

1月销量如期偏淡，锂电产业链逐步筑底
——电动车2024年2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

2024年2月24日



- 销量：1月国内销量环降39%，全年预增25%
- 排产：2月环比下降15%-20%，各环节价格底部小跌
- 电池：宁德时代龙头地位稳固，24Q1电池企业有所下修
- 中游：部分环节24Q1进一步降价，基本面最低点已至
- 重点公司跟踪
- 投资建议与风险提示

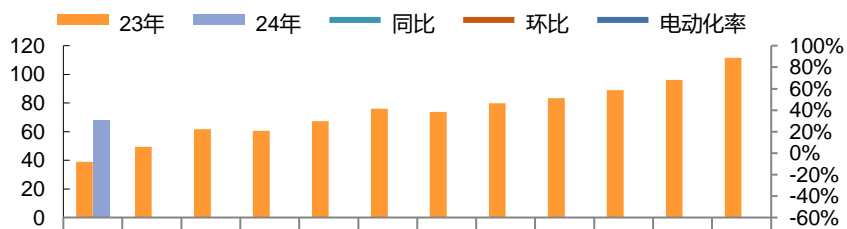
- ◆ **1月全球电动车销量偏淡，符合预期，预计3月有所恢复。**国内1月电动车销72.9万辆，同环比+79%/-39%，渗透率30%，同环比+5.2/-7.8pct，其中插电式份额大幅提升至41%，年末冲量后需求偏弱，短期电动车定价激进，3-4月销量预计恢复，24年预计25%增长约1182万辆。**欧洲主流9国**1月销13.8万辆，同环比+23%/-42%，渗透率18.5%，同环比+1.7/-9.1pct，全年预计增速8-10%至接近320万辆，市场已充分预期。**美国**1月销11.6万辆，同环比+17%/-20%，渗透率10.7%，同环比+1.4/+0.7pct，24年增速预期已经下修至25%，销量184万辆。总体看，全球24年电动车销量有望维持21%增长超过1600万辆。
- ◆ **锂电产业链排产端看，1月淡季，环降10%，2月春节影响，再降20%，3月有所恢复，整体Q1排产预计环比降20%，同比增10-20%，符合预期。**23Q4由于碳酸锂价格阴跌，产业链去库明显，行业11月开始减产，主流公司Q4排产环比降0-20%。1-2月淡季，1月排产环比降低10%，部分缓解受益于春节前备货，排产可环比持平，2月春节影响7天左右生产，排产普遍下降20%，预计3月恢复，整体看Q1排产环比下降20%，同比增10-20%。目前主流公司24年出货量增长预期普遍调整至20-30%，市场已充分预期。
- ◆ **Q1产业链价格进一步下降，国内市场二线进入亏损状态，海外市场仍有明显盈利溢价。**24年2月上游碳酸锂报价9.5-10万元/吨，由于Q1需求偏弱，且新产能持续释放，我们预计价格仍有下跌空间，若跌至高价产能的现金成本7-8万/吨，将加速产能出清；中游盈利方面，电解液、隔膜、负极、三元及铁锂正极等部分环节反馈24Q1进一步降价，但已接近底部，预计后续盈利下降空间有限，将在底部震荡，进一步出清产能；电池环节Q1国内市场降价明显，部分动力铁锂电芯报价已低于0.4元/wh，而海外联动+年降定价方式，整体价格稳定，盈利差异明显，宁德时代海外客户占比40%，均价及单wh利润远好于同行。
- ◆ **投资建议：**我们预计24H1行业盈利见底，加速产能出清，25年供需格局改善，板块重拾成长性。主产业我们仍首推电池环节，推荐**宁德时代、亿纬锂能、比亚迪**；材料环节我们看好**科达利、天赐材料、璞泰来、恩捷股份、星源材质、新宙邦、湖南裕能、德方纳米、容百科技、当升科技、华友钴业、中伟股份**等；以及看好新技术高压快充、复合集流体方向，标的**中熔电气（关注）、威迈斯、曼恩斯特、信德新材、天奈科技**等；同时建议关注价格即将见底的碳酸锂环节，标的**天齐锂业、赣锋锂业、永兴新材、中矿资源、盛新锂能**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。

销量：1月国内销量环降39%，全年预增25%

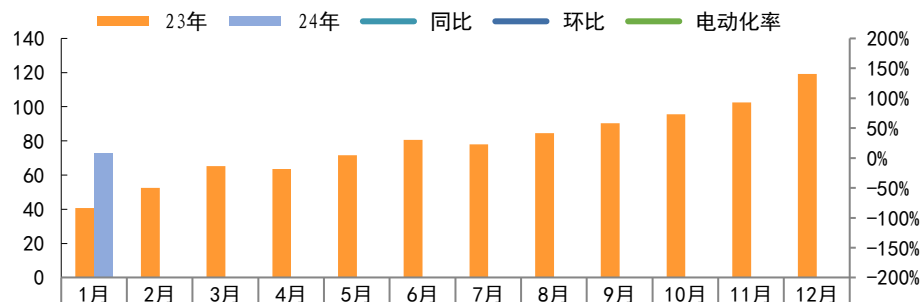
◆ **2024年1月新能源汽车销量72.9万辆，同环比+79%/-39%，渗透率30%**。中汽协口径，1月新能源汽车销量72.9万辆，同环比+78.6%/-39%，渗透率29.8%，同环比+5.2/-7.8pct。乘联会口径，24年1月国内新能源汽车累计批发68.18万辆，同比增长75%，累计渗透率33%，同减8.2pct。

图：国内电动乘用车月度批发销量（万辆，乘联会口径）

图：国内电动车总销量（万辆，中汽协口径）



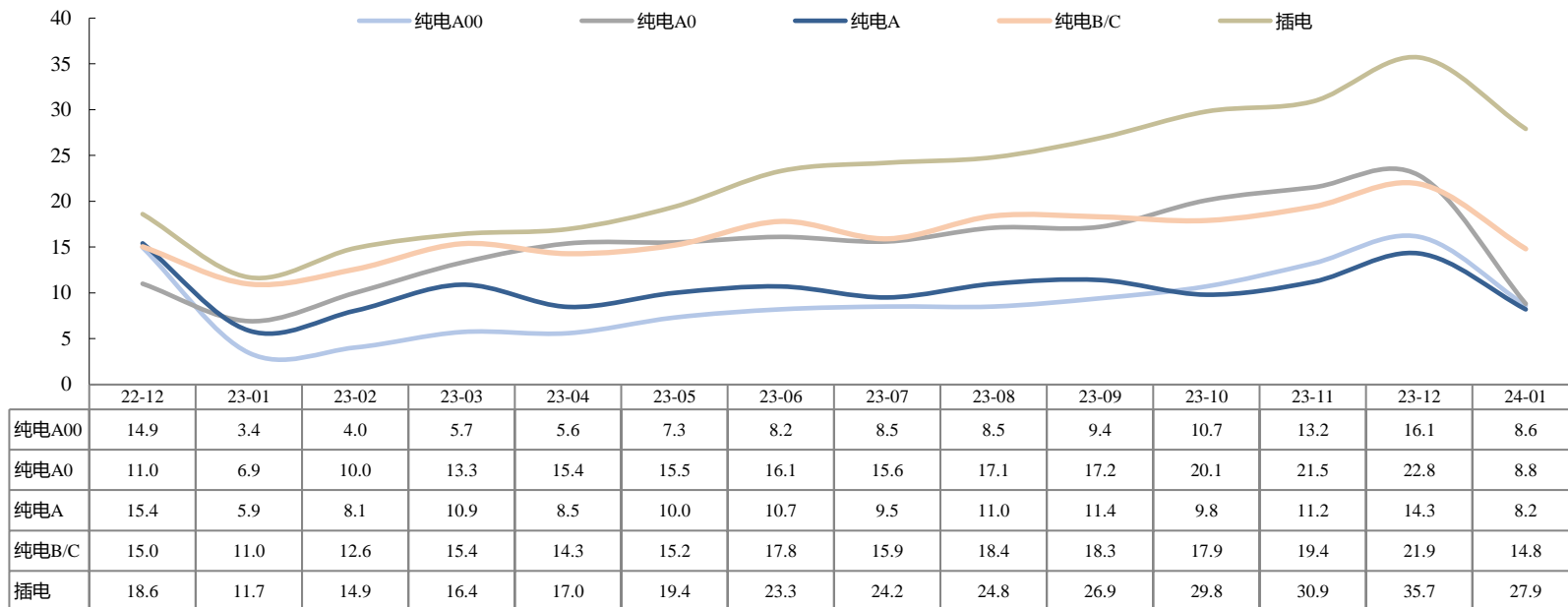
23年	38.9	49.5	61.7	60.7	67.3	76.1	73.7	79.8	83.5	88.9	96.1	111.5
24年	68.2											
同比	75%											
环比	-39%											
电动化率	33%											
电动化率同比	6%											



23年	40.8	52.5	65.3	63.6	71.7	80.6	78.0	84.6	90.4	95.6	102.6	119.1
24年	72.9											
同比	79%											
环比	-39%											
电动化率	30%											

◆ **纯电动份额下降明显，由于A00级和A0级年末冲量后销量断崖式下滑；插电式占比阶段性提升至41%。** 1月新能源乘用车批发销量68.2万辆，同环比+75%/-38%，渗透率为33%。**纯电乘用车**1月销量40.36万辆，同环比+49%/-46%，占比59%；其中A00级1月销量8.6万辆，占比21%，环比增5pct；A0级销8.8万，同环比+27%/+22%，占比22%，环降9pct；A级销8.2万辆，占比20%，环比上升0.5pct，B/C级销14.8万辆，占比7%，环升5pct。**插电混动乘用车**1月销27.9万辆，同比增长138%，环比下降22%，占比41%。

图：分车型月度销量（万辆）



- ◆ **分车企看，比亚迪销量稳居第一，吉利、赛力斯有所上升。**1月比亚迪销量20.1万辆，同比上升34%，环比下降41%，占比29%，单月销量稳居第一；特斯拉中国1月销7.1万辆，同比上升8%，环比下降24%。吉利汽车销量6.6万辆，同环比+497%/+9%；赛力斯销量3.7万辆，同环比+730%/+2%。
- ◆ **自主品牌市占率小幅下降，新势力、特斯拉市占率环比小幅增长。**1月新能源乘用车销量68.2万辆，同环比+79%/-39%。其中，1月**自主品牌**销44.9万辆，同增78%，环降43%，市占率66%。1月**特斯拉**销7.1万辆，同环比+8%/-24%，市占率10%；1月**新势力**销10.4万辆，同环比+121%/-28%，市占率15%；**合资车企**1月销4.1万辆，同环比+317%/-33%，市占率为6%；**豪华车企**1月销1.6万辆，同环比+23%/-13%，市占率2%。

表：主流车企月度销量（辆）

车企	1月	同比	环比	1月市占率
比亚迪	201,019	34%	-41%	29%
特斯拉中国	71,447	8%	-24%	10%
吉利汽车	65,826	497%	9%	10%
长安汽车	46,080	85%	-3%	7%
赛力斯	37,105	730%	2%	5%
理想汽车	31,165	106%	-38%	5%
长城汽车	24,988	296%	-16%	4%
上汽通用五菱	17,916	300%	-85%	3%
广汽埃安	11,005	8%	-76%	2%
上汽乘用车	10,434	-43%	-70%	2%

表：分品牌月度销量（辆）

车企类型	1月	批发电动化率	环比	零售电动化率	环比
自主	448,951	44%	-15.2pct	52%	-12.8pct
新势力	104,149	100%	0pct	100%	0pct
合资	40,971	7%	0.2pct	5%	-0.9pct
豪华	16,259	35%	1.5pct	22%	-7.2pct
特斯拉	71,447	100%	0pct	100%	0pct

分车型：Model Y 位居纯电首位，问界M7环比逆势增长

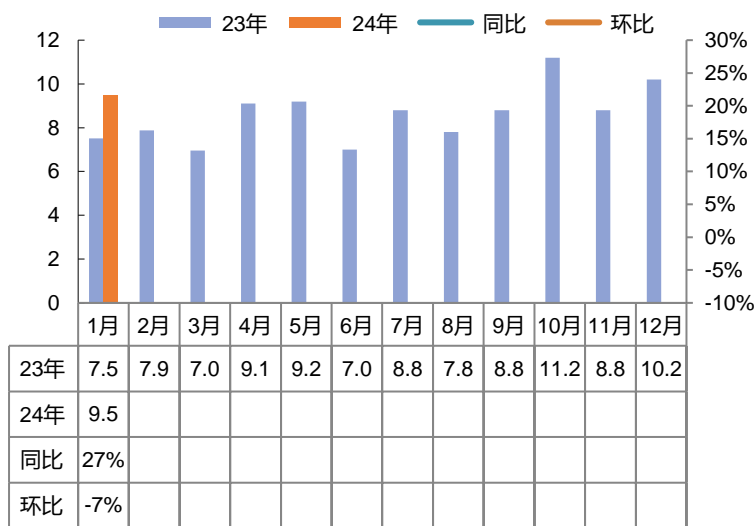
- ◆ **分车型看，纯电车型Model Y，比亚迪海鸥分列销量第一第二。**纯电动乘用车中，24年1月**特斯拉Model Y (B级)**销4.2万辆，同比增2%，环比降33%，占比10.4%，位居第一；**比亚迪海鸥 (A00级)**销3.6万辆，环比降28%，占比9.0%，升至第二；**Model 3**销3.0万辆，同比增18%，环比降8%，占比7.3%；**比亚迪海豚 (A0级)**销1.9万辆，同比增7%，环比降48%，占比4.7%；**比亚迪元 (A0级)**销1.8万辆，同比降22%，环比降57%，占比4.5%；**比亚迪宋 (A级)**销1.7万辆，同比增142%，环比降28%，占比4.3%。
- ◆ **插混车型中，比亚迪宋稳居第一，问界M7超比亚迪秦至第三。**插混车型中，**比亚迪宋 (A级)**销4.2万辆，同比降1%，环比降30%，占比15.2%；**问界M7 (B级)**销3.0万辆，同比增1627%，环比增17%，占比10.8%；**比亚迪秦 (A级)**销1.6万辆，同比增224%，环比降44%，占比5.9%。

图：国内1月纯电动车（左）&插混车（右）分车型销量排名

纯电	级别	24年1月	环比	同比	23年累计	同比	插电	级别	24年1月	环比	同比	23年累计	同比
Model Y	B	41,873	-33%	2%	646,845	42%	比亚迪宋	A	42,152	-30%	-1%	545,023	1193%
海鸥	a00	36,447	-28%		280,217		问界M7	B	29,998	17%	1627%	32,863	10%
Model 3	B	29,574	-8%	18%	300,897	18%	比亚迪秦	A	16,486	-44%	224%	294,167	1684%
比亚迪海豚	A0	18,905	-48%	7%	367,419	79%	理想L7	C	13,343	-35%		97,062	627%
比亚迪元	A0	18,071	-57%	-22%	428,580	87%	银河L7	B	9,776	29%		50,192	413%
比亚迪宋	A	17,362	-28%	142%	103,825	55%	理想L8	B	9,061	-40%	49%	105,983	1070%
长安Lumin	a00	15,689	16%	40%	144,481	106%	领克08	B	8,816	-12%		12,055	37%
Velite6	A	12,000	0%	364%	50,483	30%	理想L9	B	8,762	-41%	10%	107,178	1123%
熊猫mini	a00	11,104	-11%		109,642		比亚迪汉	B	8,500	-32%	28%	133,308	1468%
大众ID3	A0	7,932	-50%	1982%	82,676	211%	腾势D9	B	8,030	-19%	29%	101,466	1164%

- ◆ **国内新能源乘用车2024年1月出口9.5万辆，同增27%。**国内新能源车企24年1月出口9.54万辆，同环比+27%/-7%。1月**特斯拉**出口3.2万辆，环增72%，占比33%；**比亚迪**出口3.6万辆，环增0%，市占率38%；**上汽乘用车**出口0.3万辆，环比下降86%，市占率3%。
- ◆ **国内自主品牌电动车出口增加，比亚迪稳居榜首。**比亚迪1月出口3.6万辆，贡献主要份额。长安汽车1月出口2785辆，同增1757%；东风本田出口2358辆，环增100%；长城汽车1月出口1497辆，同增20%；哪吒汽车1月出口2821辆，环减6%。

图：国内乘用车电动车出口情况（万台）



表：国内车企出海战略

品牌	2022年出口（辆）	2023年1-12月累计出口（辆）	23年累计同比	主要出口国家
上汽乘用车	138,345	222,482	61%	爱尔兰、英国、瑞典、挪威等欧洲国家
比亚迪	55,544	242,765	337%	欧洲、印度、巴西、日本、泰国等
东风易捷特	63,708	53,538	-16%	欧洲、南美等
长城汽车	7,362	24,690	235%	泰国、欧洲等
吉利汽车	23,816	17,828	-25%	日本、英国、澳大利亚、德国等
上汽通用五菱	9,094	24,058	165%	印尼、马来西亚、越南
哪吒汽车	3,412	15,913	366%	泰国等东南亚国家

国内：23年自主品牌销量亮眼，24年华为系可期

- ◆ 自主品牌销量亮眼，比亚迪、广汽、吉利、长安销量领先，其中23年全年比亚迪份额较22年提升7pct至34%；新势力分化，仅理想销量高增。特斯拉、合资车增速均放缓。

图：国内分车企电动车销量（万辆）

	车企	23年	同比	占比	较22年pct	24年E	同比	占比
自主品牌	比亚迪	301	62%	34%	7	368	22%	33%
	上汽通用五菱	44	-28%	5%	-4	51	15%	5%
	广汽埃安	48	78%	5%	1	60	25%	5%
	奇瑞汽车	13	-44%	1%	-2	17	35%	2%
	吉利汽车	49	49%	5%	2	66	35%	6%
	上汽乘用车	32	37%	4%	0	33	5%	3%
	长城汽车	26	99%	3%	0	31	20%	3%
	长安汽车	42	76%	5%	3	53	25%	5%
	赛力斯	12	1037%	1%	1	50	335%	5%
	智己汽车	4	711%	0%	0	5	30%	0%
合资车	上汽大众	13	35%	1%	0	17	30%	2%
	华晨宝马	10	60%	1%	0	13	30%	1%
	东风易捷特	6	-40%	1%	-1	3	-50%	0%
	一汽大众	9	-12%	1%	0	8	-10%	1%
	上汽通用	10	104%	1%	1	12	20%	1%
	北京奔驰	4	-6%	0%	0	3	-30%	0%
	特斯拉中国	95	33%	11%	-3	97	2%	9%
新势力	小鹏汽车	14	18%	2%	-2	23	60%	2%
	理想汽车	38	182%	4%	1	66	75%	6%
	蔚来汽车	16	31%	2%	-1	18	15%	2%
	小米					5	0%	0%
	哪吒汽车	13	-16%	1%	-1	13	0%	1%
零跑汽车	14	30%	2%	0	15	5%	1%	
乘用车合计		887	36%	100%	0	1,105	25%	100%
-自主品牌		626	40%	71%	8	794	27%	72%
-合资品牌		66	13%	7%	-1	70	5%	6%
-新造车势力		99	35%	11%	-4	144	45%	13%
-特斯拉		95	33%	11%	-3	97	2%	9%
客车		3	-25%	-	-	3	5%	-
专用车		30	42%	-	-	40	35%	-
合计		919	36%	-	-	1,148	25%	-

- ◆ **24年新车型中，20万以上车型占比更高，新车型中PHEV仍较多。**24年自主品牌中，长安启源主推10-20万价格带车型，而比亚迪、广汽等基本无经济型新车型。主流新势力及华为系主打中高端车型。
- ◆ **24年整体车企价格竞争依然激烈，降本依然是主旋律。**延续23年降价趋势，新车定价整体偏低。24年需求增速放缓后，预计车企价格竞争依然激烈。

图：主流车企新车型情况（1）

类型	车企	品牌	车型	动力形式	种类	级别	售价（万元）	上市时间	快充	智能化	
新势力	理想	理想	MEGA	EV	MPV	-	50+	202312	800V	通勤NOA	
			L6	REEV	SUV	B+	25-30	2024	800V		
			代号W02	EV	MPV	-	40+	2024	800V		
			待定	EV	SUV	D	-	2024			
	小鹏	小鹏	X9	EV	MPV	-	-	2023Q4	800V	XNGP智能辅助驾驶系统	
			G7	EV	SUV	B+	20-30	2024Q3	800V		
			待定	EV	CAR	-	-	2024			
	蔚来	阿尔卑斯	待定	EV	CAR	-	20-30	2024H2	800V		
	零跑	零跑	C10	EV/REEV	SUV	C	10-15	2024Q3		支持城市/高速NAP领航，并通过OTA升级扩展至L3级智驾能力	
			三款车型待定						2024		
合创	哪吒	X	EV	SUV	A	12.68-14.68	202310		标配高通骁龙 8155 高性能车规级芯片，搭载L2+级驾驶辅助系统		
创维	创维	代号EA8	EV	SUV	C	20-30	2024				
小米	-	待定	-	-	-	-	2024				
华为系	赛力斯	问界	M7	EV	SUV	B	25-33	202309		HUAWEI ADS 2.0 高阶辅助驾驶系统	
			M9	EV	SUV	D	50-60	202312	800V	HUAWEI ADS 2.0 高阶辅助驾驶系统+鸿蒙座舱4.0	
	奇瑞	智界	S7	EV	CAR	C	30	202311			
			待定	-	SUV	-	-	2024			
	江淮	待定	待定						2024H2		
	长安	阿维塔	E12	EV/REEV	CAR	B	30	202312		HarmonyOS 4.0与华为高阶智能驾驶系统ADS 2.0	
待定			EV/REEV	-	-	-	2024				
待定			EV/REEV	-	-	-	2024				

国内：24年20万以上新车型更亮眼，竞争依然激烈

图：主流车企新车型情况 (2)

类型	车企	品牌	车型	动力形式	种类	级别	售价 (万元)	上市时间	快充	智能化
自主车企	比亚迪	比亚迪	宋L	EV	SUV	B	22+	202311		DiLink智能网联系统+DiPilot智能驾驶辅助系统
			豹5	PHEV	SUV	C	30-38	202311		
		方程豹	豹3	PHEV	SUV	-	-	2024		
			豹8	PHEV	SUV	-	-	2024		
		仰望	U8	EV	SUV	D	109.8	202310		仰望Pilot
		腾势	N8	EV/PHEV	SUV	B	31.98-32.68	202309		
	N9		EV/PHEV	SUV	C	-	2024			
	待定		EV/PHEV	CAR	-	-	2024			
	长安	深蓝	代号C318	REEV	SUV	A+	15-22	2024		自主研发高阶驾驶辅助系统的基础平台
			待定	-	CAR	A	-	2024		
			待定	-	SUV	D	-	2024		
		启源	A07	EV/REEV	CAR	A	15.59-17.69	202309		
			A06	PHEV	CAR	A	10-15	2023Q4		
			A05	PHEV	CAR	A	10-15	2023Q4		
			Q05	PHEV	SUV	A	10-15	2023Q4		
	五款新车待定							2024		
	吉利	极氪	代号CS1E	EV	CAR	A+	20-25	2023Q4	800V	英伟达OrinX芯片+激光雷达传感器+自研自动驾驶解决方案
			两款新车待定							2024
		极越	01	EV	SUV	C	24.99- 33.99	202311		ROBO Drive Max, 年底北上深开放城市高阶智驾
			E8	EV	CAR	C	20	2023Q4		
		银河	E6	EV	CAR	-	-	2024Q3		
			E7	EV	SUV	-	-	2024Q2		
	几何	改款为主							2024	23年底城市NOA公测, 2024春节前陆续推送
	上汽	智己	LS6	EV	SUV	C	22.99-29.19	202310		
			代号D	EV	CAR	-	-	2024		
		飞凡	待定	-	-	-	-	2024		
	北汽	极狐	阿尔法T5	EV	SUV	-	-	2023Q4	神行	神行
奇瑞	星纪元	ES	EV/REEV	CAR	C	26-36	202311			
		ET	EV/REEV	SUV	C	-	2024H1			
		待定	EV/REEV	SUV	C	-	2024			
	风云	A9	PHEV	SUV	B+	-	2023Q4		大卓智驾系统, 支持城市NOA、高速NOA与远程召唤泊车等	
		A8	PHEV	CAR	B+	-	2023Q4		大卓智驾系统, 支持城市NOA、高速NOA与远程召唤泊车等	
	T11	PHEV	SUV	C+	-	2024		大卓智驾系统, 支持城市NOA、高速NOA与远程召唤泊车等		
广汽埃安	昊铂	HT	EV	SUV	C	22+	2023Q4	800V	“高速+城市” NDA智能领航辅助系统	
		SSR	EV	CAR	-	128.6-168.6	2023Q4	800V		

国内：新车型发布带动新一轮销量竞争

- ◆ **各车企新车型先后亮相。**2023年底到2024年初，各车企新车型先后发布。智能化和快充等新技术逐步落地，可能成为未来新能源车竞争焦点。

图表：新车型情况

车企	新车型	价格	续航	智能化	其他
问界	问界M9	46.98-56.98万元	增程：综合续航1402km，纯电续航275km； EV：“巨鲸”800V高压平台，续航630km	鸿蒙OS4智能座舱+ADS2.0	搭载华为全新途灵底盘
极氪	极氪007	20.99-29.99万元	全栈800V高压平台，金砖电池续航688km，麒麟电池870km	ZEEKR OS6.0智能座舱+全栈自研浩瀚智驾	搭载浩瀚架构，采用一体压铸工艺
小米	SU7	暂无	自研800V碳化硅高压平台，续航1000km+	小米智能座舱+预计2024年进入智驾第一阵营	搭载小米自研超级电机
蔚来	ET9	预售80万元	自研全域900V高压架构，5分钟补能255km	搭载自研智驾芯片神玑NX9031，算力1000TOPS+	搭载SkyRide天行底盘系统
吉利	银河E8	17.58-22.88万元	SEA智能纯电框架800V高性能碳化硅电驱，续航665km	全新一代车机系统银河N OS无界版+银河智驾	搭载S-BOX天地一体双向卫星通讯

- ◆ **无图领航功能成为大势所趋。**在特斯拉FSD覆盖美国、加拿大全国背景下，国内各车企都为智能辅助驾驶设立全国目标。而高精地图从成本、监管各角度都难以实现，无图成为必经之路。23年11月28日，小鹏开放无图25城，开启城区无图化进程，并于24年1月扩展至243城；华为11月实现全国高速无图NCA，预计24Q1推出全国城区无图NCA。

图表：主流车企的智能化进展

车企	智能化进度	城市智能辅助驾驶落地情况	智能驾驶售价	智驾入门车型价格	芯片
问界	采用激光雷达方案。23年11月开启全国高速和高架无图智能辅助驾驶，全国城区NCA 24Q1开放内测，预计将开放全国城区智能辅助驾驶。	全国落地正在测试中	24年1月1日至3月31日智驾包售价2.6万元	问界M5 27.98万元+	华为MDC610芯片，AI算力200tops（稠密算力，等效于英伟达的544tops）
阿维塔	搭载无图高阶智驾，使用激光融合GOD网络，BEV融合感知+道路拓扑推理网络从车端构建场景，实现无图智能辅助驾驶。23Q4逐步开启无图城区智驾领航辅助功能。	全国落地正在测试中	24年1月1日至3月31日智驾包售价2.6万元	阿维塔11 30万元+	阿维塔12搭载华为MDC 810芯片，总算力达到了400TOPS
奇瑞智界	搭载华为ADS2.0，激光雷达方案全国都能开的无图NCA，和华为同步。	全国落地正在测试中	24年1月1日至3月31日智驾包售价2.6万元	智界S7 24.98-34.98万元	华为MDC610芯片，AI算力200tops（稠密算力，等效于英伟达的544tops）
小鹏	Xnet 2.0深度视觉神经网络城市NGP落地243城，高速NGP全部开放	拓展至243城	Max标配XNGP 其余标配XPILLOT	小鹏G6 Max 22.99万元+	XNGP配英伟达双orin-x芯片，算力508tops，XPILLOT搭载一个Orin-X芯片
理想	不走有图过渡至无图路线，直接开发无图路线。23年6月在北京、上海开始无图城市领航内测。年底城市领航和通勤领航推广至百城。	开放110城	L9max较pro高3万	L7 max售价37.98万	max版本配英伟达双orin-x芯片，算力508tops，其余版本搭载征程5（128TOPS）
蔚来	9月蔚来正式宣布城市无图领航NOP+将从高速进入城区，根据用户领航路线心愿单，进行验证和运营（即城市通勤领航）春节前将NOP+推给所有NT2.0用户	开放218城	680元/季度 380元/月	ET5 29.8万元+	4颗英伟达orin-x芯片，算力1016tops 5nm高阶智驾芯片 神玑NX9031
上汽智己	23年9月，去高精地图NOA公测；23年10月城市NOA公测；24年，通勤模式百城齐开；25年，全场景通勤，适用于绝大多数场景	23年10月开启城市NOA公测；24年，百城开放通勤模式；25年全场景通勤	IM AD 36800元	LS6 售价21.49万+	1颗英伟达orin-x芯片，算力204tops
比亚迪腾势	内部智能化道路尚未统一，有图无图均有布局。	未定	高快NOA选配价格1.5万	N7 630max版本售价34.98万	1颗英伟达orin-x芯片，算力204tops
极氪	首发浩瀚智驾，高速NZP交付即上线，城市NZP 24年6月开始公测	24年6月	标配	极氪007 20.99-29.99万元	全系搭载英伟达Orin-X芯片

◆ **华为系/小鹏/理想/蔚来为第一梯队，新车坚定ALL IN智能驾驶，2023年底批量落地城市领航，其中华为与小鹏或率先实现城市无图NOA落地；比亚迪/长城/吉利/上汽等车企高端子品牌以外部合作开发模式迅速推进功能落地，预埋硬件，留待软件后续迭代。**

图 近期新车型智能化进程对比

车企	型号	上市时间	车载系统	软硬件配置	智驾功能
比亚迪	宋L	2023年Q4	DiLink智能网联系统 DiPilot智能驾驶辅助系统	高通骁龙高算力处理器	高速辅助、智能领航、自动泊车、疲劳监测提醒等 30多项辅助功能
方程豹	豹5	2023年11月	FiPilot L2+级智能驾驶辅助系统	-	高速辅助、APA自动泊车、DMS驾驶员疲劳监测等
仰望	U8	2023年9月	仰望Pilot“天神之眼”高阶智能驾驶辅助系统	508TOPS英伟达Orin芯片 3颗激光雷达、5颗毫米波雷达、12颗超声波雷达、13个全场景陪伴、辅助和救助、自动泊车、自适应巡航等 高清摄像头	
腾势	N8	2023年9月	腾势Pilot高阶智能驾驶辅助系统 (L2级)	5个毫米波雷达、1个前置摄像头、12个超声波雷达、4个环视摄像头、1个DMS摄像头以及1个行车记录仪 神经网络大模型算法（动/静态BEV网络+Occupancy网络+NPN神经先验网络）	高速辅助、智能领航、自适应巡航、自动泊车辅助灯功能
理想	MPV	2023年底	理想AD Max 3.0	1颗禾赛AT128激光雷达、6颗800万像素摄像头和5颗200万像素摄像头，1个毫米波雷达以及12个超声波雷达 AP控制器地平线J3+J5芯片+SP控制器定制化的2颗英伟达Orin-X芯片	高速辅助、无图城市NOA等
小鹏	G9	2023年9月	XNGP智能辅助驾驶系统	双激光雷达 Xnet深度视觉神经网络 英伟达Orin X芯片	点到点连续驾驶、城市全场景无图NOA
蔚来	EC6	2023年9月	Aquila 蔚来超感系统 (L3级)	ADAM蔚来超算平台 包括超远距激光雷达等33个高性能传感器 四颗NVIDIA Drive Orin X芯片	城市/高速的nad自动驾驶、nad低速及泊车自动驾驶、领航泊车、nop+增强领航辅助
问界	M7	2023年9月	华为高阶智能驾驶系统ADS 2.0	MDC智能驾驶算法平台 1个顶置激光雷达、3个毫米波雷达、11个高清视觉感知摄像头及12个超声波雷达 GOD 2.0网络+RCR 2.0网络	无图城市NOA、点到点连续自动驾驶、车道居中、高速/城区领航、自动泊车、远程/记忆泊车、全天候全自动代客泊车等
长安深蓝	S7	2023年6月	ADAS高阶驾驶辅助系统	数据闭环优化算法	扩展换道辅助、APA6.0自动泊车、A-Bi记忆行车、自适应巡航、城市A-B领航等
阿维塔	E12	23Q4	华为高阶智能驾驶系统ADS 2.0 HI版	MDC智能驾驶算法平台 1个顶置激光雷达、3个毫米波雷达、11个高清视觉感知摄像头及12个超声波雷达 GOD 2.0网络+RCR 2.0网络	无图城市NOA、点到点连续自动驾驶、车道居中、高速/城区领航、自动泊车、远程/记忆泊车、全天候全自动代客泊车等
极氪 上汽智己	极氪CS1E LS6	2023年11月 2023年10月	极氪自研英伟达方案	英伟达OrinX芯片+3颗激光雷达传感器 激光雷达+英伟达芯片	高速辅助等 高速领航、城市NOA
奇瑞&华为	智界S7	2023年11月	华为高阶智能驾驶系统ADS 2.0	选装顶部激光雷达、毫米波雷达	无图城市NOA、点到点连续自动驾驶、车道居中、高速/城区领航、自动泊车、远程/记忆泊车、全天候全自动代客泊车等

图表：新能源车企车型最新降价信息汇总（1）

品牌	车型	降价幅度 (万元)	新价格 (万元)	开始时间	截止时间
特斯拉	Model3后轮驱动版	1.55	24.59起	1月12日	1月31日
	Model3长续航版	1.15	28.59起		
	ModelY长续航版本	0.65	29.99起		
	ModelY高性能版	0	36.39起		
	ModelY后轮驱动版	0.75	25.89起	23年9月1日	-
	Model X 双电机	16	73.89起		
	Model X 三电机	22	83.89起	23年7月18日	-
	Model S 双电机	11	69.89起		
Model S 三电机	20	82.89起			
比亚迪	豹5	0.8置换+0.2现金	27.98-34.28	2023年12月	0.2现金截至12月底
	秦PLUS/DM-i荣耀版	2	7.98-12.58	2月19日	-
	秦PLUS/EV荣耀版	2	10.98-13.98		
	驱逐舰05/DM-i荣耀版	2-2.2	7.98-12.88		
吉利领克	领克09 EM-P	1.0	33.98起	1月16日	-
吉利汽车	帝豪 L HiP 冠军版	1.6-1.9	9.38-15.68	2023年12月	0.2新春限时
长安深蓝	S7纯电	1万现金或0.6现金+0.6选装	16.99-19.29	2月13日	-
	SL03		13.59-18.99		
长安汽车	启源Q05/A05	1.1	7.39	2月19日	-
	逸动Plus畅享版	2.2	7.19		
哪吒汽车	哪吒X	2.2	9.98-12.48	2月19日	-
	哪吒AYA	0.8	6.58-8.08		
	哪吒S	0.5	15.48-22.48		
上汽荣威	D7 DMH	1.3-1.6	10.98-13.28	2023年12月	-
零跑汽车	T03	1.0	4.99-7.99	2月2日	2月29日
	C11	0.5	14.48-20.48		
	C01	0.5	14.08-20.38		
奇瑞	奇瑞小蚂蚁	0.5-0.8	5.99起	23年12月28日	-
	QQ冰淇淋	0.6	2.39起		
上汽大众	ID.3	3.7	12.59-14.98	2023年7月	-
	ID.4 CROZZ	4.8	14.79-23.24	2023年9月	
华为问界	M5 EV	2.9-3.0	25.98-28.98	2023年1月	-
	M7	4-5	24.98-32.98	2023年9月	
阿维塔	阿维塔11/12	2.6智驾包或0.5定金抵扣+0.6置换补贴	28-38.08	1月	2月29日

图表：新能源车企车型最新降价信息汇总（2）

品牌	车型	降价幅度 (万元)	新价格 (万元)	开始时间	截止时间
小鹏汽车	G9	1.0	25.89-41.99	2月2日	新春限时
	G6	1.0	19.99-26.69	1月	-
	G3i	1.0	13.89-16.69		
	P5	0.7	14.99-16.79		
	P7i 入门版	1.5	20.89	1月23日	
	P7i 鹏翼性能版	5	28.99	1月23日	
蔚来汽车	ET5/ET5T/ES6/EC6 2023款	2.4	27.4-33.4	1月17日	
	ET7/ES7/EC7/ES8 2023款	3.2	39.6-46.6		
理想汽车	L9	3.5	39.48-42.48	1月11日	1月31日
	L8	3.4	30.58-36.58		
	L7	3.3	28.68-34.68		
上汽通用五菱	五菱星光150km进阶版	0.6	9.98	2月19日	-
	五菱缤果	0.8	6.88-8.38	2月15日	3月31日
	宝骏	1万置换补贴	6.98-13.58	1月1日	1月31日
上汽通用别克	君越	3.5	14.49-25.48	2月19日	2月29日
	昂科威Plus	6.5	16.09-23.09		
	威朗Pro	5.5	7.39-10.39		
	E5	1万换购+1万保险+1万金融礼	13.99-24.89	1月1日	2月9日
	E4		15.99-22.99		
极越汽车	极越01	3	21.99-30.99	2023年12月	限时
岚图	梦想家	1万置换补贴	32.99-67.99	1月2日	1月31日
智己汽车	智己LS7	4万现金+3万配置升级	24.98-44.98	1月23日	2月5日
	智己LS6	1.2	21.99-28.19		
极氪	极氪001 YOU版	3.7	34.9	1月15日	-
	极氪001 ME版	3.0	31.9		
	极氪001 WE版	3.1	26.9		

- ◆ 预计24年国内电动车销1182万辆，增25%，电动化率超38%，插电再提升。其中出口170万辆，同增40%，依然以纯电为主。本土市场销售989万辆，同增24%，其中乘用车中纯电增长10%，插电增速仍较高，预计同增40%，占比提升7pct至40%；

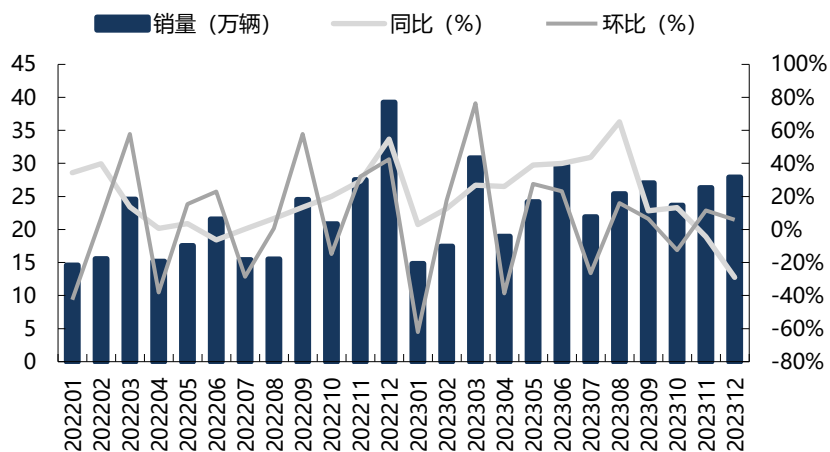
图：国内24年销量月度预测（万辆）

		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
2023年	销量	40.8	52.5	65.3	63.6	71.7	80.6	78.0	84.6	90.4	95.6	102.6	119.1	944.8
	同比	-5%	57%	34%	113%	61%	35%	32%	27%	28%	34%	31%	46%	37%
2024年 (乐观)	销量	72.9	48.1	100.2	102.2	107.4	119.2	112.0	114.3	120.0	126.0	132.3	138.9	1,293.3
	同比	79%	-8%	54%	61%	50%	48%	44%	35%	33%	32%	29%	17%	37%
2024年 (中性)	销量	72.9	43.7	91.1	92.9	97.6	108.3	101.8	103.9	109.1	114.5	120.2	126.3	1,182.4
	同比	79%	-17%	40%	46%	36%	34%	31%	23%	21%	20%	17%	6%	25%
2024年 (悲观)	销量	72.9	39.4	82.0	83.7	87.8	97.5	91.6	93.5	98.2	103.1	108.2	113.6	1,071.4
	同比	79%	-25%	26%	32%	23%	21%	17%	10%	9%	8%	5%	-5%	13%

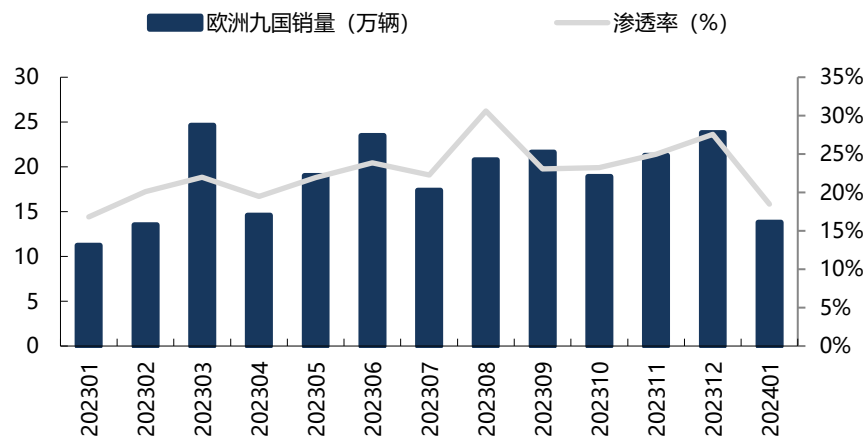
		Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2023年	销量	158.6	215.9	253.0	317.3	944.8
	同比	27%	61%	29%	37%	37%
2024年 (乐观)	销量	221.3	328.8	346.2	397.1	1,293.3
	同比	40%	52%	37%	25%	37%
2024年 (中性)	销量	207.8	298.9	314.8	361.0	1,182.4
	同比	31%	38%	24%	14%	25%
2024年 (悲观)	销量	194.3	269.0	283.3	324.9	1,071.4
	同比	22%	25%	12%	2%	13%

- ◆ **24年1月主流九国电动车销量合计同环比+23%/-42%，年末冲量后销量平淡，全年预计增速8-10%，市场已充分预期。** 欧洲主流9国合计销量13.8万辆，同环比+23%/-42%，其中纯电注册8.5万辆，占比61%，环比-8pct。乘用车注册74.7万辆，同环比+12%/-13%，电动车渗透率18.5%，同环比+1.7/-9.1pct。
- ◆ **1月主流九国渗透率18.5%，各国增速分化。** 德国：1月销量3.7万辆，同环比+37%/-49%，渗透率17.3%。英国：1月销量3.3万辆，同环比+25%/-18%，渗透率23.0%。法国：1月销量3.1万辆，同环比+22%/-44%，渗透率25.0%。瑞典：1月销量0.9万辆，同环比+18%/-51%，渗透率52.5%。意大利：1月销量0.7万辆，同环比-25%/-38%，渗透率4.9%。挪威：1月销量0.5万辆，同环比+239%/-56%，渗透率93.9%。西班牙：1月销量0.8万辆，同环比+13%/-41%，渗透率11.6%。瑞士：1月销量0.4万辆，同环比-7%/-61%，渗透率25.9%。葡萄牙：1月销量0.5万辆，同环比+23%/-29%，渗透率27.1%。

图：欧洲月度销量（万辆）&同环比（右，%）



图：欧洲主流九国电动车销量（万辆）&渗透率（右，%）



欧洲：24年欧洲补贴持续平缓退坡

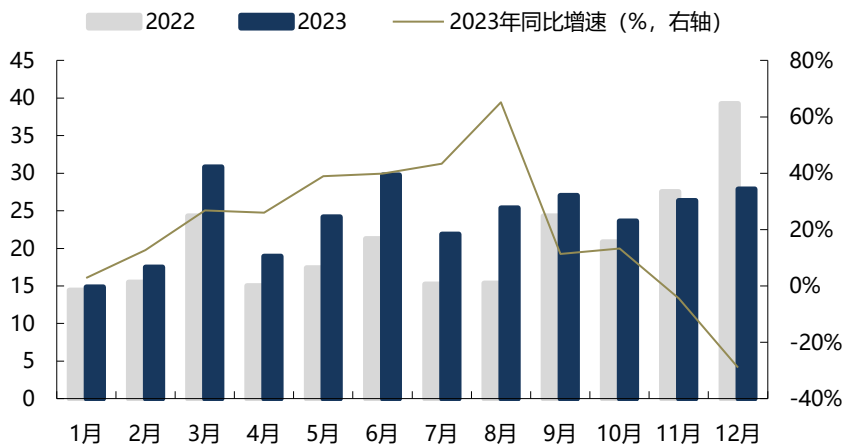
◆ 23年英国、瑞典取消电动车补贴，24年德国补贴取消，法国、意大利、荷兰补贴金额下降，24年仍呈退坡趋势。德国取消24年电动车补贴，此前23年9月tob补贴已取消。荷兰24年补贴下降400欧元，法国24年引入积分规则，对补贴车型的规格、重量、车辆及电池的生产地和生产过程的碳足迹作出限制，中国进口的电动车型将不符合补贴条件。

图：欧洲2023-2024年补贴政策梳理

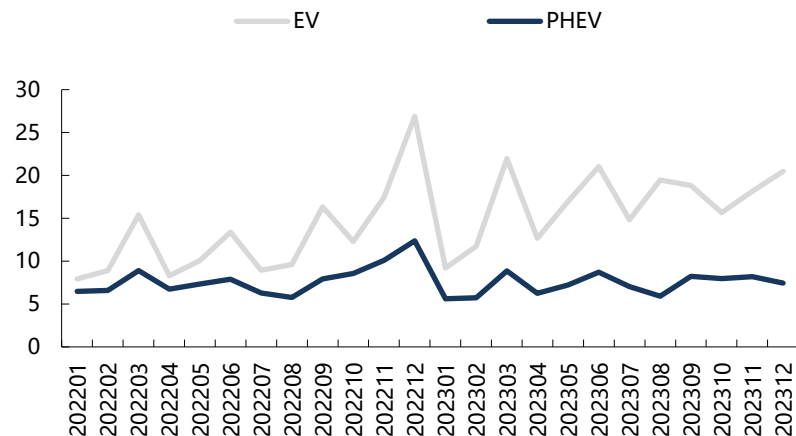
国家		2023年				2024年			
		车辆类型	要求	补贴金额	变动幅度	车辆类型	要求	补贴金额	变动幅度
				(万欧元)				(万欧元)	
德国	直接补贴	BEV	<4万欧元	0.675	下降0.225-0.3万欧元，9月起tob补贴取消，24年toc全部取消	BEV	<4.5万欧元	取消	24年全部取消，低于预期
			4-6.5万欧元	0.45			>4.5万欧元	取消	
		PHEV	<4万欧元	取消		PHEV	-	取消	
			4-6.5万欧元	取消					
法国	直接补贴	个人BEV	<4.7万欧元	0.7 (低收入) / 0.5	下降0.1万欧元	个人BEV	限制电池及生产地来源	0.5	下降
荷兰	直接补贴	个人新BEV	1.2-4.5万欧元	0.295	下降0.04万欧元	个人新BEV	1.2-4.5万欧元	0.255	下降0.04万欧元，2025年取消
		个人二手BEV		0.2	不变	个人二手BEV		0.2	不变，2025年取消
意大利	直接补贴	BEV	<6.1万欧元	0.3	不变 (至2024年)	BEV	<6.1万欧元	0.3	不变
		PHEV		0.2		PHEV		0.2	
	置换补贴	BEV		0.2		BEV		0.2	
		PHEV		0.2		PHEV		0.2	
英国	直接补贴	小型/大型BEV箱式货车	-	取消	取消	-	-	-	
瑞典	直接补贴	EV	-	-	取消	EV	取消	-	不变
		PHEV <60gCO2/km	-	-		PHEV (最高60gCO2/km)			
西班牙	直接补贴	EV/续航大于90km的BEV/PHEV	<4.5万欧元	0.45	不变	零排范围 > 30公里100%EV/PHEV	<4.5万欧元	0.45	不变 (待定)
	置换补贴			0.25				0.25	
挪威	直接补贴	个人新BEV	-	阶梯式征收购置税	下降	个人新BEV	-	阶梯式征收购置税	不变

- ◆ **欧洲2023年电动车累计销288万辆，累计渗透率19.20%，电动化渗透率同比持平。**欧洲2023年1-12月电动车销量符合市场预期，1-12月累计销288.5万辆，同比+15%，电动化渗透率19.20%，同比持平。12月电动车销量27.9万辆，同环比-29%/+6%，电动化渗透率22.40%，同环比-9/+2pct。
- ◆ **12月纯电占比同环比进一步提升。**从结构上来看，2023年12月欧洲纯电电动车销20.5万辆，同环比-23.9%/+12.4%，占比73%，同环比+5/+4pct，插混销7.4万辆，同环比-39.9%/-9.1%，占比27%，同环比-5/-4pct。

图：欧洲市场电动车2022-2023年销量（左/万辆；右/%）



图：欧洲电动车销量结构情况（万辆）



- ◆ **分车企看，大众仍为榜首，Tesla第二。** 12月大众集团销6.19万辆，同环比-34%/-1%，市占率22%；Tesla销量3.83万辆，同环比-31%/+8%，市占率14%；宝马集团销量3.50万辆，同环比+6%/+18%；Stellantis销2.66万辆，同环比-40%/+6%；梅赛德斯-奔驰销2.47万辆，同环比-13%/+0%；现代-起亚汽车集团销1.67万辆，同环比-41%/-18%；吉利控股集团销1.88万辆，同环比-37%/+11%；雷诺-日产联盟销1.60万辆，同环比-49%/+6%。

图表：欧洲12月主流电动车企销量（辆）及市占率（分车企，%）

欧洲分车企	2023年12月单月				2023年累计			2022全年		
	销量	环比	同比	市占率	销量	同比	市占率	销量	同比	市占率
大众集团	61,859	-1%	-34%	22%	623,623	19%	22%	525,884	1%	21%
Tesla	38,341	8%	-31%	14%	360,245	56%	13%	365,310	32%	15%
宝马集团	35,010	18%	6%	13%	276,496	11%	10%	231,195	38%	9%
Stellantis	26,615	6%	-40%	10%	376,894	3%	13%	257,726	25%	10%
梅赛德斯-奔驰集团	24,735	0%	-13%	9%	245,750	11%	9%	248,783	24%	10%
吉利控股集团(Geely)	18,826	11%	-37%	7%	205,745	14%	7%	221,919		9%
现代-起亚汽车集团	16,652	-18%	-41%	6%	232,535	-10%	8%	191,002	-2%	8%
雷诺-日产联盟	15,964	6%	-49%	6%	176,921	-7%	6%	180,779	26%	7%
上海汽车工业(集团)总公司	15,737	42%	9%	6%	131,003	72%	5%	76,060	95%	3%
福特集团	5,861	2%	-56%	2%	74,502	-9%	3%	82,195	14%	3%

◆ 综合考虑车型周期、政策变化，我们预计欧洲2024年中性销量接近320万辆，同比增10%；乐观下有望达到349万辆，同比增21%。若反补贴调查政策落地，且对中国车企不利，或在短期影响欧洲销量增速。但25年增速有望恢复至30%+。

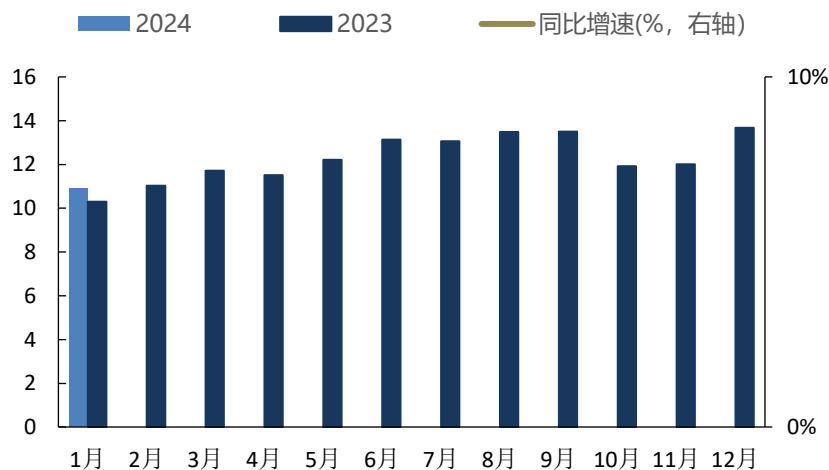
图：欧洲24年销量月度预测（万辆）

		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
2023年	销量	15	17	31	19	24	30	22	25	27	24	26	28	288
	同比	3%	13%	27%	26%	39%	40%	44%	65%	11%	14%	-4%	-29%	15%
2024年 (乐观)	销量	21	22	33	23	26	34	26	26	36	29	32	42	349
	同比	40%	29%	6%	21%	8%	13%	18%	4%	33%	21%	23%	50%	21%
2024年 (中性)	销量	19	20	30	21	24	31	23	23	33	27	29	38	318
	同比	27%	18%	-3%	11%	0%	3%	5%	-8%	22%	13%	12%	36%	10%
2024年 (悲观)	销量	17	18	27	19	21	28	21	21	29	24	26	34	286
	同比	15%	2%	-14%	-1%	-11%	-6%	-4%	-18%	8%	2%	-1%	3%	-3%

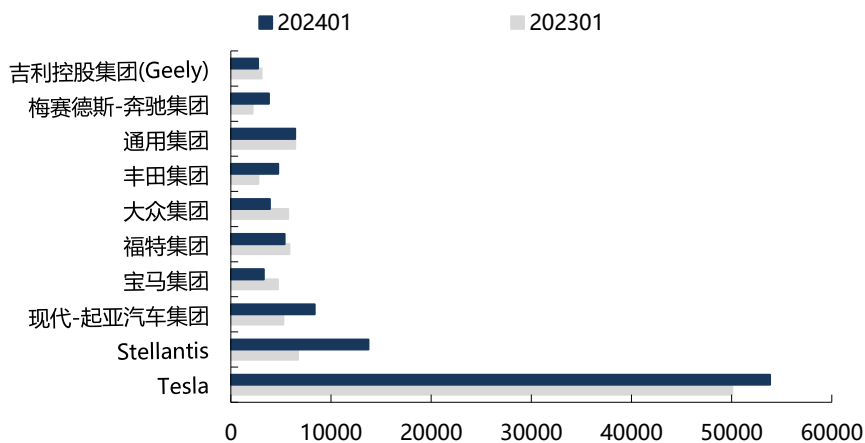
	万辆	Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2023年	销量	63	73	74	78	288
	同比	16%	36%	35%	-5%	15%
2024年 (乐观)	销量	75	83	87	104	349
	同比	19%	14%	18%	33%	21%
2024年 (中性)	销量	69	76	79	94	318
	同比	10%	4%	7%	21%	10%
2024年 (悲观)	销量	62	68	71	85	286
	同比	-2%	-7%	-4%	2%	-3%

◆ **美国2024年1月电动车销11.6万辆，同增17.3%，电动车渗透率10.7%。**美国利率较高影响年末需求，23年销146.8万辆，同增49%，24年预计同增25%。24年1月单月美国电动车注册11.6万辆，同比+17.3%，环比-19.6%，其中纯电注册9.2万辆，同比+11%，环比-20%，占比79%，插混注册2.4万辆，同比+52%，环比-20%，占比21%。乘用车注册108.3万辆，同比+2%，环比-26%，电动车渗透率10.7%，同环比+1.4/+0.7pct。

图：美国市场电动车2023-2024年月度销量（万辆）



图：2024年1月及2023年1月美国电动车销量（分车企，辆）



- ◆ **分车企看，特斯拉24年1月市占率同比下降4.2pct，Stellantis市占率同比稳步提升5.1pct。** 特斯拉1月市占率位列第一，销5.4万辆，同比+7.5%，市占率46.4%，同比-4.2pct。Stellantis销1.4万辆，同比+105.0%，市占率11.8%，同比+5.1pct。其余车企中，现代起亚销8373辆，通用销6432辆，宝马销3290辆，大众销3897辆，福特销5361辆，丰田销4728辆，吉利控股集团销2709辆，梅赛德斯-奔驰销3810辆。

图：美国主流电动车企销量（辆）及市占率（%）

美国分车企	2023年11月	2023年12月	2024年1月				2024年累计			
	销量	销量	销量	同比	环比	市占率	销量	同比	市占率	市占率同比
Tesla	52664	56481	53830	7.5%	-4.7%	46.4%	53830	7.5%	46.4%	-4.2pct
Stellantis	7889	15863	13738	105.0%	-13.4%	11.8%	13738	105.0%	11.8%	5.1pct
现代-起亚汽车集团	8862	12248	8373	59.3%	-31.6%	7.2%	8373	59.3%	7.2%	1.9pct
宝马集团	5848	8277	3290	-30.0%	-60.3%	2.8%	3290	-30.0%	2.8%	-1.9pct
福特集团	9560	10866	5361	-8.4%	-50.7%	4.6%	5361	-8.4%	4.6%	-1.3pct
大众集团	6859	8184	3897	-31.7%	-52.4%	3.4%	3897	-31.7%	3.4%	-2.4pct
丰田集团	5967	5884	4728	71.9%	-19.6%	4.1%	4728	71.9%	4.1%	1.3pct
通用集团	5926	6463	6432	0.0%	-0.5%	5.5%	6432	0.0%	5.5%	-1.0pct
梅赛德斯-奔驰集团	4287	5045	3810	75.1%	-24.5%	3.3%	3810	75.1%	3.3%	1.1pct
吉利控股集团 (Geely)	3972	4322	2709	-11.8%	-37.3%	2.3%	2709	-11.8%	2.3%	-0.8pct

- ◆ 综合考虑美国短期需求放缓、新车型延期，我们中性预期2024年美国销量184.0万辆，同比增25%；乐观下有望达到202.4万辆，同比增38%。但美国市场电动化率低，且未来中国供应链占比提升，有助于成本下行，渗透率进一步提升。

图：美国2024年销量月度预测（万辆）

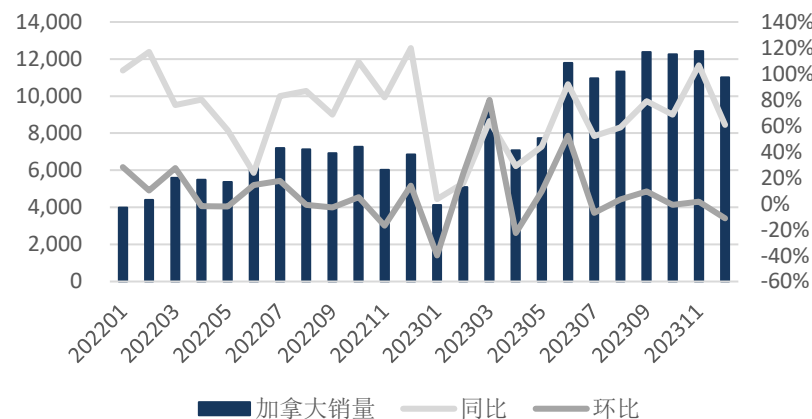
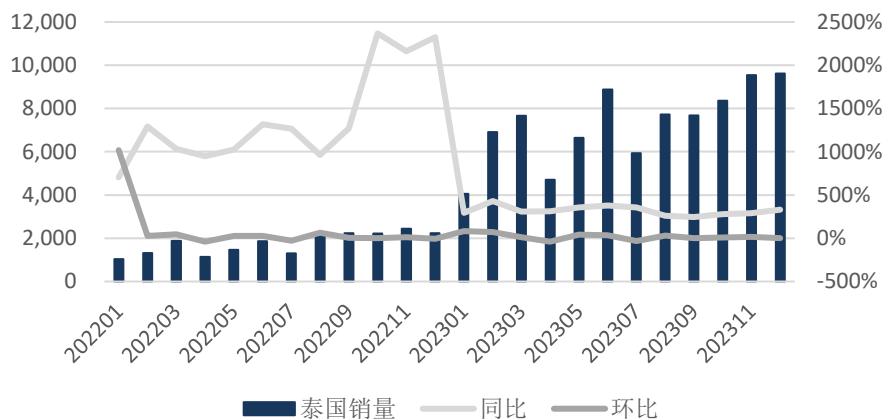
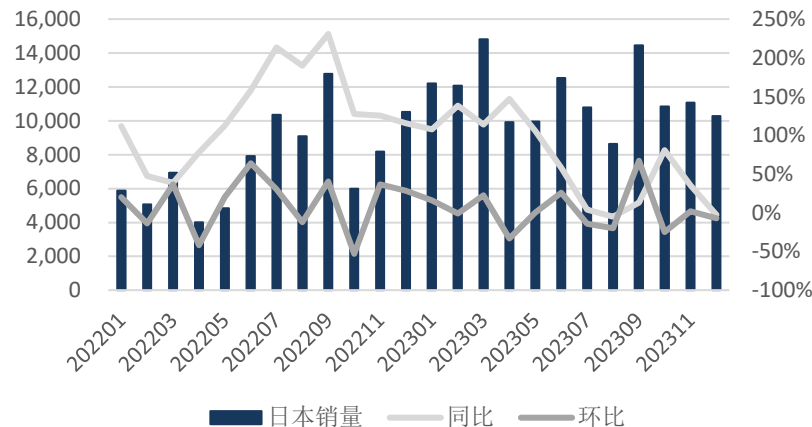
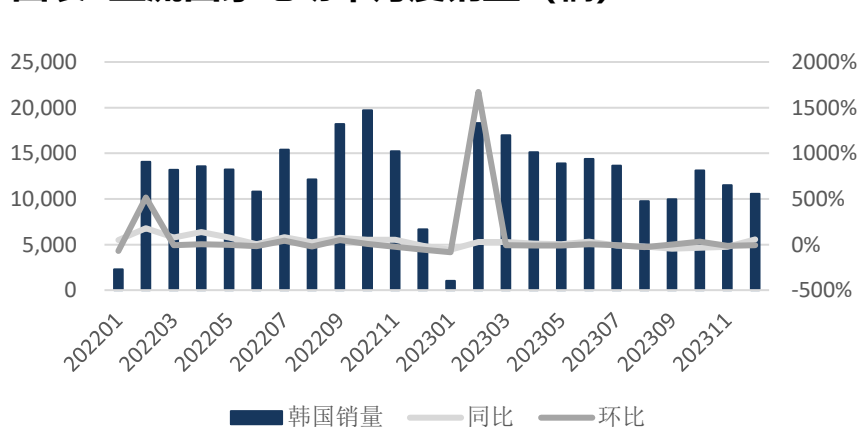
		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	合计
2023年	销量	9.9	10.6	11.3	11.6	12.3	13.2	12.7	13.1	13.1	12.1	12.2	14.5	146.8
	同比	62%	58%	38%	40%	51%	63%	50%	58%	62%	38%	38%	40%	49%
2024年 (乐观)	销量	11.6	13.4	14.8	15.1	15.8	17.1	17.8	18.1	18.9	18.9	19.4	20.4	202.4
	同比	17%	26%	30%	30%	29%	29%	40%	38%	44%	56%	59%	40%	38%
2024年 (中性)	销量	11.6	12.2	13.4	13.7	14.4	15.5	16.2	16.5	17.1	17.1	17.7	18.5	184.0
	同比	17%	15%	18%	18%	17%	17%	27%	26%	31%	42%	44%	28%	25%
2024年 (悲观)	销量	11.6	11.0	12.1	12.3	12.9	14.0	14.5	14.8	15.4	15.4	15.9	16.7	165.6
	同比	17%	3%	7%	6%	5%	6%	15%	13%	18%	28%	30%	15%	13%

		Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2023年	销量	31.9	37.1	38.9	38.8	146.8
	同比	51%	51%	57%	39%	49%
2024年 (乐观)	销量	41.0	48.0	54.8	58.7	202.4
	同比	28%	29%	41%	51%	38%
2024年 (中性)	销量	37.3	43.6	49.8	53.3	184.0
	同比	17%	17%	28%	37%	25%
2024年 (悲观)	销量	33.5	39.3	44.8	48.0	165.6
	同比	5%	6%	15%	24%	13%

其他国家：12月销量同增94%，日韩等国增长明显

◆ **其他国家销量增速明显，日韩等国贡献主要增量。**除中国、美国、欧洲各国以外的其他国家12月共销售7.15万台新能源汽车，同环比+94%/-2%，其中**韩国**销量10557台，同环比+58.2%/-8.0%，渗透率10.59%，同环比+5pct/+0pct；**加拿大**销量11020台，同环比+60.8%/-11.4%，渗透率9.20%，同环比+3pct/+1pct；**日本**销量10272台，同环比-2.4%/-7.3%，渗透率3.04%，同环比+0pct/+0pct；**泰国**销量9612台，同环比+330.8%/+0.8%，渗透率22.53%，同环比+18pct/+6pct。

图表 主流国家电动车月度销量 (辆)



- ◆ 综合考虑其他国家电动化率低、国内车企出口优势明显，我们中性预期2024年其他国家销量106.3万辆，同比增43%；乐观下有望近117万辆，同比增57%。东南亚及南美市场24年继续维持高增长。

图：其他国家2024年销量月度预测（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
	同比	60%	142%	111%	130%	93%	43%	117%	100%	159%	97%	121%	90%	107%
2023年	销量	3.6	5.5	6.8	5.2	5.7	7.1	5.9	6.2	7.3	6.8	7.3	7.1	74.5
	同比	130%	95%	82%	89%	96%	125%	58%	53%	32%	64%	67%	94%	76%
2024年 (乐观)	销量	5.5	7.4	10.0	7.5	8.3	11.2	9.4	10.3	12.9	11.0	12.1	11.5	116.9
	同比	53%	35%	48%	45%	45%	56%	58%	66%	77%	62%	65%	60%	57%
2024年 (中性)	销量	5.0	6.7	9.1	6.8	7.5	10.1	8.5	9.4	11.7	10.0	11.0	10.4	106.3
	同比	39%	22%	35%	31%	32%	42%	43%	51%	61%	47%	50%	46%	43%
2024年 (悲观)	销量	4.2	5.7	7.7	5.8	6.4	8.6	7.2	8.0	10.0	8.5	9.3	8.8	90.4
	同比	18%	4%	14%	12%	12%	21%	22%	28%	36%	25%	28%	24%	21%

		Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2022年	销量	8.1	8.8	13.4	12.2	42.4
	同比	123%	79%	126%	103%	107%
2023年	销量	15.9	18.0	19.5	21.2	74.5
	同比	96%	104%	46%	74%	76%
2024年 (乐观)	销量	22.9	26.9	32.6	34.5	116.9
	同比	45%	49%	67%	63%	57%
2024年 (中性)	销量	20.9	24.5	29.6	31.3	106.3
	同比	31%	36%	52%	48%	43%
2024年 (悲观)	销量	17.7	20.8	25.2	26.6	90.4
	同比	12%	15%	29%	26%	21%

总结：全球24年电动车的销量预计同增21%

- ◆ 23年全球电动车销量1339万辆，同增32%，全球电动化率17.2%；预计24年1600+万辆，同增21%，25年增速有望提升，销量近2000万辆，同比增22%，电动化率达到24%。

图：全球电动车销量预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
海外：新能源乘用车销量（万辆）	391.4	509.3	608.3	805.4	1021.1	1243.5	1465.9	1732.7	1972.9
YoY	31.00%	30.00%	19.00%	35.00%	26.80%	21.80%	17.90%	18.20%	13.90%
-海外电动化率	8.00%	9.70%	11.00%	14.40%	17.70%	21.00%	24.00%	27.50%	30.40%
-欧洲新能源车销量（万辆）	251	288	318	405.1	478	549.7	604.6	665.1	731.6
-YoY	17.00%	15.00%	10.00%	30.00%	18.00%	15.00%	10.00%	10.00%	10.00%
-欧洲电动化率	19.50%	19.20%	20.10%	25.40%	29.10%	32.50%	34.70%	37.10%	39.60%
-美国（万辆）	98	146.8	184	252.8	353.9	460.1	575.1	690.1	759.1
-YoY	50.00%	49.00%	25.00%	40.00%	40.00%	30.00%	25.00%	20.00%	10.00%
-美国电动化率	7.10%	9.40%	11.20%	15.20%	20.70%	26.20%	31.70%	37.00%	39.50%
-其他国家（万辆）	42.4	74.5	106.3	147.6	189.2	233.7	286.1	377.5	482.2
-YoY	107.00%	76.00%	43.00%	39.00%	28.20%	23.50%	22.40%	31.90%	27.70%
-其他国家电动化率	1.90%	3.40%	4.70%	6.30%	7.90%	9.40%	11.20%	14.30%	17.80%
国内：新能源车合计销量（万辆，本土销量）	619	829	1,012	1,169	1,322	1,456	1,596	1,733	1,882
YoY	91.00%	34.00%	22.00%	16.00%	13.10%	10.10%	9.70%	8.60%	8.60%
国内新能源车出口销量（万辆）	68	120	168	219	285	342	393	432	475
YoY	137.60%	77.20%	40.00%	30.00%	30.00%	20.00%	15.00%	10.00%	10.00%
国内新能源车销量合计（含出口，万辆）	687	944.8	1,182.40	1,388	1,607	1,797	1,989	2,165	2,357
YoY	95.10%	37.53%	25.15%	17.60%	15.70%	11.90%	10.70%	8.80%	8.90%
-国内电动化率	25.60%	31.60%	38.40%	44.30%	49.80%	54.10%	58.10%	61.40%	64.90%
全球新能源车销量（万辆）	1,011	1,339	1,620	1,974	2,343	2,700	3,062	3,466	3,855
YoY	62.00%	32.44%	21.01%	21.85%	18.67%	15.21%	13.42%	13.19%	11.23%
-全球电动化率	13.90%	17.20%	20.10%	24.00%	27.70%	31.00%	34.10%	37.50%	40.50%

排产：2月环比下降15%-20%，各环节价格底部小跌

- ◆ **2月碳酸锂价格小幅波动，钴、锂维稳、镍金属略微下跌。** 2月8日百川电池级碳酸锂报价9.71万元/吨，较月初不变；工业级碳酸锂报价8.95万元/吨；2月8日长江有色市场钴报价22.00万元/吨，较月初不变；上海金属网镍报价12.81万元/吨，较2月初下跌0.4%。
- ◆ **碳酸锂现货价格维持稳定，目前工碳需求略好于电碳，看跌情绪略有缓解。** 天齐锂业、赣锋锂业2023年归属于上市公司股东的净利润均预降六成以上，锂价腰斩再腰斩的影响得以更直观地体现。供应方面，春节假期临近，**国内部分盐厂陆续开展停减产计划及设备检修计划**，盐湖地区物流运输略受影响，锂盐大厂稳价出货为主。需求方面，1月底部分正极材料企业出现了小规模补库需求，因春节因素影响我们预计正极和电芯2月排产数据不佳，下游正极等企业对于2月整体需求减量预期下，下游观望情绪依旧较浓，整体需求依然偏弱，**预计锂价稳价运行。**

图 锂价格趋势图 (万元/吨)

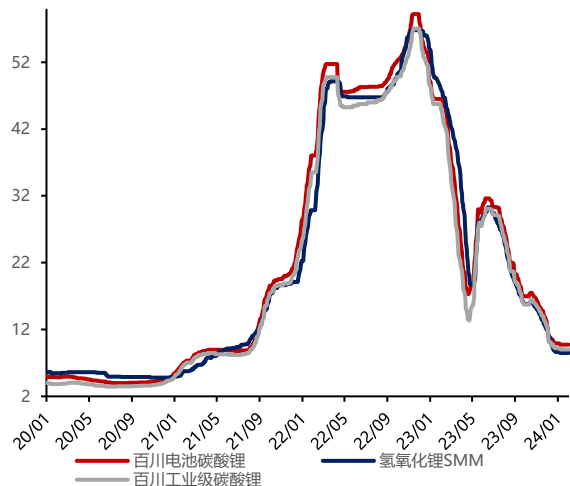


图 钴价格趋势图 (万元/吨)

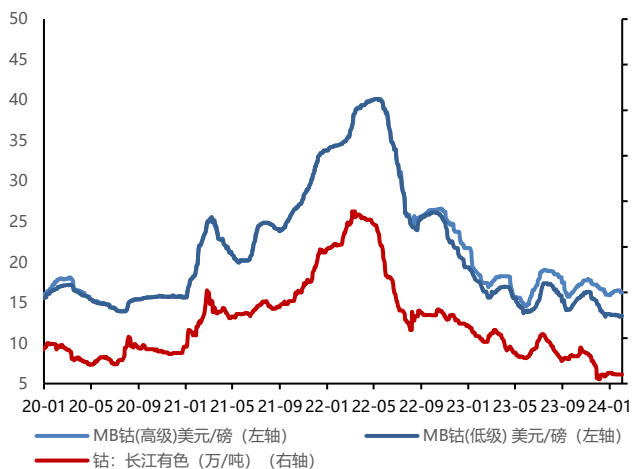


图 镍价格趋势图 (万元/吨)



- ◆ **产销量：Greenbushes 23Q4产销量环比下降，Pilgangoora、Marion、Wodgina环比增长。**受分销需求影响，Greenbushes矿山23Q4出现减产，产销量环比下降14%/30%，24财年产量指引下调10万吨。Pilgangoora 23Q3出现部分减产以配合扩建项目，23Q4产能提升，产量环增22%。Marion二期30万吨产能爬坡，Q4产量环增30%。Wodgina 工厂回收率有所提高，Q4产量微增，出货量大幅增加127%。
- ◆ **价格：23Q4精矿价格均大幅下跌。**Greenbushes Q4仍执行Q-1定价机制，价格降幅较小，环减19%，Pilgangoora、Marion Q4平均实际售价环减40-50%。24年1月1日起，Greenbushes将执行M-1定价机制。目前锂辉石SC6精矿价格在850-960美元（CIF到港）。
- ◆ **成本：Greenbushes成本环比增加，Pilgangoora成本环比下降，Marion、Wodgina成本有大幅下降空间。**由于精矿产量减少，Greenbushes的FOB成本环增36%，而Pilgangoora由于产销量增加，FOB成本环降15%。由于Q4精矿价格降低，澳矿特许权使用费均减少，预计24Q1权益金将进一步下降，带动CIF成本下降。受益于进料质量的提高和剥离率的下降，我们预计Marion的FOB成本到24年7月降41%至500澳元/吨（328美元/吨），Wodgina到24年9月降37%至550澳元/吨（361美元/吨）。

图表：23Q4产销量及价格成本

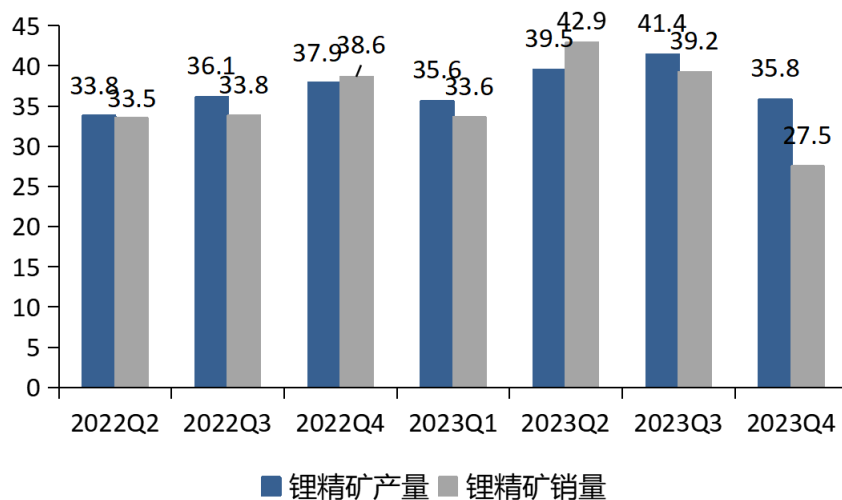
	产量 (万吨)	环比	销量 (万吨)	环比	CIF价格 (SC6, 美元/吨)	环比	FOB成本 (澳元/吨)	环比	CIF成本 (澳元/吨)	环比
Greenbushes	35.8	-14%	27.5	-30%	3016	-19%	357	36%	614	18%
Pilgangoora	17.6	22%	15.99	9%	1280	-50%	416	-15%	523	-21%
Marion	16.6	30%	17.2	34%	1060	-43%	844	-	-	-
Wodgina	11.5	2%	14.2	127%	-	-	875	-	-	-

- ◆ **Q4精矿产量环降14%，24财年产量指引下调10万吨，折1.25万吨LCE。** Q4精矿产量35.77万吨，环降14%，包括33.89万吨化学级锂辉石和1.88万吨技术级锂辉石，主要是矿石加工量减少1.38公吨和品位下降2.2%所致，矿石开采量85.23万吨，环增23%，品位2.66%；销量27.51万吨，环降30%。23全年产量152.3万吨（折19万吨LCE），同增13%，销量143.2万吨，同增35%。24财年（23Q3-24Q2）产量指引已下调至SC6精矿130-140万吨（原指引为140-150万吨），折碳酸锂16.3-17.5万吨，其中23H2精矿产量77.2万吨，折碳酸锂9.7万吨。IGO预计24H1销售量将比产量低约20%，库存将增加。
- ◆ **24年1月1日开始执行M-1定价机制，24年权益金将大幅下降。** 1月29日IGO公告，文菲尔德董事会已同意修改定价机制，自24年1月1日起生效，定价将根据上个月的平均值（M-1）每月重置，参考四个报价机构的平均值减5%的折扣（FOB）。23Q4单位现金成本357澳元/吨（235美元/吨），环增36%，主要是由于精矿产量减少；单位运营成本417澳元/吨（274美元/吨），环增43%；单位运营成本（加特许权使用费）614澳元/吨（403美元/吨），环增18%，折碳酸锂现金成本（CIF）4.5万元左右，全成本5-6万元。2024年由于精矿价格大幅下跌叠加定价机制调整，权益金大幅下降，我们预计CIF现金成本将进一步降低至4万左右。

图：Greenbushes扩产计划

项目	产能 (万吨)	开工时间	投产时间
化学级1号工厂-一阶段	5	2009年	2010年12月
化学级1号工厂-二阶段	55	2011年4月	2012年
化学级2号工厂	60	2017年3月	2019年10月
化学级3号工厂	52	2018年7月	2025年中
化学级4号工厂	52	2025年	2027年
尾矿再处理工厂	28	2019年Q3末	2022Q1
技术级工厂	14	-	-
合计	266		

图：季度产销量 (万吨)

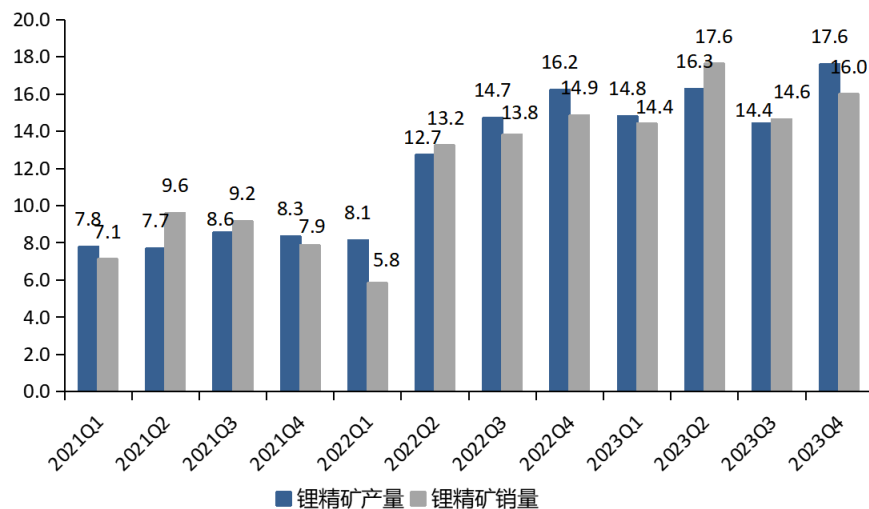


- ◆ **Q4产量环增22%，23全年产量同增23%。**23Q4精矿产量 17.6万吨 (SC5.2)，环增22%，矿石开采量环增15%，且P680初选设备基础设施提供增量；销量16万吨，环增9%，黑德兰港的拥堵导致本季度超过一半的货运 (9万吨) 发生在12月份。23全年产量63万吨 (折6.9万吨LCE)，同增23%，销量63万吨，同增31%。
- ◆ **Q4价格环降50%，由于产销量增加，FOB成本环降14%。**按SC5.2计算Q4销售价格1113美元 (CIF中国)，环降50%，按SC6计算销售价格1280美元 (CIF中国)，Q4定价受到12月销售额的影响。Q4单位运营成本 (FOB) 639澳元/吨 (416美元/吨)，环降14%，主要是由于产销量增加；单位运营成本 (CIF) 805澳元/吨 (523美元/吨)，环降20%，主要是由于价格降低带来的特许权使用费减少。
- ◆ **P680和P1000项目预计分别于24年Q3和25年Q1投产，精矿总产能将达到100万吨。**P680项目：扩产10万吨，土建已完工，破碎和选矿设施预计24年Q2调试、Q3投产。P1000项目：扩产32万吨至100万吨总产能，完成详细设计正在进行大量土方工程，预计25Q1出第一批矿石。我们预计24/25年产量折7.8/8.9万吨LCE。

图：Pilgangoora扩产计划

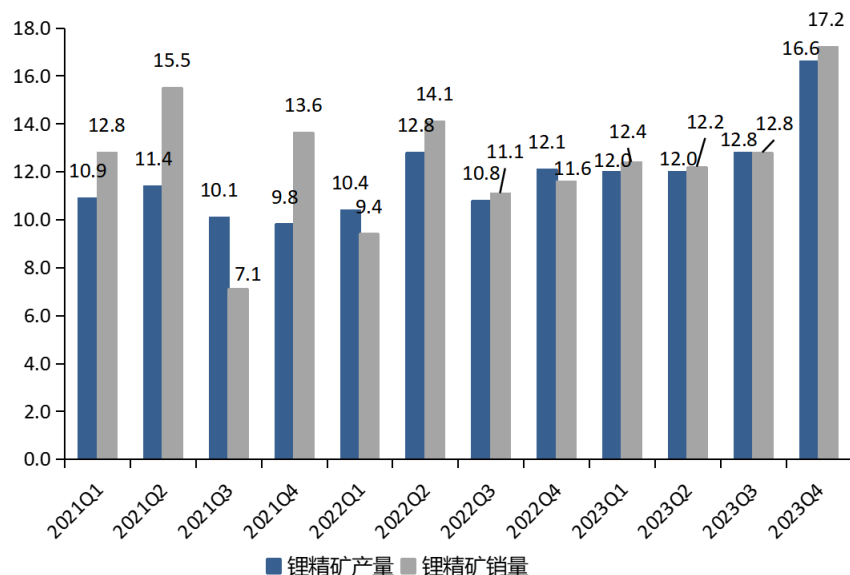
项目	锂精矿产能 (万吨)	开工时间	投产时间
Pligan一期	32万吨	2017年7月	2018H2
Ngungaju工厂重启	完成后工厂产能达到18-20万吨	2021年6月重启	2022年中
Pligan改进	Pligan工厂变为36-38万吨，总产能达到58万吨	2021年3月	2022Q1
P680 (Pligan扩建)	扩建10万吨产能，总产能达到68万吨	2023年2月	2024Q3
P1000 (Pligan扩建)	总产能达到100万吨	2023Q2	2025Q1

图：季度产销量 (万吨)

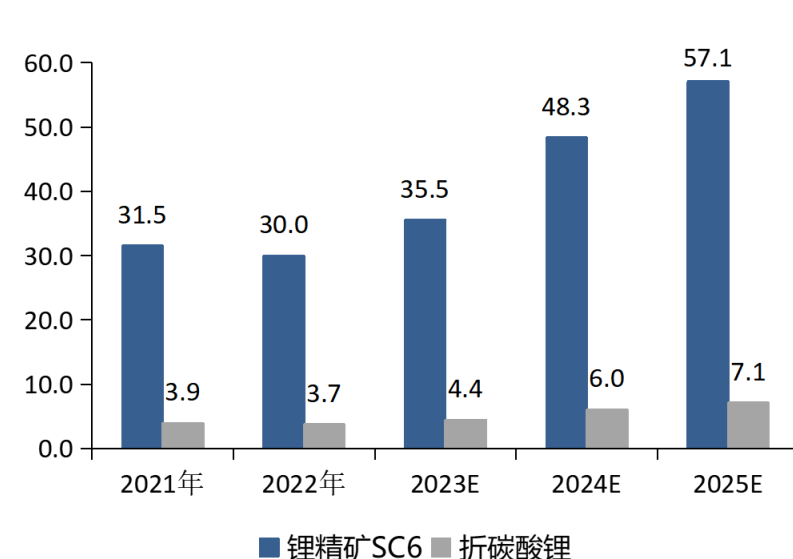


- ◆ **Q4产量环增30%，23全年产量同增16%。** Q4精矿产量16.6万吨，环增30%，主要因为产能利用率提高一级新矿回收率上升；矿石开采量环增54%，主要因为剥离活动在中北部开辟多条新采矿线；销量17.2万吨（SC4.2），环增34%，其中SC6精矿占比70%。23全年产量53万吨（折4.4万吨LCE），同增16%，销量55万吨，同增18%。第二阶段从60万吨扩建至90万吨已于23年7月投产，矿体预剥离预计24年1月完成，我们预计24/25年产量折6.0/7.1万吨LCE。
- ◆ **23下半年FOB成本548澳元，预计24年7月降至500澳元。** Q4销售价格738美元/吨（按SC6计算为1060美元/吨），去除前期调整（-89美元/吨）和9月起对装运生效的参考价格公式更改（-244美元/吨），Q4销售价格为1071美元/吨。23H2单位运营成本（FOB）548澳元/吨（360美元/吨），按SC6计算844澳元/吨（554美元/吨），预计剥离工作完成后，到24年7月降至500澳元/吨（328美元/吨）。

图：季度产销量（万吨）



图：年度产量及预期（万吨）

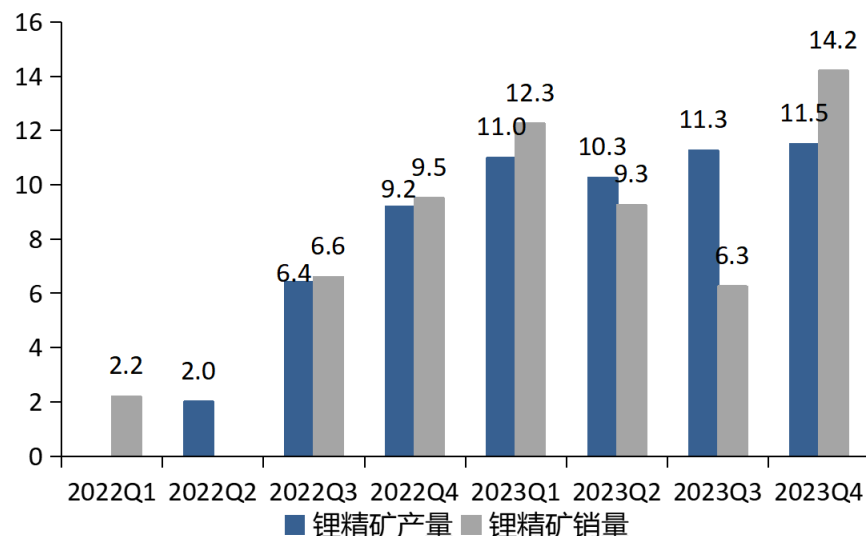


- ◆ **Q4产量环增2%，23全年产量同增150%**。Q4精矿产量 11.5万吨，环增2%，矿石开采量环减17%，正在进行第二阶段的预剥离活动；销量14.2万吨（SC5.8），环增129%，其中SC6精矿占比97%。23全年产量44万吨（折5.3万吨LCE），同增150%，销量42万吨，同增129%。Wodgina规划四期产能各25万吨，24年1月起开始运行第三条25万吨选矿产线，我们预计24/25年产量折7.4/9.1万吨LCE。
- ◆ **23下半年FOB成本845澳元，预计24年9月降至550澳元**。锂化合物Q4平均销售价格18712美元/吨。23H2单位运营成本（FOB）845澳元/吨（555美元/吨），按SC6计算875澳元/吨（575美元/吨），预计剥离工作完成后，到24年9月降至550澳元/吨（361美元/吨）。
- ◆ **Kemerton锂盐厂预计24年Q2两条产线全部投产，MARBL重组后ALB获全部所有权**。Mineral Resources完成了与ALB的合资公司重组，于2023年10月18日生效。MinRes在Wodgina矿的股份从40%增加到50%，ALB获得了Kemerton氢氧化锂加工厂的全部所有权。Kemerton一期（2.5万吨氢氧化锂）已于23年4月生产出符合规格要求的产品；二期（2.5万吨氢氧化锂）正按计划调试，预计在2024Q2投产。

图：Wodgina扩产计划

项目	锂精矿产能 (万吨)	首次投产时间	复产后投产时间
第一阶段	25	2019年9月投产, 11月停产	2022年5月
第二阶段	25	2019年9月进入调试, 11月停产	2022年7月
第三阶段	25	2024年1月	-
第四阶段	25	未规划	-

图：季度产销量 (万吨)



◆ 相较23年底，24Q1产业链各环节价格底部小跌，Q2基本盈利可见底，但海外市场价格相对坚挺盈利好。23年整体行业产能利用率较低，二线厂商为去库出货，多次降价抢份额，出现亏损情况，预计尾部产能将逐渐出清。24年行业预计将去库结束需求恢复，后续价格下降逐步趋于稳定。龙头成本优势明显，长期格局清晰。

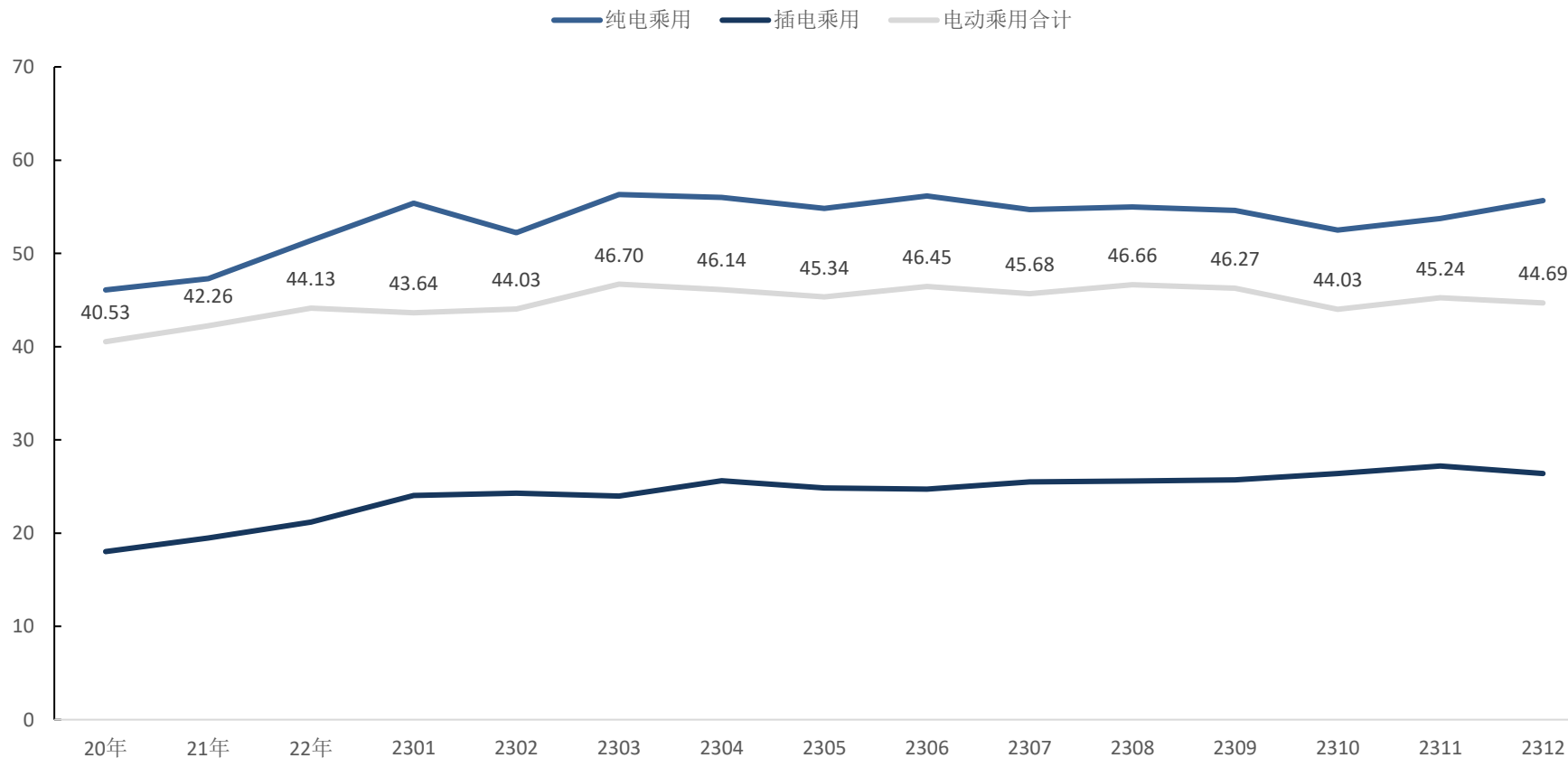
表 中游材料价格趋势

环节	产品	Q1价格情况 (变动相较23Q4)	24年走势预期
铁锂正极	磷酸铁	磷酸铁+加工费从23年1.8w/吨降至1.4-1.5w/吨。磷酸铁均值1.05w/吨，较23H2持平，加工费4-5k/吨。	预计铁锂价格稳企
负极	石油焦二次颗粒 (占比30%)	1.3w, 环降2k	预计负极价格稳企
	针状焦熟焦二次 (占比20%)	1.4w, 环降1.5k	
	针状焦生焦二次 (占比25%)	1.59w, 环降1.2k	
	石油焦单颗粒 (占比15%)	1.7w, 环降1.5k	
	针状焦单颗粒 (占比10%)	1.85w, 环降2k	
隔膜	干法	长阳0.45元/平, 环降10%	预计无降价空间
		星源/中兴0.47元/平, 环降5%	
		惠强/博盛0.5元/平, 环降5%	
	整体环比降幅5-10%		
	湿法	12μm涂胶1.3元, 环降1.5毛	
9μm1.45元/平, 环降1.5毛			
7μm1.6元/平, 环降2毛			
9μm (陶瓷涂胶) 1.8元/平, 环降2毛			
六氟&LIFSI	六氟	7.5万元/吨 (碳酸锂10万元/吨) 加工费1.5-1.8万元/吨	预计无下降空间
	LIFSI	9万元/吨	
碳管	5%钴含量的促管 (天奈独供)	9k元, 环降2k	
	12%钴含量的促管	1.9万元/吨, 环降4k	
	二代的细管4%和6.7%炭黑的混合	1.1万元/吨, 环降2k	
炭黑	卡博特	3w	
	旦元	3.2w	
	新进入者	3.5w	
铜箔	6μm	2万元, 环降2k	预计后续无降价空间
铝箔	13μm	1.6万元/吨, 环降1k	

电池：宁德时代龙头地位稳固，24Q1电池企业有所下修

◆ **1月国内电池带电量45.3kwh，环比下降4.3%**。1月纯电乘用车单车带电量降至52.1kwh，环降1.1%，插电乘用车单车带电量升至28.8kwh，环增4.6%，1月整体单车带电量下降至45.3kwh，环比降4.3%。23年国内乘用车平均带电量45.48kWh，较22年提升1.4kWh，增长3%，我们预计在24年纯电占比下降的情况下，新能源车的平均带电量仍能较23年进一步小幅提升。

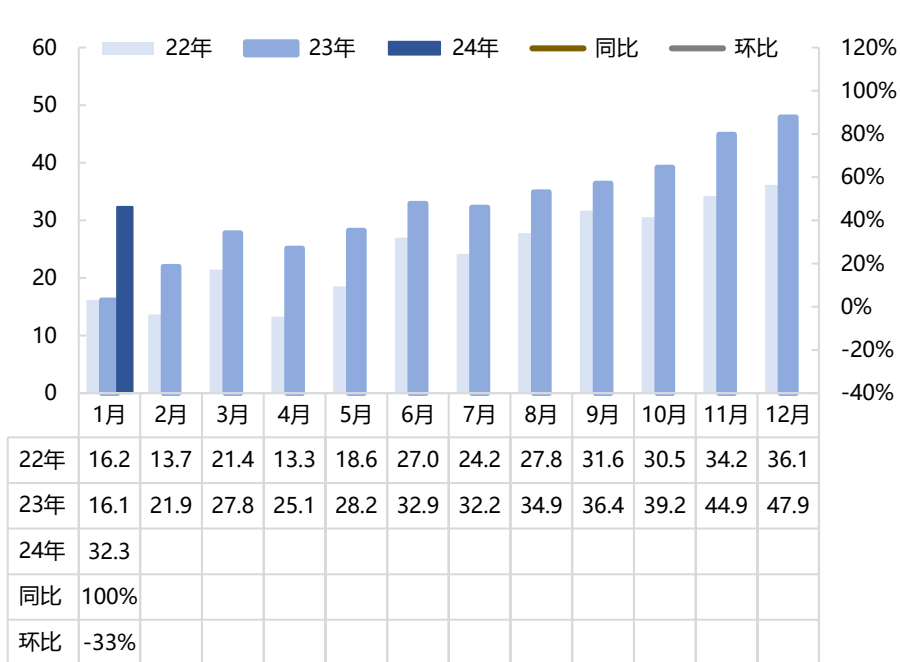
图 2020年-2022年及2023年分月度国内乘用车单车带电量 (kwh/辆)



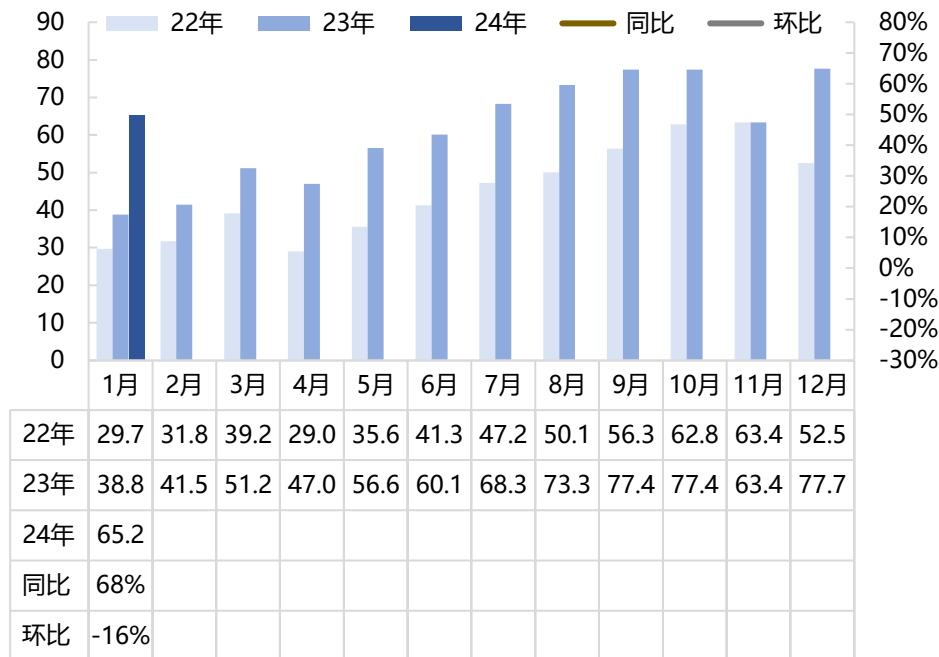
电池：24年1月装机同增100%，铁锂占比降至61%

- ◆ **1月国内装机电量32.3GWh，同比增长100%，铁锂占比61%，环比-4pct。** 24年1月国内动力电池装机32.3gwh，同环比+100%/-33%。装机结构看，三元装机12.6gwh，同环比+132%/-24%，铁锂装机19.7gwh，同环比+84%/-37%，占比61%，环比-4pct。
- ◆ **1月国内动力电池产量65.2GWh，同比+68%，铁锂占比65%，环比-3pct。** 24年1月动力电池产量65.2GWh，同环比+68%/-16%，其中三元22.7gwh，同环比持平/+3%，铁锂42.4gwh，同环比+61%/-19%，占比65%，环-3pct。

图表：国内电动车月度电池装机量 (gwh)



图表：国内电动车月度电池产量 (gwh)



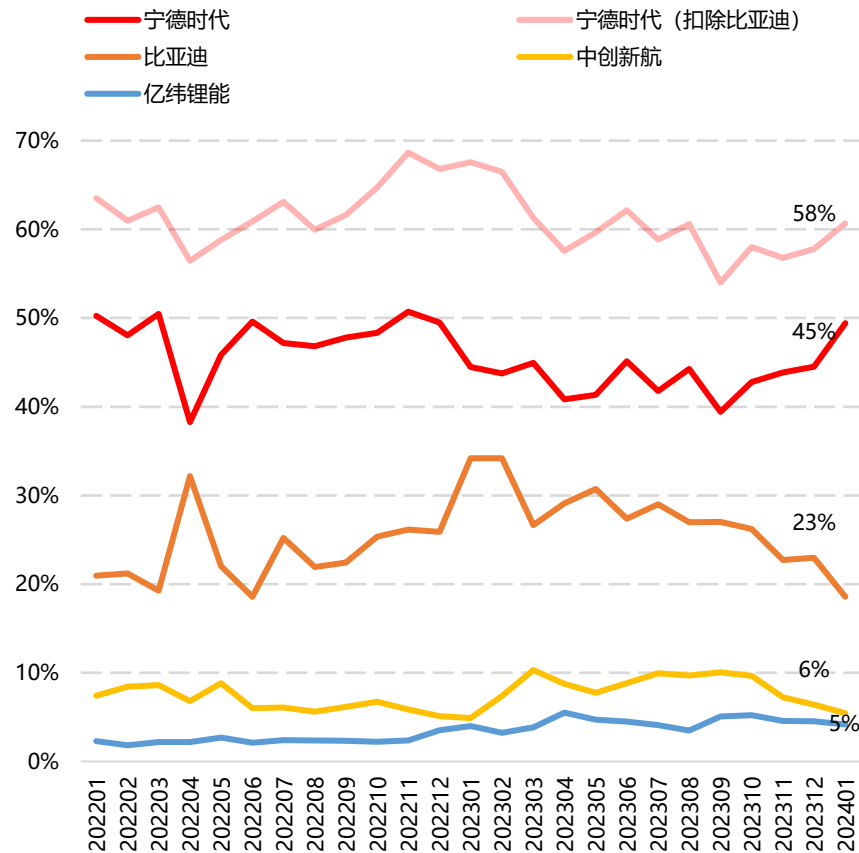
国内格局：1月宁德装机份额49.4%，环比+5pct

◆ 宁德时代1月装机份额49.4%，同环比+4.9/+4.9pct，比亚迪、中创新航份额环比-4.4/-1.0pct。24年1月国内装机总量32.3GWh，其中宁德时代实现装机16.0gwh，市占率49.4%，同环比+4.9/+4.9pct，份额恢复明显，比亚迪仍位列第二，实现装机6.0gwh，市占率18.6%，同环比-15.6/-4.4pct，受销量影响份额下滑较多，中创新航位列第三，实现装机1.8gwh，市占率5.4%，同环比+0.5/-1.0pct，份额有所下降。

图表：动力电池厂商国内装机量 (GWh, 不含出口)

Top10	简写	24年1月	占比	环比 (pct)	24年累计	占比	同比 (pct)
1	宁德时代	16.0	49.4%	4.9	16.0	49.4%	4.9
2	比亚迪	6.0	18.6%	-4.4	6.0	18.6%	-15.6
3	中创新航	1.8	5.4%	-1.0	1.8	5.4%	0.5
4	国轩高科	1.6	4.8%	0.6	1.6	4.8%	0.2
5	蜂巢能源	1.5	4.6%	1.4	1.5	4.6%	1.0
6	亿纬锂能	1.4	4.2%	-0.4	1.4	4.2%	3.6
7	欣旺达	0.9	2.9%	0.7	0.9	2.9%	0.4
8	LG新能源	0.9	2.7%	0.2	0.9	2.7%	1.2
9	瑞浦能源	0.6	2.0%	-0.4	0.6	2.0%	1.3
10	正力新能	0.4	1.2%	-0.7	0.4	1.2%	1.8
前十名总量		30.9	95.7%	1.0	30.9	95.7%	-0.5
其他		1.4	4.3%	-1.0	1.4	4.3%	0.5
国内总量		32.3	100.0%	-	32.3	100.0%	-

图表：动力电池厂商国内市占率 (不含出口)



◆ **全球电池龙头地位稳固，产品+客户具备多元化，高端车市场份额60%+**。23年1-12月，宁德时代全球动力份额升至37%，同增0.6pct，其中国内份额45%（24年1月升至49%），欧洲/美国/其他地区份额35%/15%/28%，全球电池龙头地位稳固。随着公司返利锁量、量产神行电池，全球份额有望维持稳定，我们预计24年出货470-480gwh，同增25%，其中储能95gwh+，同增35%。公司产品和客户具备多元化，新能源高端车市场份额超60%，海外客户占比超50%，电池盈利维持0.075-0.08元/wh。

表 全球电池厂分地区份额变化

年份	2021		2022		2023												2023汇总
	全年	全年	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	全年		
全球份额																	
CATL	32.9%	36.2%	34.2%	33.6%	36.9%	35.6%	35.0%	37.7%	35.0%	36.6%	38.4%	37.8%	39.2%	40.0%	37.1%		
BYD	8.8%	13.9%	17.1%	17.1%	13.8%	16.3%	16.5%	15.1%	16.9%	15.8%	15.1%	16.4%	15.4%	15.7%	15.8%		
LGES	20.0%	14.1%	13.7%	14.2%	17.2%	12.7%	14.5%	15.7%	12.6%	14.1%	13.5%	10.5%	12.8%	12.5%	13.6%		
Panasonic	12.0%	7.0%	10.6%	9.1%	6.2%	7.9%	7.2%	6.7%	6.6%	6.0%	5.3%	5.9%	4.8%	4.7%	6.4%		
SK On	5.7%	5.9%	5.3%	6.9%	5.8%	5.6%	5.2%	4.7%	5.4%	4.5%	4.1%	4.6%	4.3%	3.9%	4.9%		
总计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%		
国内份额																	
CATL	52.1%	46.7%	43.2%	42.1%	46.8%	42.9%	40.8%	46.8%	41.7%	43.8%	45.7%	44.7%	47.3%	48.7%	45.0%		
BYD	17.3%	24.2%	34.8%	32.8%	26.4%	28.9%	29.9%	27.1%	28.8%	26.9%	25.5%	26.3%	24.0%	24.0%	27.1%		
CALB	5.3%	6.3%	4.7%	8.1%	8.6%	8.0%	7.1%	8.0%	9.7%	9.2%	9.1%	8.4%	7.3%	6.9%	8.0%		
EVE	2.1%	2.5%	4.1%	3.3%	3.6%	3.7%	6.1%	4.3%	4.3%	4.4%	3.9%	4.6%	4.1%	3.7%	4.2%		
Guoxuan	4.4%	4.7%	3.6%	3.5%	4.6%	4.7%	3.4%	3.4%	4.2%	3.4%	4.2%	4.5%	4.1%	4.1%	4.0%		
欧洲份额																	
LGES	46.1%	39.9%	34.1%	39.0%	43.0%	35.4%	36.4%	41.2%	33.8%	37.9%	37.1%	32.7%	37.5%	37.9%	37.6%		
CATL	17.0%	28.4%	33.5%	32.9%	32.3%	36.0%	37.1%	34.1%	36.1%	35.6%	36.7%	37.5%	34.5%	35.4%	35.1%		
SDI	13.1%	12.8%	11.8%	9.7%	8.3%	9.1%	9.3%	8.6%	9.9%	7.8%	8.7%	10.9%	9.9%	10.8%	9.4%		
SK On	12.1%	11.2%	11.0%	10.6%	8.8%	10.8%	8.9%	8.5%	10.2%	9.3%	7.9%	8.7%	8.6%	7.0%	9.0%		
Farasis	0.0%	1.5%	1.5%	1.6%	1.5%	1.7%	1.7%	1.7%	2.0%	1.9%	2.4%	2.2%	2.2%	1.7%	1.9%		
美国份额																	
Panasonic	62.8%	46.4%	44.7%	47.7%	41.4%	44.9%	41.8%	39.8%	39.0%	37.0%	32.2%	37.8%	32.4%	30.5%	38.6%		
LGES	20.7%	16.5%	16.1%	15.5%	15.4%	14.5%	17.0%	19.7%	19.8%	20.7%	21.9%	17.1%	22.1%	22.2%	18.8%		
CATL	6.2%	14.2%	17.6%	17.3%	17.8%	17.2%	16.2%	15.0%	12.4%	13.8%	15.5%	14.8%	14.6%	14.5%	15.4%		
SDI	3.7%	9.5%	9.7%	8.7%	13.5%	11.5%	11.9%	13.9%	13.9%	14.7%	15.6%	13.3%	13.7%	16.2%	13.3%		
SK On	1.8%	10.0%	9.4%	8.1%	8.0%	7.5%	9.0%	8.2%	10.8%	9.4%	10.0%	12.2%	12.3%	12.3%	9.9%		

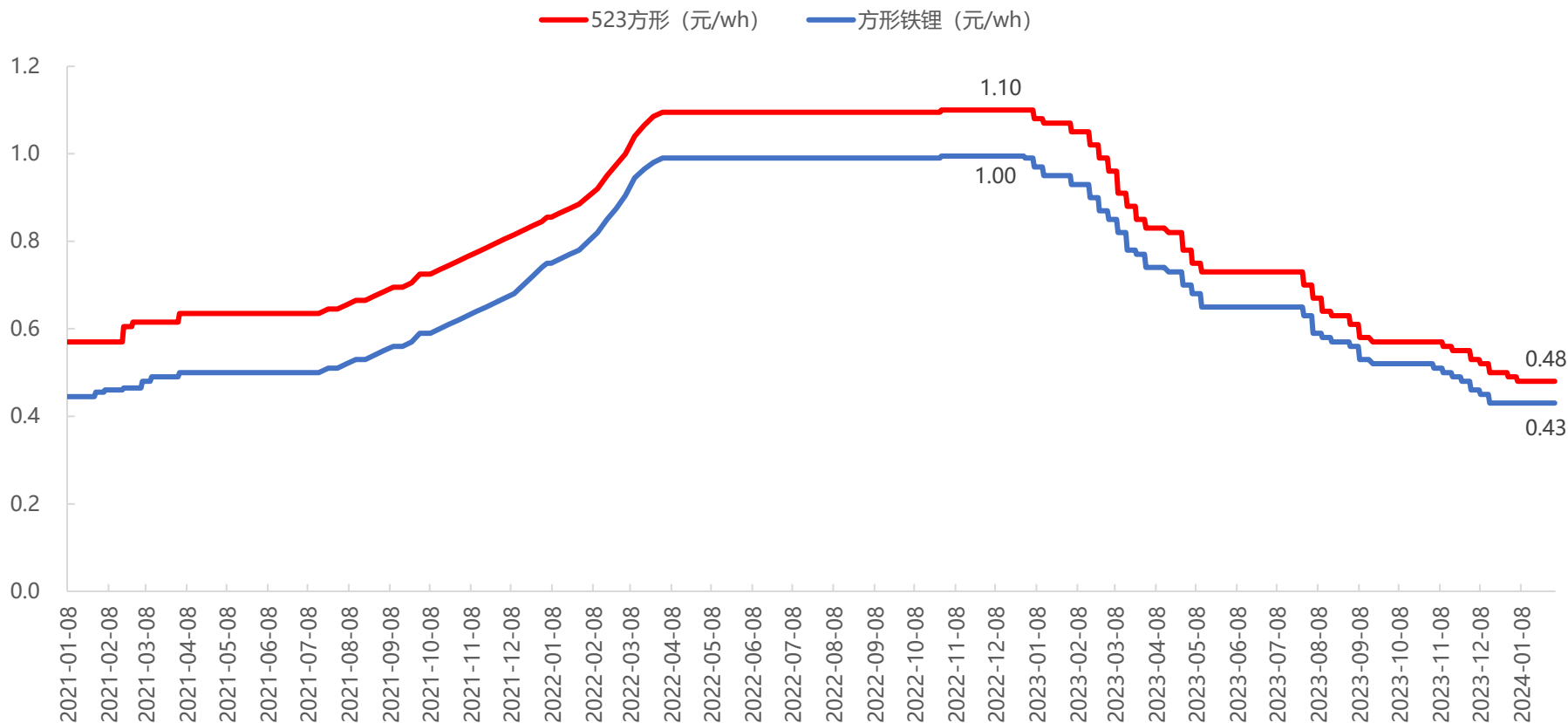
- ◆ **宁德时代电池价格历史波动小，底部价格显著好于二线。** 根据我们测算，23年Q3宁德时代电池均价仍高于1元/Wh（含税），较22年Q4高点下降0.2元/Wh，而二线电池企业均价基本为0.7-0.8元/Wh，较高点下降0.3-0.4元/Wh，下降幅度远高于宁德时代。原材料高点时，宁德时代与二线价差并不明显，基本为0.1-0.2元/Wh，而价格低点时，价差扩大为0.2-0.3元/Wh，Q4预计进一步扩大，高点时未获得客户超额定价，低点时相对价格调整慢，主要为产品和客户结构多样化，价格调整相对平滑。

表 主流电池企业均价（含税，元/Wh）

电池企业	类型	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	Q3相比高点下降
宁德时代	出货量 (GWh)	50	57	83	99	76	94	100	113	-
	电池价格 (元/Wh)	0.92	1.01	1.15	1.20	1.16	1.07	1.04	0.97	-0.17
二线电池厂	出货量 (GWh)	14	18	22	26	24	30	33	40	-
	电池价格 (元/Wh)	0.96	1.03	1.00	1.17	1.06	0.90	0.78	0.73	-0.39
亿纬锂能	出货量 (GWh)	5	6	9	10	9	12	15	17	-
	电池价格 (元/Wh)	0.93	1.02	0.99	1.13	1.15	0.89	0.76	0.72	-0.37
国轩高科	出货量 (GWh)	5	6	7	8	9	11	11	14	-
	电池价格 (元/Wh)	0.86	0.80	0.86	1.18	0.89	0.79	0.63	0.57	-0.55
欣旺达	出货量 (GWh)	2	2	3	5	2	3	3	4	-
	电池价格 (元/Wh)	1.16	1.25	1.18	1.20	1.19	1.16	1.04	0.98	-0.17
孚能科技	出货量 (GWh)	2	3	3	3	4	4	5	5	-
	电池价格 (元/Wh)	1.15	1.39	1.13	1.19	1.14	1.02	1.05	1.00	-0.14

◆ **电池是非标品，产品、客户差异造成产品价格差异。** 电池为非标产品，pack、模组、电芯价格不一，相差0.1-0.2元/Wh，铁锂与三元价格又相差0.1-0.2元/Wh左右，且大电芯与小电芯售价也可相差0.1元/Wh左右（增程/插电电池价格>纯电>储能），同时对于高性能电池又可给予一定溢价，一方面材料成本高，另一方面技术溢价。按市场划分，价格高低排序，海外动力（三元）>国内高端动力（三元，合资、华为系、新势力）>海外储能（铁锂）>国内低端动力（铁锂，自主品牌走量车型）>国内储能（铁锂，大电芯）。目前国内报价来看，储能铁锂电芯0.35-0.4元/Wh（含税），动力铁锂电芯0.4-0.45元/Wh（含税），而海外三元pack仍在1元/Wh以上，价差明显。

表 国内三元电芯及铁锂电芯均价变化（含税，元/Wh）



◆ **海外车企电池定价方式为原材料联动+年降，价格稳定。**海外客户定价为获定点当年即确定大体商务条件，包括定价、数量等，定价方式为两部分，一是主要金属原材料价格联动，二是非联动部分每年小幅年降。价格联动调整时间受到原材料波动幅度，若幅度较大，或1-2月调整，原材料价格波动幅度可控则1-2季度调整，与国内目前价格战的一口价报价方式不同。目前宁德时代供应海外车企的订单多为18-20年确定的定点，整体定价稳定。

表 2023年宁德时代与二线电池企业客户结构差异

客户	宁德时代		比亚迪		中创新航		国轩高科		亿纬锂能	
	装机量 (GWh)	占比	装机量 (GWh)	占比	装机量 (GWh)	占比	装机量 (GWh)	占比	装机量 (GWh)	占比
国内车企	102.6	39%	98.6	89%	27.3	84%	12.2	71%	11.1	67%
-三元	55.9	21%	0.3	0%	13.8	43%	1.1	6%	2.4	15%
-铁锂	46.7	18%	98.4	88%	13.4	41%	11.1	65%	8.7	53%
合资车企	28.8	11%	1.8	2%	0.5	2%	3.4	20%	0.1	1%
-三元	27.0	10%	0.2	0%	0.1	0%	0.0	0%	0.1	1%
-铁锂	1.8	1%	1.6	1%	0.4	1%	3.4	20%	0.0	0%
海外车企 (包含特斯拉)	129.8	50%	10.9	10%	3.3	10%	1.6	9%	5.2	32%
-三元	81.7	31%	0.0	0%	0.3	1%	1.6	9%	5.2	32%
-铁锂	48.1	18%	10.9	10%	3.0	9%	0.0	0%	0.0	0%
合计	261.3	100%	111.4	100%	32.6	100%	17.1	100%	16.4	100%

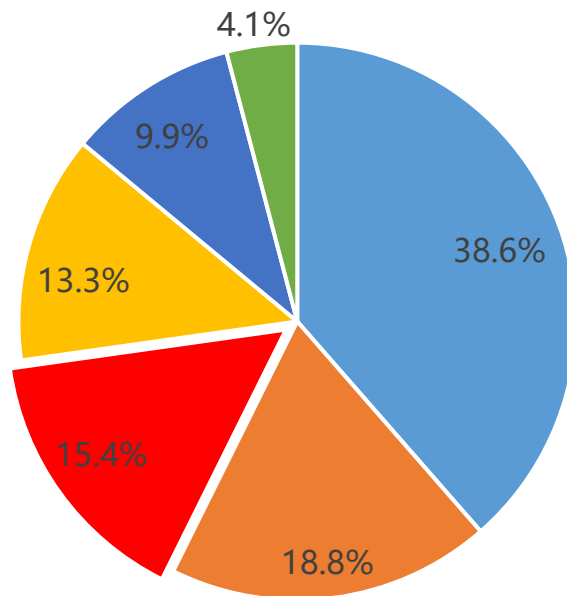
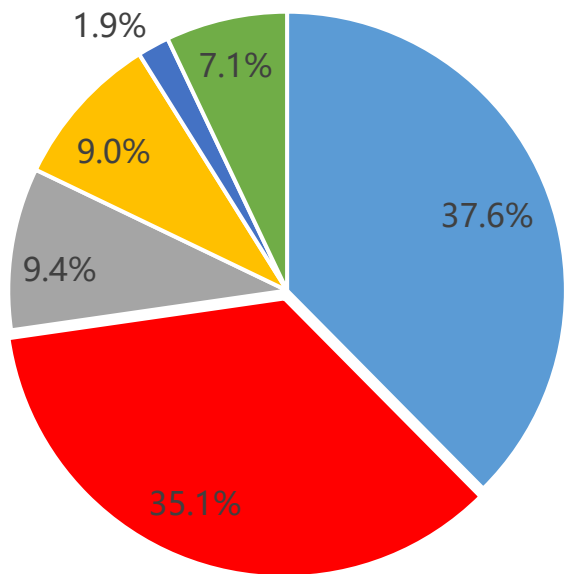
◆ **海外车企供应链进入门槛高，格局集中，长期价格稳定。**海外车企电池认证周期长、性能要求高，因此国内进入海外主流车企供应链，且大规模放量电池厂较少。以欧洲市场为例，2023年前五大厂商分别为LGES、宁德时代、三星sdi、sk on、孚能科技，分别占比37.6%、35.1%、9.4%、9.0%、1.9%，合计92.9%。新一轮定点在23年启动，我们预计此轮定点中宁德时代份额可超40%，而国内二线企业较难切入并获得份额，而海外电池企业成本居高不下，因此价格竞争并不激烈，定价方式稳定。

图 欧洲2023年动力电池竞争格局

图 美国2023年动力电池竞争格局

■ LGES ■ CATL ■ SDI ■ SK On ■ Farasis ■ 其他

■ Panasonic ■ LGES ■ CATL ■ SDI ■ SK On ■ 其他



国内中低端电池报价已跌至现金成本，价格基本见底

◆ **从成本角度看，国内中低端电池报价已跌至现金成本，价格基本见底。** 23年H2至今国内电池价格跌幅速度快，碳酸锂降价，叠加去库等因素影响，竞争激烈。24年2月，铁锂动力电芯价格0.4元/Wh（含税）已接近成本价。按照9.5万元/吨的碳酸锂价格测算，铁锂电芯bom成本0.27元/Wh，制造成本0.06元/Wh，考虑95%的良率和70%产能利用率，则电芯成本0.37元/Wh（不含税），含税成本已经超过0.4元/Wh，现金含税成本为0.38元/Wh，部分铁锂电芯已跌至现金成本。从原材料角度看，碳酸锂还有跌至8万的空间，大部分中游材料价格下降空间有限，因此后续原材料对电池价格影响预计仅0.01-0.02元/Wh，可下跌空间已十分有限。

表 铁锂电池成本拆分

	2023Q4: 铁锂					2024: 铁锂				
	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
磷酸铁锂										
电芯原材料成本	(/GWh)					(/GWh)				
正极材料	1,980	t	15.2	0.27	46%	1,921	t	3.9	0.07	11%
-正极加工费	1,980	t	1.2	0.02	3%	1,921	t	0.6	0.01	1%
-磷酸铁	1,980	t	1.5	0.03	3%	1,921	t	1.1	0.02	2%
正极导电剂 (AB)	30	t	18.00	0.00	1%	30	t	16.25	0.00	1%
正极黏贴剂 (PVDF)	38	t	54	0.02	3%	38	t	20	0.01	1%
分散剂 (NMP)	8	t	4.00	0.00	0%	8	t	3.61	0.00	0%
正极集流体 (铝箔)	360	t	2.90	0.01	2%	360	t	2.25	0.01	1%
负极活性物质 (石墨)	1,000	t	3.76	0.03	6%	970	t	2.02	0.02	3%
负极黏结剂1 (SBR)	40	t	20.00	0.01	1%	40	t	18.05	0.01	1%
负极黏结剂2 (CMC)	40	t	4.90	0.00	0%	40	t	4.42	0.00	0%
负极集流体 (铜箔)	750	t	10.0	0.07	11%	750	t	8.7	0.06	10%
电解液	1,383	t	5.61	0.07	12%	1,341	t	2.63	0.03	5%
隔膜 (湿法涂覆)	1,844	万m2	2.0	0.03	6%	1,807	万m2	1.6	0.03	4%
壳体&辊压膜及其他	1	套	0.0	0.04	7%	1	套	0.0	0.04	8%
电芯材料成本合计(元/Wh)	0.55				100%	0.27				50%
碳酸锂 (正极+电解液含量)	520	t	53.00	0.28	47%	520	t	9.50	0.05	8%
六氟磷酸铁锂	180	t	25.00	0.04	7%	180	t	6.63	0.01	2%
电费	5,000	万kWh	0.40	0.02		5,000	万kWh	0.40	0.02	
人工	100	人	10.00	0.01		100	人	10.00	0.01	
折旧	2	亿元		0.02		2	亿		0.02	
其他				0.01					0.01	
电芯材料制造成本合计(元/Wh)	0.06				197%	0.06				92%
合格率	95.0%					95.0%				
产能利用率	80.0%					70.0%				
电芯成本合计 (元/Wh), 不含税	0.65					0.37				

表 三元电池成本拆分

	2023Q4: NCM622					2024: NCM622				
	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
三元NCM622										
电芯原材料成本	(/GWh)					(/GWh)				
正极材料	1,584	t	37.7	0.53	71%	1,569	t	16.0	0.22	57%
-正极加工费	1,584	t	2.6	0.04	5%	1,569	t	2.0	0.03	4%
正极导电剂 (AB)	28	t	18.0	0.00	1%	28	t	16.2	0.00	1%
正极黏贴剂 (PVDF)	35	t	54.0	0.02	2%	35	t	20.0	0.01	2%
分散剂 (NMP)	7	t	4.0	0.00	0%	7	t	3.6	0.00	0%
正极集流体 (铝箔)	314	t	2.9	0.01	1%	314	t	2.3	0.01	2%
负极活性物质 (石墨)	927	t	4.71	0.04	5%	899	t	2.78	0.02	6%
负极黏结剂1 (SBR)	39	t	15.48	0.01	1%	39	t	13.97	0.00	1%
负极黏结剂2 (CMC)	39	t	3.99	0.00	0%	39	t	3.60	0.00	0%
负极集流体 (铜箔)	314	t	9.50	0.03	4%	314	t	8.23	0.02	6%
电解液	922	t	5.94	0.05	6%	894	t	3.16	0.02	6%
隔膜 (湿法涂覆)	1,567	万m2	2.20	0.03	4%	1,520	万m2	1.88	0.03	6%
壳体&辊压膜及其他	1	套	0.05	0.04	5%	1	套	0.07	0.05	13%
电芯材料成本合计(元/Wh)	0.75				100%	0.39				100%
其中: 钴成本占比										
钴 (从金属含量口径)	202	t	33.00	0.06	8%	202	t	20.00	0.04	9%
碳酸锂 (正极+电解液含量)	679	t	53.00	0.32	43%	679	t	9.50	0.06	15%
六氟磷酸铁锂	111	t	25.00	0.02	3%	107	t	6.63	0.01	2%
镍	575	t	20.00	0.10	14%	569	t	12.00	0.06	16%
电费	5,000	万kWh	0.40	0.02		5,000	万kWh	0.40	0.02	
人工	100	人	10.00	0.01		100	人	10.00	0.01	
折旧	2.2	亿元		0.022		2.2	亿		0.022	
其他				0.01					0.01	
电芯材料制造成本合计(元/Wh)	0.06				187%	0.06				172%
合格率	95.0%					95.0%				
产能利用率	80.0%					70.0%				
电芯成本合计 (元/Wh), 不含税	0.86					0.49				

- ◆ 23年宁德与二线电池企业盈利差异进一步扩大，包括23年Q3宁德盈利往上，而二线电池企业，包括海外电池企业盈利趋势向下。预计24年盈利差异仍将保持，**主要基于两点：一是成本领先优势，二是产品结构好。**
- ◆ 1) 从成本差异角度看，宁德与二线电池企业相比有**0.05-0.06元/Wh的成本差异**。即使做同样的中低端铁锂电池，宁德时代依然有0.06元/Wh的成本优势，主要来自几方面：一是原材料，用量少及采购价低，合计可低0.01元/Wh；二是制造成本低0.01元/Wh，包括单线产能大、人工低、折旧少（虽宁德按照5年折旧，但19年前产能已折旧完成，且单位资本开支低，总体折旧少）；三是良率高、产能利用率高，总体可贡献0.03元/Wh成本优势，且该成本领先优势，将长期存在，二线电池企业难赶超。

表 宁德时代与二线电池企业电池成本差异测算

磷酸铁锂	二线电池					宁德时代				
	单位用量 (/GWh)	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	1,959	t	4.1	0.07	12%	1,921	t	3.9	0.07	11%
-正极材料	1,959	t	0.7	0.01	2%	1,921	t	0.6	0.01	1%
-磷酸铁	1,959	t	1.1	0.02	2%	1,921	t	1.1	0.02	2%
正极导电剂 (AB)	31	t	17.10	0.00	1%	30	t	16.25	0.00	1%
正极黏贴剂 (PVDF)	39	t	25	0.01	1%	38	t	20	0.01	1%
分散剂 (NMP)	8	t	3.80	0.00	0%	8	t	3.61	0.00	0%
正极集流体 (铝箔)	367	t	2.61	0.01	1%	360	t	2.25	0.01	1%
负极活性物质 (石墨)	989	t	2.05	0.02	3%	970	t	2.02	0.02	3%
负极粘结剂1(SBR)	41	t	19.00	0.01	1%	40	t	18.05	0.01	1%
负极粘结剂2 (CMC)	41	t	4.65	0.00	0%	40	t	4.42	0.00	0%
负极集流体 (铜箔)	765	t	9.0	0.06	10%	750	t	8.7	0.06	10%
电解液	1,368	t	2.65	0.03	6%	1,341	t	2.63	0.03	5%
隔膜 (湿法涂覆)	1,843	万m2	1.7	0.03	5%	1,807	万m2	1.6	0.03	4%
壳体&辊压膜及其他	1	套	0.0	0.04	7%	1	套	0.0	0.04	8%
电芯材料成本合计(元/Wh)	0.278				52%	0.270				50%
碳酸锂 (正极+电解液含量)	530	t	9.50	0.05	9%	520	t	9.50	0.05	8%
六氟磷酸铁锂	184	t	6.80	0.01	2%	180	t	6.63	0.01	2%
电费	5,000	万kWh	0.40	0.02		5,000	万kWh	0.40	0.02	
人工	130	人	10.00	0.01		100	人	10.00	0.01	
折旧	2.20	亿元		0.022		1.50	亿元		0.015	
其他				0.01					0.01	
电芯材料制造成本合计(元/Wh)	0.065				94%	0.055				92%
合格率	93.0%					96.0%				
产能利用率	60.0%					70.0%				
电芯成本合计 (元/Wh) , 不含税)	0.42					0.36				

- ◆ 2) 从产品结构看，海外市场盈利较国内高0.1元/Wh以上。按照国内电池价格跌至二线厂商亏现金成本，则宁德时代国内单Wh利润为0.02-0.03元/Wh（不考虑产品溢价）。而海外产品定价高，三元pack价格超1元/Wh，而成本提升幅度有限，预计铁锂单Wh利润仍可维持0.06元/Wh，高镍三元单Wh利润超过0.14元/Wh。

图 海外与国内盈利差异测算（碳酸锂价格9.5万元/吨）

	国内：铁锂	国内：三元622	海外：铁锂	海外：三元811
电芯成本 (元/wh, 不含税)	0.36	0.50	0.38	0.52
pack成本 (元/wh, 不含税)	0.15	0.18	0.16	0.20
成本合计 (元/wh, 不含税)	0.51	0.68	0.54	0.72
价格 (元/wh, 含税)	0.65	0.89	0.74	1.05
毛利率	13%	16%	22%	29%
单w毛利 (元/wh)	0.07	0.13	0.15	0.27
费用率	10%	10%	11%	11%
单wh利润 (元/wh)	0.01	0.04	0.06	0.14

- ◆ 从宁德时代客户结构拆分看，即便考虑国内盈利跌至0.02-0.03元/Wh，由于海外市场支撑，整体盈利仍可维持0.07-0.08元/Wh，合计电池利润维持稳定。根据我们测算，宁德时代23年动力电池出货310GWh，单Wh利润0.9元/Wh，24年预计动力电池增长近20%至370GWh左右，单Wh利润考虑国内市场盈利跌至二线厂商盈亏平衡线，为0.02-0.03元/Wh，海外客户微降，平均维持0.12元/Wh，对应24年单Wh利润0.075-0.08元/Wh，下降幅度可控，合计利润可维持稳定。

表 宁德时代分不同产品盈利预测

	出货量(gwh)		单位利润 (元/wh)		合计利润 (亿元)	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
国内车企	124.4	143.2	0.05	0.03	59.5	42.7
-三元	66.0	71.0	0.06	0.05	39.6	35.5
-铁锂	58.3	72.2	0.03	0.01	19.8	7.2
合资车企	31.9	36.7	0.08	0.07	25.3	25.2
-三元	30.9	35.6	0.08	0.07	24.8	24.9
-铁锂	1.0	1.1	0.05	0.03	0.5	0.3
海外车企 (包含特斯拉)	153.7	181.8	0.13	0.12	197.8	215.1
-三元	110.1	132.1	0.15	0.14	167.3	190.2
-铁锂	43.7	49.8	0.07	0.05	30.6	24.9
动力合计	310.0	361.7	0.091	0.078	282.6	283.0
储能	70.0	98.7	0.10	0.09	70.0	85.5
-海外	56.0	84.0	0.12	0.10	67.2	84.0
-国内	14.0	14.7	0.02	0.01	2.8	1.5
电池合计	380.0	460.4	0.093	0.080	352.6	368.5

注：电池利润为电池收入*（毛利率-费用率）*（1-所得税率），不考虑其他业务、减值损失、其他收益、投资收益等影响

海外电池厂：23Q4营收普遍下降，盈利分化

- ◆ **装机：2023年LG装机全球第三，海外电池厂份额继续下滑。** LG装机96gwh，同增58%，市占率14%，同比-0.5pct；松下装机45gwh，同增26%，市占率6%，同比-0.6pct；SKI装机34gwh，同增14%，市占率5%，同比-1.0pct；三星装机33gwh，同增36%，市占率4.6%，同比-0.1pct。
- ◆ **营收：金属跌价+去库滞后效应，23Q4电池营收下滑。** 23Q4 LG营收429亿元，同/环-6%/-3%；三星营收268亿元，同/环-6%/-6%；SKI营收146亿元，同环比-5%/-14%；松下营收115亿元，同环比-8%/-4%。
- ◆ **盈利：电池售价下滑，但IRA补贴增厚利润，23Q4盈利分化。** 23Q4 LG营业利润率4%，同/环+1/-5pct；三星营业利润率5%，同/环-2.2/-3.2pct；松下营业利润率13%，同环比+13/+4pct；SKI营业利润率-1%，同环比+11/+2pct。剔除IRA补贴后，LG/SKI/松下营业利润率分别为1%/-10%/4%，环比-5/-0.2/+3pct。

表：海外电池厂装机与经营情况

公司	电池业务营收 (亿人民币)							营业利润 (亿人民币)							营业利润率						
	22Q4	23Q3	23Q4	同比	环比	2023	同比	22Q4	23Q3	23Q4	同比	环比	2023	同比	22Q4	23Q3	23Q4	同比	环比	2023	同比
LGES	462	427	429	-6%	-3%	1811	32%	13	38	18	43%	-54%	116	78%	3%	9%	4%	1.4pct	-4.7pct	6%	1.7pct
三星SDI	295	277	268	-6%	-6%	1095	16%	20	21	12	-37%	-45%	72	7%	7%	8%	5%	-2.2pct	-3.2pct	7%	-0.6pct
SKI	159	165	146	-5%	-14%	692	69%	-7	-4	-1	94%	78%	-31	46%	-4%	-3%	-1%	11.1pct	2.0pct	-5%	9.6pct
松下	131	117	115	-8%	-4%	-	-	0	11	15	15000%	31%	-	-	0%	10%	13%	13.1pct	3.6pct	-	-

注：松下，23年10-12月 (23Q4) 对应日本财务年度FY24Q3，日本完整财年 (FY24) 对应23年4月-24年3月

Top10	企业	23年12月 (gwh)	占比	环比 (pct)	2023年 (gwh)	占比	同比 (pct)
1	宁德时代	26.3	32.4%	-8.6pct	259.7	36.8%	+0.6pct
2	比亚迪	13.1	16.2%	+1.2pct	111.4	15.8%	+1.9pct
3	LG新能源	11.0	13.6%	+1.5pct	95.8	13.6%	-0.5pct
4	松下	4.6	5.7%	+1.5pct	44.9	6.4%	-0.6pct
5	SK On	3.5	4.3%	+0.2pct	34.4	4.9%	-1.0pct
6	中创新航	4.3	5.3%	+0.9pct	33.4	4.7%	+1.1pct
7	三星SDI	4.4	5.4%	+1.2pct	32.6	4.6%	-0.1pct
8	国轩高科	2.2	2.7%	+0.1pct	17.1	2.4%	-0.3pct
9	亿纬锂能	2.8	3.5%	+1.1pct	16.2	2.3%	+0.9pct
10	欣旺达	-	-	-	10.5	1.5%	-0.3pct
前十总量		73.8	91.0%	+0.8pct	656.0	93.0%	+1.7pct
其他		7.3	9.0%	-0.8pct	49.4	7.0%	-1.7pct
全球总量		81.1	100.0%	-	705.5	100.0%	-

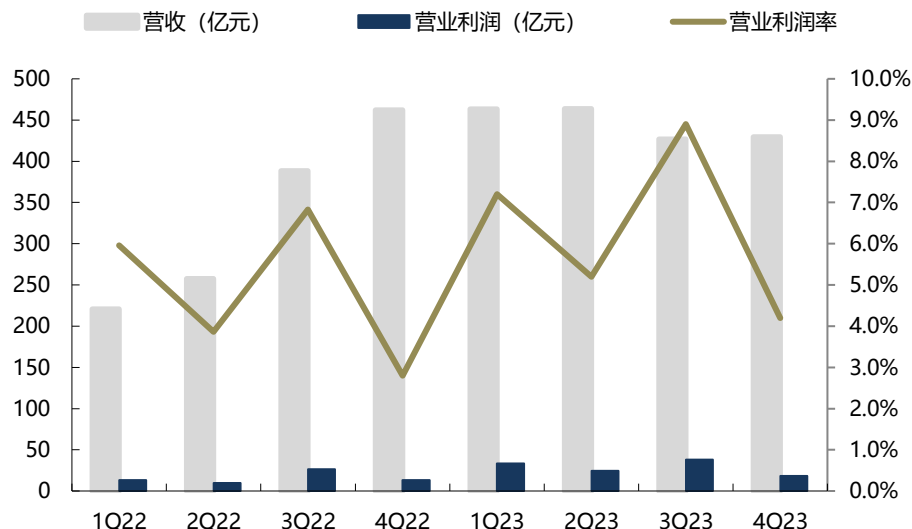
LGES: 23Q4量利环比下滑, 24年营收增速预期放缓

- ◆ **电池跌价+欧洲产能利用率下滑, 23Q4营收、盈利环比下降。** 23Q4营收429亿元, 同/环-6%/-3%, 受客户年末保守库存策略和电池跌价影响; 营业利润18亿元, 同/环+43%/-54%, 其中IRA补贴13亿元, 环增16%; 营业利润率4.2%, 同/环+1.4/-4.7pct。剔除补贴后, 营业利润率1.1%, 同/环-1.7/-5.2pct, 系波兰工厂产能利用率下滑所致。2023年营收1811亿元, 同增32%; 营业利润116亿元, 同增78%, 其中IRA补贴36亿元; 营业利润率6.4%, 同增1.7pct。
- ◆ **行业需求放缓, 预计24年营收中高个位数增长。** 预计24年全球电动车需求增速放缓至20%+, 25年恢复至30%+。受ASP下跌、欧洲弱需求等影响, 公司24Q1预计量利环比下滑, 但24年起IRA消费者补贴启动、24H1战略客户新车型推出及北美强劲需求下, 24Q2起营收有望逐步回升。24全年看, 北美需求将支撑公司营收实现中高个位数增长。同时, 公司预计24年北美本土化产能45-50GWh, IRA补贴同比有望大幅增长。

图: LGES全球产能规划(gwh)

基地	投产时间	规划产能	2022	2023E	2025E
韩国-梧仓	2011	35	20	30	32
中国-南京	2015	145	95	115	145
印尼-现代	2023E	30	0	10	12
亚洲合计		210	115	155	189
欧洲-波兰	2017	115	70	90	108
欧洲合计		115	70	90	108
美国-密歇根州	2013	26	6	15	26
美国-亚利桑那	2024E	43	0	0	17
美国-通用-俄亥俄州	2022	40	9	15	40
美国-通用-田纳西	2023E	50	0	10	45
美国-通用-密歇根	2024E	50	0	10	50
美国-本田-俄亥俄州	2025E	40	0	0	10
美国-现代-佐治亚州	2025E	30	0	0	10
美国-丰田	2023E	20	0	0	0
加拿大-Stellantis	2024E	45	0	5	45
北美合计		344	15	55	243
总计		669	200	300	540

图: LGES季度营收、营业利润及营业利润率



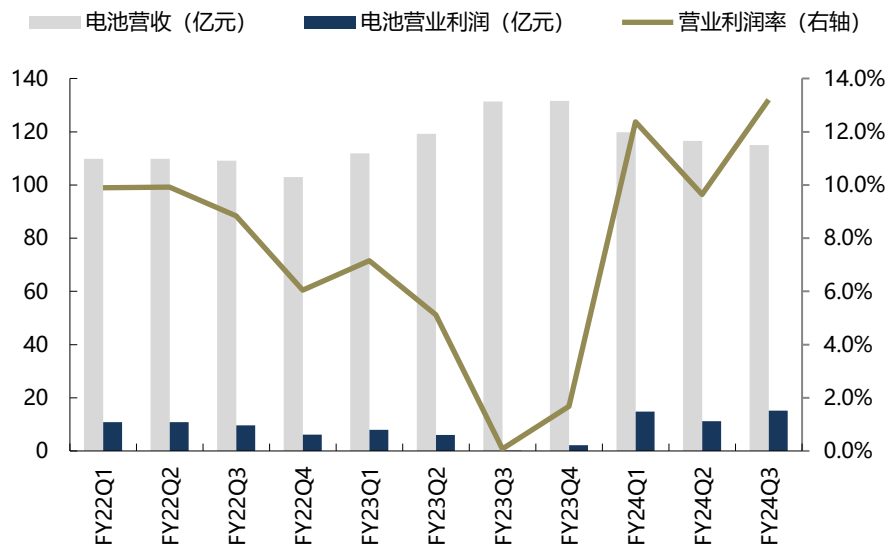
松下：FY24Q3电池营收环比下滑，动力盈利回升

- ◆ **FY24Q3动力盈利环比回升，AI驱动储能电池出货增长。** 电池营收115亿元，同环比-8%/-4%，其中动力电池营收72亿元，同环比-17%/-11%，系日本工厂产销量下滑；储能及消费电池营收43亿元，同环比+16%/+9%；营业利润15亿元，环比+31%，营业利润率13.2%，同环比+13.1/+3.6pct，其中动力利润10亿元，环增18%，回升系北美出货增加、原材料对于电池售价影响趋于平衡。剔除IRA补贴后，营业利润4亿元，环增413%，营业利润率3.1%，同环比+3.0/+2.5pct。
- ◆ **北美需求旺盛，上修全年营收预期。** 电池营收上修3%至455亿元，其中动力电池营收上调4%至301亿，系预期北美销量增长较好；储能及消费电池营收上调0.7%至153亿元，IDC需求旺盛。电池营业利润预测保持55亿元，但动力下调4%至43亿元，主要受日本工厂减产影响；储能及消费上调23%至14亿元。
- ◆ **美国现有产能35GWh+，IRA补贴增长可期。** 当前松下美国产能38-39GWh，另有30GWh堪萨斯工厂在建，预计24年投产。FY24Q3松下北美电芯产销9.3GWh，环增1%，对应IRA补贴24亿元（11亿元计入营业利润），环增3%，全年补贴有望达90亿元，增厚营业利润40亿元+。

图：松下能源板块产能规划 (GWh)

基地	规划产能	2021	2022	2023E	2024E	2025E	投产时间
美国-内华达州	54	38	38	38	54	54	2016
美国-堪萨斯州	30				5	15	2024
美国俄克拉荷马州	30					5	
美国总计	114	38	38	38	59	74	
日本-大阪	10	10	10	10	10	10	2010年
日本-州本	2	2	2	2	2	2	2018年
日本-和歌山	10				5	10	2024Q2
日本-丰田：德岛	10		1	5	10	10	2022年末
日本总计	32	12	13	17	27	32	
合计	146	50	51	55	86	106	

图：松下能源板块营收拆分情况 (亿人民币)

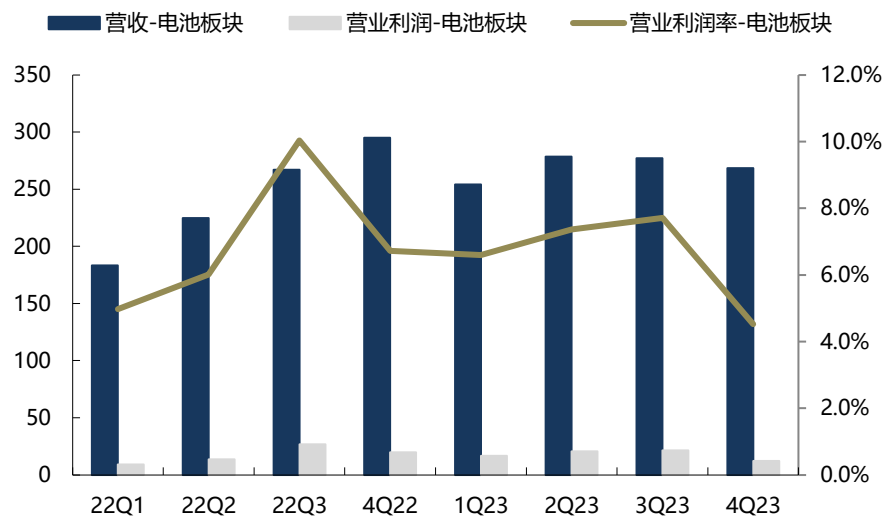


- ◆ **P5销售强劲，营收、盈利环比增长。** 23Q4电池营收268亿元，同/环-6%/-6%，系储能电池销量下滑、消费电池复苏缓慢，但P5 EV电池销量良好，同增20%；营业利润12亿元，同/环-37%/-45%，营业利润率4.5%，同/环-2.2/-3.2pct，主要受原材料跌价影响。2023年电池营收1095亿元，同增16%；营业利润72亿元，同增7%，营业利润率6.6%，同减0.6pct。
- ◆ **预计24H2动力电池市场复苏，全年增速15%+。** 全球经济衰退及高利率环境下，预计24年动力电池市场同增18%至1850亿美元，24H2起市场有望逐步复苏。北美IRA及欧洲碳排放政策将驱动中长期需求增长。储能和小型消费电池市场预计分别同增18%、3%至260亿美元和440亿美元。
- ◆ **24年主推P6电池，固态电池样品已交付。** 公司24年计划通过增加P5/P6等高价值产品销售增强业绩，P6电池能量密度较P5高10%，计划24年1月起大规模量产，供应欧美客户，预计24Q1收入规模较小，但Q2起营收贡献有望达2位数。此外，固态电池样品电芯已开启生产，23Q4样品已交付客户，当前正陆续反馈测试结果，目标27年商业化量产。

图：SDI大型电池产能规划 (GWh)

地区	投产时间	规划产能	2021	2022	2023E	2024E	2025E
韩国-天安工厂	2023E	1	0	1	1	1	1
韩国-蔚山工厂	2010	5	5	5	5	5	5
韩国总计		6	5	6	6	6	6
中国-西安一期工厂	2015	21	10	12	19	21	21
中国总计		21	10	12	19	21	21
马来西亚第一工厂	2023E	8	0	0	5	8	8
亚洲总计		35	15	18	30	35	35
匈牙利第一工厂	2018	60	20	30	30	40	60
欧洲总计		60	20	30	30	40	60
美国-Stellantis-印第安纳州工厂	2025E	33	0	0	0	0	17
通用-印第安纳州工厂	2025E	30	0	0	0	0	15
美国总计		63	0	0	0	0	32
全球总计		158	35	48	60	75	127

图：三星SDI电池板块季度营业利润率 (左轴：亿元；右轴：%)

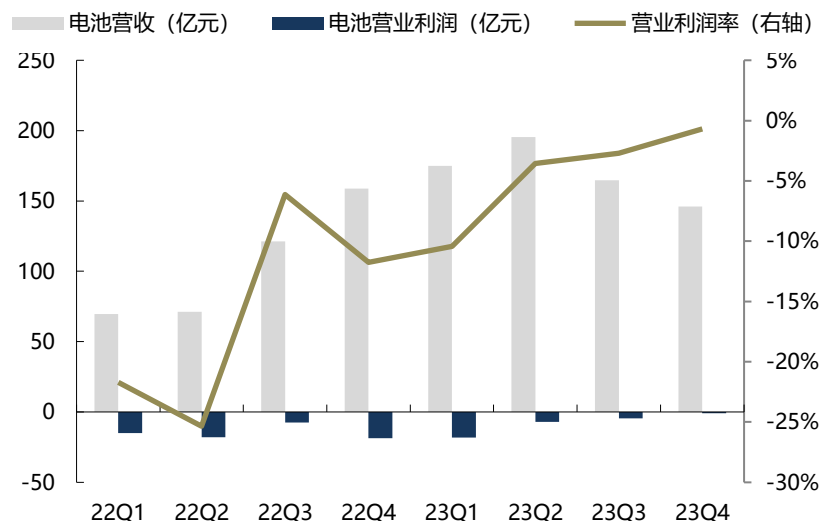


- ◆ **Q4电池营收下滑, 营业亏损大幅收窄。**23Q4电池营收146亿元, 同环比-5%/-14%, 环减系锂价下跌拉低电池售价; 营业利润-1亿元, 同环比+94%/+78%, 营业利润率-0.7%, 同环比+11.1/+2.0pct, 亏损继续收窄, 得益于北美产量提升及IRA AMPC效应扩大。2023年电池营收692亿元, 同增69%; 营业利润-31亿元, 亏损同比收窄46%, 营业利润率-4.5%, 同比收窄9.6pct。
- ◆ **预计24年营收延续增长趋势, 24H2实现盈亏平衡。**短期全球EV增速放缓, 但公司预计中长期电动乘用车市场年复合增速20%+, 2030年市场规模有望达2.3-3.9TWh。2024年看, 受金属跌价及去库的滞后效应影响, 预计24H1公司出货减少, 利润略降。24H2伴随利率下调、金属价格稳定于低位及新车型推出, 公司出货有望增加, 推动营收增长, 公司目标2024下半年实现营业利润盈亏平衡。
- ◆ **持续打造北美本土化供应链, 推迟福特肯塔基2号工厂建设。**公司减少供应链中对于FEOC的依赖, 其中锂来源将集中于智利和澳大利亚, 钴镍工厂将重新选址, 前驱体采购将转移至中国外的其他国家。产能看, 公司24年末将完成盐城、匈牙利工厂的新建产能, 且新工厂可实现快速爬坡, 周期较此前可缩短近2月, 但由于需求增速放缓, 公司将推迟投资与福特的第二座肯塔基合资工厂。

图: SKI电池板块产能规划 (GWh)

国家	基地	规划产能	2022	2023E	2024E	2025E	投产时间
韩国	韩国-瑞山	5	5	5	5	5	2018Q3
	韩国总计	5	5	5	5	5	
美国	美国-佐治亚州第一工厂	10	10	10	10	10	2022Q1
	美国-佐治亚州第二工厂	12	12	12	12	12	2022Q4
	美国-田纳西工厂	43				72	2025Q1
	美国-肯塔基工厂	86					
	美国-现代合资	35					-
	美国总计	186	22	22	22	94	
欧洲	匈牙利-第一工厂	8	8	8	8	8	2020Q1
	匈牙利-第二工厂	10	10	10	10	10	2022Q1
	匈牙利-第三工厂	30			30	30	2024
	欧洲总计	48	18	18	48	48	
中国	中国-常州	8	8	8	8	8	2020Q2
	中国-惠州	10	10	10	10	10	2021Q1
	中国-盐城1号工厂	27	27	27	27	27	2021Q1
	中国-盐城2号工厂	33	0	0	33	33	2024
	中国总计	78	45	45	78	78	
	总产能	316	89	89	152	224	

图: SKI季度营收、营业利润及营业利润率



中游：部分环节24Q1进一步降价，基本面最低点已至

- ◆ **24Q1加工费再降2-3k元，低于加工成本，判断铁锂加工费已触底。** 24年2月9-10万元/吨碳酸锂情况下，铁锂正极4-4.5万/吨，对应纯铁锂加工费约4-5k元，23年铁锂厂商加工成本在6-8k元，已低于成本线，24年仅具有成本优势的一体化头部厂商可微利，二线亏损，因此铁锂加工费预计已触底。若24年碳酸锂价格回落至8万元/吨，加工费维持当前水平，预计铁锂价格将回落至3.5万元/吨左右。
- ◆ **23Q4铁锂厂商普遍亏损，预计24年头部单位利润约0.2万元/吨，二三线厂商亏现金成本。** 德方、万润23Q4单位盈利均亏损，系减值损失、加工费下降、开工率降低等因素影响。展望24年，铁锂正极龙头较二三线厂商单吨成本可低0.2-0.5万元，24年预计龙头单吨利润降至0.2万元/吨左右，二三线厂商基本亏现金成本，行业将逐步出清。

图 铁锂正极加工费及价格走势（万元/吨）

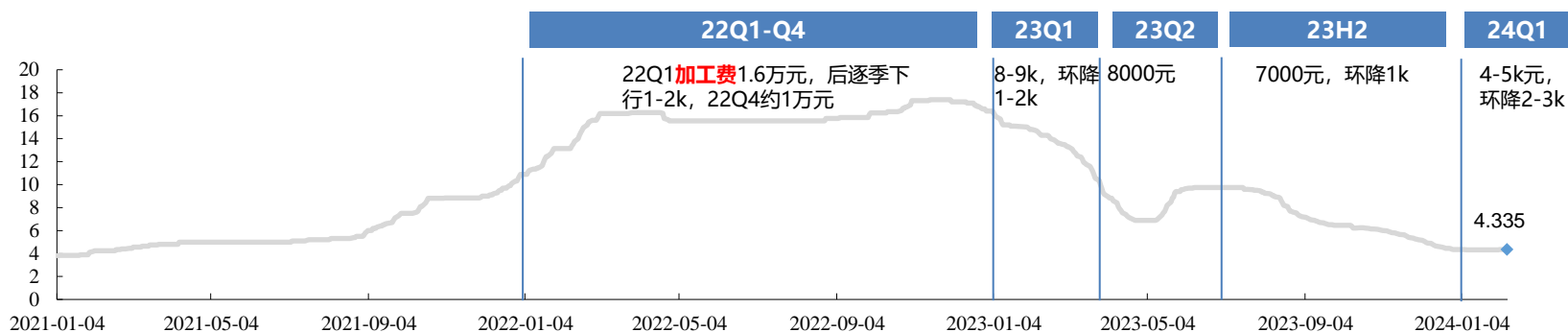


图 磷酸铁锂正极单位盈利对比（万元/吨，不考虑资产减值损失）

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E
德方纳米	2.17	1.61	1.32	1.97	-0.05	-0.84	0.15	-0.7	0.07
湖南裕能	2.1	1.25	0.56	1.03	0.4	0.82	0.31	0.18	0.15
万润新能	2.33	1.46	1.07	1.61	0.5	-1.38	0.08	-1	0

- ◆ **三元价格短期持稳，加工费预计持续年降。**1月锂价持稳，三元价格持稳，目前中镍价格12-13.5万元，对应加工费2万元左右，高镍价格16万元，对应加工费2.5万元左右。24年行业产能利用率小幅下降，预计24年加工费稳定年降1-3k/吨。
- ◆ **Q4经营性盈利降至历史低位，龙头将加速海外布局提升盈利水平。**23Q4碳酸锂跌价影响三元厂商盈利，容百、振华、厦钨Q4单吨净利在0.4-0.5万元左右，目前经营性盈利已降至历史低位。后续碳酸锂波动影响较小，24年预计单吨盈利维持0.6-1万元水平。海外市场加工费高，且基本稳定，当升科技由于海外销量占比达到70%以上，盈利优势维持；容百23年海外销量占比10%左右，随着韩厂逐步放量，预计24年海外销量占比明显提升。

图 三元正极价格走势（万元/吨）

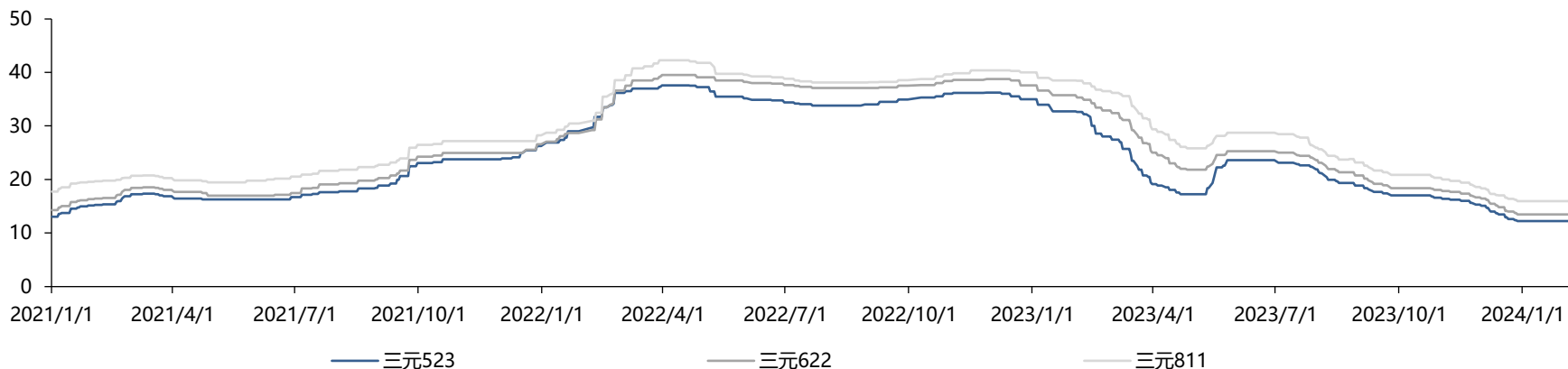


图 三元正极单位盈利对比（万元/吨）

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E
容百科技	1.60	2.45	0.78	1.40	1.20	0.36	0.88	0.50	0.80
当升科技	2.30	3.90	3.92	3.90	2.98	3.95	3.00	2.50	1.80
振华新材	3.11	3.24	2.36	2.74	1.09	-1.77	0.72	0.50	0.50
厦钨新能	0.82	1.38	1.35	1.25	0.92	0.75	0.70	0.42	0.50
长远锂科	1.85	2.97	1.85	2.08	-0.30	0.34	-0.03	-1.00	0.10

隔膜：小厂产能开始释放，24年仍有价格竞争压力

- ◆ **干法24Q1和23Q4相比降价5%-10%，湿法降10%+，预计24年仍有降价空间。**干法24Q1招标比23Q4普降5%-10%至0.45-0.5元/平，我们预计已达盈亏平衡，后续价格底部稳定。湿法24Q1招标价格环降10%+，24年头部厂商预期增长30%左右，且二三线厂商产能爬坡后释放，市场竞争压力加大，我们预计24年仍有降价空间。
- ◆ **盈利：价格压力下龙头厂商有望通过涂覆及海外客户超额利润维持稳定单平盈利。**恩捷股份：公司23Q3起开始主动降价，23Q4预计单平净利降至0.45元/平，与龙二差距进一步缩小。24年湿法隔膜降价压力尚存，价格战预计持续至2H加速产能出清，考虑到公司海外出货占比或逐步提升，且大客户出货中涂覆占比有望过半，24Q1单位盈利预计维持在0.4元/平左右，24年全年可维持。

图 隔膜价格走势（元/平）

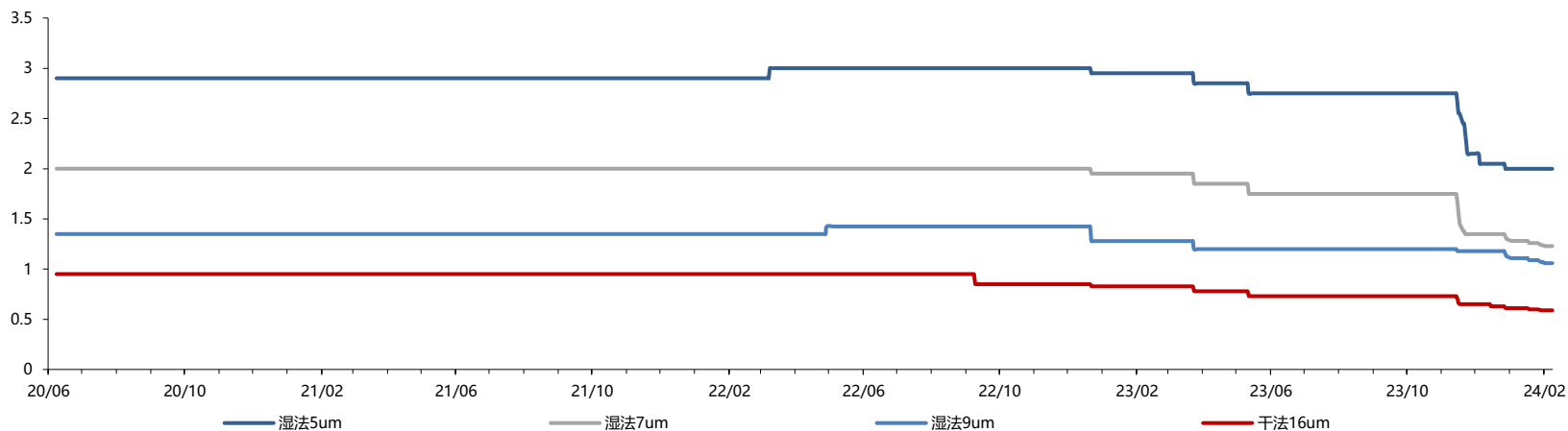


图 隔膜单位盈利对比（元/平）

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E
恩捷股份	0.77	0.90	0.90	0.70	0.60	0.60	0.50	0.45	0.40
星源材质	0.48	0.55	0.46	0.43	0.40	0.33	0.33	0.30	0.25

- ◆ **24Q1招标价格进一步下探。** 24Q1负极招标价格再降0.15-0.2万元，其中主流石油焦二次颗粒产品招标价格跌至1.4万元/吨，我们预计后续价格企稳。石墨化目前箱式炉报价0.7-0.8万元/吨，已触及成本线，大多数代工厂已经停产，预计石墨化代工价格短期保持低位平稳运行。
- ◆ **高价库存逐步消化，预计24年H1盈利触底。尚太科技：** 预计23Q4单位盈利进一步降至0.3万元，23年盈利0.5万元/吨左右。24H1小幅降价，尾部产能出清，预计公司24Q1单位盈利压缩至0.25万元/吨左右。**璞泰来：** 预计23Q4单吨仍亏损0.4万元，23年基本无盈利。24年跌价压力消除，高价库存消化至剩余3-5万吨，且已无减值风险，且四川一体化释放适配新工艺扩大成本优势，海外订单明确，24年单位盈利有望逐季度改善，23Q1有望达0.2万元/吨左右。

图 负极价格走势（万元/吨）

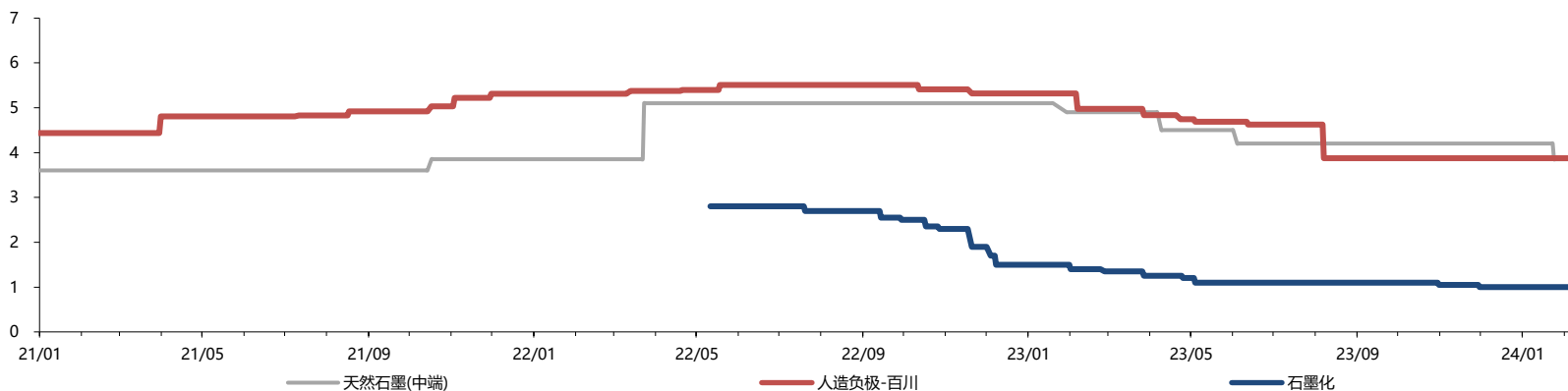


图 负极单位盈利对比（万元/吨）

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E
璞泰来	1.27	1.30	1.30	0.90	0.90	0.35	-0.55	-0.40	0.20
尚太科技	1.40	1.40	1.20	0.95	0.95	0.60	0.38	0.30	0.25
贝特瑞	0.61	0.52	0.33	0.25	0.23	0.35	0.33	0.30	0.25
中科电气	0.59	0.47	0.47	-0.20	-0.50	0.07	0.17	0.25	0.08
杉杉股份	0.55	0.69	0.65	0.60	0.40	0.20	0.20	0.20	0.20

- ◆ **六氟加工费24Q1触底，预计24年价格底部运行。**24Q1招标情况来看，六氟报价7.5万元/吨（10万元碳酸锂水平下），对应六氟非锂加工费为1.5万-1.8万元/吨，当前价格水平已跌至二三线厂商现金成本，我们预计已处于底部，24年价格或底部维持，加速产能出清。
- ◆ **盈利：龙头有望维持0.2-0.3万元/吨，二线厂商微利。天赐材料：**我们预计Q4电解液单吨净利约0.3万元，环降约20%，主要系9月六氟降价影响。公司仍具有1-2万成本优势，对应增厚电解液利润0.1-0.2万元，叠加LIFS添加比例提升+导入核心铁锂客户，快充提升添加比例至3%-5%，添加剂DTD、ODFP等新增产能落地，24Q1单吨利润有望维持0.25万元，24全年可基本维持。

图 电解液价格走势图（万元/吨）

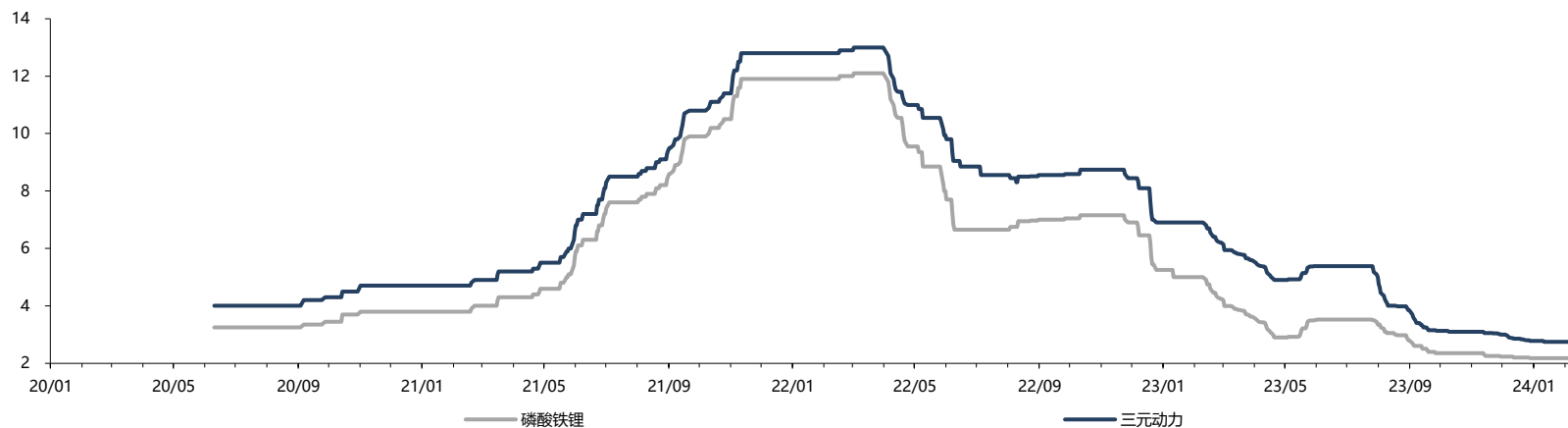


图 电解液单位盈利对比（万元/吨）

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E
天赐材料	1.85	1.80	1.27	1.05	0.75	0.60	0.38	0.30	0.25
新宙邦	1.65	1.50	0.85	0.40	0.20	0.12	0.12	0.00	0.05

重点公司跟踪

- ◆ **事件：**公司预告23年实现归母净利425-455亿元，同增38-48%，中值440亿元；扣非净利385-415亿元，同增36-47%，其中Q4归母净利113.5-143.5亿元，同比-14%~+9%，环增9%-38%，大超市场预期
- ◆ **Q4预计出货110-115gwh、全球份额再创新高、24年预计25%+增长。**我们预计Q4公司出货量110-115gwh，同环比增10-15%，全年出货380-385gwh，同增30-35%。结构方面，我们预计Q4动力出货90-95gwh，同环比增10-15%，全年出货310-315gwh，同增30%左右；Q4储能出货22gwh，同环比增20%/12%，全年出货量70gwh+，同增50%。份额方面，23年前11月全球动力份额37.4%，同增1.6pct，其中11月份额40.9%，再创新高，前11月国内份额43%+，海外份额30.8%，同增12.5pct（欧洲份额35%+，美国市场15%+），我们预计24年出货470-480gwh，同增25%，其中储能预计95gwh+，同增35%。
- ◆ **电池盈利逆势稳定、与二线电池厂差距维持。**价格方面，考虑23年Q4锂、镍跌价，我们预计公司均价下滑5-8%至1元/wh以内，但从盈利角度看，电池单wh利润预计恢复0.095-0.1元。公司客户结构多样化，海外占比约40%，盈利稳定。展望24年，我们预计电池均价较23年下降20%+至0.8元/wh，主要由于原材料价格下降所致，其中国内部分低端市场竞争加剧，价格相对激进，但我们预计该部分仅占公司出货20-30%，对盈利影响可控，而公司欧洲动力、美国储能、国内高端动力份额高，且盈利稳定。因此我们预计24年公司电池单wh利润整体可维持0.07元/wh+，较23年平均下降0.015-0.02元/wh。
- ◆ **风险提示：**电动车销量不及预期，行业竞争加剧。

表 宁德时代盈利预测

盈利预测	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	328,594	405,138	409,231	483,451
同比	152%	23%	1%	18%
归属母公司净利润（百万元）	30,729	44,062	46,287	56,358
同比	93%	43%	5%	22%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	6.99	10.02	10.52	12.81

- ◆ **事件：**公司实际控制人曾毓群及李平双方经协商一致签署《〈一致行动人协议〉之终止协议》，决定解除双方于2015年10月23日签署的《一致行动人协议》。曾毓群与李平解除一致行动关系后，公司实际控制人由曾毓群、李平变更为曾毓群。本次曾毓群及李平均不涉及股份减持事项。
- ◆ **解除李平一致行动人、宁德时代海外产能解除FEOC限制、助力在美份额提升。**宁德实控人曾毓群为全国政协委员，通过瑞华投资持股23.32%，一致行动人李平持股4.58%，此前双方合计持股27.9%>25%，被界定为受政府控制的FEOC，因此宁德海外持股比例超50%的子公司是FEOC且技术授权合作将受5点要求（被授权方拥有采购权、销售权、运营权、有权观察所有生产细节、使用对生产产生影响的任何知识产权或数据）。但本次曾毓群解除李平一致行动人后，宁德时代海外产能（不论持股比例）将不属于FEOC，可在美建全资产能、也可大规模推广技术授权合作模式，我们预计除了福特，后续宁德或与其他车企合作，在美份额有望从15%再提升。
- ◆ **风险提示：**电动车销量不及预期，行业竞争加剧。

- ◆ **Q4业绩基本符合预期：**2023年归母净利润290-310亿元，同比增长74%~86%；扣非净利润274-297亿元，同比增长75%~90%，其中Q4归母净利润76-96亿元，同比增长4.1%~32%，环比-22%~0%，中值86亿元；扣非净利润81-104亿元，同比增长5.2%~35%，环比-16%~+8%，利润基本符合市场预期。
- ◆ **Q4冲量销量创新高、我们预计2024年销量增加32%至400万辆。**Q4公司电动车销94.5万辆，同比增长38%，环比增长15%。23年累计销售电动车302万辆，同比增长62%，销量市占率32%，同比提升5pct，累计出口24万辆，占国内出口销量份额20%。我们预计24年销量约400万辆，同比增长32%，其中出口40-50万辆，同比高增67%~110%。
- ◆ **Q4单车盈利环比下滑、扣非净利润较亮眼。**若扣除比亚迪电子利润（Q4中值10.2亿，权益预计6.7亿），预计Q4单车净利0.8w，环比下降约27%，Q4单车扣非净利约0.9w，环降15%，降幅窄于单车净利，报表质量较优，主要为年底促销降价冲量，11月宋秦汉唐等车型降价约1-1.5w，护卫舰07、海豚、驱逐舰05等车型降0.5-1.8w，降幅5-10%不等，且年底销售、管理费用较高，我们预计2023年全年单车净利近1万元，同比增长6%。展望24年，考虑到高价位车型逐步上量带来的车型结构优化、碳酸锂降价等因素，可部分抵消价格下滑，预计2024年单车盈利约0.8-0.9万元左右。
- ◆ **风险提示：**电动车销量不及预期，行业竞争加剧。

表 比亚迪盈利预测

盈利预测	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	424,061	590,010	780,262	916,088
同比	96%	39%	32%	17%
归属母公司净利润（百万元）	16,622	30,344	36,897	44,657
同比	446%	83%	22%	21%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	5.71	10.42	12.67	15.34

- ◆ **事件：**公司发布业绩预告，23年实现归母净利润40.35-42.11亿元，同增15-20%，中值41.23亿元；扣非净利润25.6-28.3亿元，同比-5%~+5%，中值27亿元。其中Q4归母净利6.1-7.9亿元，同减7-28%，环减38%-52%，中值7亿，环减45%；扣非净利4.1-6.8亿元，同比-22%~+30%，环减25%-55%，中值5.40亿元，环减40%，符合市场预期。
- ◆ **Q4动储出货环增近20%，24年预计出货75-80GWh，同比增长40-50%。**我们预计Q4公司动储出货接近18gwh，环增20%，其中三元5gwh，铁锂12-13gwh，23年公司实现国内动力装机份额4.5%，储能电池产量份额10.1%，同比提升明显，我们预计23年出货近54gwh，同增80%。预计24年出货75-80gwh，增长40-50%，其中三元16-18gwh（大圆柱2-3gwh），铁锂60gwh+。
- ◆ **Q4费用计提影响电池盈利、若加回则环比持平。**Q4原材料价格下跌、储能占比提升，我们预计公司Q4电池价格环降10%至0.7元/wh（含税），24年预计价格将进一步下跌，但公司将优化储能电池结构，增加模组和pack占比，进而提高均价。盈利方面，我们预计Q4单位利润维持0.03元/wh，环比下降25%，若考虑加回奖金2亿元，则单wh利润预计为0.04元/wh，环比三季持平。23年动储合计贡献利润17亿元，单位利润0.03元/wh，预计24年盈利水平维持0.02-0.03元/wh，贡献利润22亿元+。
- ◆ **风险提示：**电动车销量不及预期，行业竞争加剧。

表 亿纬锂能盈利预测

盈利预测	2022A	2023E	2024E	2,025E
营业总收入(百万元)	36,304	47,739	55,826	69,390
同比(%)	114.82%	31.50%	16.94%	24.30%
归属母公司净利润(百万元)	3,509	4,131	5,258	6,667
同比(%)	20.76%	17.73%	27.29%	26.80%
每股收益-最新股本摊薄(元/股)	1.72	2.02	2.57	3.26

- ◆ **事件：**公司发布业绩预告，23年实现归母净利润5-6亿元，同减53-61%；扣非净利润4.2-5.2亿元，同减59-67%，其中Q4归母净利-1.55~-0.55亿元，同减109-125%，环减44-305%；扣非净利-2~-1亿元，同减116-133%，环减96-291%，略低于市场预期。
- ◆ **欧洲户储持续去库，Q4出货环降30%，24年中预计逐步恢复。**我们预计公司Q4出货超210mwh，同环比-85%/-30%，系欧洲户储经销商持续去库，出货量不及预期，我们预计公司23年出货1.9gwh，同降46%。24年Q2末渠道库存有望逐步消化完毕，欧洲户储需求同比增速预计恢复至40%，我们预计公司24年出货有望达3.5gwh，同比80-90%增长。产能方面，公司23年具备电芯产能7gwh，合肥一期5gwh Q3已投产，二期5gwh预计24年年底建成，此外钠电1gwh产线也在推进中。
- ◆ **产能利用率维持低位、单 wh 净利持续亏损。**价格方面，我们预计公司Q4 电池单 wh 均价 1.6-1.7 元，环降 10%，单 wh 亏损 0.5 元，亏损进一步扩大。24 年户储电池价格仍存在下行压力，但公司仍具备品牌及渠道优势，随着 24 年年中产能利用率有望恢复，一定程度对冲盈利下行影响，我们预计后续单 wh 利润恢复至 0.15-0.2 元/wh。
- ◆ **风险提示：**电动车销量不及预期，行业竞争加剧。

表 派能科技盈利预测

盈利预测	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	6,013	3,356	4,867	7,000
同比(%)	192%	-44%	45%	44%
归属母公司净利润(百万元)	1,273	568	593	901
同比(%)	303%	-55%	4%	52%
每股收益-最新股本摊薄(元/股)	7.25	3.23	3.38	5.13

- ◆ **事件：**公司发布业绩预告，23年实现归母净利润1.3-1.7亿元，同减55-66%；扣非净利润0.85-1.25亿元，同减58-71%，其中Q4归母净利0.27-0.67亿元，同增206-364%，环比-56%~+9%；扣非净利0.11-0.51亿元，同增125-218%，环比-72%~+29%，若加回减值和奖金计提，业绩符合市场预期。
- ◆ **Q2出货预计环增40%、单颗盈利持续恢复。**锂电池方面，大客户Q3去库结束，Q4开始恢复采购，我们预计公司Q4出货8500万颗，环增40%，全年出货2.2-2.3亿颗，同降25-30%。随着终端库存消化完毕，我们预计Q1出货超6千万颗，同比近翻倍增长，24年目标出货4亿颗，同增75%。盈利方面，我们预计Q4单颗盈利0.5元，环增25%，全年季度持续恢复，24年看，随着下游需求的回暖，产能利用率逐步提升，单颗盈利我们预计恢复至0.7元。
- ◆ **金属物流保持稳定增长、LED业务实现盈亏平衡。**金属物流方面，Q4我们预计贡献4千万利润，环增20-30%，23年贡献1.5亿利润，公司保持着3C市场的优势地位，进一步扩大新能源车、5G通信等高成长市场份额，24年利润预计稳中有升。LED方面，Q4我们预计贡献1千万利润，环比保持稳定，23年基本盈亏平衡，随着下游需求逐渐回暖，背光显示产品占比提升，24年预计开始实现盈利，金属物流+LED业务预计贡献2亿利润。
- ◆ **风险提示：**电动车销量不及预期，行业竞争加剧。

表 蔚蓝锂芯盈利预测

盈利预测	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	6,285	4,991	5,792	6,711
同比(%)	-6%	-21%	16%	16%
归属母公司净利润(百万元)	378	153	345	417
同比(%)	-44%	-60%	126%	21%
每股收益-最新股本摊薄(元/股)	0.33	0.13	0.30	0.36

- ◆ **Q4业绩超预期：** 23年归母净利10.8-12.8亿元，同增20%~42%；扣非净利10.5-12.5亿元，同增24%~48%，其中Q4归母净利2.85-4.85亿元，同比-0.4%~+58%，环比-7%~58%，中值3.85亿；扣非净利2.79-4.79亿元，同增1%~74%，环比-3%~66%，利润超市场预期。
- ◆ **预计Q4收入环比持平左右、增值税返还+减值冲回Q4净利率再提升。** 我们预计Q4收入28亿元左右，环比持平微降，好于行业增速，全年收入约106亿元，同增22%。盈利方面，我们预计Q4净利率14%、全年净利率11%，其中Q4增值税返还及政府补助增厚0.7亿利润，扣除后Q4中值利润3.1亿左右，净利率11%，环比提升1pct，主要由于Q3 0.68亿大额减值损失，而Q4部分冲回增厚利润。若扣除影响，我们预计Q4盈利水平环比基本持平且维持10%以上，已消化Q3-4客户降价影响。
- ◆ **24年国内份额稳定、海外贡献增量、且预计降本提效可消化大部分降价影响。** 公司海外基地进入放量期，24年公司收入可维持25%+增长至130-140亿。价格端，为共同承担行业降本压力，Q1起公司对部分客户降价，我们预计降价幅度5%左右，考虑原材料有2-5%降价可能及制造端提效，公司可消化大部分降价影响，整体净利率有望维持10%左右，下降1pct。基于竞争对手基本处于亏损或盈亏平衡线，预计后续降价空间有限。
- ◆ **风险提示：** 电动车销量不及预期，行业竞争加剧。

表 科达利盈利预测

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	8,654	10,640	13,435	17,060
同比(%)	93.70	22.96	26.27	26.98
归属母公司净利润(百万元)	901	1,188	1,426	1,801
同比(%)	66.39	31.82	20.07	26.27
每股收益-最新股本摊薄(元/股)	3.34	4.40	5.29	6.68

- ◆ **事件：**公司发布2023年业绩预告，2023年归母净利18.5-20亿元，同减11-18%；扣非净利19-20亿元，同减14-18%，其中Q4归母净利3.6-5.1亿元，同减35-54%，环减10-37%；扣非净利2.6-3.6亿元，同减46-61%，环减37-54%，符合市场预期。
- ◆ **23Q4出货1.4-1.5万吨，海外需求较弱环比下滑。**出货端来看，我们预计公司23年三元正极出货6.3-6.4万吨，同比持平，其中Q4出货预计1.4-1.5万吨，受海外需求影响环比下降20%+。公司24年海外优势维持，同时将积极拓展国内市场，我们预计24年出货有望同增20%左右。此外23年公司铁锂进入国内储能供应链，我们预计全年出货4 k吨左右，Q4出货2k吨左右，环增30%+，攀枝花铁锂项目一期第一阶段4万吨预计24年初全部投产，24年铁锂出货增量明显。
- ◆ **23Q4单吨扣非利润约2.5万，盈利优势维持。**盈利端，我们测算公司23Q4三元正极单吨利润近3万元，单吨扣非利润约2.5万元，环比下降20%左右，主要系原材料锂镍价格下跌、产能利用率下降所致；我们预计23全年单吨扣非利润仍维持3万元+，同比下降5%左右。我们预计公司24年盈利将有所回落。此外23Q4铁锂亏损对利润产生一定影响，我们预计24年铁锂规模提升可能减亏。
- ◆ **风险提示：**电动车销量不及预期，行业竞争加剧。

表 当升科技盈利预测

盈利预测	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	21,264	16,071	13,862	17,072
同比(%)	158%	-24%	-14%	23%
归属母公司净利润(百万元)	2,259	1,928	1,477	1,808
同比(%)	107%	-15%	-23%	22%
每股收益-最新股本摊薄(元/股)	4.46	3.81	2.92	3.57

- ◆ **事件：**公司发布业绩快报，23年实现收入228.7亿元，同减24%，归母净利5.9亿元，同减56%，扣非净利5.3亿元，同减60%。其中Q4收入43亿元，同减60%，环减24%，归母净利-0.23亿元，同减105%，环减110%，扣非净利-0.27亿元，同减107%，环减111%，低于市场预期。
- ◆ **Q4出货2.5万吨左右，环减7%，24年预计海外增量显著。**出货端，我们预计公司23年三元正极出货约10万吨，同增11%，全球市占率超10%，其中Q4出货预计2.5万吨左右，环减7%。公司全球化布局加速，韩厂一期2万吨正极全部投产，二期4万吨高镍预计24年底建成；与日韩欧美主流客户合作，Q4单月出货超千吨，我们预计23年海外出货占比近10%，此前与日韩客户签订订单，24年起单月采购千吨级高镍正极，我们预计24年海外出货有望达2-3万吨，支撑三元出货20-30%增长。
- ◆ **Q4单吨利润约0.5万元，24年海外放量有望提升单吨利润。**盈利端，不考虑减值损失和其他业务亏损，我们测算23Q4三元正极单吨利润在0.5万元左右，环比下降40%+，主要受到韩厂产能爬坡的影响。24年海外出货占比提升，由于海外订单利润远高于国内，我们预计24年三元单吨利润有望维持0.6万元。
- ◆ **风险提示：**电动车销量不及预期，行业竞争加剧。

表 容百科技盈利预测

盈利预测	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	30,123	22,873	19,176	24,080
同比(%)	194%	-24%	-16%	26%
归属母公司净利润(百万元)	1,353	593	801	1,053
同比(%)	49%	-56%	35%	31%
每股收益-最新股本摊薄(元/股)	2.79	1.23	1.65	2.17

- ◆ **事件：**公司发布23年业绩预告，23年归母净利0.9-1.1亿元，同减91-93%；扣非净利0.85-1.05亿元，同减92-93%，其中Q4归母净利0.52-0.72亿元，同减73-80%，环减1-29%；扣非净利0.44-0.64亿元，同减75-83%，环减16-42%，符合市场预期。
- ◆ **23Q4出货环增8%左右，24年出货预计增长40%。**出货端来看，我们预计公司23年三元正极出货3.4万吨左右，同比下降20%+，其中Q4出货预计1.1万吨左右，环比提升8%左右，6系和8系销量增加明显。随着下游需求恢复，我们预计公司24年出货有望达4.5万吨，实现40%增长。此外，钠电正极已实现车端应用，24年预计大批量出货；高容量富锂锰基实现第一代产品量产，已成功送样下游头部客户。
- ◆ **23Q4单吨扣非利润0.5万元/吨，24年有望维持。**盈利端来看，我们测算23Q4单吨扣非利润约0.5万元，环比下降30%+，主要系原材料锂镍价格下跌、产能利用率下降所致；我们预计23全年单吨扣非利润近0.3万元，同比下降90%左右。我们预计24年原料价格波动影响减小，高镍占比进一步增加，单吨扣非利润有望维持0.5-0.6万元左右。
- ◆ **风险提示：**电动车销量不及预期，行业竞争加剧。

表 振华新材盈利预测

盈利预测	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	13,936	6,809	5,552	6,638
同比(%)	153%	-51%	-18%	20%
归属母公司净利润(百万元)	1,272	104	270	355
同比(%)	208%	-92%	161%	32%
每股收益-最新股本摊薄(元/股)	2.50	0.20	0.53	0.70

- ◆ **事件：**公司发布2023年业绩预告，2023年归母净利19-20亿元，同增23-30%；扣非净利15.1-16.1亿元，同增36-45%，其中Q4归母净利5.1-6.1亿元，同增12-34%，环减1-17%；扣非净利3.8-4.8亿元，同增17-47%，环减9-28%，略超市场预期。
- ◆ **Q4单吨扣非净利0.7万/吨以上，略超市场预期，24年一体化比例预计进一步提升。**盈利端，我们测算23Q4单吨扣非净利润0.7万元+，环比持平，公司海外客户占比高，加工费相对稳定，且海外加工费远高于国内中低镍；23全年单吨扣非净利润0.6万元+，同比提升17%左右，主要系一体化比例提升。公司印尼翡翠湾5.5万吨镍铁项目Q4产能逐渐爬满，我们预计Q4出货1.2万吨+（权益0.6万吨+），全年出货近2万吨（权益1万吨），23年底镍铁自供率达到15%左右。此外公司布局12条RKEF+6条富氧侧吹线，我们预计6条富氧侧吹线24年逐步投产，24年出货1万吨左右（权益0.7万吨），镍冶炼共计出货6万吨+（权益3-3.5万吨）；25年18条线全部投产，达产后产能20万吨+（权益14万吨+），镍冶炼总产能26万吨左右（权益17万吨），一体化比例大幅提升。
- ◆ **风险提示：**电动车销量不及预期，行业竞争加剧。

表 中伟股份盈利预测

盈利预测	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	30,344	32,362	37,187	44,896
同比(%)	51%	7%	15%	21%
归属母公司净利润(百万元)	1,544	1,942	2,336	3,164
同比(%)	64%	26%	20%	35%
每股收益-最新股本摊薄(元/股)	2.30	2.90	3.49	4.72

- ◆ **Q4业绩低于市场预期：**2023年归母净利润-14 ~ -16.5亿元，同比下降159%-169%；扣非净利润-14.3 ~ -16.8亿元，同比下降162%~172%。其中Q4归母净利润-4 ~ -6.5亿元，同比减少172 -218%，环减933%~1454%，中值-5.25亿元；扣非净利润-4 ~ -6.5亿元，同减174%-220%，环比减少1030% ~ 1612%，低于市场预期。
- ◆ **Q4单位盈利转负、24年行业竞争依然激烈、但原材料波动影响减弱。** Q4碳酸锂价格自18万/吨跌至10万/吨，一方面造成资产减值损失，另一方面定价时滞造成亏损，且Q4公司产能利用率下降至70%左右，成本抬升，同时部分客户Q4加工费进一步下降，因此造成Q4亏损。展望24年，由于铁锂正极产能过剩加剧，加工费仍有小幅下降空间，行业加速洗牌，但原材料价格波动较小，减值损失及定价时滞带来的亏损将明显减小。公司客户优质，订单稳定，且有一定成本优势，预计将扭亏。25-26年行业洗牌结束，龙头有望恢复至合理的单吨利润水平0.3万/吨，且公司补锂剂有望增厚利润，将从24年起量。
- ◆ **风险提示：**电动车销量不及预期，行业竞争加剧。

表 德方纳米盈利预测

盈利预测	2022A	2023E	2024E	2,025E
营业总收入(百万元)	22,557	17,073	11,512	14,969
同比(%)	355.30%	-24.31%	-32.57%	30.03%
归属母公司净利润(百万元)	2,380.20	-1,534.11	361.10	619.25
同比(%)	188.36%	-164.45%	123.54%	71.49%
每股收益-最新股本摊薄(元/股)	8.52	-5.49	1.29	2.22

- ◆ **事件：**公司发布23年业绩预告，23年归母净利18-20亿元，同减65%-69%；扣非净利17.2-19.2亿元，同减65%-69%，其中Q4归母净利0.5-2.5亿元，同减82%-96%，环减46%-90%；扣非净利0.1-2.1亿元，同减84%-99%，环减52-98%，不及市场预期，主要系公司计提碳酸锂及正极减值所致。
- ◆ **六氟降价导致电解液盈利承压，24年单位盈利预计小幅下跌至0.2万元+**。我们预计公司23Q4电解液出货11万吨+，环降约10%，23年出货40万吨，同增25%+，我们预计24年出货50万吨+，维持25%增长。盈利来看，我们预计Q4电解液业务贡献利润3.3亿元+，对应单吨净利0.3万元+，环降约20%，主要系9月六氟降价影响，符合此前市场预期。24年初公司在大客户中六氟加工费进一步下调，目前六氟二线厂商我们预计全部亏损，我们预计后续加工费下降空间较小，公司仍具有1-2万元/吨的成本优势，对应增厚电解液单吨利润0.1-0.2万元，叠加LIFS添加比例提升+导入核心铁锂客户，快充提升添加比例至3%-5%，添加剂DTD、ODFP等新增产能落地，我们预计24年电解液单吨利润小幅下跌至0.2万元+。
- ◆ **磷酸铁Q4计提减值，日化业务稳定贡献利润增量。**我们预计23Q4磷酸铁及铁锂亏损1.2亿元，其中我们预计Q4经营性亏损，且库存减值计提进一步影响利润。目前公司高价库存基本计提完毕，24年规模化后我们预计有望实现盈亏平衡。此外，日化业务我们预计23Q4贡献0.6亿元+利润，23年贡献2.6-3亿元利润，我们预计24-25年维持稳定增长。
- ◆ **风险提示：**电动车销量不及预期，行业竞争加剧。

表 天赐材料盈利预测

盈利预测	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	22,317	15,191	14,315	18,125
同比(%)	101%	-32%	-6%	27%
归属母公司净利润(百万元)	5,714	1,923	1,562	2,069
同比(%)	159%	-66%	-19%	32%
每股收益-最新股本摊薄(元/股)	2.97	1.00	0.81	1.08

- ◆ **事件：**公司发布23年业绩预告，23年归母净利9.9-10.5亿元，同减40-44%；扣非净利9.36-9.96亿元，同减42-45%，其中Q4归母净利1.9-2.5亿元，同减20-39%，环减10-31%；扣非净利1.9-2.5亿元，同减13-34%，环减6-28%，业绩基本符合市场预期。
- ◆ **电解液Q4盈利触底，预计24年底部维持。**我们预计公司23年电解液出货13万吨+，同增近30%，其中23Q4出货近4万吨，环降5%-10%。公司海外布局行业领先，波兰工厂24年有望放量，我们预计公司24年电解液出货有望达17-18万吨，维持30%增长。盈利方面，我们测算公司23Q4电解液单吨微利，环比略微下滑，预计23全年电解液单吨净利0.1万元/吨+。24年行业产能过剩格局不变，但公司海外客户占比高，且溶剂及添加剂自供比例提升，我们预计电解液业务可维持微利。
- ◆ **氟化工维持高景气，24-25年有望维持40%+增长。**氟化工业务我们预计23年贡献利润7.5亿元左右，同增40%+，其中Q4我们预计贡献2亿元左右利润，环比稳定。公司海德福产能目前爬坡中，海斯福二期试生产完成，且公司第二、三代有机氟产品占比提升抬高壁垒，加速承接3M 25年退出后的市场份额，我们预计市占率有望持续提升，24-25年有望维持40%+利润增长。
- ◆ **风险提示：**电动车销量不及预期，行业竞争加剧。

表 新宙邦盈利预测

盈利预测	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	9,661	7,883	9,403	12,225
同比(%)	39%	-18%	19%	30%
归属母公司净利润(百万元)	1,758	1,037	1,404	1,914
同比(%)	35%	-41%	35%	36%
每股收益-最新股本摊薄(元/股)	2.33	1.38	1.86	2.54

- ◆ **事件：**公司发布2023年业绩预告，23年实现归母净利5-6亿元，同减57-64%；扣非净利4.3-5.3亿元，同减63-70%，其中Q4归母净利0.32-1.32亿元，同减62-91%，环比-73%-+12%；扣非净利0.14-1.14亿元，同减69-96%，环比-88%-+2%，基本符合市场预期。
- ◆ **23Q4电池箔出货环降8%+，单吨盈利环比持平。**出货端来看，我们预计公司23年电池箔出货近13万吨，同增18%左右，其中23Q4预计出货近3.5万吨，环降8%以上；随着下游需求恢复，我们预计公司24年电池箔出货有望达15-16万吨，实现20%左右增长。盈利方面，我们测算Q4单吨扣非利润0.35万元左右，环比持平，全年单吨扣非利润近0.4万元，同降40%左右；我们预计24年单吨利润有望维持0.3万元左右。
- ◆ **23Q4海外包装箔持续亏损，空调箔+板带盈亏平衡。**我们预计23年包装箔出货22万吨左右，同减30%+，其中Q4出货5万吨左右，环比持平，24年需求预计缓慢恢复；公司目前具备意大利12万吨+德国1.5万吨食品包装箔产能，但由于海外食品包装箔需求较弱，且海外厂生产成本较高导致亏损，Q4食品包装箔合计亏损0.5亿元以上，海外基地后续可转换为电池箔产能，我们预计24-25年可逐步扭亏为盈。23Q4空调箔出货10万吨左右，环比增长60%+，基本维持盈亏平衡。
- ◆ **风险提示：**电动车销量不及预期，行业竞争加剧。

表 鼎盛新材盈利预测

盈利预测	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	21,605	19,039	20,076	21,337
同比(%)	19%	-12%	5%	6%
归属母公司净利润(百万元)	1,382	547	601	727
同比(%)	221%	-60%	10%	21%
每股收益-最新股本摊薄(元/股)	1.55	0.61	0.68	0.82

- ◆ **事件：**公司发布23年业绩预告，23年归母净利0.38-0.45亿元，同减70-74%；扣非净利0.095-0.125亿元，同减91-93%，其中Q4归母亏0.07-0.14亿元，同减125-150%，环减123-147%；扣非亏0.14-0.17亿元，同减184-202%，环减160-174%，低于市场预期。
- ◆ **23Q4出货0.9万吨+，环减约10%，23年出货同比持平微增。**我们预计23Q4包覆材料出货0.9万吨+，环减约10%，23全年出货3.2万吨+，同比持平微增。看24年，宁德神行电池驱动平价快充落地，快充电池中负极包覆材料添加比例提升。目前Q1需求稳定，预计环比持平，考虑Q2起昱泰产能逐步起量抢占低温市场，我们预计24年出货5万吨左右，同增56%，市占率进一步提升。
- ◆ **23Q4计提减值及奖金影响盈利，24年单吨净利有望恢复。**盈利方面，我们测算23Q4单吨扣非亏损约0.15万元，环比转负，我们测算Q4存货减值影响0.11亿元+利润，此外Q4额外计提奖金，若加回则我们测算Q4经营性单吨微亏，主要系Q4中低温比例提升至60%，且11-12月公司中低温产品再次降价以锁定24年份额，且公司Q4成品库存较多对应成本较高，导致单位盈利承压。看24年，低温产品单吨净利可维持0.15万元左右，高温产品单吨净利稳定0.3-0.4万元，24年整体出货我们预计中低温占比维持60%左右，预计24年全年整体单吨净利可维持0.2-0.3万元左右。
- ◆ **风险提示：**电动车销量不及预期，行业竞争加剧。

表 信德新材盈利预测

盈利预测	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	904	946	1,283	1,714
同比(%)	84%	5%	36%	34%
归属母公司净利润(百万元)	149	43	128	170
同比(%)	8%	-71%	201%	32%
每股收益-最新股本摊薄(元/股)	1.46	0.42	1.26	1.66

- ◆ **事件：**公司发布业绩预告，23年实现归母净利润3.3-3.6亿元，同增62-77%，扣非净利润3-3.3亿元，同增52-67%；Q4实现归母净利0.8-1.1亿元，同增19-64%，环比-13%~+20%，扣非净利0.7-1亿元，环比-13%~+24%，业绩符合市场预期。
- ◆ **存量替代比例提升、新增储能业务布局。**公司Q4收入我们预计约2.5亿元，环增10-20%，23年收入我们预计超8亿元，同增约70%，其中我们预计涂布模头占比约70%，智能装备占比约30%。23年H2锂电扩产虽放缓，但涂布模头存量升级改造需求仍较强，且智能装备品类扩张，我们预计新增订单12亿元，同比增20%。盈利水平方面，公司涂布模头竞争格局好，伴随产品逐步升级，预计价格与盈利保持稳定，但装备毛利率低于模头，略微影响整体盈利水平。23年10月，公司以自有资金1020万元，收购湖南安诚51%的股权，后者主要业务为家储、户储、集装箱等，反哺模头实现协同增长。
- ◆ **新技术催化存量改造需求，钙钛矿打造第二增长曲线。**锂电技术加速迭代，24年4C铁锂、复合集流体、锰铁锂等开启产业化，催化模头升级置换需求。公司积极布局钙钛矿领域，并与深圳先进院等联合研发，23年7月成功拿下整机首单，基板尺寸1200x600mm，单线价值量约1000万元，钙钛矿30年涂布设备空间43亿，市场空间接近锂电涂布模头，后续有望打开第二增长曲线。
- ◆ **风险提示：**电动车销量不及预期，行业竞争加剧。

表 曼恩斯特盈利预测

盈利预测	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	488	828	1,104	1,550
同比(%)	104%	70%	33%	40%
归属母公司净利润(百万元)	203	351	463	625
同比(%)	113%	73%	32%	35%
每股收益-最新股本摊薄(元/股)	1.69	2.93	3.86	5.21

投资建议与风险提示

投资建议：悲观预期已充分反应，看好板块酝酿反转

◆ **投资建议：**我们预计24H1行业盈利见底，加速产能出清，25年供需格局改善，板块重拾成长性。主产业我们仍首推电池环节，推荐**宁德时代、亿纬锂能、比亚迪**；材料环节我们看好**科达利、天赐材料、璞泰来、恩捷股份、星源材质、新宙邦、湖南裕能、德方纳米、容百科技、当升科技、华友钴业、中伟股份**等；以及看好新技术高压快充、复合集流体方向，标的**中熔电气（关注）、威迈斯、曼恩斯特、信德新材、天奈科技**等；同时建议关注价格即将见底的碳酸锂环节，标的**天齐锂业、赣锋锂业、永兴新材、中矿资源、盛新锂能**等

表 相关公司估值表（截至2024年2月23日股价）

	名称	总市值 (亿元)	股价	归母净利润（亿元）			PE			PB现值	评级
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E		
电池	宁德时代	7,060	161	441	463	564	16	15	13	3.9	买入
	比亚迪	5,160	183	303	369	447	18	14	12	4.1	买入
	亿纬锂能	739	36	41	53	67	18	14	11	2.2	买入
	欣旺达	254	14	11	16	23	23	15	11	1.1	未评级
	蔚蓝锂芯	86	7	2	3	4	56	25	21	1.3	买入
	派能科技	148	84	6	6	9	26	25	16	1.5	买入
	鹏辉能源	108	21	4	6	8	30	18	13	1.9	买入
结构件	科达利	183	68	12	14	18	15	13	10	1.9	买入
电解液	天赐材料	371	19	19	16	21	19	24	18	2.8	买入
	新宙邦	322	43	10	14	19	31	23	17	3.7	买入
负极	璞泰来	372	17	23	36	49	16	10	8	2.1	买入
	尚太科技	77	30	7	8	11	10	9	7	1.4	买入
	信德新材	31	30	0	1	2	71	24	18	1.1	买入
隔膜	恩捷股份	434	44	31	39	50	14	11	9	1.6	买入
	星源材质	162	12	10	12	17	17	13	9	1.6	买入
	壹石通	43	21	0	1	1	171	41	30	1.9	增持
正极	华友钴业	460	27	42	57	76	11	8	6	1.4	买入
	中伟股份	307	46	19	23	32	16	13	10	1.7	买入
	德方纳米	116	42	-15	4	6	-	32	19	1.5	买入
	万润新能	60	48	-10	5	9	-	13	7	0.8	买入
	容百科技	149	31	6	8	11	25	19	14	1.7	买入
	振华新材	76	15	1	3	4	73	28	21	1.5	买入
	当升科技	170	34	19	15	18	9	12	9	1.3	买入
	厦钨新能	141	33	5	10	13	27	14	11	1.6	未评级
	湖南裕能	200	26	20	22	28	10	9	7	1.8	买入
	长远锂科	113	6	1	5	7	224	22	17	1.5	未评级
导电剂	天奈科技	70	20	2	4	5	33	19	14	2.8	买入
铜箔	嘉元科技	70	17	10	13	20	7	5	3	1.0	买入
	诺德股份	80	5	7	9	14	12	9	6	1.3	买入
铝箔	鼎胜新材	83	9	5	6	7	15	14	11	1.3	买入
设备	曼恩斯特	79	66	4	5	6	22	17	13	2.7	买入
	骄成超声	62	54	1	1	2	60	44	28	3.5	买入

- ◆ **价格竞争超市场预期：**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。

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证50指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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