售将围绕电动汽车应用展开并继续优化组合，提升电动汽车应用销售收入。此外，预计电动工具需求低迷将持续到 23 年，但公司与战略合作伙伴签订的长期协议将会将此影响降到最低。同时，公司还将积极寻求高附加值工具如有线电动工具、割草机等合作机会。

图10：三星 SDI 小型电池营收（亿元人民币）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

大圆柱电池进展：三星 SDI 开发的 4680 圆柱电池将于明年确定具体设计并投入量产。公司负责人首次透露电池具体规格，该电池将采用镍含量 90% 以上的高镍正极材料和硅负极材料，能量密度为 520 Wh/L，为第五代菱形电池的 78%。除 4680 电池外，三星也在开发高度低于 80 mm 和高于 80 mm 的多种不同高度的 46 mm 电池。

IRA 法案利好：IRA 法案中的税收抵免等政策预计对公司进入美国计划产生利好。同时，IRA 之后公司与 OEM 合作更加积极，公司高能量密度电池的优势也高度贴合美国长续航里程的偏好。公司将积极抓住 IRA 法案推动美国业务进一步增长的机会。

回收价值链计划：三星 SDI 将通过回收报废的电动汽车电池实现回收价值链计划。该计划既可以实施 ESG 业务管理并响应全球环境法规，同时可以确保关键原材料的稳定供应，降低成本。目前回收价值链计划以镍、锂和钴为中心，今年已在韩国本土、马来西亚和匈牙利工厂实现了闭环系统。未来计划在中国和美国建立相同的系统。

产能：三星持续扩张电池产能，三星 SDI 今年在电池产能方面的扩张支出预计接近 3 万亿韩元，而去年约 2 万亿韩元，同比增长近 50%。我们预计公司大型电池产能在 2022 年达到 50GWh，其中韩国 11GWh，中国 13GWh，欧洲 26GWh；圆柱形电池产能 2022 年将达到 22.5 亿支。**1) 美国基地：**公司计划投入 3000 万美元对密歇根工厂进行升级，新增一条电池包生产线以提升产能；公司与 Stellantis 合资建设的印第安纳州电池工厂开工时间提前两个月到 10 月初，以迎合《通胀削减法案》中对装有美国产电池的电动汽车每辆补助 7500 美元的补助政策。**2) 欧洲基地：**公司计划在欧洲追加 2 万亿韩元的投资，对匈牙利电动车电池工厂进行扩建以确保每年为 100 万量电动汽车供应电池的产能。

表4: 三星 SDI 产能规划 (GWh)

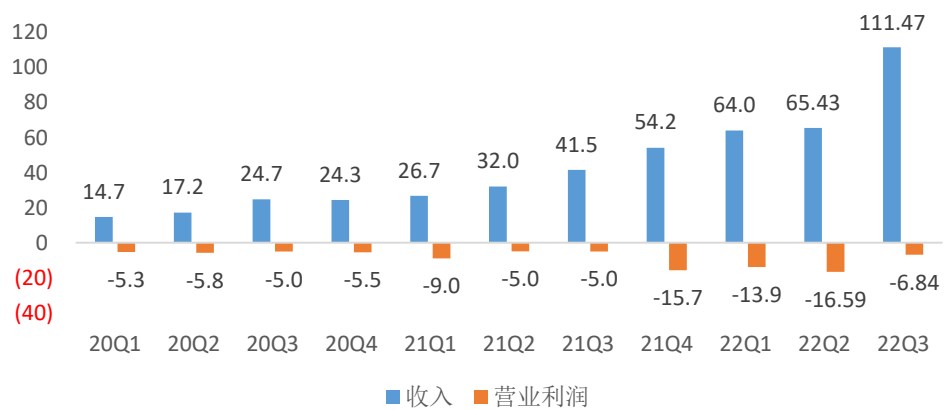
单位: GWh	地区	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
大型电池	韩国	6	6	7	9	11	11	12
	欧洲	2	6	13	20	26	40	51
	中国	5	6	8	10	13	15	16
	美国						5	20
	合计	13	18	28	39	50	71	99
单位: 亿支	类型	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
小型电池	圆柱形	12.7	14.9	16.6	18.8	22.5	26.7	31

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

4. SKI: 电池量利表现亮眼, 隔膜 23 年减缓产能建设

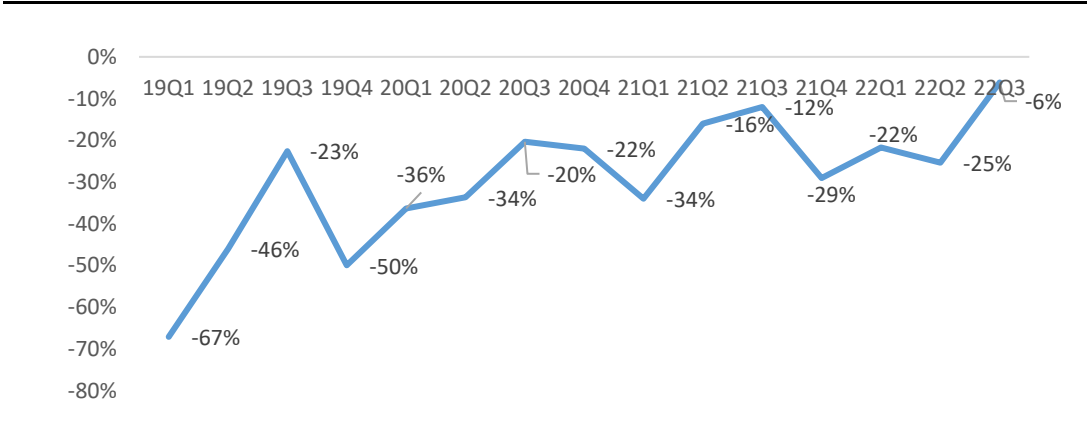
电池收入同环高增, 营业亏损显著减少, 预计电池子公司 2023 年营收翻倍增长。2022 年 Q3 电池板块营收 111.47 亿元人民币, 同环比+169%/+70%; 营业利润-6.84 亿元人民币, 同环比-36%/+59%; 营业利润率-6%, 同环比+6pct/+19pct。营业收入增长主要由于美国和欧洲新工厂稳定投产以及原材料价格上涨; 营业亏损减少源于转嫁了原材料价格上涨的成本, EBITDA 首次转正, 达到 94 亿韩元 (折合 0.48 亿人民币, 汇率按照 196.84 计算)。由于美国第二工厂和盐城工厂产能有序增加, 公司预计 22Q4 销量继续增长, 预计 2023 年电池子公司 SK ON 营收翻倍增长。

图11: SKI 电池板块季度营收和营业利润 (亿元人民币)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图12: SKI 电池板块季度营业利润率 (%)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

产能建设有序推进，目标与 Q1 维持一致。目前新增产能为美国一号工厂、欧洲匈牙利二号工厂与中国盐城工厂，预计 2022 年新工厂将全面投产，服务于福特、大众汽车等新客户。其中美国一号工厂 10GWh 于 2022 年 Q1 投产，二号工厂 12GWh 年底投产，拟建 129GWh 将于 2025 年 Q1 投产，已开始本土供应链布局，计划与贝特瑞、福特建北美正极厂。匈牙利三号工厂于 2024 年 Q1 开始投运。公司预计 2022 年底全球工厂实现 77GWh 产能，2025 年产能规划提升至 220GWh 以上。

表5: SKI 电池基地产能规划 (GWh)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2025E
中国	0	7	27	44	44	75
美国	0	0	0	10	22	94
欧洲	0	8	8	18	18	48
韩国	5	5	5	5	5	5
合计	5	20	40	77	89	222

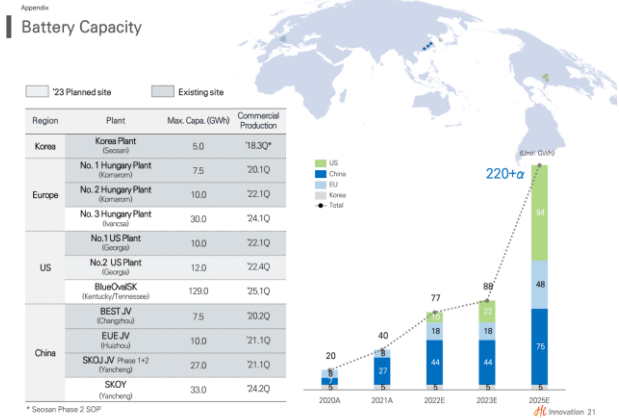
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表6: SKI 电池基地投建进度

图13: SKI 电池基地布局和进展

国家	工厂	进度
匈牙利	一号	2019Q4完工, 2020Q1投产
	二号	2019Q1开工, 2022Q1投产
	三号	2021Q3开工, 预计2024Q1投产
中国	常州	2019Q4完工, 2020Q2投产
	惠州	2019Q2开工, 2021Q1投产
	盐城 (一期)	2019Q3开工, 2021Q1投产
	盐城 (二期)	2021Q4开工, 预计2024Q2投产
	BlueOvalSK	2022Q2开工, 预计2025Q1投产
美国	一号	2019Q1开工, 2022Q1投产
	二号	2020Q3开工, 预计2022Q4投产

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

隔膜业务: Q3 营业亏损扩大, 23 年产能建设进度减缓。2022 年 Q3 公司隔膜业务营业收入 2.9 亿元人民币, 同比-31%; 营业利润-1.4 亿元人民币, 同比-168%, 源于产品更新影响销售和一次性费用。公司预计 Q4 随着销售增加, 盈利能力将有所改善。公司隔膜产能 2021 年底实现 13.6 亿平方米, 由于波兰和中国新产能扩建, 公司预计 2022 年实现 15.3 亿平方米产能, 2023 年产能规划下修 2.1 亿平方米至 18.7 亿平方米, 24-25 年维持之前规划不变, 至 2025 年实现 40.2 亿平方米产能。

表7: SKI 隔膜基地产能规划 (亿平方米)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
韩国	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2
中国	0	3.4	5	6.7	6.7	6.7	6.7
波兰	0	0	3.4	3.4	6.8	15.4	15.4
其他	0	0	0	0	0	0	12.9
合计	5.2	8.6	13.6	15.3	18.7	27.3	40.2

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

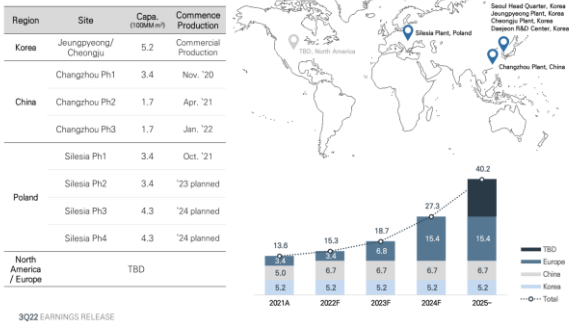
表8: SKI 隔膜基地投建进度

图14: SKI 隔膜基地产能规划及进展

国家	阶段	规模 (亿平米)	进度
韩国		5.2	已投产
中国	一期	3.4	2020年11月投产
	二期	1.7	2021年4月投产
	三期	1.7	2022年1月投产
波兰	一期	3.4	2021年10月投产
	二期	3.4	计划2023年投产
	三期	4.3	计划2024年投产
	四期	4.3	计划2024年投产

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

Global LiBS Capacity

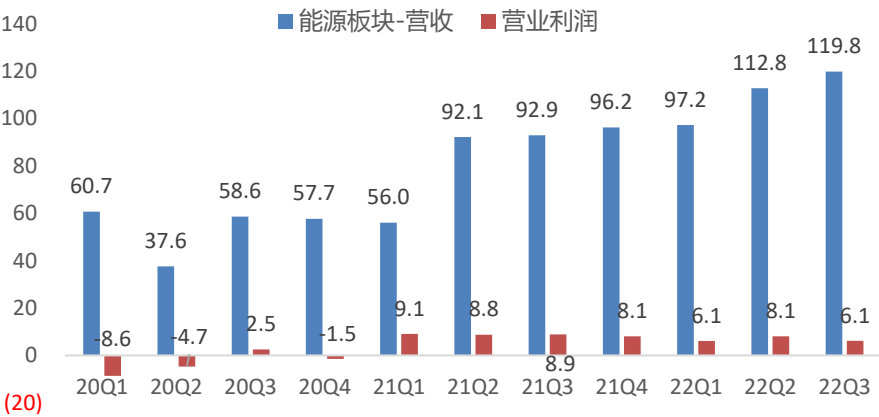


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5. 松下：业绩环比下降，美国基地扩产加速

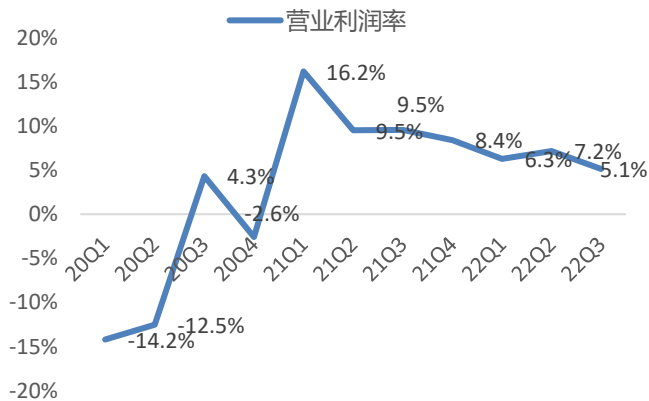
能源板块业绩环比下降，受原材料及物流价格上涨影响利润端承压。公司 2022 年 Q3 能源板块实现营收 119.8 亿元人民币，同环比+29.0%/+6.2%；实现营业利润 6.1 亿元人民币，同环比-30.7%/-23.9%；营业利润率 5.1%，同环比-4.4pct/-2.0pct；资本支出 6.9 亿元人民币，环比提升 79.5%。利润下滑主因原材料及物流价格上涨，以及销售额增加带来的开发费用和固定成本增加。动力电池需求强劲，伴随公司能源板块资本支出增加及北美新生产线运营，动力电池销售有望增加，叠加定价调整，未来利润端压力有望缓解。

图15：松下能源板块营收及营业利润（亿元人民币）



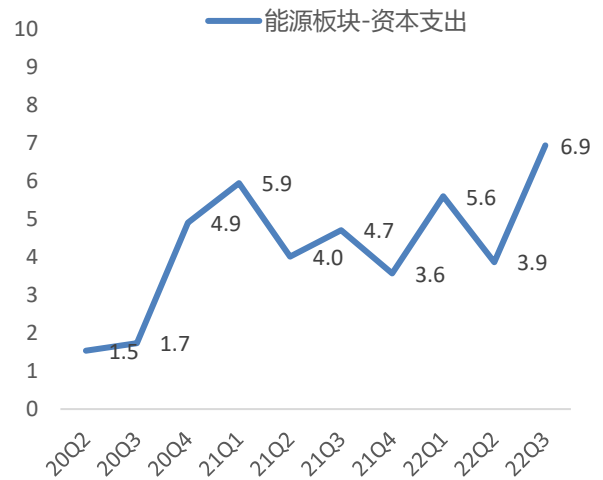
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图16: 松下能源板块营业利润率情况 (%)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图17: 松下能源板块资本支出情况 (亿元人民币)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

发力北美市场, 日本 4680 大圆柱工厂预计 23 年供货北美, 美国堪萨斯州 21700 产线预计 25 财年量产。截止 2021 年底, 公司电池产能已经达到 89GWh。1) 日本: 2022 年 2 月 28 日公司宣布日本西部和歌山新建两条 4680 大圆柱电池产线, 预计总投资为 800 亿日元, 规划年产能约为 10GWh, 足以供给 15 万辆电动汽车, 于 22 年 5 月底起开始试生产, 向客户交付样品, 目前和歌山工厂正在进行改造, 预计将于 23 年开始量产供货北美, 产能将首先供给特斯拉, 未来考虑供给特斯拉以外的公司。2) 美国: 松下在美国内华达工厂的 39GWh 产线, 也具备扩充至 54GWh 的能力; 10 月 31 日松下宣布在堪萨斯州建设 21700 圆柱电池产线, 计划使用 7 月批准的州激励计划进行投资, 预计 22 年 11 月开工, 25 财年开始大规模量产, 初始产能预计约 30GWh。3) 欧洲: 松下还计划进军欧洲, 在挪威建立第一家电池工厂, 产能约 38GWh。4) 中国: 在大连公司现有 9GWh 方形电池产线, 未来计划扩充至 12GWh; 无锡基地未来也计划扩充至 30GWh。5) 合资: 2022 年松下与丰田合资的日本德岛工厂也将达到 50 万辆混动车的产能水平 (根据单车平均带电 20KWh, 可得 10GWh 产能)。我们预计到 2025 年, 松下全球电池产能总计将达到 229GWh。

表9：松下能源板块产能规划（GWh）

电池类型	基地	规划产能	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	电池类型	投产时间
动力	美国-内华达	54	39	39	54	54	54	21700	
	美国-堪萨斯州	30				15	30	21700	2025 财年
	挪威	38	0	10	20	30	38	-	未知
	中国-大连	12	5	12	12	12	12	方形	
	中国-苏州	35	15	20	25	30	35	18650	
	中国-无锡	30	20	30	30	30	30	18650	
	日本-18650		10	10	10	10	10	18650	
	日本-丰田：德岛	10		10	10	10	10	方形	2022 年底
	日本：和歌山	10			8	10	10	4680	2024 年 Q1
	合计		89	131	169	201	229		

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：灰色部分存在假设因素；本数据库所有出货量均为装机量数据

需求强劲营收增长，客户多元化发展。公司预计 2023 财年（截至 2023 年 3 月 31 日）能源部门实现营收约 472 亿元人民币（9530 亿日元），同比增长 25%，主要是由于动力电池以及数据中心储能的销售额增加；营业利润达到 27 亿元人民币（540 亿日元），同比下降 16%，主要是由于研发 4680 电池导致费用增加，原材料价格上涨的影响预计将持续一整年。客户层面，松下客户多元化趋势明显，公司在日本与丰田共同投资建立方形电池厂，为丰田多款车型提供动力电池，同时。公司不断深化与丰田的合作，开发下一代固态电池。另外，松下与美国电动汽车公司 Canoo 达成合作，预计于 2023 财年开始供货。此外还拓展了福特、丰田等多家知名车企为稳定客户，逐渐摆脱对特斯拉的单一依赖。

6. 投资建议

电动车销售旺季已至，继续强烈看好电动车板块，第一条主线看好 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，关注欣旺达、蔚蓝锂芯；第二条为持续紧缺、盈利稳定的龙头：隔膜（恩捷股份、星源材质）、负极（璞泰来、杉杉股份、信德新材，关注贝特瑞、中科电气）、结构件（科达利）、添加剂（天奈科技）、前驱体（中伟股份、华友钴业）、勃姆石（关注壹石通）、铝箔（关注鼎胜新材）；第三条为盈利下行但估值低的电解液（天赐材料、新宙邦，关注多氟多）、三元（容百科技、当升科技、振华新材，关注厦钨新能）、铁锂（德方纳米、万润新能）、铜箔（嘉元科技、诺德股份）；第四为价格持续维持高位低估值的锂（关注天齐锂业、赣锋锂业等）。

7. 风险提示

销量不及预期、价格竞争超预期、投资增速下滑等。

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>