

电力设备行业点评报告

海外电池企业年报点评：23 年动力市场增长 预判仍较乐观

增持（维持）

2023 年 02 月 19 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

投资要点

■ **LG 新能源**：22 年公司总收入达 1414 亿元，同比+43%，源于出货量增加与单价提升；其中单 Q4 收入达 472 亿元，同/环+92%/+12%，虽销量不及预期，但仍创单季度新高。营业利润率来看，公司全年利润率达 4.7%，同+0.4pct，产能利用率提升、良好成本控制下利润维持稳定；单 Q4 营业利润率达 2.8%，源于激励费用提升，剔除影响后与 Q3 持平。公司加大产能布局，22 年底产能 200GWh，23 年欧洲主要扩张波兰产能，亚洲则在中国扩产，北美 GMJV 工厂 23 年目标建成 40GWh 产能，年底投产，23 年底欧洲/中国/美国预计产能达 90/155/55GWh，25 年年底规划 540GWh。

■ **三星 SDI**：22Q4 电池板块收入约 287 亿元，同环比+78%/10%；营业利润 19.3 亿，同环比增 26%/199%，盈利利润率 6.7%，环比降 3pct，由于年末费用多，剔除后盈利与 Q3 一致。Q4 动力及储能收入均环比增长，圆柱及软包环比持平。23 年预期全球动力市场需求增 39%、储能增 44%，圆柱电动工具市场 2H23 恢复，但整体增速低于 22 年。4680 在韩产能 1H 将完成设备安装，新产线将开始生产量产样品。固态电池 1H 完成设备安装，2H 开始生产小样。

■ **SKI**：22Q4 电池板块营收 159 亿元，同环比+170%/+31%；营业利润-14 亿元，同环比+17%/-91%；营业利润率-9%，同环比+20pct/-3pct。22 年全年电池收入超 400 亿，同比+150%。23 年电池资本开支 160 亿元（对应 40gwh+），预计 23 年继续高增长，实现 EBITDA 转正，24 营业利润转正。隔膜 22 年产能 15.3 亿平米，23 年实现 18.7 亿平米产能，24-25 年维持之前规划不变，至 2025 年实现 40.2 亿平米产能。

■ **松下**：22 年能源板块收入约 479 亿元，同比+34%；营业利润 21.6 亿元，同比-41%。22Q4 能源板块营收 130 亿元，同环比+27%/+2%；实现营业利润 0.1 亿元，同环比-99%/-98%；营业利润率 0.08%，同环比-8/-5pct，受原材料涨价及消费类电池占比下降拖累。公司预期 23 年动力平稳增长，消费电池持续走弱。产能方面，23 年动力达到 50gwh，同时启动美国 30gwh 的圆柱产能建设，25 年完全达产。日本歌山工厂 10GWh 4680 计划 24 年供应北美市场。公司计划 29 年产能达到 200gwh。

■ **投资建议**：当前市场预期悲观，估值回调至历史低位，看好电动车板块反转，第一条主线看好盈利向上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；第二条为盈利稳定的龙头：隔膜（恩捷股份、星源材质）、结构件（科达利）、前驱体（中伟股份、华友钴业）、负极（璞泰来、杉杉股份，关注贝特瑞、中科电气）、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）、铁锂（德方纳米）、添加剂（天奈科技）、三元（容百科技、当升科技、振华新材，关注厦钨新能）、勃姆石（关注壹石通）、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

《1 月为销售淡季，销量基本符合预期》

2023-02-13

《Tesla 订单强劲开始涨价，光伏价格继续上涨》

2023-02-12

内容目录

1. 海外电池企业 2023 年动力市场增长预判仍较乐观	4
2. LG 新能源：Q4 收入创季度新高，23 年聚焦北美市场	6
3. 三星 SDI：盈利能力稳健提升，23 年预计收入持续高增	9
4. SKI：电池板块表现亮眼，隔膜扩产有序推进	13
5. 松下：盈利能力有所回落，美国基地扩产加速	16
6. 投资建议	18
7. 风险提示	18

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 (%)	5
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 对各市场 23 年预期	8
图 5:	LGES 23 年产能规划	8
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 电池板块年度营收及营业利润 (亿元人民币)	10
图 8:	三星 SDI 电池板块年度营业利润率 (%)	10
图 9:	三星 SDI 电池板块季度营收及营业利润 (亿元人民币)	11
图 10:	三星 SDI 电池板块季度营业利润率 (%)	11
图 11:	三星 SDI 大型电池营收 (亿元人民币)	12
图 12:	三星 SDI 小型电池营收 (亿元人民币)	12
图 13:	SKI 电池板块季度营收和营业利润 (亿元人民币)	14
图 14:	SKI 电池板块季度营业利润率 (%)	14
图 15:	SKI 电池基地布局和进展	15
图 16:	SKI 隔膜基地产能规划及进展	16
图 17:	松下能源板块营收及营业利润 (亿元人民币)	16
图 18:	松下能源板块营业利润率情况 (%)	17
图 19:	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 (%) 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)	15
表 6:	SKI 电池基地投建进度	15
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	16
表 9:	松下能源板块产能规划 (GWh)	18

1. 海外电池企业 2023 年动力市场增长预判仍较乐观

海外电池企业 2022 年营收增速放缓，Q4 盈利不同程度回落，美国扩产加速。2022 年 LG 新能源电池板块实现营收 1413.8 亿元人民币，同比+43.3%，其中 Q4 同环比+92%/+12%；三星 SDI 电池板块全年实现营收 1111.5 亿元，同比+48.5%，其中 Q4 同环比+71.9%/+10.5%；SKI 电池板块全年实现营收 420.7 亿元，同比+150.6%，其中 Q4 同环比+170%/+31%，表现亮眼；松下能源板块全年实现营收 479.3 亿元人民币，同比+34.1%，其中 Q4 同环比+27.3%/+2.2%，海外电池厂商营收整体平稳增长。盈利方面（同板块），2022 年 LG 新能源营业利润 67.1 亿元人民币，同比+58.01%，其中 Q4 营业利润 13.1 亿元人民币，同环比+211.8%/-54.6%；三星 SDI 全年营业利润 99.9 亿元，同比+69.4%，其中 Q4 营业利润 19.8 亿元人民币，同环比+198.8%/-25.9%；SKI 全年营业利润-54.7 亿元，同比-45.1%，其中 Q4 营业利润-14.2 亿元人民币，同/环比+17.2%/-90.6%；松下全年营业利润 21.6 亿元，同比-41.3%，其中 Q4 营业利润 0.1 亿元人民币，同环比-98.8%/-98.4%。从各公司规划看，海外电池企业加速产能扩张，特别是加大对美国市场的布局。

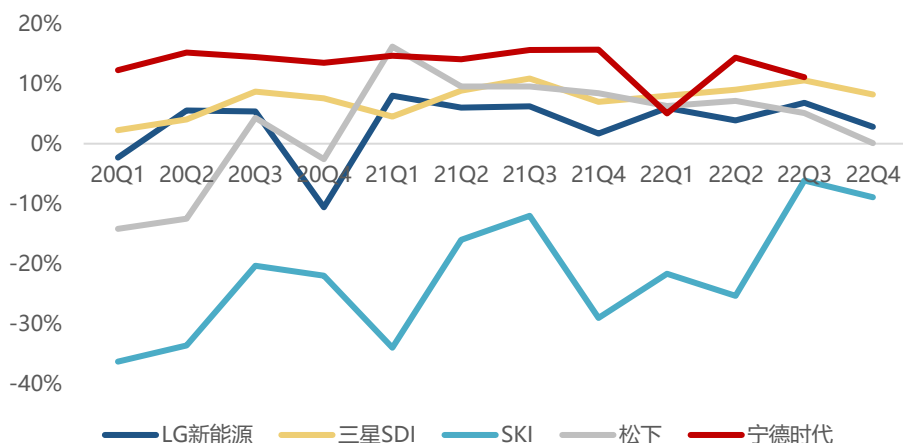
表1：海外电池企业 2022 年经营情况

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					
		22A	同比	22Q4	同比	环比	22A	同比	22Q4	同比	环比	22A	同比	22Q4	同比	环比			
LG新能源	消费+动力+储能	1414	43%	472	92%	12%	67	58%	13	212%	-55%	5%	0.4pct	2.8%	1.1pct	-4.0pct			
三星SDI	消费+动力+储能	1112	49%	295	72%	11%	100	69%	20	199%	-26%	9%	2.2pct	6.7%	2.9pct	-3.3pct			
SKI	动力	421	151%	159	170%	31%	-55	-45%	-14	17%	-91%	-13%	9.5pct	-8.9%	20.1pct	-2.8pct			
松下	动力	479	34%	130	27%	2%	22	-41%	0.1	-99%	-98%	5%	-5.8pct	0.1%	-8.3pct	-5.0pct			

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 12 月 31 日汇率 181.06 韩元：1 元人民币；日本企业松下全文相关数据均使用 2022 年 12 月 31 日汇率 19.10 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：Q4 收入创季度新高，23 年聚焦北美市场。22 年公司总收入达 1414 亿元，同比+43%，源于出货量增加与单价提升；其中单 Q4 收入达 472 亿元，同/环+92%/+12%，虽销量不及预期，但仍创单季度新高。营业利润率来看，公司全年利润率达 4.7%，同比+0.4pct，产能利用率提升、良好成本控制下利润维持稳定；单 Q4 营业利润率达 2.8%，源于激励费用提升，剔除影响后与 Q3 持平。公司加大产能布局，22 年底产能 200GWh，23 年欧洲主要扩张波兰产能，亚洲则在中国扩产，北美 GMJV 工厂 23 年目标建成 40GWh 产能，年底投产，23 年底欧洲/中国/美国预计产能达 90/155/55GWh，25 年年底规划 540GWh。

三星 SDI：盈利能力稳健提升，23 年预计收入持续高增。22Q4 电池板块收入约 287 亿元，同环比+78%/10%；营业利润 19.3 亿，同环比增 26%/199%，盈利利润率 6.7%，环比降 3pct，由于年末费用多，剔除后盈利与 Q3 一致。Q4 动力及储能收入均环比增长，圆柱及软包环比持平。23 年预期全球动力市场需求增 39%、储能增 44%，圆柱电动工具市场 2H23 恢复，但整体增速低于 22 年。4680 在韩产能 1H 将完成设备安装，新产线将开始生产量产样品。固态电池 1H 完成设备安装，2H 开始生产小样。

SKI：电池板块表现亮眼，隔膜扩产有序推进。2022 年 Q4 电池板块营收 159 亿元，同环比+170%/+31%；营业利润-14 亿元，同环比+17%/-91%；营业利润率-9%，同环比+20pct/-3pct。22 年全年电池收入超 400 亿，同比+150%。23 年电池资本开支 160 亿元（对应 40gwh+），预计 23 年继续高增长，实现 EBITDA 转正，24 营业利润转正。隔膜 22 年产能 15.3 亿平米，23 年实现 18.7 亿平米产能，24-25 年维持之前规划不变，至 2025 年实现 40.2 亿平米产能。

松下：盈利能力有所回落，美国基地扩产加速。22 年能源板块收入约 479 亿元，同比+34%；营业利润 21.6 亿元，同比-41%。2022 年 Q4 能源板块营收 130 亿元，同环比

+27%/+2%；实现营业利润 0.1 亿元，同环比-99%/-98%；营业利润率 0.08%，同环比-8/-5pct，受原材料涨价及消费类电池占比下降拖累。公司预期 23 年动力平稳增长，消费电池持续走弱。产能方面，23 年动力达到 50gwh，同时启动美国 30gwh 的圆柱产能建设，25 年完全达产。日本歌山工厂 10GWh 4680 计划 24 年供应北美市场。公司计划 29 年产能达到 200gwh。

装机量：2022 年宁德时代、比亚迪同比提升，LG、松下市占率有所回落，SKI、SDI 市占率基本维持稳定。根据 SNE 数据，2022 年全球装机量头部集中度高，全球装机量 517.9GWh，其中宁德时代 191.6GWh，占比 37.00%，同比提升 4.3pct，位居第一；LG 新能源装机 70.4GWh，占比 13.58%，同比下降 6.5pct，位列第二；松下装机 38.0GWh，占比 7.3%，同比减少 4.8pct；SKI 装机 27.8GWh，占比 5.37%，同比微降 0.2pct；三星 SDI 装机 24.3GWh，占比 4.69%，同比微增 0.1pct。

表2：全球主要电池厂商装机量（GWh）及装机量市占率（%）变化情况

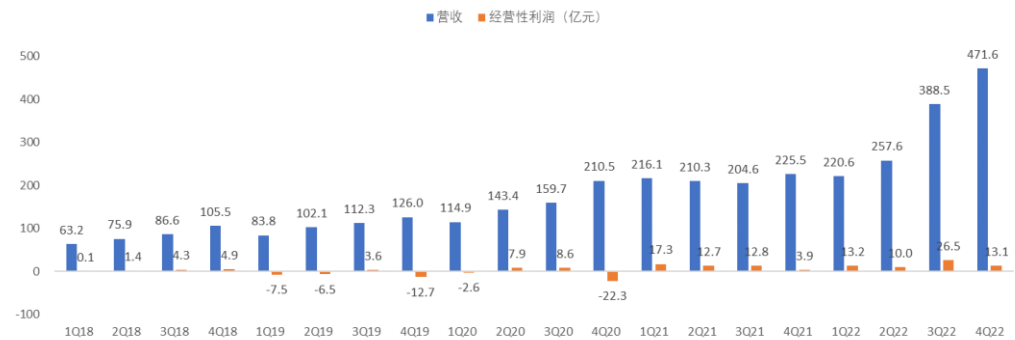
	装机量市占率（%）						装机量（GWh）					
	21A	22A	同比	202212	同比	环比	21A	22A	同比	202212	同比	环比
宁德时代	32.7%	37.0%	4.3pct	36.8%	-1.2pct	-4.1pct	98.3	191.6	95%	25.9	57%	11%
LG新能源	20.0%	13.6%	-6.5pct	22.2%	2.4pct	10.3pct	60.2	70.4	17%	15.6	81%	129%
比亚迪	8.8%	13.6%	4.8pct	13.9%	5.2pct	-1.6pct	26.4	70.4	167%	9.8	158%	10%
松下	12.1%	7.3%	-4.8pct	5.5%	-3.0pct	-0.2pct	36.3	38.0	5%	3.9	5%	18%
三星SDI	4.6%	4.7%	0.1pct	3.1%	-0.6pct	-2.1pct	13.8	24.3	76%	2.2	38%	-27%
中创新航	2.6%	3.9%	1.3pct	3.1%	0.6pct	-0.5pct	7.8	20.0	156%	2.2	100%	5%
SKI	5.6%	5.4%	-0.2pct	2.4%	-2.0pct	-2.0pct	16.8	27.8	65%	1.7	-11%	-32%
欣旺达	2.1%	1.8%	-0.4pct	2.4%	0.8pct	0.7pct	2.5	9.2	264%	1.7	143%	70%
其他	11.4%	12.8%	1.4pct	10.4%	-2.29pct	-0.46pct	38.2	66.2	79%	7.3	33%	18%
合计	100%	100%	-	100%	-	-	300.3	517.9	74%	70.3	62%	23%

数据来源：SNE，东吴证券研究所

2. LG 新能源：Q4 收入创季度新高，23 年聚焦北美市场

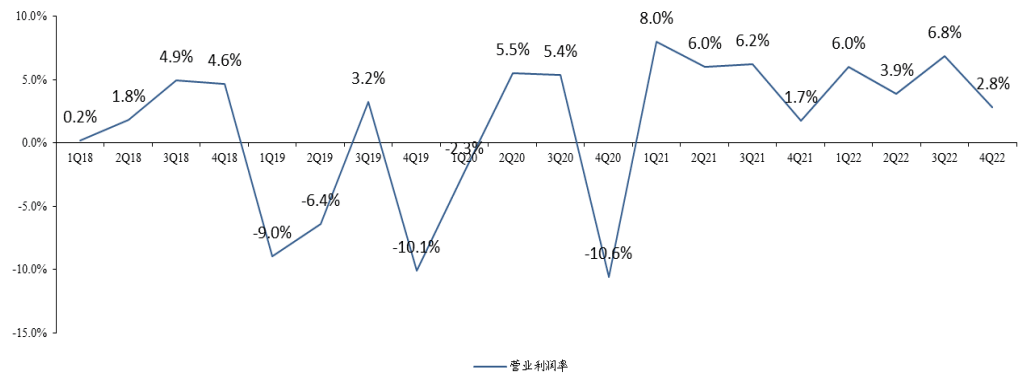
2022 年收入同比高增，Q4 收入创季度新高。22 年公司全年收入约 1413.8 亿元人民币，同比+43.3%，源于出货量增加与单价提升；其中 22Q4 收入达 471.6 亿元人民币，同环比+92%/12%，虽销量不及预期，但仍创单季度新高。盈利方面，22 年营业利润 67.1 亿元人民币，营业利润率 4.7%，同比+0.4pct，产能利用率提升、良好成本控制下营业利润率维持稳定；22Q4 营业利润 13.1 亿元人民币，环比下降 55%，营业利润率 2.8%，同环比+1.1pct/-4.0pct，营业利润下降主要系股权激励费用和储能电池重置成本增加所致，剔除上述影响后 Q4 营业利润环比持平。

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(%)

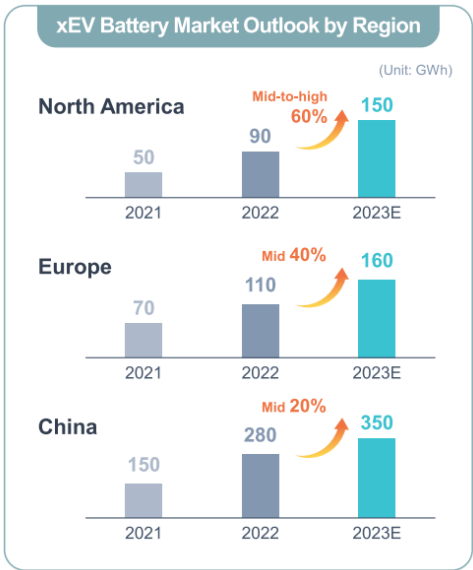


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

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

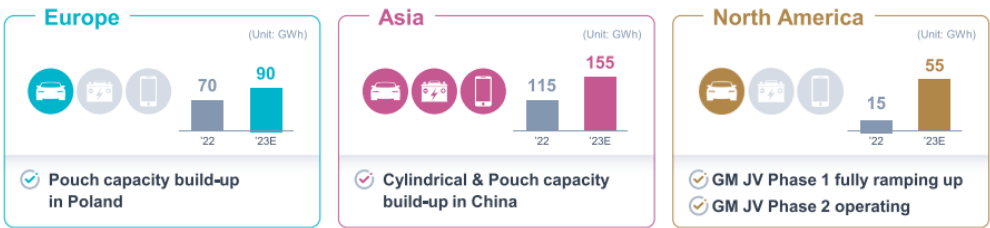
公司对海外市场预期好于市场,加大美国产能布局,23年营收目标增长25%-30%。公司预计23年全球电池市场需求达890GWh,其中动力/储能/IT与其他板块分别增长38%/30%/12%,动力市场实现38%增速主要受益美国市场60%高增速,此外公司预计欧洲/中国分别增长40%/20%,公司对全球及欧洲市场增速预期均高于市场。基于当前市场,公司加快北美产能布局,发力软包+圆柱电池,北美GMJV工厂23年目标建成40GWh产能,年底投产,23年底欧洲产能预计达90GWh,中国预计155GWh,美国预计55GWh,23年底预计增100GWh至300GWh,25年年底规划540GWh。23年业绩有望持续增长,23年目标营收增长25%-30%,其中23Q1营收预计与22Q4持平。盈利方面,23年营业利润率预计实现中高个位数水平,23Q1营业利润率预计高于22年全年。

图4: LGES 对各市场 23 年预期



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图5: LGES 23 年产能规划



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

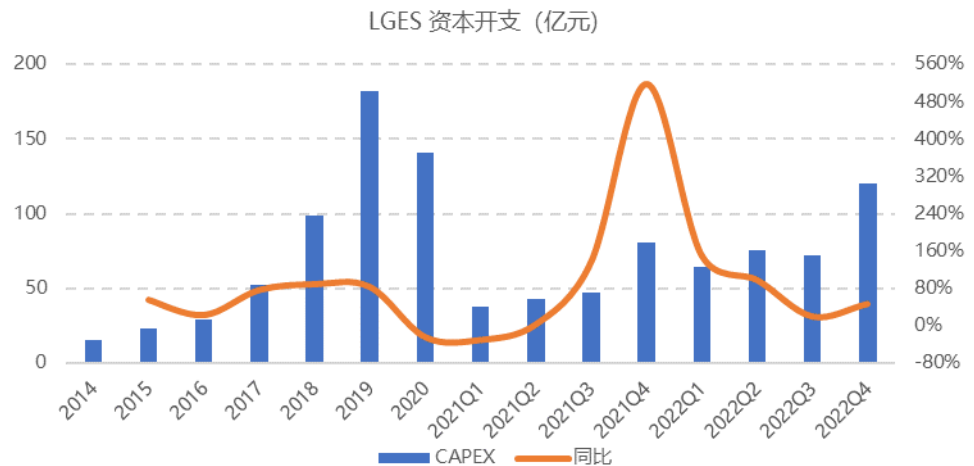
表3: LG 产能规划 (GWh)

产能规划 (GWh)				
基地	电池类型	2022	2023E	2025E
韩国-梧仓	动力、储能、消费	20	35	35
中国-南京	动力、储能、消费	95	110	158
印尼-现代	动力	0	10	12
亚洲合计		115	155	205
欧洲-波兰	动力	70	90	105
欧洲合计		70	90	105
美国-密歇根	动力、储能	6	6	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	45
美国-通用-田纳西州	动力	0	4	50
美国-通用-密歇根州	动力	0	0	50
加拿大-Stellantis	动力	0		45
北美合计		15	55	230
总计		200	300	540

数据来源：SNE，东吴证券研究所

2022 年资本开支 347 亿元。公司 22 年资本开支约 347 元人民币,同比增长 56.03%, 22Q4 资本开支约 120.1 亿元人民币,同比增长 48%; 公司预计 23 年资本开支同增 50% 以上,以支撑产能的高速扩张。

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(%)

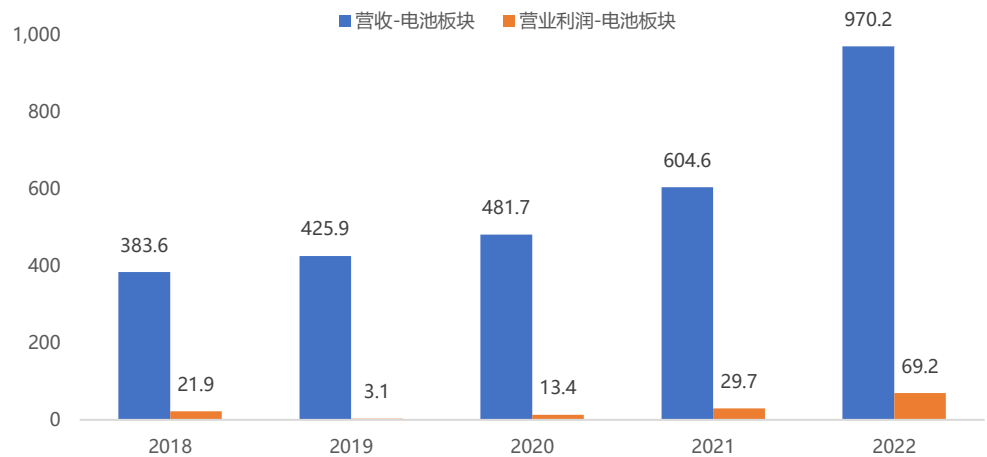


数据来源:公司公告,东吴证券研究所

3. 三星 SDI: 盈利能力稳健提升, 23 年预计收入持续高增

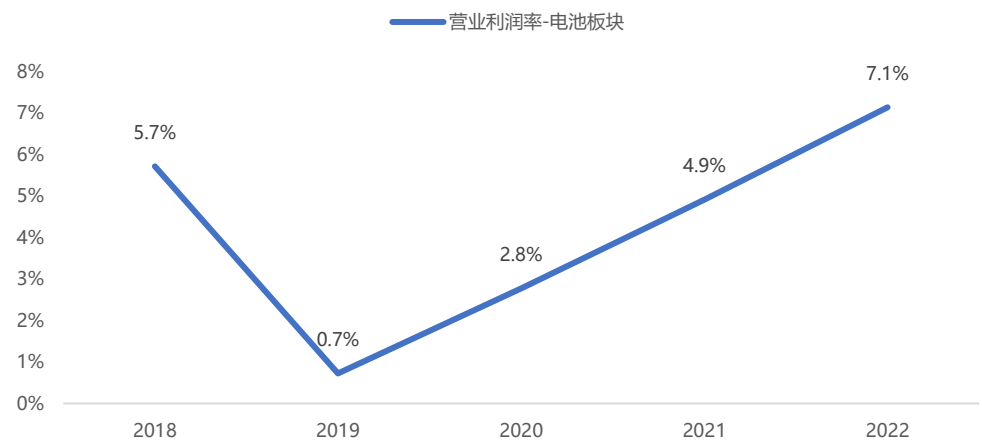
2022 年全年营收大增, 首次突破 20 万亿韩元, 盈利能力亦有所提升。2022 年全年营收约为 1111.5 亿元, 同比+48.5%; 营业利润 99.9 亿元, 同比 69.4%; 营业利润率为 9.0%, 同比增加 1.1pct; 净利润约为 112.6 亿元, 同比+63.1%。营收大增主要得益于动力和储能电池在内的能源业务营收的增长。电池板块 2022 年全年营收约 970.2 亿元人民币, 同比+60.5%, 营业利润约 69.2 亿元人民币, 同比+133.2%, 营业利润率 7.1%, 同比增加 2.2pct。

图7: 三星 SDI 电池板块年度营收及营业利润 (亿元人民币)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

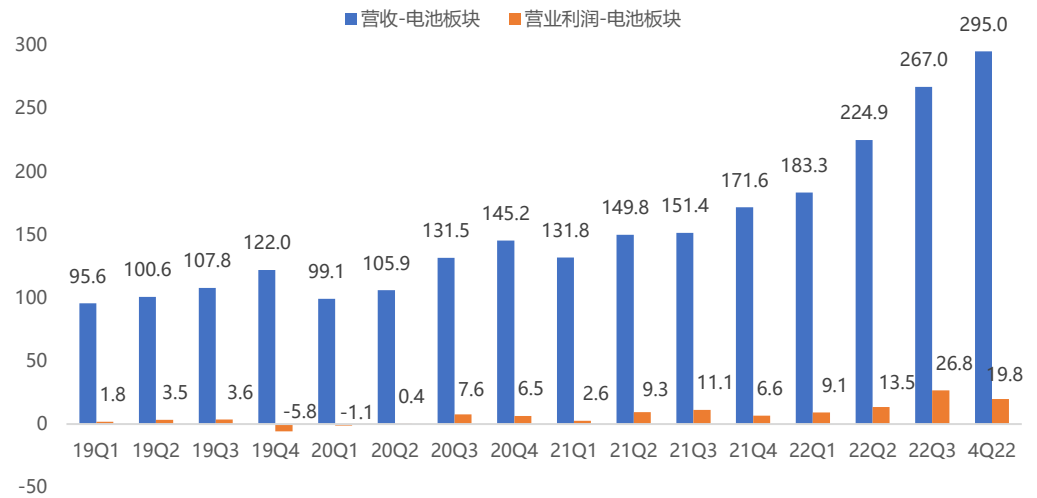
图8: 三星 SDI 电池板块年度营业利润率 (%)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

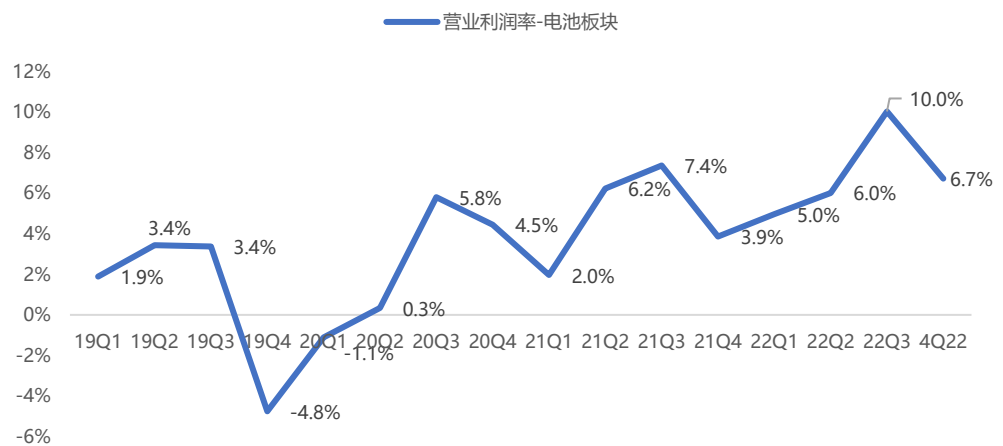
2022 年 Q4 季度营收再创新高, 剔除一次性成本影响后盈利能力环比持平。总营收约 329.5 亿元人民币, 同环比+56.3%/+11.1%, 再次刷新季度营收记录, 主要得益于动力电池和储能电池业务在内的能源业务板块收入大幅增加; 营业利润 27.1 亿元人民币, 同环比+84.7%/-13.3%; 净利润约 34.8 亿元人民币, 同环比+60.7%/-1.4%; 营业利润率 8.2%, 同比下降 1.3pct, 环比下降 2.3pct。电池业务营收约 295.0 亿元人民币, 同环比+71.9%/+10.5%, 营业利润约 19.8 亿元人民币, 同环比+198.8%/-25.9%, 营业利润率 6.7%, 同比增加 2.9pct, 环比下降 3.3pct, 盈利能力主要由于大型电池的一次性成本, 扣除该影响后 22Q4 盈利能力与 22Q3 持平。

图9: 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

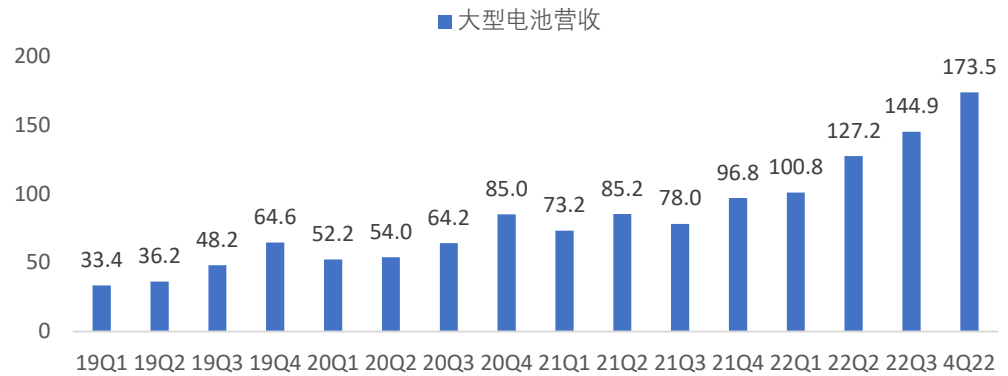
图10: 三星 SDI 电池板块季度营业利润率 (%)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

大型电池: 22Q4 营较 22Q3 大幅增长。我们预计大型电池营收约 173.5 亿元人民币, 同环比+79.2%/+19.8%。尽管 22 年 Q4 需求仍然较低, 但在 P5 (Gen.5) 与公用事业销售收入增加的推动下, 动力电池与储能电池业务收入较 22Q3 获得了大幅的增长。但由于相关拨备等一次性成本, 营业利润环比有所下降, 剔除一次性成本后, 盈利能力与上一季度大致持平。23 年 Q1, 公司预计 P5 电池收入将保持上升趋势, 随着 P5 生产线在匈牙利的扩产, 新车型的电池销量将飙升, 动力与储能电池收入同比将实现大幅增长。

图11: 三星 SDI 大型电池营收 (亿元人民币)

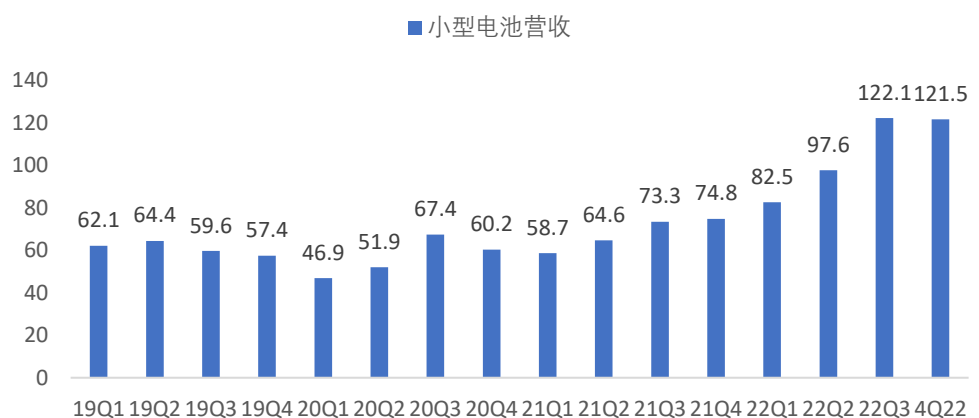


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

注: 22Q4 季度营收根据公司业绩交流会议估计得出

小型电池: 22Q3 营收与 22Q3 基本持平。我们预计小型电池营收约 121.5 亿元人民币, 与 22 年 Q3 季度营收基本持平。22Q4 公司通过与主要客户的大功率产品的长期供应协议缓解了电动工具持续低需求的影响, 再加上动力电池销售的增加, 22 年 Q4 季度收入与 22Q3 基本持平。同时, 公司软包电池产品在 22Q4 已开始为主要客户进行供货。由于 23Q1 为季节淡季, 预计销售收入将出现环比下滑, 23Q2 将实现反弹, 其中新旗舰智能手机的发布将带动软包电池销售的上升。同时, 公司将在 23Q1 推出高容量和高功率的新产品以应对不断增长的动力市场需求。

图12: 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

注: 22Q4 季度营收根据公司业绩交流会议估计得出

大圆柱电池与固态电池进展：1) **46mm 圆柱电池：**公司 46mm 圆柱电池将在今年上半年完成设备安装并开始运营，技术路线为高镍 NCA 阴极材料和 CAN 阳极材料，以实现最大容量，在质量上拥有一定的竞争力，有别于其他电池供应商产品；2) **固态电池：**目前正在中试线按计划进行中，计划上半年完成线路建设，下半年生产小样，并进行电池性能材料组件和制造工艺测试。同时公司正与 OEM、零件、原材料供应商讨论合作，以期建立稳定供应链，为开发和大规模生产全固态电池做好充分准备。

产能：我们预计公司大型电池产能在 2023 年达到 50GWh，其中韩国 11GWh，中国 15GWh，欧洲 40GWh，美国 5GWh；圆柱形电池产能 2023 年将达到 26.7 亿支。公司同时计划积极扩大电池产能，1) **欧洲基地：**公司计划在匈牙利建设第三家电动汽车电池工厂，将生产全新方形电池，为宝马提供电池；2) **美国基地：**公司正推动与通用汽车和沃尔沃两家全球汽车制造商在美国建立合资汽车电池厂，总成本合计约为 80 亿美元，三星 SDI 预计投资 40 亿美元，两家公司的合资均计划实现建设年产能约 50GWh 的工厂。由此，公司将与 Stellantis、通用汽车、沃尔沃全球三大汽车制造商成为合作伙伴。3) **圆柱形电池：**公司天安厂建立的大圆柱电池试产线，最早将于 23 年 Q1 建成，今年上半年开始运营。

表4：三星 SDI 产能规划（GWh）

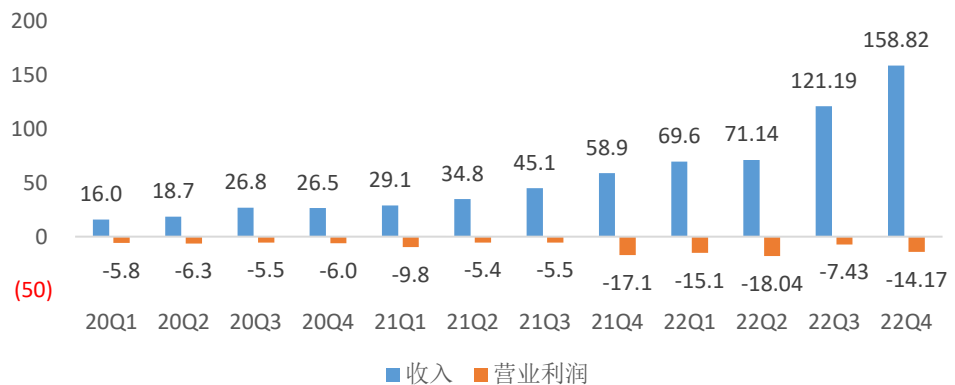
单位：GWh	地区	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
大型电池	韩国	6	6	7	9	11	11	12
	欧洲	2	6	13	20	26	40	51
	中国	5	6	8	10	13	15	16
	美国						5	20
	合计	13	18	28	39	50	71	99
单位：亿支	类型	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
小型电池	圆柱形	12.7	14.9	16.6	18.8	22.5	26.7	31

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. SKI：电池板块表现亮眼，隔膜扩产有序推进

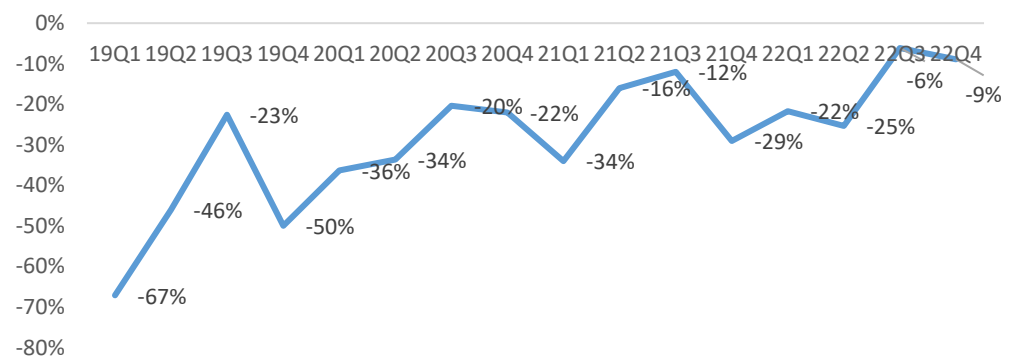
电池收入同环比高增，营业亏损同比收窄，预计电池子公司 2023 年营收翻倍增长。2022 年 Q4 电池板块营收 158.82 亿元人民币，同环比+170%/+31%；营业利润-14.17 亿元人民币，同环比+17%/-91%；营业利润率-9%，同环比+20pct/-3pct。营业收入增长主要由于新工厂运营推动销售额继续上升；营业亏损扩大源于产能扩张推高了固定成本。随着海外工厂的增加，公司预计 2023 年电池子公司 SK ON 营收将翻倍增长。

图13: 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14: 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。2022 年新增产能为美国一号工厂和二号工厂、欧洲匈牙利二号工厂，预计 2023 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，中国盐城（二期）工厂于 2024 年 Q2 投运。公司 2022 年底全球工厂实现 89GWh 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	2022	2023E	2024E	2025E
中国	0	7	27	44	44	75	75
美国	0	0	0	22	22	22	94
欧洲	0	8	8	18	18	48	48
韩国	5	5	5	5	5	5	5
合计	5	20	40	89	89	150	222

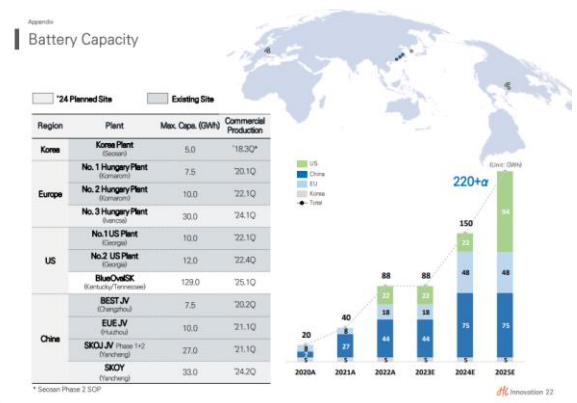
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表6: SKI 电池基地投建进度

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

图15: SKI 电池基地布局和进展



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

隔膜业务: Q4 营业亏损收窄, 23 年产能建设有序推进。2022 年 Q4 公司隔膜业务营业收入 4.6 亿元人民币, 同比+17%; 营业利润-0.3 亿元人民币, 同比+85%, 源于对主要客户的产品销售增加, 减少了损失。公司预计 2023 年通过扩大销售和确保成本竞争力逐步提高利润。公司隔膜产能 2022 年底实现 15.3 亿平方米, 由于波兰新产能扩建, 公司预计 2023 年实现 18.7 亿平方米产能, 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	2022	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

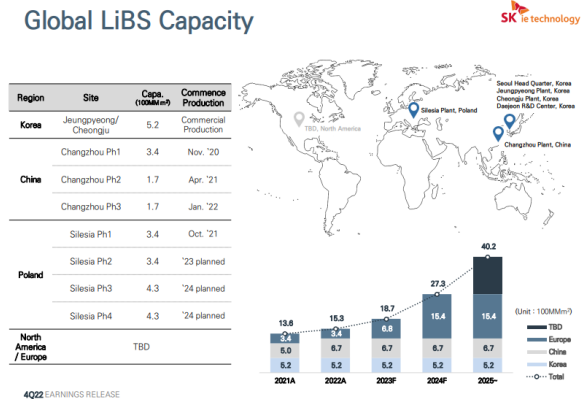
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表8: SKI 隔膜基地投建进度

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

图16: SKI 隔膜基地产能规划及进展

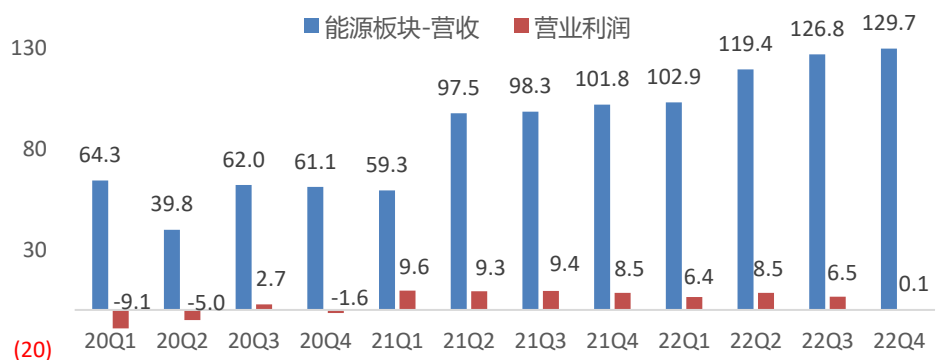


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

5. 松下: 盈利能力有所回落, 美国基地扩产加速

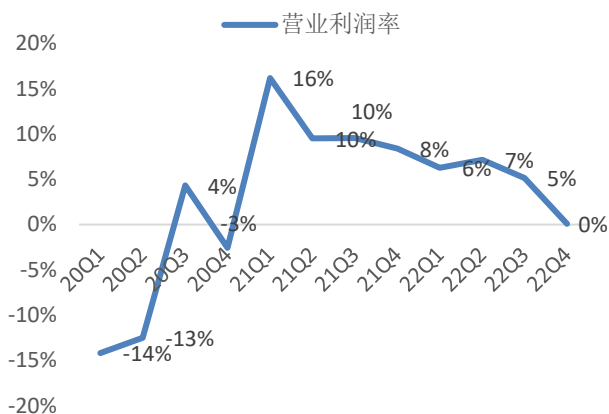
受原材料价格上涨、销售价格波动滞后影响, 能源板块盈利同环比下降。2022 年能源板块全年营收稳增, 营业利润下降, 22Q4 营收环比略增, 营业利润同环比大幅下降。公司 2022 年能源板块收入约 478.8 亿元人民币, 同比+34.1%; 营业利润 21.6 亿元, 同比-41.3%。2022 年 Q4 实现营收 129.7 亿元, 同环比+27.3%/+2.2%; 实现营业利润 0.1 亿元人民币, 同环比-98.8%/-98.4%; 营业利润率 0.08%, 同环比-8.3pct/-5.0pct; 资本支出 20.1 亿元人民币, 环比提升 43.6%。利润下滑主因原材料价格上涨推动采购成本增加, 以及销售价格波动滞后。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17: 松下能源板块营收及营业利润 (亿元人民币)



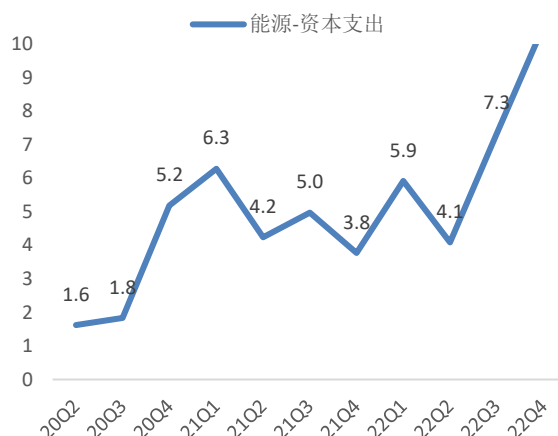
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图18: 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19: 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

北美内华达、堪萨斯州工厂符合 IRA 法案资格, 预计享受\$35/kWh 税收抵免。IRA 法案自 2022 年 12 月 31 日实施, 有效年限 2023-2032 年, 共计 10 年, 公司合格工厂预计享受\$35/kWh 税收抵免。内华达州工厂自 2023 年 1 月可享受税收抵免, 预计年产 39GWh, 每年约 13 亿美元税收抵免; 堪萨斯州工厂自生产销售后即获得资格, 预计 25 财年量产, 年产 30GWh, 每年约 10 亿美元税收抵免。

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 年量产。截止 2022 年底, 公司电池产能已经达到 89GWh。1) 日本: 目前西部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; 22 年 10 月末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, 22 年 11 月正式开工, 预计 25 年开始大规模量产, 初始产能预计约 30GWh。3) 欧洲: 公司计划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 万辆混合车的产能水平 (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
	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	22 年底
	日本: 和歌山	10			8	10	10	4680	24Q1
	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; 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 财年能源部门实现营收约 500 亿元人民币, 同比增长 23%, 增长动能源于动力电池以及数据中心储能; 由于研发费用增加及原材料价格上涨的影响, 公司预计 23 年营业利润 19 亿元人民币, 同比下降 46%。客户层面, 松下客户多元化趋势明显, 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 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, 力图逐渐摆脱对特斯拉的单一依赖。

6. 投资建议

当前市场预期悲观, 估值回调至历史低位, 看好电动车板块反转, 第一条主线看好盈利向上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; 第二条为盈利稳定的龙头: 隔膜 (恩捷股份、星源材质)、结构件 (科达利)、前驱体 (中伟股份、华友钴业)、负极 (璞泰来、杉杉股份, 关注贝特瑞、中科电气)、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)、铁锂 (德方纳米)、添加剂 (天奈科技)、三元 (容百科技、当升科技、振华新材, 关注厦钨新能)、勃姆石 (关注壹石通)、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>