

3月需求和排产超预期，锂电拐点确立

--电动车行业2024年3月策略

电新首席证券分析师：曾朵红
执业证书编号：S0600516080001
联系邮箱：zengdh@dwzq.com.cn

电动车首席证券分析师：阮巧燕
执业证书编号：S0600517120002
联系邮箱：ruanqy@dwzq.com.cn

联系电话：021-60199793

2024年3月19日



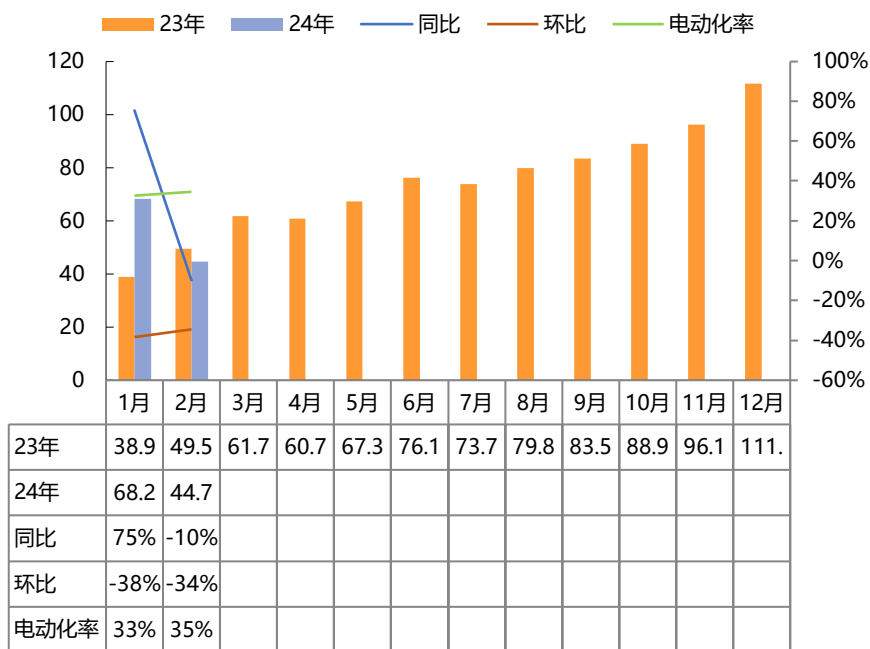
- 销量：2月销量符合预期，油电平价推动渗透率提升
- 排产：3月排产不同程度上修，Q2预期延续高景气度
- 电池：宁德时代龙头地位稳固，国内市占率恢复50%+
- 中游：天赐停产挺价，释放中游价格见底信号
- 重点公司跟踪
- 投资建议与风险提示

- ◆ **国内油电平价，叠加政策刺激，渗透率持续提升，海外25-26年接力支撑全球20%+增长。**国内2月电动车销47.7万辆，同环比-9%/-35%，渗透率30.1%，车企降价潮仍在延续，叠加新车发布，预计3月销量有望恢复至85万辆+，Q1预计200万辆+，同比增26%，全年预计25%增长至1185万辆。**欧洲**主流9国2月销14.7万辆，同环比+9%/+7%，渗透率19.8%，全年预计增长8%至311万辆，**美国**2月销12.5万辆，同环比+17.6%/+8.0%，渗透率9.9%，全年预计同增25%至183万辆；欧美短期销量增速放缓，但电动化大趋势不变，欧洲车企25年新平台车型密集发布，叠加碳排考核趋严，25年增速将恢复至30%+。
- ◆ **锂电产业链排产端看，3月排产强势恢复，龙头产能利用率恢复至70-80%，持续性可期。**3月行业排产环比增50-80%，较1月增10-30%，已恢复至23年高点的90%，部分厂商排比更高，主流公司Q1排产环比-20%-0%，同比增10%-30%。预计4月排产进一步微增，Q2环比有望增30%。由于23H2以来，厂商扩产放缓，目前主流厂商产能利用率至70-80%，Q2将进一步提升。
- ◆ **电池、结构件等环节龙头盈利仍亮眼，其余环节盈利基本见底。**上游碳酸锂实际供给低于原预期，底部价格或为9-12万/吨，好于此前预期；电池、结构件环节，价格基本见底，而龙头盈利坚挺；中游材料价格连续调整7个季度，铁锂正极、电解液六氟接近全行业亏损，价格见底，负极、隔膜价格下行空间也极其有限，预计二季度将见底。
- ◆ **投资建议：**横向对比锂电估值历史低位，当前24年不足15-20x，25年10-15x，PB1.8-4.5倍，基本面和股价双重底部，开始全面看好龙头，我们首推Q1业绩确定性高的标的，包括**宁德时代、亿纬锂能、科达利、璞泰来、中伟股份、天奈科技、威迈斯**等；同时看好盈利触底的龙头，如**天赐材料、湖南裕能、华友钴业、容百科技、尚太科技、恩捷股份、星源材质**等；以及短期价格反弹的锂相关标的，包括**永兴材料、中矿资源、天齐锂业、赣锋锂业**等。
- ◆ **风险提示：**风险提示：销量不及预期，竞争加剧。

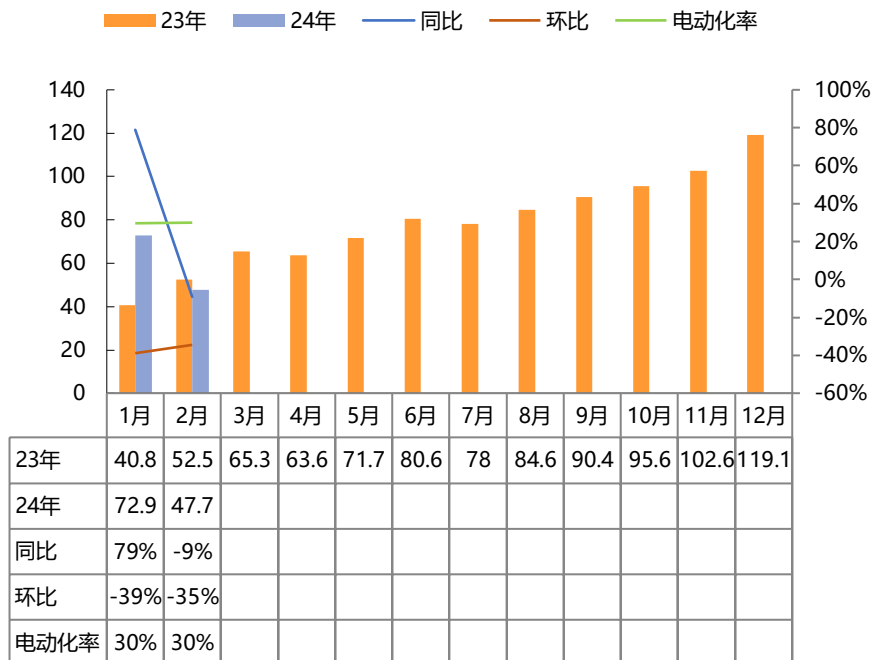
销量：2月销量符合预期，油电平价推动渗透率提升

◆ **2月新能源汽车销量47.7万辆，同环比-9%/-35%，渗透率30%，春节回落符合市场预期。**根据中汽协口径，24年2月新能源汽车销量47.7万辆，同环比-9%/-35%，渗透率30.1%，同环比+3.5/+0.2pct。24年1-2月累计销量112.9万辆，同比增长28%，累计渗透率达33.3%，同比+6.7pct。乘联会口径，24年2月国内新能源汽车批发销量44.7万辆，同环比-10%/-34%，渗透率34.5%，同环比+3.5/+1.9pct。

图：国内电动乘用车月度批发销量（万辆，乘联会口径）

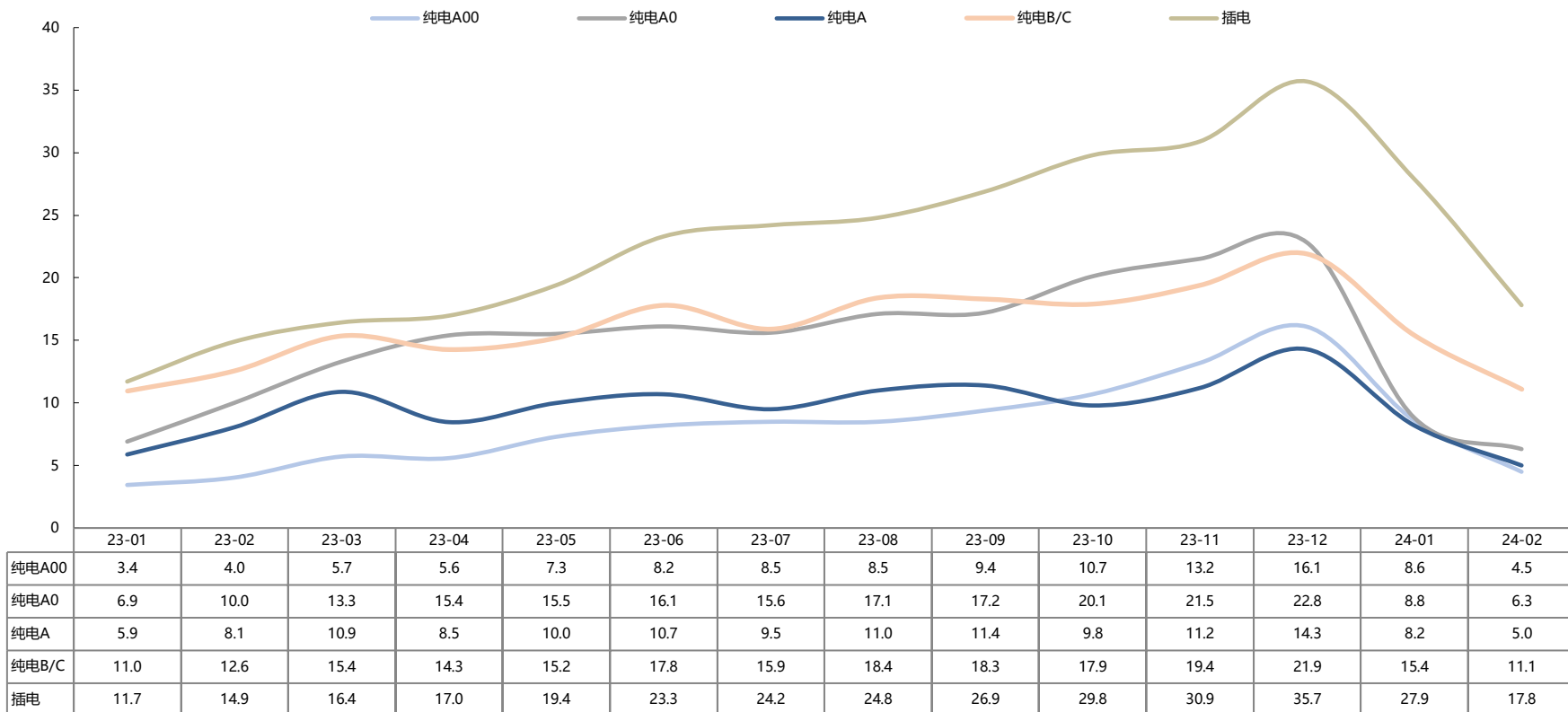


图：国内电动车总销量（万辆，中汽协口径）



- ◆ **纯电动份额维持60%，插电式份额维持至40%，后者同增9pct，环比微降。**根据乘联会批发口径，**纯电乘用车**2月销量26.9万辆，同环比-22.8%/-34.3%，占比60%。A00级占比持续下降，B/C级占比提升5pct，其中A00级2月销量4.5万辆，同环比+12%/-48%，占比17%；A0级销6.3万，同环比-37%/-28%，占比23%；A级销5万辆，占比19%，同环比-38%/-39%，B/C级销11.1万辆，占比41%，同环比-12%/-25%。**插电混动乘用车**2月销17.8万辆，同环比+20%/-36%，占比40%。

图：分车型月度销量（万辆）



- ◆ **比亚迪销量稳居第一，赛力斯、理想等车企同环比表现亮眼。**2月份，比亚迪销量12.2万辆，同环比-36%/-39%，1-2月累计销量32.3万辆，同比下降6%，累计市占率29%，单月销量稳居第一；特斯拉中国销6.0万辆，同环比-19%/-16%，1-2月累计销量13.2万辆，同比下降6%，累计市占率12%；吉利汽车销量3.4万辆，同环比+44%/-50%；上海通用五菱销量3.3万辆，同环比+198%/+83%。
- ◆ **主品牌市占率下降，新势力、特斯拉市占率提升。**2月新能源乘用车销量44.7万辆，同环比-10%/-34%。其中**自主品牌**销27.7万辆，同环比-38%/-43%，市占率62%，环比-4pct；**特斯拉**销6.0万辆，同环比-16%/-24%，市占率13%，环比+3pct；**新势力**销7.6万辆，同环比-27%/-28%，市占率17%，环比+1.7pct；**合资车企**销2.4万辆，同环比-41%/-33%，市占率为5%，环比-0.6pct；**豪华车企**1月销1.1万辆，同环比-34%/-13%，市占率2%，环比持平。

表：主流车企月度销量（辆）

车企	2月	同比	环比	1-2月累计	累计同比	累计市占率
比亚迪	121,748	-36%	-39%	322767	-6%	29%
特斯拉中国	60,365	-19%	-16%	131812	-6%	12%
吉利汽车	33,508	44%	-50%	100669	193%	9%
上汽通用五菱	32,777	198%	83%	50693	228%	4%
赛力斯	30,049	753%	-19%	67154	740%	6%
长安汽车	21,176	9%	-54%	67256	52%	6%
理想汽车	20,251	22%	-35%	51416	62%	5%
长城汽车	12,253	47%	-51%	37241	154%	3%
广汽埃安	10,006	-67%	-9%	21011	-48%	2%
奇瑞汽车	9,607	70%	-41%	25972	147%	2%

表：分品牌月度销量（辆）

车企类型	2月	同比	环比	市占率	环比	年初累计	同比
自主	276,558	-38%	-43%	62%	-4pct	725509	23%
新势力	75,771	-27%	-28%	17%	1.7pct	179920	69%
合资	23,999	-41%	-33%	5%	-0.6pct	64970	190%
豪华	10,770	-34%	-13%	2%	0.0pct	27029	3%
特斯拉	60,365	-16%	-24%	13%	3.0pct	131812	-6%
合计	447,463	-10%	-34%	100%	0.0pct	1129240	28%

- ◆ **分车型看，纯电车型Model Y，Model3分列销量第一第二。**纯电动乘用车中，2月**特斯拉ModelY (B级)**销3.6万辆，同环比-29%/-13%，占比13.5%，24年1-2月累计销量7.8万辆，同比-15%，位居第一；**Model3 (B级)**销2.4万辆，同环比5%/-18%，占比9.0%，24年1-2月累计销量5.4万辆，同比+12%。**比亚迪海豚 (A0级)**销1.4万辆，同环比-40%/-27%，占比5.1%，24年1-2月累计销量3.3万辆，同比-19%；**比亚迪海鸥 (A00级)**销1.3万辆，环比-63%，占比5.0%，24年1-2月累计销量5.0万辆。**宏光MINI (A00级)**销1.4万辆，同环比62%/127%，占比5.1%，24年1-2月累计销量2.0万辆，同比+57%。
- ◆ **插混车型中，比亚迪宋、问界M7蝉联第一第二。**插混车型中，**比亚迪宋 (A级)**销2.6万辆，同环比-42%/-38%，占比14.6%，24年1-2月累计销量6.8万辆，同比-22%，稳居第一。**问界M7 (B级)**销2.1万辆，同环比1624%/-30%，占比11.8%，24年1-2月累计销量5.1万辆，同比1626%，蝉联第二。**比亚迪秦 (A级)**销1.2万辆，同环比-37%/-27%，占比6.8%，24年1-2月累计销量2.9万辆，同比+18%。

图：国内2月纯电动分车型销量排名

纯电	级别	2月	环比	同比	24年累计	24年累计同比
ModelY	B	36,248	-13%	-29%	78,121	-15%
Model3	B	24,117	-18%	5%	53,691	12%
比亚迪海豚	A0	13,725	-27%	-40%	32,630	-19%
宏光MINI	a00	13,596	127%	62%	19,580	57%
海鸥	a00	13,492	-63%		49,939	
比亚迪宋	A	9,197	-47%	27%	26,559	84%
比亚迪元	A0	8,583	-53%	-74%	26,654	-53%
五菱缤果	A0	6,546	214%	183%	8,630	274%
大众ID3	A0	6,083	-23%	2049%	14,015	2011%
埃安Y	A0	5,609	-3%	-57%	11,400	-36%

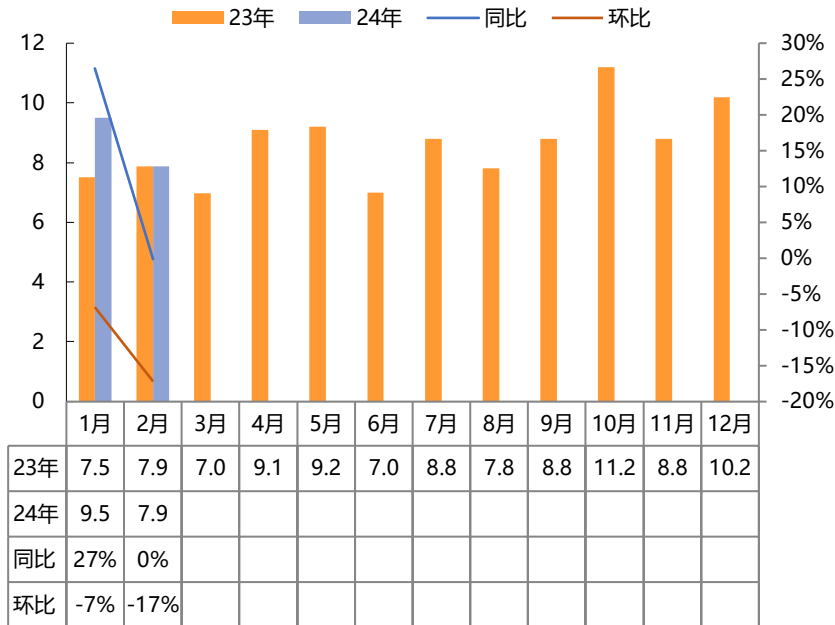
图：国内2月插混分车型销量排名

插电品牌	级别	2月	环比	同比	24年累计	24年累计同比
比亚迪宋	A	26,076	-38%	-42%	68,228	-22%
问界M7	B	21,090	-30%	1624%	51,088	1626%
比亚迪秦	A	12,020	-27%	-37%	28,506	18%
五菱星光	B	11,964	52%		19,849	
理想L7	C	8,459	-37%		21,802	
比亚迪驱逐舰05	A	7,110	106%	43%	10,560	6%
理想L9	B	6,336	-28%	-13%	15,098	-1%
理想L8	B	5,457	-40%	-33%	14,518	2%
比亚迪汉	B	5,300	-38%	-20%	13,800	4%
比亚迪唐	B	5,169	17%	-52%	9,569	-48%

国内：电动车2月出口7.9万辆，1-2月同增13%

- ◆ **2月电动车出口7.9万辆，同比持平，环降17%。**2月电动车出口7.87万辆，同比持平，环比下降17%，1-2月累计出口17.4万辆，同比增长12.9%（23年增速约70%），出口增速略有放缓。分车企看，2月**特斯拉**出口3.0万辆，环降-4.3%，占比38.4%；**比亚迪**出口2.3万辆，环降36%，占比29.6%；上汽通用五菱出口2872辆，环降2.1%，市占率3.7%。
- ◆ **特斯拉中国仍贡献主要份额，奇瑞/吉利/塞力斯/小鹏环比增速较快。**2月份分车企看，特斯拉出口3.0万辆，环降4.3%，占比38.4%，贡献主要份额；比亚迪出口2.3万辆，环降36%；上汽乘用车出口2407辆，环降13%，占比3.1%；奇瑞出口2387辆，环增69%，占比3.0%；哪吒出口1695辆，环降40%，占比2.2%；塞力斯出口898辆，环增101%，占比1.1%，小鹏出口708辆，环增78%，占比0.9%。

图：国内乘用车电动车出口情况（万台）



表：国内车企24年1-2月出口量（辆）

车企	2月	1月	环比	占比
特斯拉中国	30224	31566	-4.3%	38.4%
比亚迪	23291	36174	-35.6%	29.6%
上汽通用五菱	2872	2933	-2.1%	3.7%
上汽乘用车	2407	2760	-12.8%	3.1%
奇瑞汽车	2387	1417	68.5%	3.0%
智马达汽车	2220	1483	49.7%	2.8%
吉利汽车	2144	1546	38.7%	2.7%
哪吒汽车	1695	2821	-39.9%	2.2%
长安汽车	1486	2785	-46.6%	1.9%
广汽乘用车	1314	1174	11.9%	1.7%
广汽埃安	1296	1164	11.3%	1.6%
长城汽车	1058	1497	-29.3%	1.3%
赛力斯	898	446	101.3%	1.1%
东风本田	792	2358	-66.4%	1.0%
小鹏汽车	708	398	77.9%	0.9%

- ◆ **政策助力需求释放，汽车换新潜力广阔：** 目前“国三”及以下排放标准的乘用车超过了1600万辆，车龄15年以上的超过700万辆，我们预计在政策推动下汽车置换需求有望得到释放，换新市场潜力广阔。
- ◆ **单独考核央企新能源业务，加速电动化：** 3月5日，国务院国资委主任张玉卓表示将针对一汽集团、东风集团和长安汽车三大央企，将对新能源汽车业务进行单独考核，推动央企高质量发展。国资委对三家汽车央企进行新能源汽车业务的单独考核，或将推动企业破除障碍，加大创新力度，加快电动化转型速度，发挥央企转型的示范效应。

图表：最新政策信息汇总

时间	主体	具体内容
3月5日	国务院	国务院国资委主任张玉卓：针对 一汽集团、东风集团和长安汽车三大央企 ，将对 新能源汽车业务进行单独考核 ，推动央企高质量发展
3月7日		国务院印发《 推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案 》通知，强调开展汽车以旧换新。加大政策支持力度，畅通流通堵点，促进 汽车梯次消费、更新消费 。严格执行机动车强制报废标准规定和车辆安全环保检验标准，依法依规淘汰符合强制报废标准的老旧汽车。因地制宜优化汽车限购措施，推进汽车使用全生命周期管理信息交互系统建设。
3月16日		国务院国有资产监督管理委员会副主任：三家中央汽车企业(中国一汽、东风集团、长安汽车)将发挥优势，整合产业资源，优化科技创新产业控制安全支撑作用，重点作好三篇文章。一是做好科技文章，坚持科技赋能， 加快攻克新能源动力总成、智能网联系统先进底盘、汽车芯片等关键核心技术 ；二是做好赶超文章，正视中央企业在新能源汽车发展中存在的差距与不足，加大资源投入，加快转型步伐，实施战略性新兴产业投资倍增行动计划， 鼓励支持中央企业开展高质量投资并购，专业化整合，加快掌握产业核心资源和关键技术 ；三是做好改革文章，深入实施国有企业改革，推动央企新能源汽车企业创新与转型发展。
3月16日	商务部	商务部副部长盛秋平： 下一步将研究降低新能源汽车保险费费率，推动提高新能源汽车社会化维修服务能力，着力解决群众购车后顾之忧。
3月16日		商务部副部长盛秋平：将 深入开展汽车以旧换新，加大财政金融支持力度，打好政策组合拳着力建立起“去旧更容易、换新更愿意”的有效机制，推动汽车换能，进一步提高新能源汽车节能型汽车销量的占比，统筹支持全链条各环节更多惠及消费者。 同时结合2024消费促进年工作安排，组织开展全国汽车换新消费季活动，调动各方力量参与，扩大政策的影响力。
3月16日	国家发改委	国家发展改革委主任郑栅洁：持续深化国际合作，有效应对和化解各类显性和潜在的风险挑战， 巩固和扩大新能源汽车发展优势，将采取更多务实举措，支持新能源汽车行业企业发展，与有关方面共同谱写新能源汽车产业高质量发展新篇章
3月16日	工业和信息化部	工业和信息化部副部长单忠德：将从四方面加大赋能我国新能源汽车产业发展。一是将坚持创新驱动， 加快新一代动力电池、车用芯片、操作系统、自动驾驶等技术攻关及产业化 ；二是将持续优化产业结构和生态，进一步加强产业统筹布局和投资引导，健全落后企业退出机制，支持优势企业兼并重组，做强做大， 进一步提升产业的集中度，引导传统汽车产汽车，引导传统的汽车企业依据自身的技术渠道优势和开放合作，加快转型 ；三是将加大推广力度，不断深化跨域融合创新，研究制定汽车以旧换新、充换电基础设施建设等支持政策；四是将坚持国际合作， 指导汽车企业国际化联盟，建设第三方技术政策服务平台，更好地服务企业海外发展。

国内：年初车企密集降价，油电平价加速渗透

- ◆ **新能源车企密集降价，全面价格战依然延续。**2月19日，比亚迪秦plus、驱逐舰05的荣耀版正式上市，驱逐舰05价格低至7.98万元，正式吹响24年价格战，多家车企纷纷跟进，五菱、哪吒、零跑等多款车型降幅达5-15%，优惠力度从几千元到上万元不等。
- ◆ **油电平价加速替代，3月销量有望回升。**本次降价区间在十万级别，降价力度前所未有的，大幅提升电车的产品力，实现油电平价，进一步提高渗透率，我们预期国内3月份销量回升，达85万辆+，24Q1销量200万辆+，增长26%。

图表：新能源车企车型最新降价信息汇总

品牌	车型	降价幅度 (万元)	新价格	开始时间	截止时间
比亚迪	驱逐舰05	2-2.2	7.98-12.88万元	2月19日	-
	秦 Plus DM-i	2	7.98-12.58万元		
	秦 Plus EV 荣耀版	2	10.98-13.98万元		
	汉 DM-i 荣耀版	2	16.98-22.58万元	2月28日	-
	汉 EV 荣耀版	3	17.98-24.98万元		
	唐 DM-i 荣耀版	3	17.98-21.98万元		
	宋 PLUS DM-i 荣耀版	2	12.98-16.98万元	2月29日	-
	宋 PLUS EV 荣耀版	2	14.98-18.98万元		
	海豚 荣耀版	0.4-0.7	9.98-12.98万元	2月23日	-
	宋Pro DM-i 荣耀版	2.8	10.98-13.98万元	3月1日	-
	元PLUS 荣耀版	1.6	11.98-14.78万元	3月4日	-
海鸥 荣耀版	0.4	6.98-8.58万元	3月6日	-	
2024款腾势D9	1	33.98-46.98万元			
特斯拉	Model 3	2.1	22.49-26.49万元	2月29日	-
	Model Y	2.1	23.79-27.89万元		
上汽通用五菱	五菱星光150km进阶版	1.2	荣耀价9.98万元	2月19日	-
	缤果	0.8	6.88-8.38万元		
上汽通用别克	君越	3.5	14.49-25.48万元	2月19日	2月29日
	昂科威Plus	6.5	16.09-23.09万元		
	威朗Pro	5.5	7.39-10.39万元		
小鹏	G6	0.5	18.98万元起	3月3日	3月31日
	G9	1	25.39万元起	3月4日	
	P7i	2-2.5	20.39万元起		

品牌	车型	降价幅度 (万元)	新价格	开始时间	截止时间
哪吒汽车	哪吒X	2.2	9.98万元起	2月19日	-
	哪吒AYA	0.8	6.58万元起		
	哪吒S	0.5	15.48万元起		
长安启源	启源A05	1.1	7.89万元起	2月19日	-
零跑	2024款C11 EV	0.4	15.18-20.58万元	3月2日	-
	2024款C11 EREV	0.1	14.88-18.58万元		
	2024款C01 EV	0.9	13.98-15.88万元		
	2024款C01 EREV	1.3	13.68-15.58万元		
	2024款T03	1	4.99-6.99万元		
吉利	帝豪L HIP腾龙版	2	8.98-9.98万元	2月2日	-
	银河L6	1.9	10.38万元起	3月2日	-
	银河L7	1.3	12.57万元起		
岚图	新岚图梦想家	3	33.99-46.99万元	3月6日	-
	新岚图FREE	2	26.69万元		
	岚图追光PHEV	1	25.28-27.78万元		
	岚图追光EV	5	32.29-38.59万元		
理想	2024款L7Air	1.5	30.18万元	3月12日	-
	2024款L8Air	1.5	32.18万元		
广汽埃安	AION S MAX 星瀚	2.3	20.99万元	3月4日	-
	AION V Plus	2.3	33.99-46.99万元	3月7日	-
深蓝	SL03	1	13.99-14.59万元	2月28日	-
	S7	1	14.99-15.99万元		
极氪	001YOU版	2	32.9万元	2月27日	-
	001ME版	2	29.9万元		

- ◆ **车企发布新车型时间前置，预计推动下游需求恢复。** 2月份共有36款新能源新车型上市，自主品牌方面，比亚迪推出多款荣耀版新车型，降价力度较大；长安、上汽北汽等均有新车型推出。新势力方面，蔚来推出多款2024款新车型，宣传“平价增配”，哪吒发布X400 Air版新车型。综合来看，新车型发布时间前置叠加“降价增配”，有望推动下游需求恢复。

图：2月份新能源车型新车情况

品牌	车型	动力形式	种类	售价 (万元)	上市时间
比亚迪	驱逐舰05荣耀版	EREV	-	7.98-12.88	2月19日
	秦PLUS DM-i荣耀版	EREV	-	7.98-12.59	
	秦PLUS EV荣耀版	EV	-	10.98-13.98	
	海豚荣耀版	EV	-	9.98-12.98	2月23日
	仰望U9	EV	-	168	2月25日
	汉DM-i荣耀版/DM-p战神版	EREV	-	16.98-25.98	2月28日
	汉EV荣耀版	EV	-	17.98-24.98	
	唐DM-i荣耀版	EREV	SUV	17.98-21.98	2月29日
	海豹DM-i荣耀版	EREV	-	14.98-21.98	
	宋PLUS DM-i荣耀版	EREV	SUV	12.98-16.98	
宋PLUS EV荣耀版	EV	SUV	14.98-18.98		
广汽传祺	传祺E8贺岁版	EREV	MPV	23.58	2月9日
	传祺ES9贺岁版	EREV	SUV	25.98	
	传祺E9贺岁版	EREV	MPV	35.28	
	埃安AIONYPlus智驾版	EV	SUV	14.58-15.58	2月18日
	昊铂GT高阶智驾3L版	EV	-	25.98	2月27日
奇瑞	iCAR 03	EV	SUV	10.98-16.98	2月28日
	捷途X70 C-DM	EREV	SUV	14.99-16.39	2月29日

品牌	车型	动力形式	种类	售价 (万元)	上市时间
蔚来	ET5 2024款	EV	-	29.8-35.6	2月22日
	ET5T 2024款	EV	-	29.8-35.6	
	ES6 2024款	EV	SUV	33.8-39.6	
	ES7 2024款	EV	SUV	43.8-51.8	
	ES8 2024款	EV	SUV	49.8-59.8	
	EC6 2024款	EV	SUV	35.8-41.6	
	EC7 2024款	EV	SUV	45.8-54.8	
吉利	极氪001新款	EV	-	26.2-32.9	2月27日
长安	深蓝SL03全新纯电版	EV	-	15.69-17.39	2月20日
	深蓝SL03荣耀版	EREV	-	13.99-14.59	2月29日
	深蓝S7荣耀版	EREV	SUV	14.99-15.99	
合创	哪吒X 400 Air版	EV	SUV	9.98	2月19日
长城	坦克700 Hi4-T	EREV	SUV	42.8-70	2月26日
上汽	别克E5 先锋/智享Pro版	EV	SUV	16.99-18.89	2月23日
	智己L7 2024款	EV	-	29.99-41.99	2月24日
北汽	极狐考拉家庭版AIR	EV	MPV	11.98	2月24日
起亚	EV5 720 长续航版	EV	SUV	18.48-25.58	2月1日
江淮	瑞风E4	EV	MPV	18.98-19.98	2月21日

- ◆ **秦PLUS荣耀版、宋PLUS荣耀版等降价力度较大，销量有望再创新高。** 比亚迪秦PLUS荣耀版售价7.98-13.98万元，相比冠军版降价2万元，首周订单达23590辆，宋PLUS荣耀版售价12.98-16.98万元，相比冠军版降价3万元，降价优惠力度较大，预期销量有望再创新高，我们预计秦PLUS/宋PLUS全年销量达30/40万辆。
- ◆ **新款极氪001再成爆款，上市首月大定有望破3万。** 极氪001新款于2月27日上市，新款共推出4款车型，售价区间为26.9万-32.9万，产品力和定价质量极强，已于3月1日开启交付，在上市10天的大定订单已突破1.5万台，极氪智能科技副总裁表示，按照目前大定速度，首月将破3万大定订单，我们预计24年整体销量65-70万辆。

图：秦PLUS荣耀版



秦PLUS EV荣耀版

官方指导价：

420KM领先型	10.98万元
420KM超越型	11.68万元
510KM领先型	11.98万元
510KM超越型	12.98万元
510KM卓越型	13.98万元

荣耀五重礼：

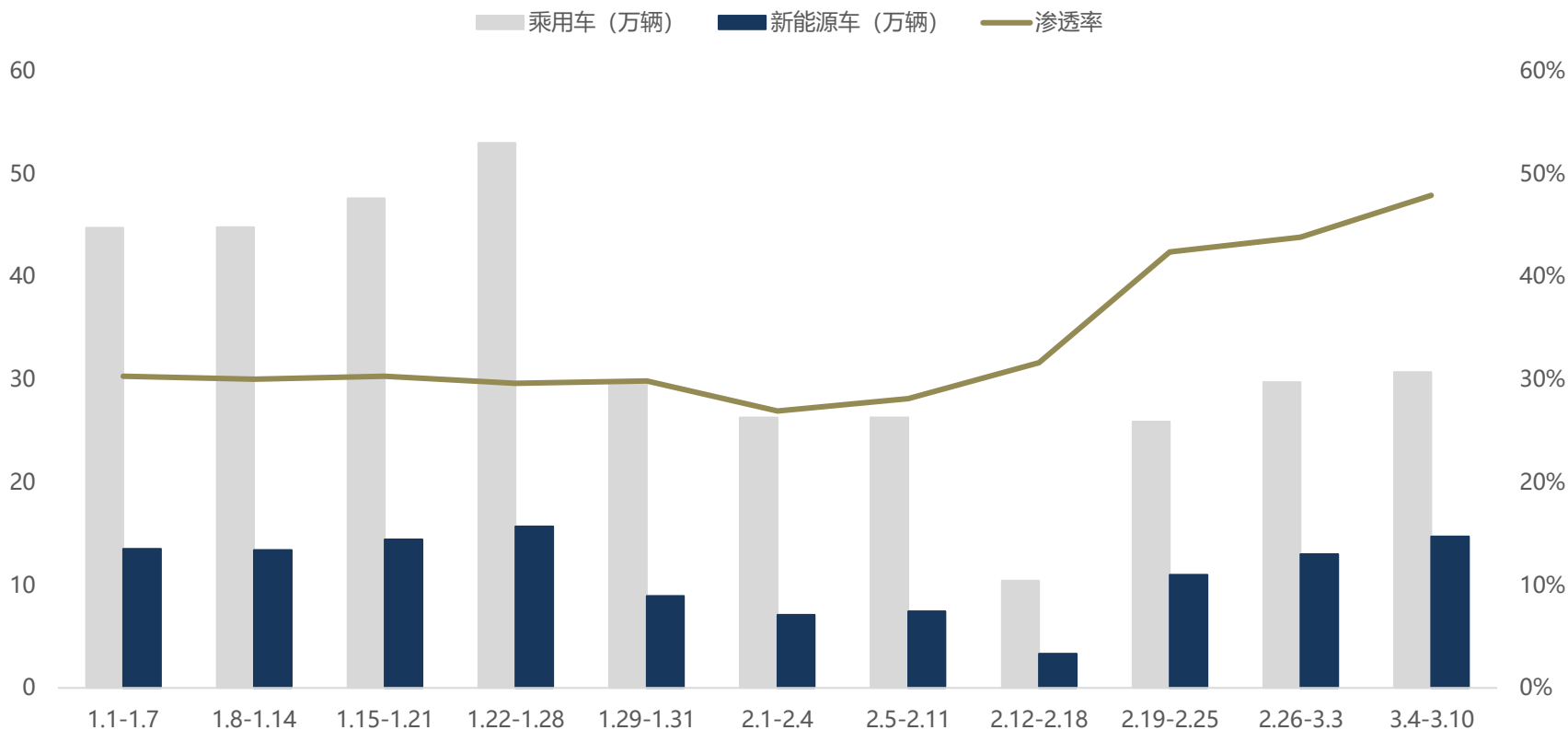
荣耀金融礼	首付低至15%，期限至长60期或24期0息
荣耀焕新礼	置换补贴2500元
荣耀无忧礼	非营运车辆三电系统终身保修(首任车主) 整车包修期6年或15万公里
荣耀智联礼	终身免费OTA系统升级 至高2年免费车机流量 全系2年免费云服务
荣耀充电礼	首任车主可享受充电桩免费安装服务

图：新款极氪001车型



◆ 节后周度上险新能源车渗透率持续提升，单周渗透率接近50%。随着新能源车车企密集降价，外加重磅新车发布，节后国内渗透率不断提升，3.4-3.10日国内新能车上险14.7万辆，WOW+13%，渗透率48%，WOW+4pct，我们预计后续需求有望超预期，3月销量有望恢复至85万辆+，Q1预计200万辆+，同比增26%，全年预计25%增长至1180万辆。

图：国内周度上险量（万辆）



- ◆ 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%	-

国内：24年销量预计超1180万辆，同比增长25%

- ◆ 预计24年国内电动车销1185万辆，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1015万辆，同增25%，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%。

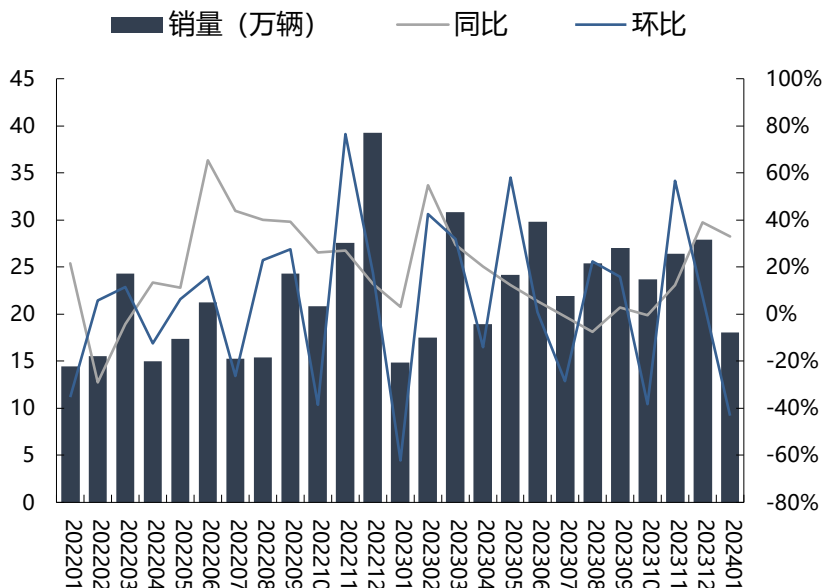
图：国内24年销量月度预测（万辆）

		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	47.7	92.2	94.1	101.6	111.7	111.7	117.3	123.2	130.6	130.9	144.0	1,278.0
	同比	79%	-9%	41%	48%	42%	39%	43%	39%	36%	37%	28%	21%	35%
2024年 (中性)	销量	72.9	47.7	83.8	85.5	92.4	101.6	101.6	106.7	112.0	118.7	124.7	137.1	1,184.6
	同比	79%	-9%	28%	34%	29%	26%	30%	26%	24%	24%	21%	15%	25%
2024年 (悲观)	销量	72.9	47.7	75.5	77.0	83.1	91.4	91.4	96.0	100.8	106.8	112.2	123.4	1,078.2
	同比	79%	-9%	16%	21%	16%	13%	17%	13%	12%	12%	9%	4%	14%

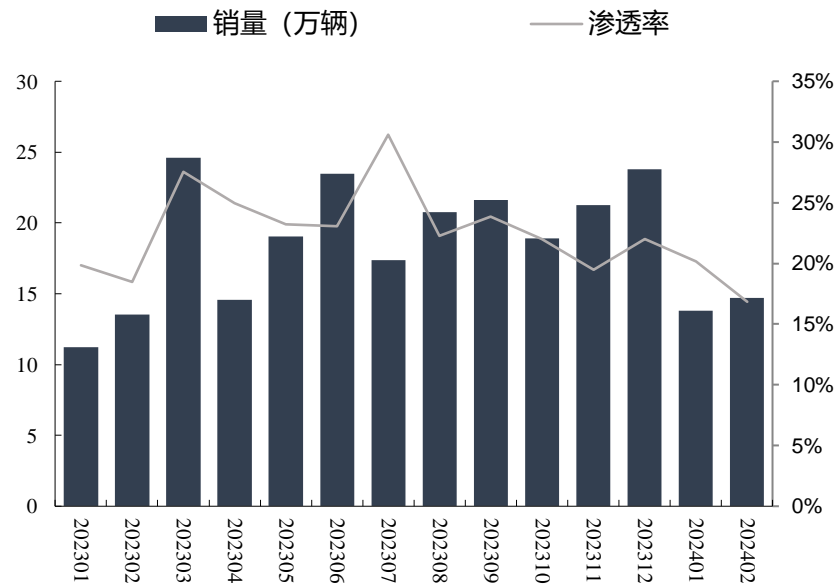
		Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2023年	销量	158.6	215.9	253.0	317.3	944.8
	同比	27%	61%	29%	37%	37%
2024年 (乐观)	销量	212.8	307.4	352.3	405.5	1,278.0
	同比	34%	42%	39%	28%	35%
2024年 (中性)	销量	204.4	279.5	320.3	380.5	1,184.6
	同比	29%	29%	27%	20%	25%
2024年 (悲观)	销量	196.1	251.5	288.2	342.4	1,078.2
	同比	24%	16%	14%	8%	14%

- ◆ **欧洲2月主流9国合计销量14.7万辆，同环比+9%/+7%，其中纯电注册9.6万辆，占比65%，占比环比+4pct。** 乘用车注册74.3万辆，同环比+10%/-1%，电动车渗透率19.8%，同环比-0.3/+1.3pct。主流9国1-2月累计销量30.7万辆，同比增长24%，累计渗透率20.6%。
- ◆ **各国表现出现分化，法国/英国/瑞士/葡萄牙表现亮眼。** 英国2月电动车注册2.1万辆，同环比+24%/-36%，渗透率24.8%，环比+1.8pct；德国2月电动车注册4.2万辆，同环比-5%/+14%，渗透率19.3%，环比+2.0pct；法国2月电动车注册3.8万辆，同环比+25%/+23%，渗透率26.4%，环比+1.4pct；挪威2月电动车注册0.7万辆，同环比+1%/+41%，渗透率92.1%，环比-1.8pct；瑞士2月电动车注册0.5万辆，同环比+18%/+28%，渗透率27.3%，环比+1.4pct；意大利2月电动车注册1.0万辆，同环比-7%/+37%，渗透率6.5%，环比+1.6pct。

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：部分国家补贴仍处于退坡中，24年销量承压

- ◆ 德、法、荷兰等2024年仍需退坡，德国完全取消，其他国家幅度10-30%不等。德国24年toc端补贴取消，tob端补贴23年8月底已完全取消；法国引入碳排放考核，补贴金额不变，但补贴车型减少；荷兰补贴微降13%至0.255万欧元。补贴退坡总体抬升电动车购买成本，预计24将继续消化退坡影响。

图：欧洲电动车补贴政策变化

国家		2023年				2024年			
		车辆类型	要求	补贴金额 (万欧元)	变动幅度	车辆类型	要求	补贴金额 (万欧元)	变动幅度
德国	直接补贴	BEV	<4万欧元	0.675	下降0.225-0.3万欧元，9月1日起tob补贴取消，toc不变	BEV	-	取消	下降
			4-6.5万欧元	0.45					
		PHEV	<4万欧元	取消		PHEV			
			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	考察生产过程中的碳排放，65%车型可补贴	0.5-0.7	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	<6.1万欧元	0.2		BEV	<6.1万欧元	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	BEV/PHEV		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

- ◆ **欧洲车企在2021-2022年均转向电动化，目标多为2030年电动化率达到50%。**目前奔驰由于此前目标过于激进，推迟5年至2030年达到电动化率50%，其余车企基本不变；由于欧洲需求疲软，且面临特斯拉、中国车企竞争压力，短期欧洲车企从此前激进规划回归更务实的态度，25-26年为新一轮新车周期。

图 欧洲车企电动化目标及新车计划

车企	电动化目标	战略规划
stelanis	2022年发布“Dare Forward 2030”战略规划中，Stellantis集团将碳排放目标放在首位，表示2030年集团将减少50%的碳排放，生产500万辆电动车，并计划于2038年实现净零碳排放。	共规划4个全新电动化平台STLA Small、Medium、Large 和 Frame，未来所有电动车生产转移至这四个平台。23年7月发布“STLA Medium”平台，首款基于STLA Medium平台发布的车型将是下一代标致3008，这是一款小型跨界SUV，于2023年底推出。
大众集团	2021年提出的2030年计划： 2026年将在新平台生产纯电动车，到2030年时纯电动车占比达到50%，到2040年时旗下产品实现零排放，到2050年时实现碳中和目标。 自2022年奥博穆上任后，大众汽车集团投资1800亿欧元提出“十点行动计划”，包括周期计划、产品、中国市场、北美业务、Cariad、研发平台与技术、电池和充电、出行服务、可持续性、资本市场。 2023年12月，奥迪新任CEO格诺特·杜尔纳表示，短期内将继续推广内燃机、插电式混合动力汽车，纯电动汽车推出的速度放缓。 根据此前奥迪品牌规划显示，到2026年推出20款新车型，其中一半产品将是纯电动车型。	大众在2024年推出第二个电动车模块化平台PPE，奥迪Q6 e-tron将是这个平台的首发车型。 从2025年开始增强版的MEB+平台将会问世。
现代起亚	22年起亚发布2030年战略规划，2030年全球销量400万辆，电动化率50%。其中，纯电2026年销量80.7万辆，2030年120万辆。至2027年，起亚将打造由14款纯电动车型组成的完整阵容。	起亚计划到2027年底，将在全球市场推出15款电动新车，包括EV1到EV9的9款车型。大型电动车EV6已在欧洲上市2年，EV9年底欧洲上市。小型车EV5、EV3、EV4将于24-25年上市，其中EV5将于24年中国和韩国上市，EV3-4将于25年在欧洲上市。
戴姆勒	2021年电动化目标：到2025年电动车销量占比达到50%。到2030年，奔驰将在纯电友好的市场提供全面电动化的产品阵容。 2024年宣布推迟电动转型计划5年，到2030年电动车占比50% ，并表示做好了继续生产燃油车的准备。	
宝马	2021年，宝马电动化目标：至2030年，纯电动车型将至少占到宝马集团总交付量的50%。其中，2023年，纯电销量将占到集团全球年销量的15%，2024年20%，2025年达到25%，2026年达到33%，到2030年将占据50%。	Neue Klasse是宝马耗巨资计划打造的一个全新电动汽车平台，将于2025年下半年推出，并基于新平台将在两年内推出6款新车，首批车型是SUV和轿车，并将选用圆柱形锂电池。
雷诺日产	2021年，雷诺电动化目标：到2025年，电动乘用车的份额提升到65%；到2030年，目标是电动乘用车至少占有90%的份额。 2021年，日产电动化目标：到2030年，电动化率50%。并且，至2026财年，欧洲市场电驱化车型销量占车型总销量75%以上。	根据雷诺的新车规划图，到2024年雷诺将推出至少4辆全新电动车，其中包括雷诺R4和R5的电气化版本，以及一款全新电动车和一款货车。在2024年，日产计划推出新版Micra，这将是一个零排放的版本，并且会使用与雷诺5相同的平台。

测算按照欧盟的目标，对应25年电动化率30%

- ◆ 我们测算为满足25年碳排考核，欧盟电动化率需达到近30%，对应当年电动车销量349万辆，增长30%左右。2020-2022年欧盟汽车销量持续走低，2023年有所恢复，销量同比增14%至1050万辆，预计未来有望继续小幅增长。我们测算，2025年未达到欧盟整体考核目标80.8g/km，则当年电动化率需达到40%，对应电动车销量近350万辆，叠加欧洲其他地区销量，合计电动车销量预计可达400万辆，增长30%。

图 碳排放考核目标测算

	2018			2022			2025E			2030E (新标准)		
	销量 (万辆)	占比	碳排放 (g/km)	销量 (万辆)	占比	碳排放 (g/km)	销量 (万辆)	占比	碳排放 (g/km)	销量 (万辆)	占比	碳排放 (g/km)
柴油	563	36.1%	121.5	183	19.4%	145.0	202	17.0%	136.7	103	7.5%	130.0
-其中: 48v	16	2.9%	103.7	37	20.0%	127.1	51	25.0%	120.7	26	25.0%	114.8
-其中: 普通	547	97.1%	122.0	146	80.0%	149.5	152	75.0%	142.0	78	75.0%	135.1
汽车	942	60.4%	123.4	515	54.5%	133.9	601	50.5%	126.2	345	25.0%	120.0
-其中: 48v	27	2.9%	105.3	103	20.0%	117.3	150	25.0%	111.5	86	25.0%	106.0
-其中: 普通	915	97.1%	123.9	412	80.0%	138.0	451	75.0%	131.1	258	75.0%	124.7
新能源车合计	32	2.1%	19.0	216	22.9%	14.4	349	29.3%	10.3	887	64.3%	9.8
纯电动	19	1.2%	0.0	127	13.5%	0.0	245	20.5%	0.0	621	45.0%	0.0
氢燃料	0	0.0%	0.0	0	0.0%	0.0	0	0.0%	0.0	0	0.0%	0.0
插电	13	0.9%	46.0	89	9.5%	35.0	105	8.8%	34.3	266	19.3%	32.6
其他合计	22	1.4%	117.1	30	3.2%	121.9	38	3.2%	114.3	44	3.2%	108.7
LPG	16	1.1%	121.0	24	2.6%	122.2	31	2.6%	116.1	36	2.6%	110.4
NG	5	0.3%	104.0	2	0.2%	105.5	2	0.2%	100.2	3	0.2%	95.3
E85	0	0.0%	123.3	4	0.4%	127.7	5	0.4%	109.2	5	0.4%	103.9
合计	1,560	99.9%	120.4	944	100.0%	108.3	1,191	100.0%	93.6	1,378	100.0%	49.5
考核标准 (g/km)						95.0			93.6			49.5

欧洲：24年增速放缓至8%，25年增速预计恢复30%+

- ◆ **综合考虑车型周期、政策变化，我们预计欧洲24年中性销量接近311万辆，同增8%；乐观下有望达到340万辆，同增18%。**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%+。

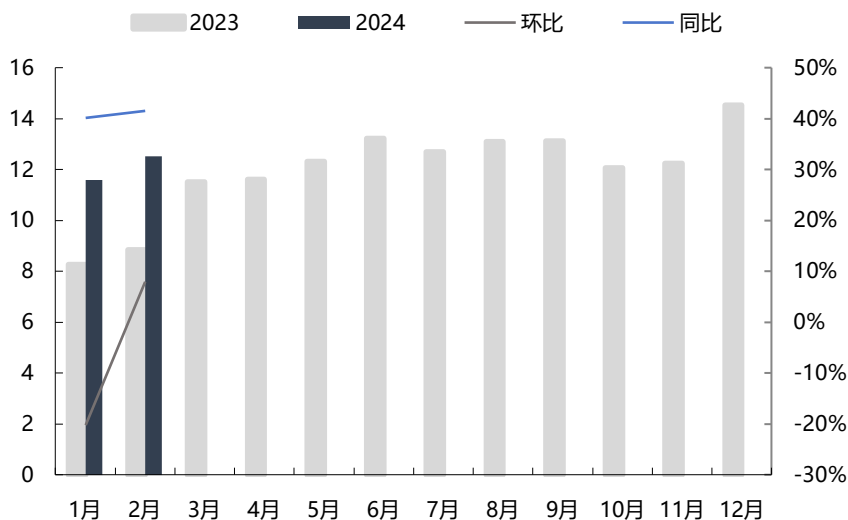
图：欧洲24年销量月度预测（万辆）

		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%	13%	-4%	-29%	15%
2024年 (乐观)	销量	18	22	32	22	26	33	25	25	35	29	32	41	340
	同比	22%	25%	3%	18%	6%	12%	14%	-1%	30%	22%	20%	48%	18%
2024年 (中性)	销量	18	20	29	20	23	30	23	23	32	26	29	37	311
	同比	22%	14%	-6%	7%	-3%	2%	4%	-10%	18%	10%	9%	34%	8%
2024年 (悲观)	销量	18	18	26	18	21	27	21	21	29	24	26	34	282
	同比	22%	2%	-15%	-4%	-13%	-8%	-7%	-19%	6%	-1%	-2%	21%	-2%

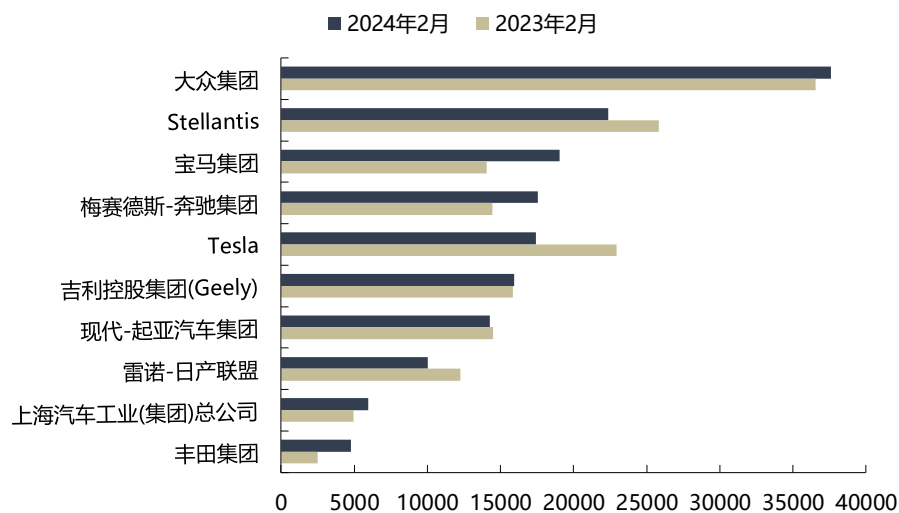
		Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2023年	销量	63	73	74	78	288
	同比	17%	36%	36%	-11%	15%
2024年 (乐观)	销量	72	81	85	102	340
	同比	14%	12%	15%	30%	18%
2024年 (中性)	销量	67	74	77	92	311
	同比	6%	2%	4%	18%	8%
2024年 (悲观)	销量	62	67	70	83	282
	同比	-2%	-9%	-6%	7%	-2%

- ◆ **美国2月电动车注册量12.5万辆，同环比+17.6%/8.0%，渗透率9.9%。**分结构看，2月纯电注册9.8万辆，同环比+10.2%/+6.5%，占比78%，插混注册2.8万辆，同环比+53.6%/+13.5%，占比22%。乘用车注册126.0万辆，同环比+9.6%/16.4%，电动车渗透率9.9%，同环比+0.6pct/-0.8pct。
- ◆ **1-2月累销24.2万辆，同比+6.1%，累计渗透率10.3%，同增1pct。**分结构看，1-2月纯电累计注册18.9万辆，同比+10.4%，占比78%，同比-5pct。1-2插混累计注册5.2万辆，同比+52.7%，占比22%，同比+5pct。1-2月乘用车累计注册234万辆，同比+6.1%，累计渗透率10.3%，同比+1pct。

图：美国市场电动车2023-2024年月度销量（万辆）



图：2024年2月及2023年2月美国电动车销量（分车企，辆）



- ◆ **分车企看：特斯拉市占率位居第一，Stellatis、现代起亚等市占率提升明显。** 特斯拉市占率位列第一，销5.4万辆，同环比+1.6%/+0.4%，市占率43.2%，同环比-8.4/-3.3pct。其余车企中，第二名Stellantis销1.7万辆，同环比+127.6%/+25.9%，市占率13.8%，同环比+6.5/+2.0pct；现代起亚销0.9万辆，同环比+39.9%/+9.6%，市占率7.3%，同环比+1.0/+0.1pct；福特销0.7万辆，市占率5.6%，环+0.9pct；大众销0.6万辆，市占率4.8%，环比-1.4pct；丰田销0.5万辆，市占率3.9%，环-0.1pct；通用销0.5万辆，市占率3.8%，环比-1.8pct；宝马销0.5万辆，市占率3.7%，环+0.8pct。

图：美国主流电动车企销量（辆）及市占率（%）

美国分车企	2023年12月	2024年1月	2024年2月				2024年累计			
车企	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	56481	53830	54045	1.6%	0.4%	43.2%	107875	4.4%	44.73%	-6.4pct
Stellantis	15863	13738	17299	127.6%	25.9%	13.8%	31037	117.0%	12.87%	5.8pct
现代-起亚汽车集团	12248	8373	9175	39.9%	9.6%	7.3%	17548	48.5%	7.28%	1.4pct
福特集团	8277	3290	6954	71.4%	29.7%	5.6%	12315	24.3%	5.11%	0.2pct
其他中小整车集团	10866	5361	6585	110.8%	4.4%	5.3%	12894	115.2%	5.35%	2.4pct
大众集团	8184	3897	6007	6.5%	54.1%	4.8%	9904	-12.7%	4.11%	-1.5pct
丰田集团	5884	4728	4922	89.9%	4.1%	3.9%	9650	80.6%	4.00%	1.4pct
通用集团	6463	6432	4700	-36.4%	-26.9%	3.8%	11132	-19.5%	4.62%	-2.2pct
宝马集团	5045	3810	4577	9.3%	39.1%	3.7%	7867	-11.5%	3.26%	-1.1pct
梅赛德斯-奔驰集团	4322	2709	4090	75.6%	7.3%	3.3%	7900	75.4%	3.28%	1.0pct

美国：24年销量预计183万辆，同比增长25%

- ◆ 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183.4万辆，同比增25%；乐观下有望达到199.3万辆，同比增36%。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）

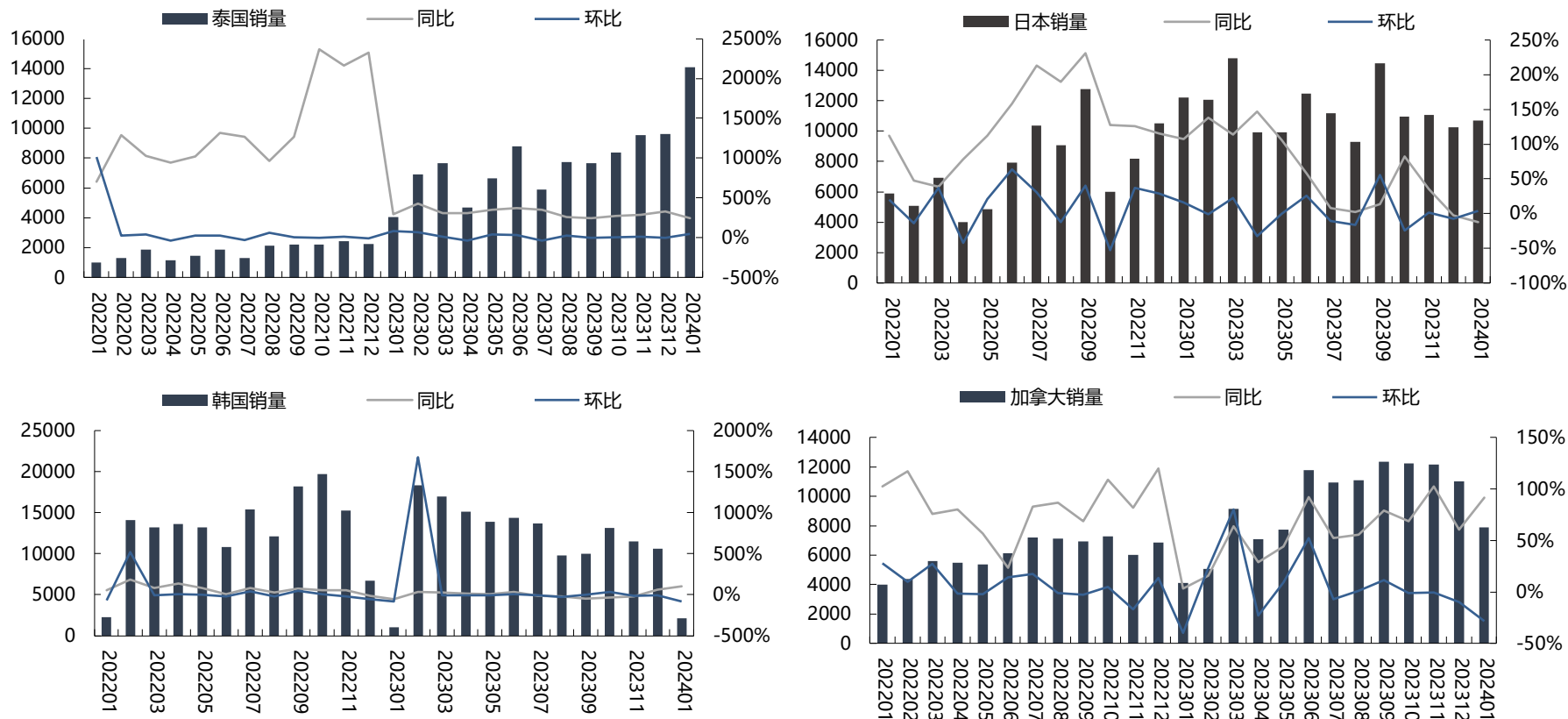
		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	合计
2023年	销量	9.9	10.6	11.3	11.6	12.3	13.2	12.7	13.1	13.1	12.1	12.2	14.5	146.8
	同比	62%	58%	38%	40%	51%	63%	50%	58%	62%	38%	38%	40%	49%
2024年 (乐观)	销量	11.6	12.5	15.2	15.5	15.8	16.9	17.5	17.9	18.6	18.6	19.2	20.1	199.3
	同比	17%	18%	34%	33%	28%	27%	38%	37%	42%	54%	57%	38%	36%
2024年 (中性)	销量	11.6	12.5	13.8	14.0	14.3	15.3	15.9	16.3	16.9	16.9	17.4	18.3	183.4
	同比	17%	18%	22%	21%	16%	16%	26%	24%	29%	40%	42%	26%	25%
2024年 (悲观)	销量	11.6	12.5	12.4	12.6	12.9	13.8	14.4	14.6	15.2	15.2	15.7	16.5	167.4
	同比	17%	18%	9%	9%	5%	4%	13%	12%	16%	26%	28%	13%	14%

		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	39.3	48.1	54.0	57.9	199.3
	同比	23%	29%	39%	49%	36%
2024年 (中性)	销量	37.9	43.7	49.1	52.6	183.4
	同比	19%	18%	26%	36%	25%
2024年 (悲观)	销量	36.5	39.3	44.2	47.4	167.4
	同比	14%	6%	14%	22%	14%

其他国家：1月销量同增48%，走势分化较为明显

- ◆ **其他国家1月销量走势差异明显，泰国涨幅较大，韩国明显下滑。**除中国、美国、欧洲各国以外的其他国家1月共销售5.3万台新能源汽车，同环比+48%/-26%，其中**泰国**销量14077台，同环比+248%/+46%，渗透率17.97%，同环比+13pct/-5pct；**日本**销量10695台，同环比-12%/+4%，渗透率3.39%，同环比基本持平；**加拿大**销量7893台，同环比+91%/-28%，渗透率6.97%，同环比+3pct/-2pct；**韩国**销量2105台，同环比+104%/-80%，渗透率2.32%，同环比+1pct/-8pct。

图表 主流国家电动车月度销量 (辆)



其他国家：24年销量预计近107万辆，同比增长43%

- ◆ 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107万辆左右，同比增43%；乐观下有望近117万辆，同比增56%。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
2023年	销量	3.6	5.5	6.8	5.2	5.7	7.2	5.9	6.2	7.3	6.8	7.3	7.1	74.6
	同比	130%	95%	82%	89%	96%	126%	58%	54%	32%	65%	67%	94%	76%
2024年 (乐观)	销量	5.3	7.6	10.0	7.5	8.2	11.1	9.3	10.3	12.9	10.9	12.0	11.4	116.6
	同比	48%	38%	48%	44%	45%	56%	57%	65%	76%	62%	65%	60%	56%
2024年 (中性)	销量	5.3	6.9	9.1	6.8	7.5	10.1	8.5	9.3	11.7	9.9	10.9	10.4	106.5
	同比	48%	25%	34%	31%	32%	42%	43%	50%	60%	47%	50%	45%	43%
2024年 (悲观)	销量	5.3	5.9	7.7	5.8	6.4	8.6	7.2	7.9	9.9	8.4	9.3	8.8	91.3
	同比	48%	6%	14%	11%	12%	20%	22%	28%	36%	25%	27%	24%	23%

		Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2023年	销量	15.9	18.0	19.5	21.2	74.6
	同比	96%	104%	46%	74%	76%
2024年 (乐观)	销量	22.9	26.9	32.5	34.4	116.6
	同比	44%	49%	67%	62%	56%
2024年 (中性)	销量	21.3	24.4	29.5	31.2	106.5
	同比	34%	35%	52%	48%	43%
2024年 (悲观)	销量	18.9	20.8	25.1	26.6	91.3
	同比	19%	15%	29%	25%	23%

- ◆ 24年全球电动车销量1600+万辆，同增20%，25年增速有望提升，销量近2000万辆，同比增23%，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	509.9	598.6	805.4	1021.1	1243.5	1465.9	1732.7	1972.9
YoY	31%	30%	17%	35%	26.8%	21.8%	17.9%	18.2%	13.9%
-海外电动化率	8.0%	9.7%	11.0%	14.4%	17.7%	21.0%	24.0%	27.5%	30.4%
-欧洲新能源车销量 (万辆)	251.0	288.5	311.6	405.1	478.0	549.7	604.6	665.1	731.6
-YoY	17%	15%	8%	30%	18.0%	15.0%	10.0%	10.0%	10.0%
-欧洲电动化率	19.5%	19.2%	20.1%	25.4%	29.1%	32.5%	34.7%	37.1%	39.6%
-美国 (万辆)	98.0	146.8	180.6	252.8	353.9	460.1	575.1	690.1	759.1
-YoY	50%	50%	23%	40%	40.0%	30.0%	25.0%	20.0%	10.0%
-美国电动化率	7.1%	9.4%	11.2%	15.2%	20.7%	26.2%	31.7%	37.0%	39.5%
-其他国家 (万辆)	42.4	74.6	106.5	147.6	189.2	233.7	286.1	377.5	482.2
-YoY	107%	76%	43%	39%	28.2%	23.5%	22.4%	31.9%	27.7%
-其他国家电动化率	1.9%	3.4%	4.7%	6.3%	7.9%	9.4%	11.2%	14.3%	17.8%
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%	34%	22%	16%	13.1%	10.1%	9.7%	8.6%	8.6%
国内新能源车出口销量 (万辆)	68	120	168	219	285	342	393	432	475
YoY	137.6%	77.2%	40.0%	30.0%	30.0%	20.0%	15.0%	10.0%	10.0%
国内新能源车销量合计 (含出口，万辆)	687	950	1,180	1,388	1,607	1,797	1,989	2,165	2,357
YoY	95.1%	38.2%	24.3%	17.6%	15.7%	11.9%	10.7%	8.8%	8.9%
-国内电动化率	25.6%	31.6%	38.4%	44.3%	49.8%	54.1%	58.1%	61.4%	64.9%
全球新能源车销量 (万辆)	1,011	1,339	1,610	1,975	2,343	2,699	3,062	3,465	3,855
YoY	62%	33%	20%	23%	18.7%	15.2%	13.4%	13.2%	11.2%
-全球电动化率	13.9%	17.2%	20.1%	24.0%	27.7%	31.0%	34.1%	37.5%	40.5%

排产：3月排产不同程度上修，Q2预期延续高景气度

- ◆ **3月碳酸锂价格反弹，当前交易价反弹至11万/吨，贸易商惜售意愿强。** 3月11日SMM电池级碳酸锂报价10.93万元/吨，较2月末上涨10%，工业级碳酸锂报价10.15万元/吨，较2月末上涨9%。
- ◆ **短期看供给惜售+需求恢复导致锂价小幅反弹，但预计反弹空间可控。** 供给端来看，短期新增供给不明显，1) 宜春云母矿环保管理趋严，部分企业推迟至3月底到4月复工，3月初仅40%企业开工；2) 澳矿中Greenbushes、Cattlin下修24年产量指引共计约2.2万吨LCE，Finniss年初宣布停产，供给较预期有所收缩；3) 2月春节海关进口锂盐量减少，预计将于3月中下旬集中到港；4) 同时锂盐厂及贸易商，惜售情绪浓厚。需求端来看，3月下游排产环比提升，环比2月增30-50%，与1月相比增10-30%，生产逐步恢复正常，叠加期货价格快速反弹，刺激现货价格跟进。目前正极和电池厂，进一步囤货意愿不强，因此我们认为短期现货价格反弹空间可控。

图 锂价格趋势图 (万元/吨)

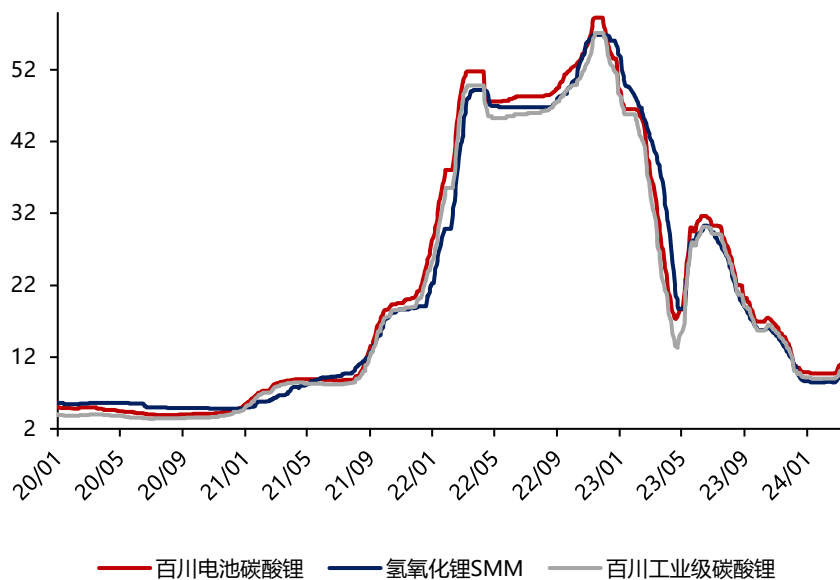
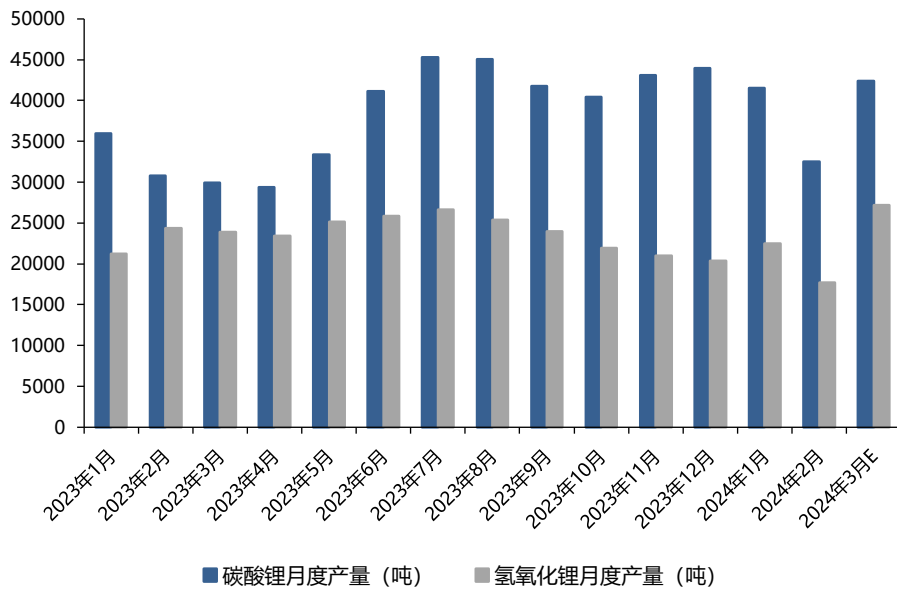


图 中国碳酸锂和氢氧化锂产量



- ◆ **Pilbara提前结束拍卖，精矿销售价格低于市场乐观预期。** Pilbara Minerals原计划于3月18日举行电池材料交易所（BMX）拍卖，现已提前将5000吨产品出售给已注册的BMX参与者。公司接受了1106美元的报价（SC5.5 CIF中国），折SC6.0等效价格为1200美元（含运费），该批货物将于Q4装运。该精矿价格折算到碳酸锂生产成本约10万/吨LCE，基本上对应现货价格，低于市场乐观预期。
- ◆ **24年总体产能过剩，但供需格局边际好转，底部价格或好于预期。** 需求端来看，3月下游需求恢复力度超市场预期，且我们预期Q2延续高景气度。供给端来看，澳矿下修24年产量指引约2-3万吨LCE，部分国内锂盐厂下调出货指引，江西云母矿环保问题仍在评估，南美盐湖除赣锋、紫金的盐湖项目外，其余项目仍存在延期投产可能，总体供给过剩程度可能低于此前预期。另外，1-2月行业需求最弱，但锂价跌到9.6万后止跌，体现出较强的抗压能力。所以，尽管今年供给过剩量预计仍有20万吨以上，但我们判断底部价格好于此前7-8万的预期，或位于9-10万的水平。

图 Pilbara历次拍卖价格

拍卖次数	时间	成交FOB价格（美元/干吨）	品位	拍卖数量（干吨）
1	2021年7月29日	1250	5.50%	10000
2	2021年9月14日	2240	5.50%	8000
3	2021年10月26日	2350	5.50%	10000
4	2022年4月27日	5650	5.50%	5000
5	2022年5月24日	5955	5.50%	5000
6	2022年6月23日	6350	5.50%	5000
7	2022年7月13日	6188	5.50%	5000
8	2022年8月2日	6350	5.50%	5000
9	2022年9月20日	6988	5.50%	5000
10	2022年10月18日	7100	5.50%	5000
11	2022年10月24日	7255	5.50%	5000
12	2022年11月16日	7805	5.50%	5000
13	2022年12月14日	7552	5.50%	10000
14	2024年3月14日	1106 (CIF 中国)	5.50%	5000

- ◆ **3月排产不同程度上修，Q2预期延续高景气度。** 3月行业排产环比增50-80%，较1月增10-30%，已恢复至23年高点的90%，部分厂商排比更高，主流公司Q1排产环比-20%-0%，同比增10%-30%。预计4月排产进一步微增，Q2环比有望增30%。

图 主流公司排产情况

	公司	202310	202311	202312	202401	202402	202403	3月环比	3月同比	1Q24	1Q环比	1Q同比
正极材料 (吨)	容百	9,500	9,000	7,000	7,000	6,000	9,000	50%	0%	22,000	-14%	-14%
	当升科技	6,000	5,000	4,000	4,000	3,500	4,500	29%	-18%	12,000	-20%	-14%
	振华新材	4,500	4,000	3,000	3,000	2,500	3,500	40%	17%	9,000	-22%	38%
	长远锂科	6,500	6,500	6,000	5,200	3,000	6,000	100%	100%	14,200	-25%	103%
	厦钨新能	8,000	8,000	7,500	7,500	7,000	9,000	29%	100%	23,500	0%	124%
	龙蟠科技	14,000	13,000	10,500	8,000	7,000	16,000	129%	100%	31,000	-17%	41%
	湖南裕能	48,000	50,000	40,000	40,000	30,000	50,000	67%	67%	120,000	-13%	-
	德方纳米	21,000	21,000	18,000	16,000	15,000	17,000	13%	0%	48,000	-20%	-2%
前驱体 (吨)	中伟股份	23,400	18,500	19,000	22,000	18,000	23,500	31%	18%	63,500	4%	13%
	格林美	17,000	17,000	17,000	15,500	11,000	16,000	45%	78%	42,500	-17%	85%
电解液 (吨)	天赐	39,000	40,000	34,000	31,000	23,000	40,000	74%	33%	94,000	-17%	18%
	新宙邦	14,500	13,000	12,000	10,000	9,000	11,000	22%	38%	30,000	-24%	40%
负极 (吨)	璞泰来	15,000	16,000	14,000	12,000	11,000	13,000	18%	8%	36,000	-20%	9%
	中科电气	16,000	15,000	14,000	13,000	12,000	14,000	17%	40%	39,000	-13%	56%
	尚太科技	14,500	15,000	13,500	12,500	6,800	13,000	91%	-35%	32,300	-25%	-
隔膜 (万平)	恩捷股份	55,000	50,000	45,000	45,000	30,000	50,000	67%	25%	125,000	-17%	25%
	壹石通	2,100	2,000	2,000	2,000	1,500	2,000	33%	60%	5,500	-10%	24%
	星源材质	30,000	32,000	18,000	20,000	18,000	27,000	50%	93%	65,000	-19%	55%
电池 (Gwh)	CATL (给供应商指引)	37.8	42.0	33	27	23	35	52%	30%	85	-25%	29%
	国轩 (gwh)	5.0	5.0	4	3.40	2.00	3.80	90%	19%	9	-34%	2%
	亿纬 (gwh)	6.3	6.2	5.0	5.0	3.5	6.0	71%	50%	15	-17%	53%
	比亚迪 (gwh)	15.1	15.5	14.5	13.0	10.0	15.2	52%	69%	38	-15%	37%
结构件	科达利(亿)	9.8	9.3	8.5	9.1	7.5	9.5	27%	0%	26	-5%	16%
铜箔	诺德股份	4,000	4,000	3,000	3,000	2,500	3,000	20%	-33%	8,500	-23%	-25%
	鼎胜新材	13,000	12,000	11,000	9,000	8,000	11,000	38%	38%	28,000	-22%	12%
添加剂	天奈科技	5,000	4,500	4,000	5,000	3,500	5,500	57%	38%	14,000	4%	27%

◆ **龙头产能利用率恢复至70-80%，持续性可期，Q2预计进一步提升。**23年行业龙头产能利用率约75%，其中Q4产能利用率80%，1-2月产能利用率回落至50%，3月主流厂商产能利用率至70-80%，Q2将进一步提升。

图 主流公司产能利用率情况

	单位	23年产能利用率	23Q4产能利用率	24.01-02产能利用率	目前产能利用率	24年产能利用率	产能情况及规划	
电池	宁德时代	gwh	76%	81%	50%	70%	80%	每年新增50-100gwh，大头会在欧洲
	比亚迪	gwh	90%	72%	46%	61%	80%	今年扩产产能50gwh左右
	亿纬锂能	gwh	65%	70%	43%	60%	67%	20gwh大圆柱24Q1投产，60gwh的铁锂储能24Q3开始投，年内投1条15gwh；荆门20gwh，弹性产能，看需求情况投。此外就是欧洲一期30gwh的产能，25-26年投。
	中创新航	gwh	70%	70%	43%	60%	78%	24年底140gwh，25年底160gwh
	国轩高科	gwh	56%	62%	35%	48%	65%	新产能有三个，合肥大众20gwh，德国16gwh，美国16gwh，大众项目24年有产能释放，别的要25年之后
	单位	23年产能利用率	23Q4产能利用率	24.01-02产能利用率	目前产能利用率	24年产能利用率	产能情况及规划	
正极	当升科技	万吨	91%	64%	30%	54%	75%	欧洲规划50万吨，20万三元+30万锰铁锂，一期6万吨在办手续；国内铁锂10万吨产能，23年底已投4-5万吨，24年底投完。
	容百科技	万吨	44%	45%	36%	48%	48%	韩国工厂24年底新增4万吨，总共6万吨产能
	德方纳米	万吨	60%	57%	50%	54%	56%	宜宾8万吨设备进场，随时可调设备，投产后产能45万吨。后续云南拿50万吨的地，一期20万吨，看需求开始动工
	湖南裕能	万吨	91%	86%	60%	92%	100%	24年扩产谨慎，按照70万吨产能，但若需求好，3个月可投新产能。
负极	璞泰来	万吨	62%	72%	55%	62%	63%	24年新增宜宾二期10万吨产能
	尚太科技	万吨	69%	72%	48%	65%	83%	山西30万吨尚未动工，看行业需求情况再开工
	贝特瑞	万吨	89%	83%	63%	79%	92%	24年按规划有20万吨产能投产
中科电气	万吨	82%	88%	68%	73%	84%	23年下半年投产的亿纬合资5万吨，宁德合资6.5万在24年爬坡，加上原有14.2万吨，合计25万吨。	
隔膜	恩捷股份	亿平	71%	71%	50%	67%	70%	新增产能来自欧洲基膜和美国涂覆，匈牙利一期4条基膜已投产，二期已开始动工
	星源材质	亿平	87%	80%	51%	75%	82%	24年新增8条20亿平湿法，每季度2条；干法5-10亿平
	中材科技	亿平	0%	80%	44%	60%	0%	新产能内蒙三期、海外工厂，目标25年底70亿平
电解液	天赐材料	万吨	84%	82%	52%	78%	84%	国内有3万吨6F产能可随时新增释放；其余产能将在美国和欧洲释放
	新宙邦	万吨	67%	64%	38%	41%	51%	惠州和南通现有产能上考虑扩建；计划新增中部新基地；美国在俄亥俄州和墨西哥建2个工厂
	多氟多	万吨	72%	62%			71%	24年6月投1万吨，下半年可能投或不投1万吨，25年2-3万吨
其他	科达利	亿元	76%	67%	54%	74%	72%	匈牙利在建一个盖板厂，国内在建厦门、山东等工厂，看需求释放产能，总体预计25年底200-250亿产值。

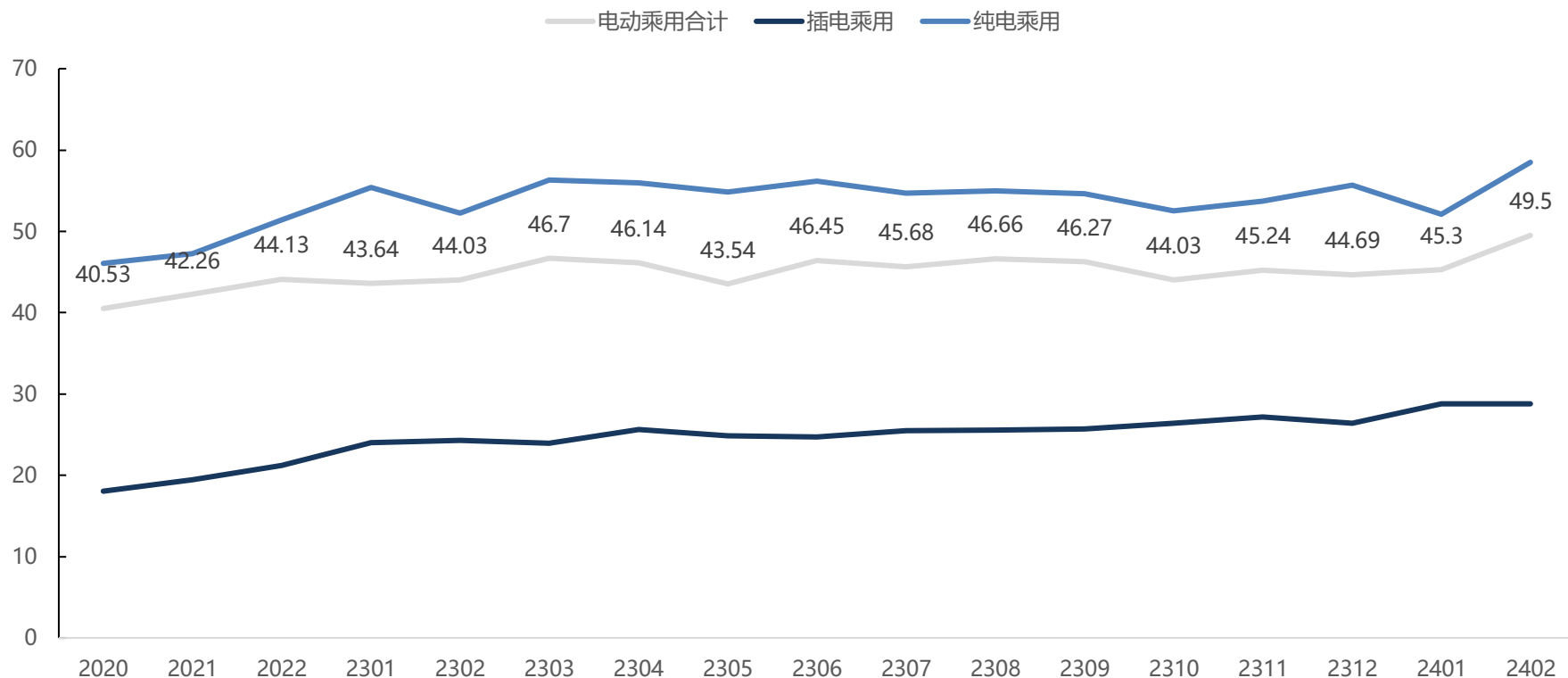
表 主流公司23Q4、24Q1盈利预测

行业分类	公司简称	24Q1预测			来源	23Q4预测			来源
		归母净利(亿)	YoY	QoQ		归母净利(亿)	YoY	QoQ	
电池	宁德时代	90.0~100.0	-8%~-2%	-23%~-31%	东吴	114~144	-14%~9%	9%~38%	Wind
	比亚迪	40.0~55.0	-3%~33%	-36%~-54%	东吴	76~96	4%~32%	-27%~-7%	Wind
	国轩高科	0.0~0.0	-100%~-100%	-100%~-100%	东吴	5.1~8.1	215%~400%	511%~872%	Wind
	亿纬锂能	10.0~12.0	-12%~5%	72%~43%	东吴	6.1~7.9	-28%~-7%	-52%~-38%	Wind
	珠海冠宇	0.3~0.7	-121%~-150%	35%~-42%	东吴	0.5	744%~744%	-65%~-65%	Wind
	欣旺达	1.0~2.0	-161%~-221%	-56%~-78%	东吴	4.0~5.0	6%~33%	10%~37%	东吴
	孚能科技	-3.0~0.0	-15%~-100%	-100%~42%	东吴	-2.1	67%~67%	72%~72%	Wind
	蔚蓝锂芯	0.6~0.8	-578%~-737%	71%~28%	东吴	0.3~0.7	206%~364%	-56%~9%	Wind
	派能科技	-0.5~0.0	-111%~-100%	-100%~-54%	东吴	-1.1	-117%~-117%	-185%~-185%	Wind
	华宝新能	0.0~0.0	-100%~-100%	-100%~-100%	东吴	-1.4~-0.8	-533%~-345%	-1157%~-610%	Wind
鹏辉能源	0.0~0.0	-100%~-100%	-100%~-100%	东吴	-2.2~-1.9	-217%~-202%	-1028%~-912%	Wind	
钴	华友钴业	6.0~8.0	-41%~-22%	78%~33%	东吴	4~5	-56%~-45%	-57%~-46%	东吴
锂	天齐锂业	-10.0~10.0	-121%~-79%	-419%~219%	东吴	-15~9	-118%~-90%	-190%~-48%	Wind
	永兴材料	2.0~2.5	-79%~-73%	-38%~-50%	东吴	3.5~4.5	-83%~-78%	-70%~-61%	东吴
	赣锋锂业	0.0~10.0	-100%~-58%	-223%~-100%	东吴	-18~2	-132%~-97%	-1234%~19%	Wind
铜/铝箔	鼎胜新材	0.5~0.8	-68%~-48%	-2%~-39%	东吴	0.3~1.3	-91%~-62%	-73%~-12%	Wind
	诺德股份	0.0~0.0	-100%~-100%	-100%~-100%	东吴	0.0~0.0	-106%~-106%	92%~92%	Wind
	嘉元科技	-0.2~-0.1	-154%~-127%	-9%~82%	东吴	-0.1	-113%~-113%	-209%~-209%	Wind
电解液	新宙邦	1.9~2.2	-23%~-10%	-1%~-15%	东吴	1.9~2.5	-39%~-20%	-31%~-10%	Wind
	天赐材料	1.5~2.0	-78%~-71%	28%~-4%	东吴	1.6	-88%~-88%	-66%~-66%	Wind
隔膜	星源材质	1.5~2.0	-18%~9%	-27%~-45%	东吴	2.5~3.0	90%~128%	-13%~4%	东吴
	恩捷股份	3.3~3.8	-49%~-41%	-24%~-34%	东吴	4.8~5.2	-38%~-33%	-36%~-31%	东吴
	壹石通	0.0~0.0	-100%~-100%	-100%~-100%	东吴	0.1	-70%~-70%	141%~141%	Wind
正极	当升科技	0.8~1.2	-81%~-72%	-72%~-82%	东吴	3.6~5.1	-54%~-35%	-37%~-10%	Wind
	中伟股份	5.0~6.0	47%~76%	6%~-11%	东吴	5.1~6.1	12%~34%	-17%~-1%	Wind
	德方纳米	-1.0~0.5	-86%~-107%	-109%~-81%	东吴	-6.5~-4.0	-218%~-173%	-1470%~-946%	Wind
	万润新能	-1.0~0.0	196%~-100%	-100%~-82%	东吴	-5.6	-434%~-434%	-406%~-406%	Wind
	长远锂科	-1.0~0.5	-10860%~5280%	-125%~-49%	东吴	-2.0	-152%~-152%	-2651%~-2651%	Wind
	振华新材	0.0~0.5	-100%~-29%	-23%~-100%	东吴	0.7	-76%~-76%	-11%~-11%	Wind
	容百科技	0.5~1.0	-84%~-68%	-537%~-318%	东吴	-0.2	-105%~-105%	-110%~-110%	Wind
	厦钨新能	0.5~1.0	-57%~-13%	-15%~-58%	东吴	1.2	-55%~-55%	-25%~-25%	Wind
	湖南裕能	0.5~1.5	-82%~-47%	-40%~-80%	东吴	2.0~3.0	-78%~-66%	-34%~-1%	东吴
负极	璞泰来	4.0~4.5	-43%~-36%	20%~7%	东吴	3.5~4.0	-58%~-52%	8%~23%	东吴
	中科电气	0.4~0.6	-130%~-144%	-38%~-58%	东吴	0.9~1.0	244%~267%	30%~51%	Wind
	尚太科技	0.8~1.2	-65%~-48%	9%~-27%	东吴	1.0~1.2	-59%~-51%	-39%~-27%	东吴
	杉杉股份	0.0~0.0	-100%~-100%	-100%~-100%	东吴	-3.4~-1.0	-171%~-121%	-281%~-154%	Wind
	信德新材	-0.2~0.2	-170%~-30%	-290%~90%	东吴	-0.1~-0.1	-150%~-125%	-147%~-123%	Wind
	贝特瑞	2.0~2.5	-32%~-15%	-13%~-30%	东吴	2.9	-70%~-70%	-45%~-45%	Wind
	元力股份	0.5~0.6	10%~32%	-6%~-22%	东吴	0.5~0.7	-7%~27%	-13%~19%	东吴
结构件	科达利	2.4~2.6	-1%~8%	-32%~-38%	东吴	2.9~4.9	-7%~58%	0%~69%	Wind
导电剂	天奈科技	0.4~0.5	1%~26%	-62%~-69%	东吴	1.3	36%~36%	83%~83%	Wind
锂电设备	骄成超声	0.0~0.0	-100%~-100%	-100%~-100%	东吴	0.0~0.0	-112%~-112%	-123%~-123%	Wind
	曼恩斯特	0.8~0.9	12%~34%	-4%~-20%	东吴	0.8~1.1	18%~63%	-14%~-19%	Wind

电池：宁德时代龙头地位稳固，国内市占率恢复50%+

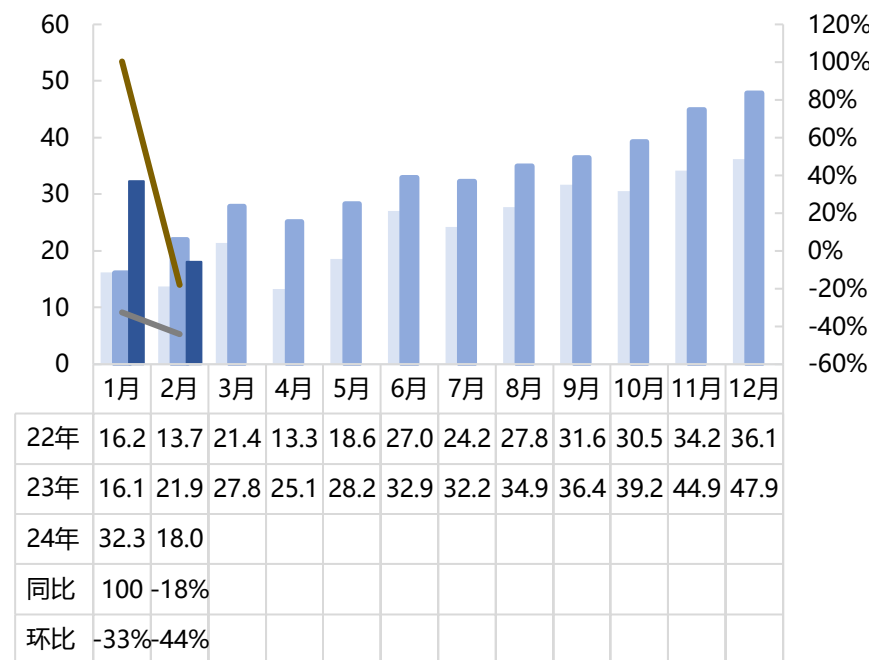
◆ **2月国内电池带电量49.5kwh，环比增长9.3%**。2月纯电乘用车单车带电量升至58.5kwh，环增12.3%，插电乘用车单车带电量为28.8kwh，环降0.2%，2月整体单车带电量提升至49.5kwh，环比增9.3%。24年1-2月国内乘用车平均带电量46.7kWh，较23年提升1.2kWh，增长3%，我们预计在24年纯电占比下降的情况下，新能源车的平均带电量较23年仍可持平左右。

图 20年-22年及23-24年分月度国内乘用车单车带电量 (kwh/辆)

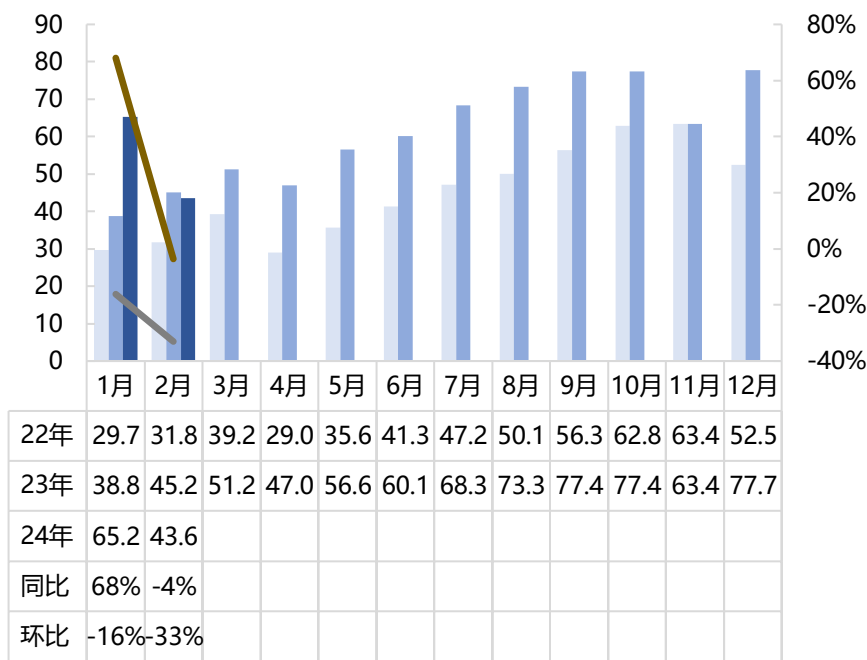


- ◆ **2月国内装机电量18GWh，同降18%，铁锂占比61%，环比基本持平。** 24年2月国内动力电池装机18gwh，同环比-18%/-44%。装机结构看，三元装机6.9gwh，同环比+3%/-45%，铁锂装机11gwh，同环比-28%/-44%，占比61%，环比微增。**1-2月累计装机电量达50.3GWh，同增32%**；其中三元19.5gwh，同比+61%，占比39%；铁锂30.7GWh，同比+19%，占比61%。
- ◆ **2月国内动力电池产量43.6GWh，同降4%，铁锂占比66%，环比微增。** 24年2月动力电池产量43.6GWh，同环比-4%/-33%，其中三元14.8gwh，同环比+2%/-35%，铁锂28.6gwh，同环比-6%/-32%，占比66%，环比+1pct。**1-2月累计产量达108.8GWh，同比+30%**；其中三元37.5gwh，同比+39%，占比35%；铁锂71.0gwh，同比+25%，占比65%，同比持平。

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)

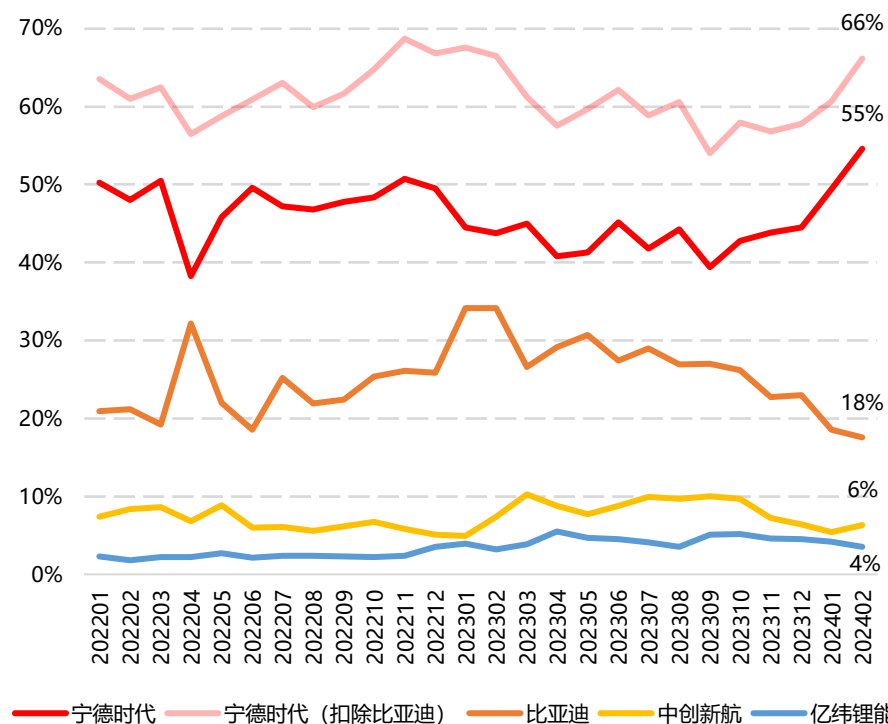


- ◆ **宁德时代2月装机份额55.2%，同环比+11.4/+5.8pct，国内份额持续恢复。**2月国内装机总量18GWh，其中宁德时代实现装机9.8gwh，市占率55.2%，同环比+11.4/+5.8pct，份额恢复明显，比亚迪仍位列第二，实现装机3.2gwh，市占率17.8%，同环比-16.4/-0.8pct，中创新航位列第三，实现装机1.1gwh，市占率6.4%，同环比-1.0/+1.0pct，份额基本持平。**宁德时代1-2月累计装机达25.8gwh，同比+53.8%，市占率达51.8%，同比+7.7pct；**比亚迪位列第二，累计装机达9.2gwh，同比-30.0%，市占率达18.4%，同比-15.8pct，受到一定销量影响。

图表：动力电池厂商国内装机量 (GWh, 不含出口)

Top10	简写	24年2月	占比	环比 (pct)	24年累计	占比	同比 (pct)
1	宁德时代	9.8	55.2%	5.8	25.8	51.8%	7.7
2	比亚迪	3.2	17.8%	-0.8	9.2	18.4%	-15.8
3	中创新航	1.1	6.4%	1.0	2.9	5.8%	-0.5
4	亿纬锂能	0.6	3.5%	-0.7	2.0	4.0%	0.4
5	欣旺达	0.6	3.3%	0.3	1.5	3.1%	0.9
6	国轩高科	0.5	3.0%	-1.9	2.1	4.2%	0.5
7	瑞浦能源	0.5	2.6%	0.6	1.1	2.2%	1.9
8	蜂巢能源	0.4	2.4%	-2.2	1.9	3.8%	2.9
9	LG新能源	0.4	2.0%	-0.7	1.2	2.4%	0.5
10	极电新能源	0.3	1.7%	0.7	0.6	1.2%	1.2
前十总量		17.4	97.6%	1.4	48.2	96.8%	-1.3
其他		0.6	2.4%	-1.4	2.1	3.2%	1.3
国内总量		18.0	100.0%	-	50.3	100.0%	-

图表：动力电池厂商国内市占率 (不含出口)

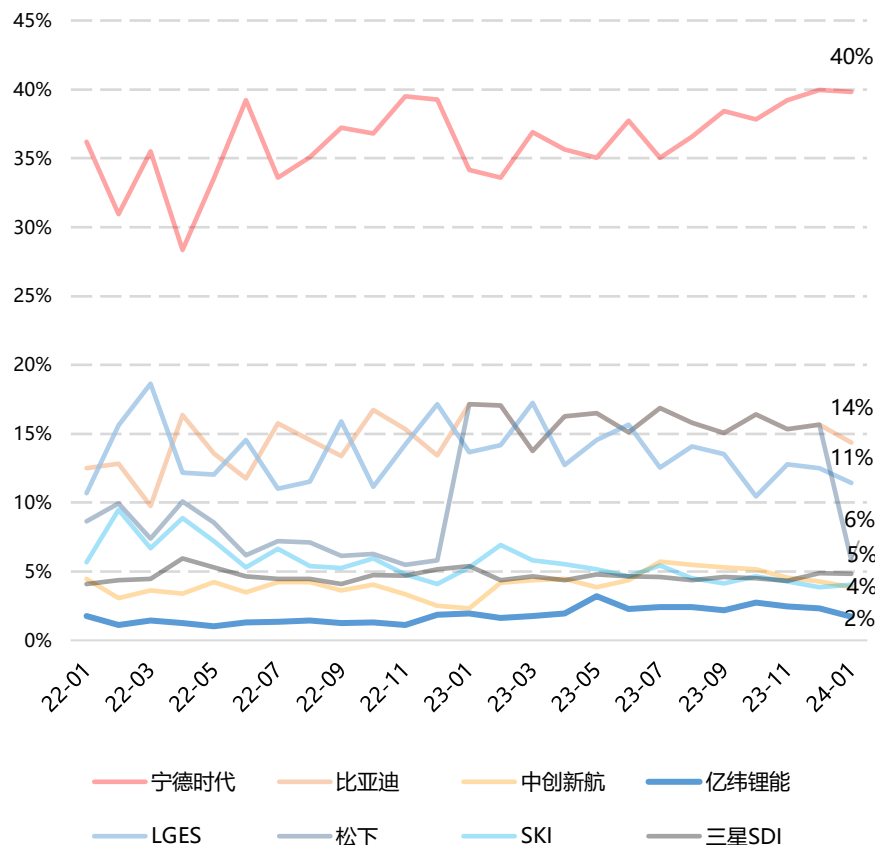


◆ **宁德时代1月装机份额39.8%，同环比+5.6/-0.1pct，龙头地位稳固。** 24年1月全球装机总量51.5GWh，其中宁德时代实现装机20.5gwh，市占率39.8%，同环比+5.6/-0.1pct，龙头地位稳固，比亚迪位列第二，实现装机7.4gwh，市占率14.4%，同环比-2.8/-1.3pct，LG新能源位列第三，实现装机5.9gwh，市占率11.5%，同环比-2.2/-1.1pct。24年看，随着宁德时代返利锁量、量产神行电池，全球份额有望维持稳定。

图表：动力电池厂商全球装机量 (GWh)

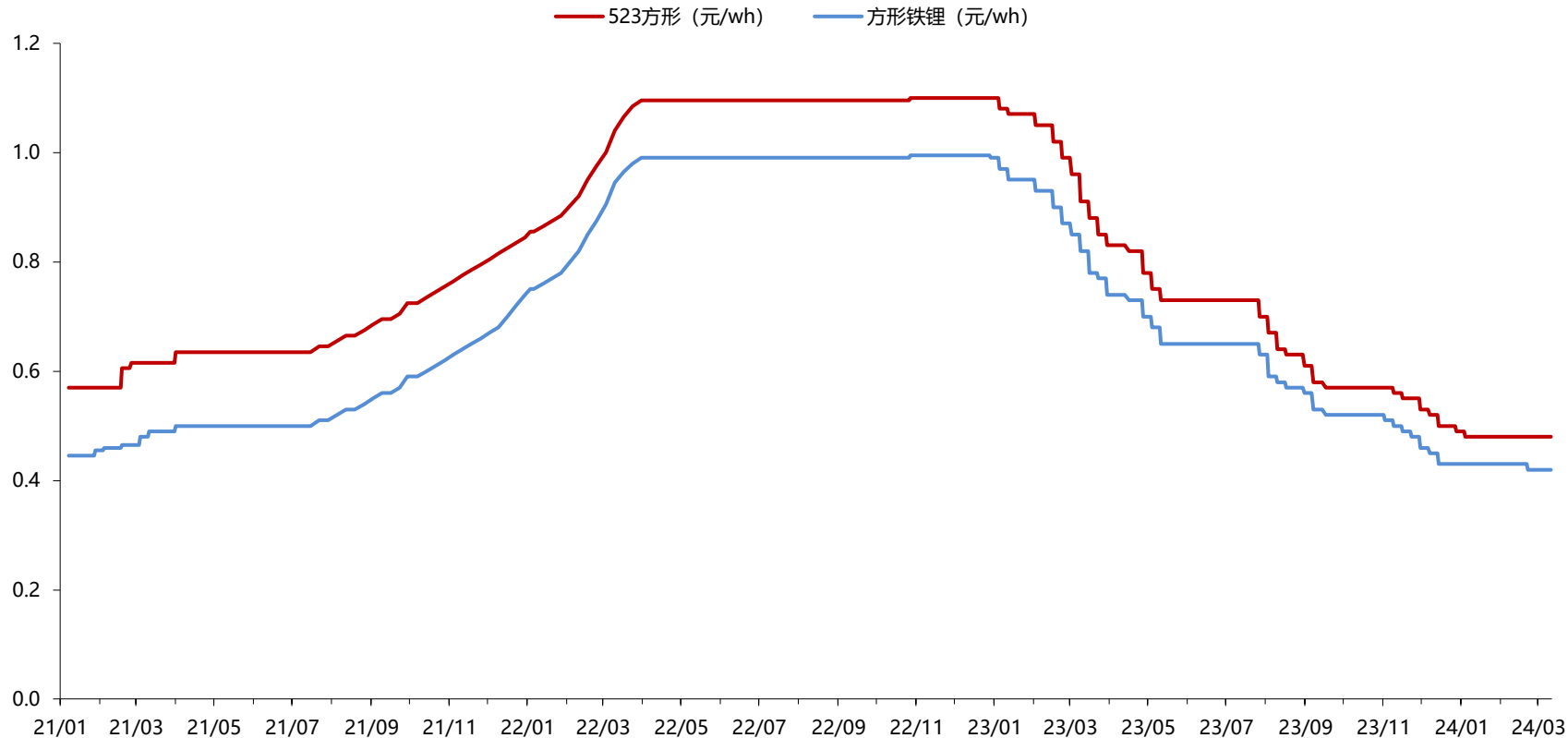
Top10	简写	24年1月	占比	环比 (pct)	24年累计	占比	同比 (pct)
1	宁德时代	20.5	39.8%	-0.1	20.5	39.8%	5.6
2	比亚迪	7.4	14.4%	-1.3	7.4	14.4%	-2.8
3	LG新能源	5.9	11.5%	-1.1	5.9	11.5%	-2.2
4	松下	3.0	5.8%	1.2	3.0	5.8%	-4.7
5	SKI	2.1	4.1%	0.2	2.1	4.1%	-1.2
6	中创新航	2.0	3.9%	-0.4	2.0	3.9%	1.6
7	三星SDI	2.5	4.9%	-0.1	2.5	4.9%	-0.5
8	亿纬锂能	0.9	1.7%	-0.6	0.9	1.7%	-0.2
9	国轩高科	1.4	2.7%	0.0	1.4	2.7%	0.9
10	蜂巢能源	1.1	2.1%	0.7	1.1	2.1%	1.4
前十总量		46.8	90.9%	-1.5	46.8	90.9%	-2.0
其他		4.7	9.1%	+1.5	4.7	9.1%	+2.0
全球合计		51.5	100.0%	-	51.5	100.0%	-

图表：动力电池厂商全球市占率



- ◆ **价格战或接近尾声，储能电芯价格企稳。**3月国内报价来看，储能铁锂电芯0.3-0.35元/Wh（含税），价格基本趋于稳定，动力铁锂电芯0.45-0.55元/Wh（含税），降幅空间较为有限，而海外三元pack仍在1元/Wh以上。分企业看，宁德时代预计仍盈利0.08元/wh+，亿纬锂能预计盈利0.02-0.03元/wh，国轩高科预计基本盈亏平衡，其他二三线电池厂或已亏损现金，价格战或已接近尾声，电池价格下行空间有限。

图 国内三元电芯及铁锂电芯均价变化（含税，元/Wh）



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)	占比	单位用量	单位	单位价格 (万)	单位成本 (元/Wh)	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%
负极粘结剂1(SBR)	40	t	20.00	0.01	1%	40	t	18.05	0.01	1%
负极粘结剂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&铜压膜及其他	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)	占比	单位用量	单位	单位价格 (万)	单位成本 (元/Wh)	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%
负极粘结剂1(SBR)	39	t	15.48	0.01	1%	39	t	13.97	0.00	1%
负极粘结剂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&铜压膜及其他	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: 钴锂成本占比										
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 电芯原材料成本	单位用量	单位	二线电池			宁德时代				
	(/GWh)		单位价格 (万)	单位成本 (元/Wh)	单位成本 占比	单位用量 (/GWh)	单位价格 (万)	单位成本 (元/Wh)	单位成本 占比	
正极材料	1,959	t	4.1	0.07	12%	1,921	t	3.9	0.07	11%
-正极加工费	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		

龙头公司盈利超预期，预计单位盈利仍可维持

- ◆ 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

中游：天赐停产挺价，释放中游价格见底信号

中游：部分环节龙二亏损，价格下行空间有限

- 年初下游再次压价，部分环节接近全行业亏损，下行空间有限。中游材料价格连续调整7个季度，铁锂正极、电解液六氟接近全行业亏损，预计后续价格下行空间有限，全行业亏损不可持续，盈利基本触底。

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	预计仍有降价空间	
	9μm1.45元/平, 环降1.5毛		
	7μm1.6元/平, 环降2毛		
六氟&LIFSI	六氟	9μm (陶瓷涂胶) 1.8元/平, 环降2毛	预计无下降空间
	LIFSI	7.5万元/吨 (碳酸锂10万元/吨) 加工费1.5-1.8万元/吨	
碳管	5%钴含量的促管 (天奈独供)	9万元/吨	
	12%钴含量的促管	9k元, 环降2k	
	二代的细管4%和6.7%炭黑的混合	1.9万元/吨, 环降4k	
炭黑	卡博特	1.1万元/吨, 环降2k	
	旦元	3w	
	新进入者	3.2w	
铜箔	6μm	3.5w	预计后续无降价空间
铝箔	13μm	2万元, 环降2k	
		1.6万元/吨, 环降1k	

中游：部分环节Q1单位盈利再次下滑，盈利基本触底

◆ Q1大部分公司单位盈利下滑，电池、结构件单位盈利相对稳定，正极和电解液龙一微利、二线亏损，负极和隔膜仍有下降空间。中游材料价格连续调整7个季度，铁锂、电解液六氟、铜箔及部分辅材接近全行业亏损，盈利基本触底，三元正极、负极盈利下行。电池、结构件及三元前驱体龙头依托客户结构、成本优势，盈利仍好于二线。

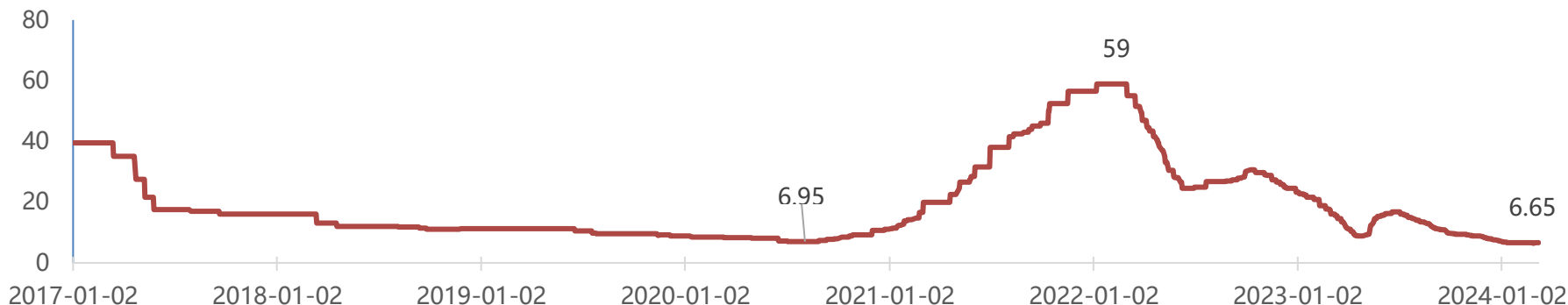
表 各环节Q1盈利情况

环节	代表公司	单位	2018A	2019A	2020A	2021A	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4E	2024Q1E	变化幅度
电池	宁德时代	元/Wh	0.19	0.12	0.10	0.08	0.00	0.07	0.07	0.11	0.07	0.08	0.08	0.12	0.09	-
	亿纬锂能	元/Wh	-0.06	0.03	0.05	0.03	0.00	0.02	0.04	0.06	0.03	0.02	0.04	0.04	0.03	↓
	国轩高科	元/Wh			0.02	0.00	0.00	0.00	0.01	-0.02	0.00	0.00	0.00	0.005	0.00	↓
	孚能科技	元/Wh			-0.27	-0.03	-0.20	0.01	-0.01	-0.22	-0.10	-0.12	-0.15	-0.08	-0.10	↓
	派能科技	元/Wh	0.19	0.29	0.38	0.21	0.25	0.31	0.42	0.51	0.51	0.65	-0.01	-0.50	-0.10	-
三元前驱体	中伟股份	万元/吨	0.59	0.36	0.39	0.52	0.41	0.53	0.52	0.60	0.45	0.55	0.70	0.75	0.07	-
	当升科技	万元/吨	2.06	1.93	0.73	1.43	2.30	3.90	3.92	3.52	2.90	3.95	3.00	2.50	1.00	↓
	容百科技	万元/吨	1.82	1.29	0.60	1.65	1.60	2.45	0.73	1.40	1.20	0.36	0.80	0.50	0.50	↓
	振华新材	万元/吨	0.44	0.19	-1.88	1.21	3.00	3.00	2.30	1.80	1.00	-1.35	0.70	0.50	0.50	↓
	厦钨新能	万元/吨				0.71	0.82	1.38	1.35	1.25	0.92	0.75	0.70	0.40	0.30	↓
磷酸铁锂	德方纳米	万元/吨	0.43	0.21	-0.07	0.91	2.15	1.50	1.10	1.15	-2.11	-0.76	0.07	-1.00	0.00	↓
	湖南裕能	万元/吨		0.44	0.12	0.98	2.01	1.12	0.44	0.81	0.28	0.83	0.20	0.20	0.10	↓
负极	璞泰来	万元/吨	1.42	0.98	1.02	1.14	1.27	1.30	1.30	0.90	0.85	0.35	-0.55	-0.40	0.10	↑
	中科电气	万元/吨	0.54	0.85	0.62	0.53	0.59	0.47	0.51	-0.20	-0.50	0.07	0.20	0.25	0.15	-
	尚太科技	万元/吨		0.58	0.62	0.81	1.40	1.40	1.20	0.95	0.95	0.60	0.40	0.40	0.30	↓
隔膜	恩捷股份	元/平	1.33	1.04	0.75	0.85	0.77	0.90	0.90	0.70	0.60	0.60	0.50	0.40	0.30	↓
	星源材质	元/平	0.41	0.22	0.13	0.28	0.48	0.55	0.47	0.43	0.40	0.30	0.33	0.30	0.25	↓
电解液	天赐材料	万元/吨	0.20	0.30	0.53	1.44	1.85	1.80	1.27	1.05	0.75	0.65	0.40	0.30	0.20	↓
	新宙邦	万元/吨	0.25	0.23	0.35	0.97	1.65	1.50	0.85	0.40	0.20	0.12	0.10	0.07	0.00	↓
铜箔	嘉元科技	万元/吨	2.23	2.92	1.91	2.98	1.83	1.10	1.04	0.55	0.30	-0.20	0.00	0.00	0.00	-
	诺德股份	万元/吨	0.18	-0.05	-0.12	1.13	1.23	1.00	0.50	0.80	0.15	-0.20	-0.46	-0.10	-0.10	-
铝箔	鼎胜新材	万元/吨	0.45	0.46	0.45	0.62	0.60	0.65	0.65	0.65	0.50	0.40	0.35	0.30	0.20	-
导电剂	天奈科技	万元/吨	0.82	0.99	0.52	0.79	0.90	0.88	0.90	0.80	0.30	0.30	0.40	0.30	0.40	↑
勃姆石	壹石通	万元/吨	0.49	0.54	0.42	0.50	-0.20	0.55	0.40	0.30	0.00	0.20	0.13	0.10	0.00	↓
结构件	科达利	净利率	4%	10%	9%	12%	11%	10%	10%	11%	11%	10%	10%	14%	9%	-
包覆材料	信德新材	万元/吨	0.87	0.85	0.81	0.67	0.53	0.50	0.50	0.50	0.30	-0.1	0.2	0	0	-

六氟：价格跌破上轮低点，达到龙二完全成本

- ◆ **六氟价格跌破上轮价格低点，散单报价已跌破6万/吨，二线六氟厂商基本亏损。**六氟价格历史上经历两轮大周期，六氟价格17年开始断崖式下跌，跌破15万/吨，20年六氟价格跌破龙头成本价，并持续底部震荡一年左右时间，最低报价跌破7万。本轮22年产能落地后，六氟价格开始一路下跌，最新报价6.65万/吨跌破上轮低点，且3月初散单报价已跌破6万/吨，二线六氟厂商基本亏损。

图：六氟价格（万元/吨）



图：六氟成本拆分

原材料	龙一			龙二			龙三				
	单吨用量 (吨)	单价 (万元/吨)	单吨成本 (万元/吨)	原材料	单吨用量 (吨)	单价 (万元/吨)	单吨成本 (万元/吨)	原材料	单吨用量 (吨)	单价 (万元/吨)	单吨成本 (万元/吨)
多聚磷酸	0.80	0.60	0.48	无水氟化氢	1.90	0.9	1.71	无水氟化氢	1.20	0.97	1.16
高纯碳酸锂	0.25	11.00	2.75	工业级碳酸锂	0.27	10.0	2.70	氟化锂	0.18	18.0	3.24
发烟硫酸	3.00	0.05	0.15	五氯化磷	1.40	0.55	0.77	五氯化磷	1.40	0.55	0.77
无水氟化氢	1.50	0.97	1.46	氢氧化钠	0.09	0.4	0.04	氢氧化钠	0.09	0.4	0.04
原材料成本 (万/元)	4.8			原材料成本 (万/元)	5.2			原材料成本 (万/元)	5.2		
单位折旧 (万/吨)	0.2			单位折旧 (万/吨)	0.3			单位折旧 (万/吨)	0.4		
单位制造费用 (万/吨)	0.5			单位制造费用 (万/吨)	0.7			单位制造费用 (万/吨)	0.8		
单位员工费用 (万/吨)	0.1			单位员工费用 (万/吨)	0.1			单位员工费用 (万/吨)	0.2		
六氟成本合计(万元/吨, 含税)	5.6			六氟成本合计(万元/吨, 含税)	6.3			六氟成本合计(万元/吨, 含税)	6.6		
扣碳酸锂成本 (万元/吨)	2.9			扣碳酸锂成本 (万元/吨)	3.6			扣碳酸锂成本 (万元/吨)	3.9		

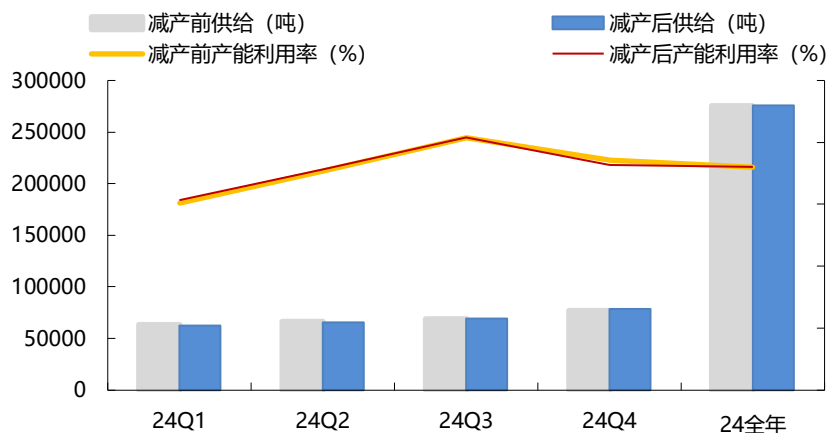
六氟：天赐部分产线检修停产，供需格局边际改善

- ◆ **天赐停产检修，行业供给边际改善。**天赐计划对年产3万吨液体六氟（折固1万吨）产能进行检修1个月，检修产能约占行业产能5%，对应年化8万吨左右电解液产量，减产后预计行业供需格局好转。目前24Q1天赐电解液单位盈利下降至近0.2万（对应六氟单位盈利1-1.5万），多氟多6F单位盈利0-0.5万，天际微利，二三线厂商亏损。目前天赐、多氟多及天际产能占行业产能70%，若仅考虑三家及海外产能，24年基本可满足需求，25年有一定供需缺口，全行业亏损状态不可持续，目前龙头有挺价意愿，预计带动六氟价格反弹。

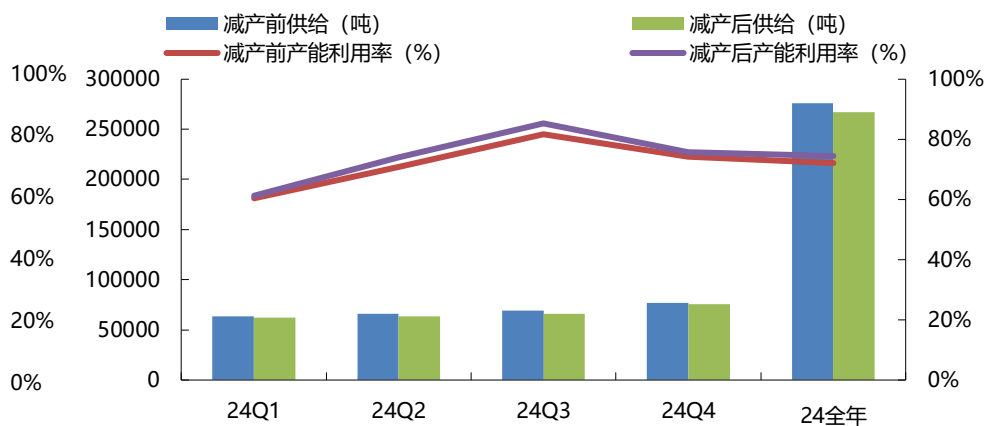
图：天赐减产前后行业六氟月度供给变化（假设停产一个月）

	202401	202402	202403	202404	202405	202406	202407	202408	202409	202410	202411	202412
减产前供给 (吨)	21133	21133	21133	22067	22067	22067	22967	22967	22967	25710	25710	25710
减产后供给 (吨)	21133	21133	20133	21567	22067	22067	22967	22967	22967	25710	25710	25710

图：天赐减产前后供给及产能利用率变化（假设停产一个月）



图：天赐减产前后供给及产能利用率变化（假设长期停产）



六氟：价格预计小幅反弹，短期有望提升至6.5-7万

- ◆ **龙头挺价叠加碳酸锂上涨催化，预计六氟价格有望较底部反弹10-15%，提升至6.5-7万左右。**目前龙头厂商挺价意愿强烈，尾部厂商亏现金成本无力打价格战，随着天赐停产带动的供需格局边际改善，我们预计此前超跌的加工费有望小幅恢复，叠加碳酸锂涨价催化，六氟价格短期有望反弹至6.5-7万左右，较底部提升10%-15%。
- ◆ **考虑六氟反弹带动加工费回暖，电解液及六氟公司具备盈利弹性。**六氟价格触底，若考虑六氟价格回升至6.5-7万/吨，对应加工费反弹0.2万/吨左右，对天赐、多氟多、天际等龙头盈利弹性大，预计天赐24年单位盈利有望上修至12亿，25年有望接近20亿元。

图：六氟价格对碳酸锂及加工费敏感性测算（万元/吨）

加工费 碳酸锂	3.8	4	4.2	4.4	4.6	4.8	5
9.6	5.8	6.0	6.2	6.4	6.6	6.8	7.0
9.8	5.9	6.1	6.3	6.5	6.7	6.9	7.1
10	5.9	6.1	6.3	6.5	6.7	6.9	7.1
10.2	6.0	6.2	6.4	6.6	6.8	7.0	7.2
10.4	6.0	6.2	6.4	6.6	6.8	7.0	7.2
10.6	6.1	6.3	6.5	6.7	6.9	7.1	7.3
10.8	6.1	6.3	6.5	6.7	6.9	7.1	7.3
11	6.2	6.4	6.6	6.8	7.0	7.2	7.4
11.2	6.2	6.4	6.6	6.8	7.0	7.2	7.4
11.4	6.3	6.5	6.7	6.9	7.1	7.3	7.5
11.6	6.3	6.5	6.7	6.9	7.1	7.3	7.5
11.8	6.4	6.6	6.8	7.0	7.2	7.4	7.6
12	6.4	6.6	6.8	7.0	7.2	7.4	7.6
12.2	6.5	6.7	6.9	7.1	7.3	7.5	7.7
12.4	6.5	6.7	6.9	7.1	7.3	7.5	7.7
12.6	6.6	6.8	7.0	7.2	7.4	7.6	7.8
12.8	6.6	6.8	7.0	7.2	7.4	7.6	7.8
13	6.7	6.9	7.1	7.3	7.5	7.7	7.9

图：六氟价格对碳酸锂及加工费涨幅弹性

加工费 碳酸锂	3.8	4	4.2	4.4	4.6	4.8	5
9.6	0%	3%	7%	10%	14%	17%	21%
9.8	1%	4%	8%	11%	15%	18%	22%
10	2%	5%	9%	12%	16%	19%	22%
10.2	3%	6%	9%	13%	16%	20%	23%
10.4	3%	7%	10%	14%	17%	21%	24%
10.6	4%	8%	11%	15%	18%	22%	25%
10.8	5%	9%	12%	16%	19%	22%	26%
11	6%	9%	13%	16%	20%	23%	27%
11.2	7%	10%	14%	17%	21%	24%	28%
11.4	8%	11%	15%	18%	22%	25%	28%
11.6	9%	12%	16%	19%	22%	26%	29%
11.8	9%	13%	16%	20%	23%	27%	30%
12	10%	14%	17%	21%	24%	28%	31%
12.2	11%	15%	18%	22%	25%	28%	32%
12.4	12%	16%	19%	22%	26%	29%	33%
12.6	13%	16%	20%	23%	27%	30%	34%
12.8	14%	17%	21%	24%	28%	31%	34%
13	15%	18%	22%	25%	28%	32%	35%

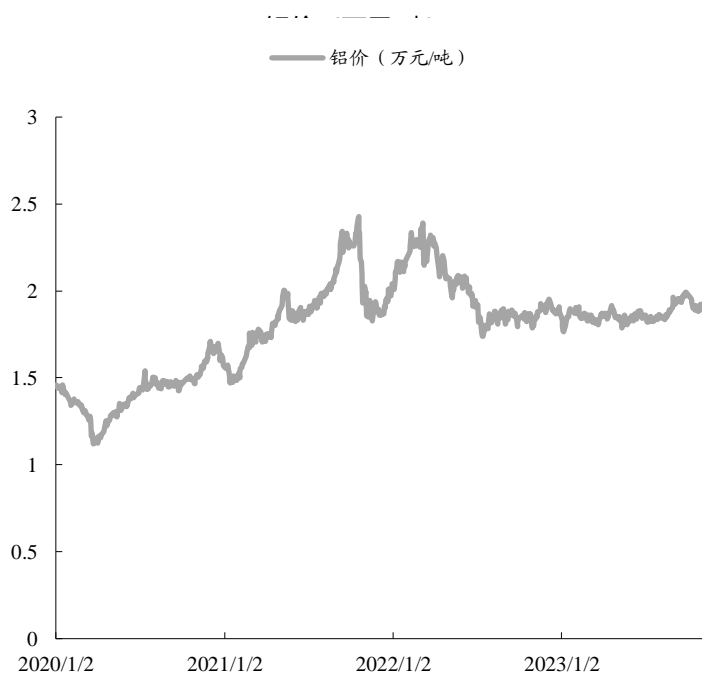
结构件：24年降价5-10%，龙头降本增效盈利维持

- ◆ **24年年初龙头对下游降价5-10%**。由于需求偏弱，结构件头部厂商产能利用率70%+，虽龙二盈亏平衡，但下游客户仍有小幅压价诉求，年初结构件对下游龙头降价5%，二线降价0-10%不等。
- ◆ **龙头依靠降本可内部消化，整体盈利水平仍可维持相对稳定**。公司降本增效，原材料及辅材可消化2-5%左右成本，同时龙头根据行业需求，新增产能建设已放缓，未来产能利用率预计有所回升，摊薄折旧及人工等费用，我们预计龙头仍可维持10%左右的盈利水平。

表：结构件厂商主流厂商产能（亿元）

		有效产能			
		2022年	2023年	2024年	2025年
科达利	惠州一期	35	35	35	35
	惠州二期				
	惠州三期				
	溧阳一、二期	20	28	28	28
	溧阳三期		14	14	20
	大连基地	15	15	15	15
	宁德一期	7	7	7	7
	宁德二期		7	7	7
	四川宜宾	10	20	20	20
	湖北荆门		6	20	20
	南昌				10
	深圳	10	10	10	10
	西安	5	5	5	5
	上海	8	8	8	8
	山东枣庄一期				10
	江门				10
	厦门				0
	匈牙利		2	6	6
	瑞典				4
	德国				1
	合计	110	157	180	220
震裕科技		50	85	120	150
金杨股份		2	3	6	10
总体产能		367	523	598	732

图 铝价走势（万元/吨）



铁锂正极：二线厂商亏损，预计24H1加工费触底

- ◆ **24Q1加工费再降2-3k元，当前仅具有成本优势的龙一可盈利，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。
- ◆ **碳酸锂影响逐步减弱，预计24年头部单位利润约0.1-0.2万元/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管理水平、生产效率、成本管控更优，24年预计龙头单吨利润降至0.1-0.2万元/吨左右，二三线厂商基本亏现金成本，行业将逐步出清。

图 铁锂正极价格走势（万元/吨）

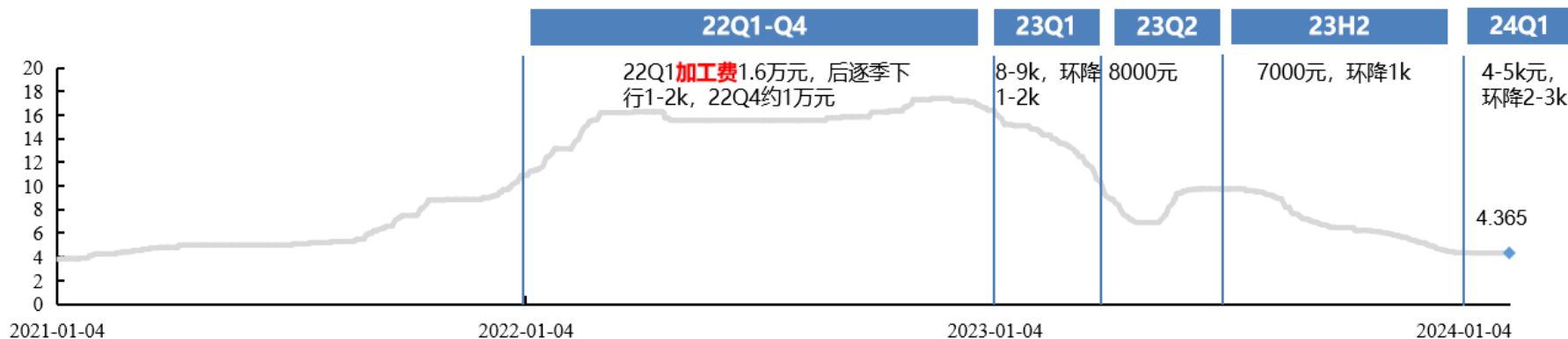


图 铁锂正极单位盈利对比（万元/吨）

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E
德方纳米	-0.05	-0.84	0.15	-0.70	-0.10
湖南裕能	0.4	0.82	0.31	0.18	0.15
万润新能	0.5	-1.38	0.08	-0.10	0.00

- ◆ **3月三元价格微升，加工费预计持续年降。** 3月锂价反弹，三元价格微升，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。
- ◆ **Q1碳酸锂影响减弱，海外市场竞争加剧龙头盈利水平下滑。** 头部三元材料企业开工率多在6-8成，后续碳酸锂波动影响较小，24年预计单吨盈利维持0.5-1万元水平。当升科技由于Q1国际客户占比下滑，盈利受到一定影响；容百23年海外销量占比10%左右，随着韩国工厂逐步放量，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）

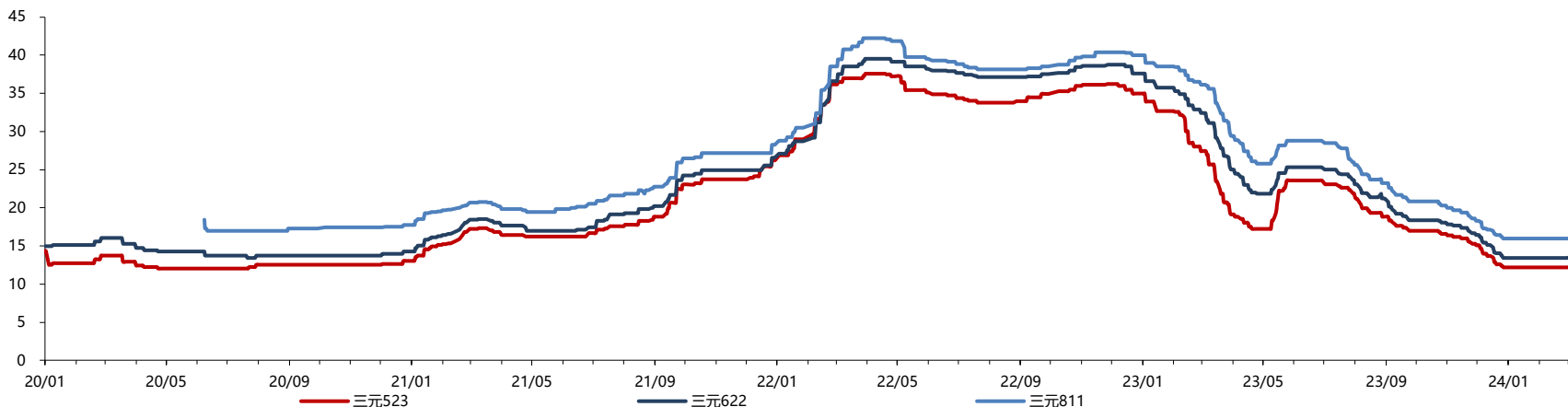


图 三元正极单位盈利对比（万元/吨）

	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	0.50
当升科技	2.30	3.90	3.92	3.90	2.98	3.95	3.00	2.50	1.00
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	0.30
长远锂科	1.85	2.97	1.85	2.08	-0.30	0.34	-0.03	-1.00	0.05

- ◆ **5、6系前驱体价格持稳运行，8系受其原料硫酸镍价格上行驱动，实现小幅反弹。**前驱体厂商受硫酸镍上行速度较快影响，上调报价但向下传导困难较大，成交价格趋稳，致利润倒挂程度加深。下游对高价前驱体接受度仍较低，因此尽管成本驱动三元前驱体价格或仍有上行空间，但整体空间有限。
- ◆ **海外加工费稳定，且龙头镍冶炼自供比例进一步提升，单位盈利有望维持。**中伟海外客户占比高，加工费相对稳定，且海外加工费（1.5-2万）远高于国内中低镍（1.1万左右）。中伟5.5万吨镍铁项目23Q4满产，23年底镍铁自供率达到15%左右，预计24Q1单吨利润环比持平；6条富氧侧吹线24年逐步投产，一体化比例进一步提升。

图 三元前驱体价格走势（万元/吨）

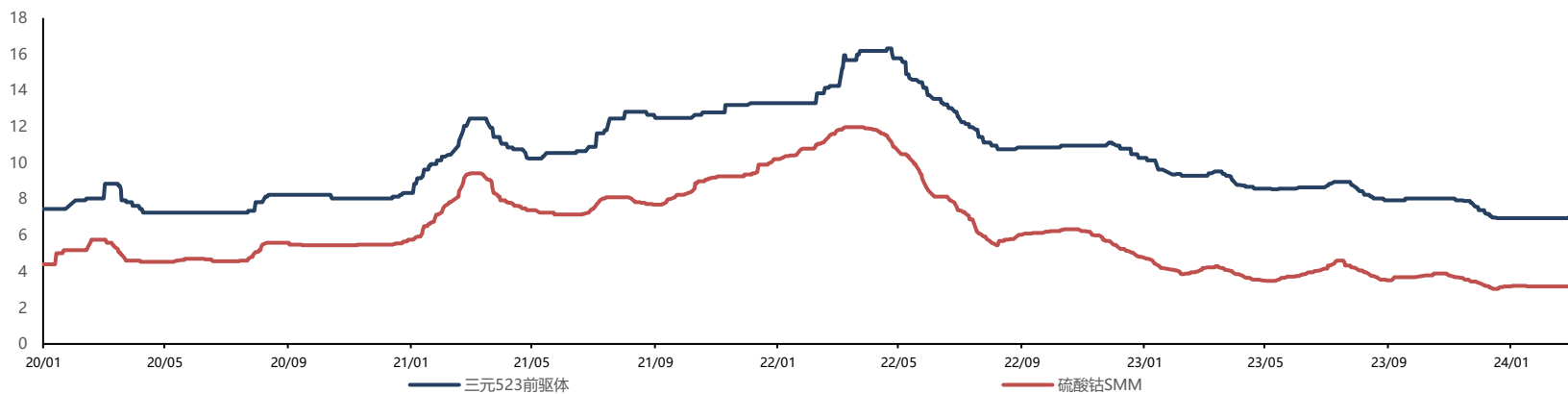


图 三元前驱体单位盈利对比（万元/吨）

		1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E
中伟股份	出货量 (万吨)	5.00	5.20	6.00	5.42	5.60	6.50	7.40	5.77	5.77
	单吨利润 (万元/吨, 含镍冶炼)	0.41	0.53	0.52	0.60	0.45	0.55	0.71	0.74	0.75
华友钴业	前驱体出货量 (万吨)	1.50	2.20	2.78	2.00	2.25	3.00	4.00	3.50	2.98
	前驱体单吨利润 (万元/吨)	0.50	0.50	0.50	0.50	0.30	0.30	0.20	0.20	0.20
	硫酸镍利润 (百万)	32	221	204	332	73	18	219	200	200
	金属镍利润 (百万)					28	93	219	96	79
	镍冶炼利润 (百万)	0	111	192	337	416	256	151	19	-5

- ◆ **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单位盈利维持0.4万/吨，24H1小幅降价，但高价库存消化降低成本，预计公司24Q1单位盈利降至0.3万元/吨左右，好于此前预期。**璞泰来**预计23Q4单吨仍亏损0.4万元，23年基本无盈利。24年高价库存消化至剩余3-5万吨，且已无减值风险，24Q1有望达0.1万元/吨左右，Q2起单位盈利拐点将至。

图 负极价格走势 (万元/吨)

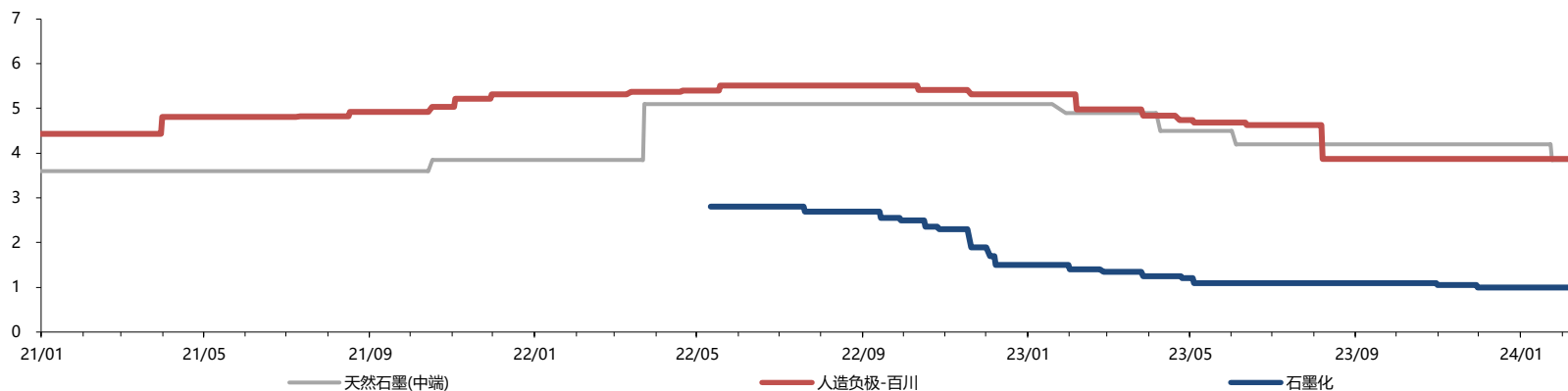


图 负极单位盈利对比 (万元/吨)

	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	0.10
尚太科技	1.40	1.40	1.20	0.95	0.95	0.60	0.38	0.43	0.30
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	0.15

隔膜：小厂产能开始释放，24年仍有降价压力

- ◆ **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。
- ◆ **价格压力下龙头厂商单位盈利预期下修，24年单平盈利预计维持0.3元/平左右。**恩捷股份：公司23Q3起开始主动降价，23Q4预计单平净利降至0.4元/平以内，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）

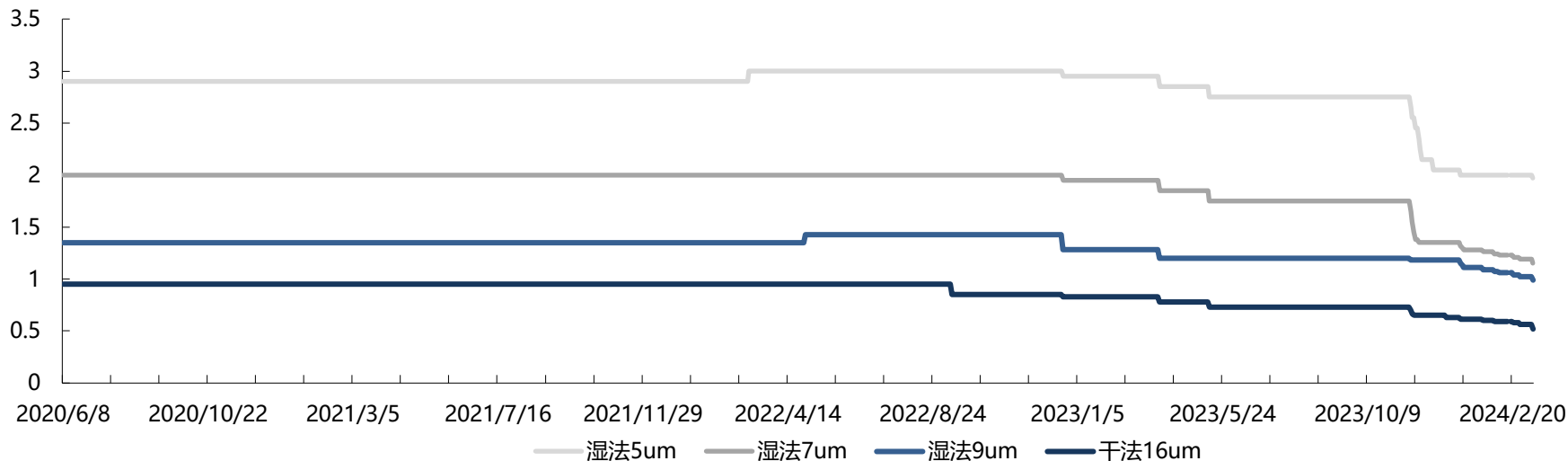


图 隔膜单位盈利对比（元/平）

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E
恩捷股份	0.60	0.60	0.50	0.38	0.30
星源材质	0.40	0.33	0.33	0.30	0.25

- ◆ **天奈Q1出货环比增长，单位盈利维持4k左右。** 低端产品价格竞争进入尾声，23年Q3起龙头产品结构优化带动盈利改善，单吨净利稳定0.4万元以上，随着二三代产品占比逐步恢复，且三代更多去替代二代份额，后续单吨盈利有望维持。
- ◆ **天奈科技加码单壁碳纳米管，形成技术代差，铁锂碳管正极有望导入头部电池厂。** 新技术方面，天奈科技加码单壁碳纳米管，形成技术代差，可应用于快充及半固态等体系，预计25年开始贡献增量。铁锂碳管正极有望导入头部电池厂，目前产能2-3万吨，24年中启动8万吨建设。

图 天奈科技季度业绩拆分

天奈科技	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E
碳纳米管粉体 (百万)	96	97	115	87	40	50	72	54	56
-出货量 (吨)	10,700	11,000	12,800	13,000	10,500	15,000	16,500	13,500	14,000
-一代占比					40%	50%	40%		
-单吨利润 (万/吨)	0.90	0.88	0.90	0.67	0.38	0.33	0.43	0.40	0.40
减值损失	0.03			4	5	2	-7		
其他经营收益	5.00	5.00	7.93	9.72	7.32	6.18	6.18		
归属于母公司所有者的净利润	100	104	124	96	40	50	72	54	56
-同比	88%	55%	49%	5%	-60%	-52%	-42%	-44%	41%
-环比	8%	4%	19%	-22%	-59%	26%	43%	-25%	4%
扣非归属于母公司所有者的净利润	95	97	116	87	32	44	65	54	56

重点公司跟踪

理想：Q4业绩大超预期，24年开启新车型周期

- ◆ **Q4业绩涨势强劲，24全年交付目标达80万辆。** 23Q4公司营收417亿元，同环比+136%/+20%，23全年营收1239亿元，同比+173%；23Q4归母净利润56.6亿元，同环比+2102%/100%，其中税费返还贡献约15亿利润，23全年归母净利117亿元，同比+682%；24Q1预计营收312.5-321.9亿元，同增66-71%，环降23%-25%。23Q4单车收入30.6万元，同环比-18/-4%，单车净利44.3万元，同环比+674/+60%；23全年单车收入32万元，同比-3%；单车净利3.1万元，同比+406%。看销量，23Q4交付新车13.2万辆，同环比+185%/+25%，23全年交付新车37.6万辆，同比+182%。24Q1预计总交付量10-10.3万辆，同增90-96%，其中3月预计交付5万辆+，6月起目标单月交付7万辆，24年交付目标80万辆，同增113%。
- ◆ **24年新车型周期支撑销量目标，首款MPV MEGA 已于3月上市。** 理想计划24年底形成共计8款车型的产品矩阵，包含4款增程式+4款高压纯电；首款5C纯电旗舰车型MEGA已于3月上市并交付，售价55.95万元，标配5c电池实现15分钟补能500公里；在售车型理想L7/8/9 2024款 3月均开启批量交付；理想L6定位于家庭智能豪华五座中型SUV，价格带为20-30万元，预计24年Q2上市；另有三款新纯电动SUV预计24H2上市。超充方面，理想已布局5C超充站349个，24年预计建成2000+座，总目标共5000座，实现全国高速和国道覆盖率95%。
- ◆ **风险提示：**电动车销量不及预期，行业竞争加剧。

图：理想23Q4及23全年财务情况

		22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	22年	23年
汽车销售	收入 (亿元)	173	183	280	336	404	441	1,203
	收入占比	97.8%	97.6%	97.6%	96.9%	96.8%	97.4%	97.1%
	成本 (亿元)	138	147	221	265	312	357	945
	毛利率	20.0%	19.8%	21.0%	21.2%	22.7%	19.1%	21.5%
	净利率	-0.4%	0.9%	4.4%	5.3%	10.4%	-8.0%	6.1%
	毛利 (亿元)	35	36	59	71	92	84	258
	销量合计 (辆)	46,319	52,584	86,533	105,108	131,805	133,246	376,030
	环比	75%	14%	65%	21%	25%		
	单车收入 (万元/辆)	37.3	34.9	32.3	32.0	30.6	33.1	32.0
	单车成本 (万元/辆)	29.8	28.0	25.5	25.2	23.7	26.8	25.1
	单车毛利 (万元/辆)	7.4	6.9	6.8	6.8	7.0	6.3	6.9
	研发费用 (万元/辆)	4.4	3.4	2.7	2.6	2.6	5.0	2.7
	销售管理费用 (万元/辆)	3.4	3.1	2.6	2.3	2.4	4.1	2.5
单车归母净利润 (万元/辆)	0.6	1.8	2.7	2.7	4.3	(1.5)	3.1	
合计	收入 (亿元)	176	188	287	347	417	453	1239
	成本 (亿元)	141	150	224	270	319	365	964
	毛利率	20.2%	20.4%	21.8%	22.0%	23.5%	19.4%	22.2%
	归母净利润 (亿元)	3	9	23	28	57	(20)	117
	同比	13%	8656%	471%	272%	2102%	-526%	682%
	自由现金流 (亿元)	5	(20)	33	132	146	37	292
	同比	54%	268%	102%	2535%	3141%	-4%	681%
期末在手现金 (亿元)	385	436	607	730	913	385	913	

图：MEGA概念图



- ◆ **Q4业绩符合预期，销量环比略降。** 23Q4公司营收171亿元，同环比+6.5%/-10.3%，23全年营收493亿元，同增12.9%；23Q4归母净亏损53.68亿元，同增7.0%，环减17.8%，23全年归母净亏损207亿元，同减43.6%，主要系全年降价促销拉低毛利及研发销售管理费用投入增加所致。23Q4单车收入31万元，同减16.5%，环比持平；单车净亏损11万元，同环比+21.4/-37.5%；23全年单车收入31万元，同减16.5%，单车净亏损13万元，同减8.3%。看销量，23Q4公司共交付新能源车5万辆，同环比+25.0/-9.7%。23全年共交付16万辆，同增30.7%；24Q1预计交付3.1-3.3万辆，相对疲软，主要系缺乏新车型刺激及国内竞争格局持续恶化，3月后全车型升级至NT2平台，预计可恢复月交付2万台的水平。
- ◆ **新车型迭代进度较慢，子品牌阿尔卑斯预计24Q4交付。** 新车型方面，在售8款车型2024版已于3月上市；全新ET9已于23年底上市，预计25Q1正式交付；新品牌阿尔卑斯首款车型对标Model Y，目标较特斯拉全球成本水平低10%，预计24Q2推出，24Q4交付。充换电方面，公司全球已有换电站2419座，超充桩1万根+，目的地充电桩1.16万根，累积已提供换电服务3950万次+，目标24年底建成换电站3310座，充电桩4.1万根。
- ◆ **风险提示：**电动车销量不及预期，行业竞争加剧。

图：蔚来23Q4及23全年财务情况

		22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	22年	23年
汽车销售	收入 (亿元)	148	92	72	174	154	455	493
	收入占比	92%	86%	82%	91%	90%	92%	89%
	成本 (亿元)	137	88	67	155	136	393	446
	毛利率	7%	5%	6%	11%	12%	14%	9%
	净利率	-39%	-51%	-84%	-26%	-35%	-32%	-42%
	毛利 (亿元)	10	5	4	19	18	62	47
	销量合计 (辆)	40,052	31,041	23,520	55,432	50,045	122,486	160,038
	环比	27%	-22%	-24%	136%	-10%		31%
	单车收入 (万元/辆)	37	30	31	31	31	37	31
	单车成本 (万元/辆)	34	28	29	28	27	32	28
	单车毛利 (万元/辆)	3	2	2	3	4	5	3
	研发费用 (万元/辆)	9	10	14	5	8	8	8
	销售管理费用 (万元/辆)	8	8	12	7	8	8	8
	单车归母净利 (万元/辆)	(14)	(15)	(26)	(8)	(11)	(12)	(13)
合计	收入 (亿元)	161	107	88	191	171	493	556
	成本 (亿元)	154	105	87	175	158	441	526
	毛利率	4%	2%	1%	8%	7%	10.4%	5.5%
	归母净利润 (亿元)	(57.69)	(47.32)	(60.56)	(45.57)	(53.68)	(144)	(207)
	同比		165%	120%	11%	7%		-139%
	期末在手现金 (亿元)	199	148	137	241	329	199	329

图：子品牌阿尔卑斯谍照



- ◆ **24Q1出货预计85-90gwh，单wh盈利维持稳定。** 24年宁德时代1-3月份排产27/23/35gwh，24Q1合计排产85gwh，同环比+30%/-25%，对应出货85-90gwh，环降20%，电池均价0.9元/wh，环降5%，单位盈利0.08-0.09元/wh，基本相对维持稳定，24Q1利润预期90亿+。
- ◆ **全球电池龙头地位稳固，产品+客户具备多元化。** 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，利润预期450亿。25年预计出货550-600gwh，同增25%，单位利润预计0.07-0.08元/wh。
- ◆ **风险提示：** 电动车销量不及预期，行业竞争加剧。

表 宁德时代分业务预测

盈利预测	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	FY24	FY25
收入 (亿元)	890	1,002	1,054	1,105	828	956	4,092	4,835
增速	-25%	13%	5%	5%	-25%	16%	1%	18%
动力	648	746	760	792	590	673	2,839	3,252
储能	136	144	157	179	133	158	737	955
其他	106	112	138	134	105	125	517	628
出货 (GWh)	76	94	100	113	89	108	476	589
增速	-23%	23%	7%	13%	-21%	21%	25%	24%
动力	62	78	82	92	72	86	377	455
储能	14	16	18	22	17	22	99	133
单位利润 (元/wh)	0.088	0.095	0.085	0.098	0.084	0.080	0.077	0.076
动力	0.087	0.095	0.084	0.096	0.085	0.081	0.078	0.076
储能	0.092	0.094	0.093	0.106	0.081	0.079	0.076	0.074
利润 (亿元)	84	110	108	140	94	110	463	564
动力	54	74	69	88	61	70	293	346
储能	13	15	17	23	14	17	75	99
其他	17	21	22	29	19	23	95	118
归母净利润 (亿元)	98	109	104	131	91	103	463	564
增速	-25%	11%	-4%	26%	-31%	14%	5%	22%

- ◆ **比亚迪2月新能源汽车销量12.2万辆，环降39%，符合市场预期。**比亚迪2月电动车销量12.23万辆，同环比-37%/-39%，其中新能源乘用车出口23291辆，同环比+55%/-36%。1-2月累计销量为32.38万辆，同比减少6%，1-2月累计出口约5.9万辆，同比增长134%。其中，新能源乘用车2月销量为12.17万辆，同环比-37%/-39%，1-2月累计销量为32.28万辆；新能源商用车2月销量为563辆，同环比-72%/+19%，1-2月累计销量为1037辆。
- ◆ **车型密集降价加速电动化，预计24年同增22%至370万辆左右。**公司产品矩阵完备，2024年将推出王朝、海洋10余款改款车型、腾势3款、方程豹豹8及豹3、仰望U7及U9。车型密集降价加速电动化，2月已有汉、唐、秦、宋、海豹、驱逐舰05荣耀版陆续上市，其中秦PLUS荣耀版和驱逐舰05荣耀版起售价为7.98万，汉/唐荣耀版起售价16.98/17.98万，新车型降价幅度2-3万不等。考虑到新车推出、高端车型逐步放量以及海外出口贡献增量，同时积极布局智能化，24Q3实现30w+车型高阶智驾标配，Q3上市20w+车型高阶智驾选配，我们下调24年销量预期至370万辆，同比增长22%，其中出口40-50万辆，同比高增67%~110%。
- ◆ **2月电池装机量环降41%，预计2024年电池产量维持35%+增速。**2月动力和储能电池装机6.66GWh，同环比-26%/-41%，1-2月累计装机17.97GWh。受益于全球大电站项目需求高增，我们预计2023年公司电池产量约175gwh，同比增长90%，其中储能电池出货约25gwh，同比增长约80%，贡献明显增量，我们预计2024年电池产量240gwh，同增37%。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**考虑公司新车型持续推出，海外市场加速布局，我们维持2023-2025年归母净利润预测303/369/447亿元，同比增长83%/22%/21%，我们给予公司2024年20xPE，目标价253.4元，维持“买入”评级。
- ◆ **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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	216,142	424,061	590,010	780,262	916,088
同比	38.02%	96.20%	39.13%	32.25%	17.41%
归母净利润(百万元)	3,045	16,622	30,344	36,897	44,657
同比	-28.08%	445.86%	82.55%	21.60%	21.03%
EPS-最新摊薄(元/股)	1.05	5.71	10.42	12.67	15.34

- ◆ **事件：**公司发布业绩快报，23年实现收入55.2亿元，同增44%，实现归母5.01亿元，同增70%，实现扣非4.76亿元，同增77%。其中Q4收入19.3亿元，同环增51%/44%，归母2.13亿元，同环增167%/179%，扣非2.11亿元，环增185%，业绩符合市场预期。
- ◆ **国内客户年末冲量、Q4产能利用率提升。**公司Q4出货预计70-80万套，环增40%，主要系上汽、吉利、理想、长安等客户表现亮眼，23年出货预计200万套左右，同增40-50%。产能方面，芜湖-花津工厂23年7月已投产，Q4新产能爬坡完成，23年底总产能达400万台，公司持续开拓广汽、雷诺、大众、丰田等国内外客户，24年出货预计270万套，同增30-40%，市占率有望进一步提升。
- ◆ **产品结构持续优化、盈利水平维持稳定。**公司Q4毛利率预计20%+，环增2pct，主要系产能利用率提升，23年毛利率预计近20%，同比持平。价格端看，24年车企竞争加剧，车载电源降价约5%，但随着公司产品结构优化，国内推出第四代产品（大幅降本），800V产品（+500元）、海外11kw产品（+1000元）的进一步放量，产品均价预计维持2400元左右。盈利端看，随着igbt等原材料的降价，叠加产能利用率的提升，公司24年盈利水平稳定，净利率预计维持10%+。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**由于吉利、上汽等客户销量表现亮眼，我们上修公司23-25年归母净利润5.0/7.0/8.5亿元（原预期5.1/6.3/7.8亿元），同增70%/40%/21%，对应PE26/19/15倍，考虑到公司800V产品放量，海外占比持续提升，给予24年28倍PE，对应目标价46.6元，维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**技术迭代风险，市场竞争风险，原材料价格波动风险。

表 威迈斯盈利预测

盈利预测	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	1,695	3,833	5,524	7,295	8,866
同比	157.92%	126.11%	44.12%	32.07%	21.54%
归母净利润(百万元)	75.04	294.80	501.10	701.00	850.76
同比	1,261.64%	292.84%	69.98%	39.89%	21.36%
EPS-最新摊薄(元/股)	0.18	0.70	1.19	1.67	2.02
P/E(现价&最新摊薄)	175.02	44.55	26.21	18.74	15.44

- ◆ **事件：**公司发布业绩快报。23年营收251亿元，同降2%，归母净利16.5亿元，同降28.5%；扣非净利15.6亿元，同减3.4%，其中Q4归母净利2.86亿元，同减70%，环减45%；扣非净利2.68亿元，同减26%，环减54%，主要系投资损失及计提减值会计影响2-3亿利润，业绩基本符合市场预期。
- ◆ **负极Q4盈利企稳，预计24年底部维持。**我们预计23年负极出货近40万吨，同增15%-20%，其中23Q4出货近10万吨，环降约10%。公司海外客户占比较高，我们预计公司24年出货有望达45万吨，同比10%+增长。盈利方面，我们测算23全年单吨净利0.3万元，其中23Q4单吨经营性利润约0.3万元，基本企稳。24年行业产能过剩格局不变，但考虑到公司一体化产能落地，且海外客户盈利较好，我们预计24年负极单吨盈利微降至0.2-0.3万元。
- ◆ **正极聚焦高镍三元正极材料，合资扩产深度绑定SKI、松下。**公司为SKI及松下提供配套服务，与SKI、亿纬合资5万吨项目2023年已部分投产，摩洛哥5万吨正极材料项目推进中。我们预计公司Q4正极出货约1万吨，环降约15%，23年正极出货4万吨+，同增25%+。盈利方面，我们预计Q4单吨经营性利润约1.8万元，环比基本持平，预计23年单吨净利1.8万元，24年海外仍具有一定价格优势，我们预计公司正极单吨盈利可维持1万元+。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**考虑投资损失影响，我们下修2023/2025年，上修2024年公司归母净利润预期至16.51/18.39/21.50亿元（原预期17.92/18.20/22.50亿元），同比-29%/+11%/+17%，对应PE为13x/12x/10x。考虑到公司为负极龙头，给予公司2024年20x PE，对应目标价33元，维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**电动车销量不及预期，盈利水平不及预期

表 贝特瑞盈利预测

盈利预测	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	10,491	25,679	25,119	22,305	24,203
同比	135.67%	144.76%	-2.18%	-11.20%	8.51%
归母净利润(百万元)	1,441	2,309	1,651	1,839	2,150
同比	191.39%	60.27%	-28.50%	11.36%	16.90%
EPS-最新摊薄(元/股)	1.29	2.07	1.48	1.65	1.93
P/E(现价&最新摊薄)	14.95	9.33	13.04	11.71	10.02

- ◆ **事件：**公司发布业绩快报，23年实现收入5.37亿元，同增2.8%，实现归母0.73亿元，同减34%，实现扣非0.42亿元，同减50%。其中Q4收入0.82亿元，同环减39%/24%，归母-0.03亿元，同环减111%/122%，扣非-0.16亿元，同环减232%/412%，业绩低于市场预期，系自动化业务收入减少，研发费用大幅增加，叠加股权激励费用支付、子公司计提减值所致。
- ◆ **极耳焊业务增速放缓、盈利水平维持稳定。**23年看，受电池厂扩产降速的影响，公司主业低于市场预期，我们预计极耳焊业务收入3.3亿元，耗材收入0.9亿元，二者同比基本持平，自动化业务收入大幅下降，新业务基本符合市场预期，线束+IGBT贡献0.5亿元，整体毛利率预计维持55%，盈利能力维持稳定。24年看，我们预计极耳焊业务收入2.6亿元，同降20%，耗材收入1.5亿元，同增70%，滚焊设备开启放量，预计贡献收入0.3-0.5亿元，线束+IGBT收入1亿元，同比翻倍增长。
- ◆ **线束+IGBT高速增长、滚焊设备开启放量。**新业务看，①高压线束+IGBT国产化率低，单台价格和盈利相比极耳焊更高，我们预计毛利率超65%，且耗材用量大、损耗更快。公司已独家突破120平焊接技术，在快充/高压端逐渐成熟后，公司产品有望充分收益，目前已获主流线束厂订单，24-26年我们预计翻倍增长；②复合集流体超声波滚焊机已获头部锂电厂订单，我们预计对应1gwh左右，对应价值量800万元，我们预计毛利率超50%，24年出货5gwh左右，开始贡献利润，对冲极耳焊下滑，25年弹性有望升至10-20%。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**考虑到下游需求不及市场预期，我们下修公司23-25年归母净利润至0.7/1.2/2.0亿元（此前预期1.0/1.4/2.2亿元），同比-34%/+65%/+63%，对应PE 89/54/33x，考虑新业务开启高速增长，维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**原材料价格波动超市场预期，销量及政策不及预期。

表 骄成超声盈利预测

盈利预测	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	370.63	522.49	537.13	644.34	910.60
同比	40.10%	40.97%	2.80%	19.96%	41.32%
归母净利润(百万元)	69.25	110.77	73.16	120.84	196.77
同比	-22.44%	59.95%	-33.95%	65.17%	62.83%
EPS-最新摊薄(元/股)	0.60	0.96	0.64	1.05	1.71
P/E(现价&最新摊薄)	94.13	58.85	89.09	53.94	33.13

投资建议与风险提示

投资建议：需求和排产超预期，锂电拐点确立

◆ **投资建议：**横向对比锂电估值历史低位，当前24年不足15-20x，25年10-15x，PB1.8-4.5倍，基本面最差的时候即将过去，基本面和股价双重底部，开始全面看好龙头，我们首推Q1业绩确定性高的标的，包括**宁德时代、亿纬锂能、科达利、璞泰来、中伟股份、天奈科技、威迈斯**等；同时看好盈利触底的龙头，如**天赐材料、湖南裕能、华友钴业、容百科技、尚太科技、恩捷股份、星源材质**等；以及短期价格反弹的锂相关标的，包括**永兴材料、中矿资源、天齐锂业、赣锋锂业**等；

表 相关公司估值表（截至2024年3月12日股价）

	名称	总市值 (亿元)	股价 (元)	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	8,175	186	441	463	564	19	18	15	4.5	买入
	比亚迪	5,807	205	303	369	447	20	16	13	4.6	买入
	亿纬锂能	868	42	41	53	67	21	17	13	2.6	买入
	欣旺达	269	14	10	12	14	26	22	19	1.2	买入
	蔚蓝锂芯	103	9	2	3	4	67	30	25	1.6	买入
	派能科技	175	100	6	6	9	31	30	19	1.8	买入
	鹏辉能源	134	27	4	6	8	37	23	16	2.4	买入
结构件	科达利	224	83	12	14	18	19	16	12	2.3	买入
电解液	天赐材料	437	23	19	16	21	23	28	21	3.3	买入
	新宙邦	313	42	10	14	19	30	22	16	3.6	买入
负极	璞泰来	432	20	23	36	49	19	12	9	2.5	买入
	贝特瑞	216	19	17	18	22	13	12	10	1.9	买入
	尚太科技	85	33	7	8	11	11	10	8	1.5	买入
	信德新材	36	35	0	1	2	83	28	21	1.3	买入
隔膜	恩捷股份	469	48	31	39	50	15	12	9	1.7	买入
	星源材质	171	13	10	12	17	18	14	10	1.7	买入
	壹石通	47	23	0	1	1	186	44	33	2.1	增持
正极	华友钴业	492	29	42	57	76	12	9	6	1.5	买入
	中伟股份	358	54	19	23	32	18	15	11	1.9	买入
	德方纳米	127	45	-15	4	6	-8	35	20	1.6	买入
	万润新能	61	48	-10	5	9	-6	13	7	0.9	买入
	容百科技	154	32	6	8	11	26	19	15	1.8	买入
	振华新材	76	15	1	3	4	73	28	21	1.6	买入
	当升科技	186	37	19	15	18	10	13	10	1.5	买入
	湖南裕能	223	30	20	22	28	11	10	8	2.0	买入
	天奈科技	79	23	2	4	5	37	21	16	3.1	买入
铜箔	嘉元科技	71	17	0.2	0.8	4.2	355	89	17	1.0	未评级
铝箔	诺德股份	84	5	7	9	14	13	10	6	1.3	买入
	鼎胜新材	87	10	5	6	7	16	15	12	1.4	买入
设备	曼恩斯特	86	71	4	5	6	24	18	14	2.9	买入
	骄成超声	64	56	1	1	2	88	53	33	3.7	买入
锂	天齐锂业	852	54	77	35	42	11	25	21	1.7	买入
	赣锋锂业	757	41	52	30	35	16	27	23	1.7	买入
	永兴材料	288	53	35	11	14	8	27	20	2.3	买入
	藏格矿业	458	29	38	30	36	12	15	13	3.7	买入
	中矿资源	280	38	24	15	20	12	19	14	2.3	买入
	盛新锂能	203	22	8	5	6	27	43	33	1.5	买入
	雅化集团	130	11	0	8	11	269	16	12	1.2	买入

注：嘉元科技预测来自wind一致预期

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测

- ◆ **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

投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