

政策落地需求有望提速，中游盈利底部明确

--电动车行业2024年5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

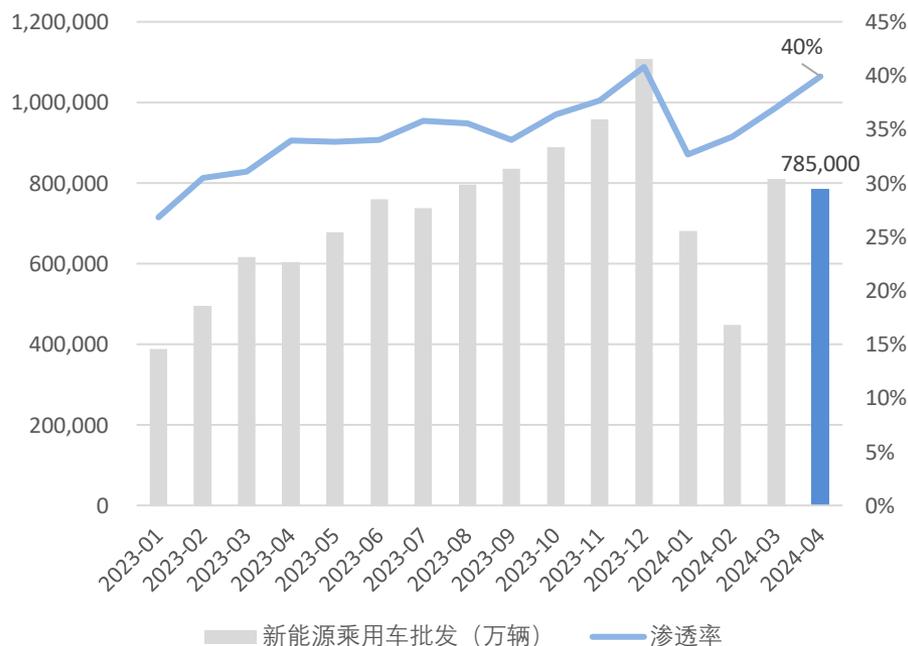
联系电话：021-60199793
2024年5月16日

- ◆ **政策落地或刺激需求超预期，4-5月行业排产维持高景气，看好需求持续向好。**4月汽车“以旧换新”落地，5月起对销量拉动开始体现，比亚迪、理想、蔚来等车企订单恢复明显，乐观情境下，以旧换新对电动车销量拉动100万辆+，对应电池需求拉动60gwh，全年销量增速有望超25%。排产端看，4月因汽车需求低于预期，略有下修，5月环比持平，但由于政策落地后车企订单恢复+储能需求向好，预计6月环比微增，预计Q2排产环比增30%+，全年需求增长25-30%，行业仍处于低库存状态。
- ◆ **产能利用率拐点明确，部分龙头已满产，供需拐点前置，25年确定性盈利拐点。**融资受限及盈利底部，行业实际扩产低于预期，4月电池龙头产能利用率提升到80%，裕能、尚太、中科基本满产，二三线产能利用率恢复至60-70%，而景气度向上且24年电动车销量同比仍20%增长，供需拐点或前置。盈利端，Q1绝大部分材料环节盈利触底，Q2价格稳定且部分低价单价格有所恢复，叠加产能利用率提升，预计Q2盈利环比微增，25年确定性反转。
- ◆ **美国IRA考核放宽，海外需求支撑25年及以后增长，中国供应链受益。**IRA放宽对锂电材料本土化考核，中国供应链性价比优势凸显，可帮助北美电动车降本，提升电动化率。海外车企新平台在25-26年将推出，欧洲碳排考核趋严，25-26年销量增速重回20-30%增长，支撑锂电需求长期复合20%+增长。
- ◆ **投资建议：**4-5月高景气维持，Q2排产环比增30%+，全年需求增长25-30%，“以旧换新”政策或刺激需求超预期，产能利用率持续提升，25年预计行业产能利用率提升至80%+。盈利Q1触底，Q2价格稳定且部分低价单价格有所恢复，盈利环比微增，25年确定性反转。当前为电动车大底，边际变化显著，继续强推锂电池龙头，首推**宁德时代、科达利、湖南裕能、尚太科技**，同时推荐**亿纬锂能、中伟股份、天赐材料、天奈科技、璞泰来、威迈斯、华友钴业、容百科技、永兴材料、中矿资源、天齐锂业、赣锋锂业、恩捷股份、星源材质**等。
- ◆ **风险提示：**价格竞争超市场预期、原材料价格波动、投资增速下滑。

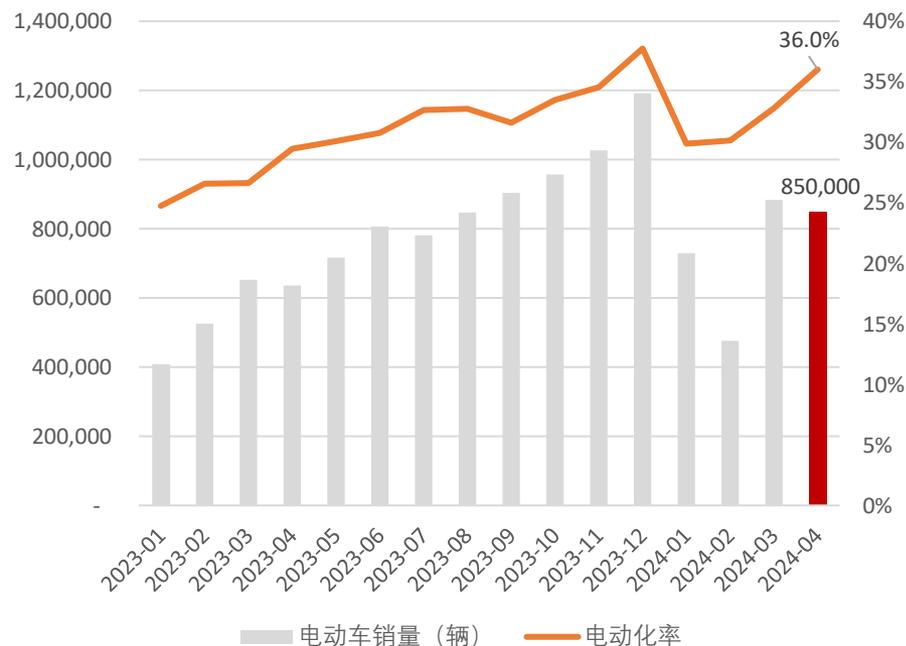
销量：4月销量符合预期，政策落地车企订单恢复

- ◆ **中汽协数据，4月新能源汽车销量85万辆，同环比+36%/-4%，渗透率36%，同环比+6.5/+3.2pct，复合预期。** 24年1-4月累计电动车销294万辆，同比增32%。
- ◆ **乘用车零售端渗透率4月同比提升11pct。** 乘联会口径，4月国内新能源汽车批发78.5万辆，同环比30%/-4%，渗透率39.9%，同环比+6/+3pct；4月乘用车零售渗透率43.7%，同环比+11.4pct/+2.1pct。

图：国内电动乘用车月度批发销量（万辆，乘联会口径）

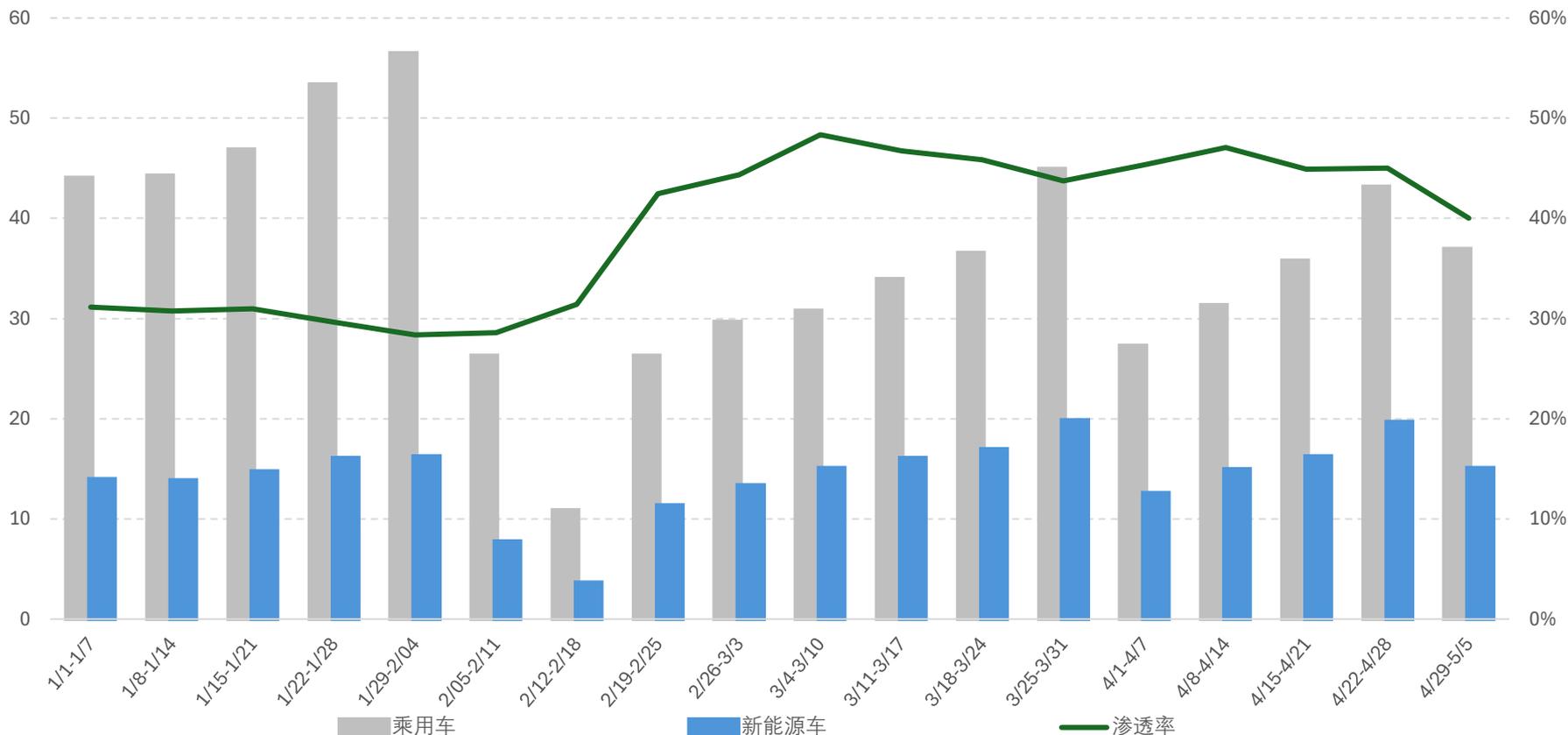


图：国内电动车总销量（辆，中汽协口径）



◆ **4月周度单周渗透率维持44%+，政策落地后预计需求逐步恢复。**春假后市场需求恢复，新能源车企降价策略初显成效，叠加低价格带的新车型密集发布，近一个月国内上险电动化率均维持44%+，4月8日-4月14日渗透率达峰值47%，4月受政策影响消费者观望情绪较重，预计5月需求逐步恢复。

图：国内周度上险量（万辆）



- ◆ **比亚迪4月销量创新高，其余自主品牌4月销量低于1月。**4月比亚迪销售31万辆，同环比49%/4%；吉利、长安基本上4月销量都低于1月，同比来看，4月广汽负增长，吉利、长安同比增长50%以上。
- ◆ **蔚来、极氪、零跑同比增速亮眼，问界、理想较上月下滑，小米、智界开始起量。**4月蔚来销量1.6万辆，同环比135%/32%，极氪1.6万辆，同环比99%/24%，零跑1.5万辆，同环比72%/3%，问界2.5万辆，同环比750%/-21%；理想、小鹏、哪吒、阿维塔、岚图均表现一般。小米4月销量7000辆，智界5000辆。

表：国内重点车企电动乘用车月度销量跟踪（万辆，乘联会口径）

单位：万辆	2304	2401	2402	2403	2404	环比	同比	24年累计	同比
比亚迪	21.0	20.1	12.2	30.2	31.3	4%	49%	94.0	-12%
吉利汽车	3.0	6.6	3.5	4.5	5.1	15%	72%	19.7	84%
广汽埃安	4.1	2.5	1.7	3.3	2.8	-14%	-31%	10.2	-31%
理想汽车	2.6	3.1	2.0	2.9	2.6	-11%	0%	10.6	-12%
问界	0.3	3.3	2.1	3.2	2.5	-21%	750%	11.1	19%
极氪	0.8	1.3	0.8	1.3	1.6	24%	99%	4.9	15%
蔚来汽车	0.7	1.0	0.8	1.2	1.6	32%	135%	4.6	-39%
零跑汽车	0.9	1.2	0.7	1.5	1.5	3%	72%	4.8	-15%
深蓝	0.8	1.7	1.0	1.3	1.3	-2%	64%	5.3	6%
小鹏汽车	0.7	0.8	0.5	0.9	0.9	4%	33%	3.1	2%
哪吒汽车	1.1	1.0	0.6	0.8	0.9	8%	-19%	3.3	-47%
小米					0.7	-	-	-	-
阿维塔		0.7	0.2	0.5	0.5	5%	-	2.0	119%
智界					0.5	-	-	-	-
岚图	0.3	0.7	0.3	0.6	0.4	-35%	20%	2.0	-98%
主流车企合计	35.4	42.8	25.6	50.8	52.6	4%	48%	171.9	37%
主流车企占比	59%	63%	57%	63%	65%	-	-	-	-
新能源乘用车	60.4	68.2	44.7	81.0	81.0	0%	34%		

- ◆ **以旧换新政策落地，预计新增100-200万辆置换需求。**至24年底，对个人消费者报废国三及以下排放标准燃油乘用车或2018年4月30日前注册的电动乘用车给予一次性定额补贴，其中电动车最高补贴1万，总盘未设限，力度超预期，对报废燃油车并购买2.0升及以下排量燃油乘用车的，补贴0.7万。截至23年底，国三及以下排放标准燃油乘用车保有量约1400万辆，车龄超6年以上的电动乘用车保有量约85万辆，合计保有量1500万辆。23年汽车报废量约600万辆，其中国三及以下约400万辆。我们测算24年国三及以下报废率提升至40%，对应报废560万辆，新增160万辆需求，电动旧车报废率50%，对应新增40万辆，合计此轮补贴可覆盖200万辆置换需求。

图：电动车中性销量预测（国内25%增速，本土渗透率44%）

	2023	2024	2025	2026
国内：新能源乘用车销量（万辆）	793.0	970.9	1076.0	1214.9
国内：纯电动销量（万辆）	526.5	579.1	625.4	719.2
国内：插电式销量（万辆）	266.6	391.8	450.6	495.7
-占比	34%	40%	42%	41%
国内：商用车销量（万辆）	36.2	46.0	58.8	67.2
国内：新能源车合计销量（万辆，本土销量）	829	1,017	1,135	1,282
YoY	34%	23%	12%	13.0%
国内汽车销量（万辆，本土）	2,518	2,569	2,620	2,699
-国内电动化率	32.9%	39.6%	43.3%	47.5%
国内乘用车销量（万辆，本土）	2,193	2,215	2,237	2,259
-国内乘用车电动化率	36%	44%	48%	54%
国内新能源车出口销量（万辆）	120	168	227	296
YoY	77.2%	40.0%	35.0%	30.0%
国内新能源车销量合计（含出口，万辆）	950	1,185	1,362	1,578
YoY	38%	25%	15%	16%
国内：动力电池装机需求（Gwh）	389	476	547	633
-国内平均单车带电量（kwh）	41.0	40.2	40.1	40.1
全球新能源车销量（万辆）	1,339	1,616	1,940	2,303
YoY	33%	21%	20%	18.7%

图：电动车乐观销量预测（国内40%增速，本土渗透率50%）

	2023	2024	2025	2026
国内：新能源乘用车销量（万辆）	788.9	1105.4	1296.3	1425.9
国内：纯电动销量（万辆）	524.7	603.4	693.9	763.3
国内：插电式销量（万辆）	264.2	501.9	602.3	662.6
-占比	33.49%	45%	46%	46%
国内：商用车销量（万辆）	41.1	52.3	66.8	76.2
国内：新能源车合计销量（万辆，本土销量）	830	1,158	1,363	1,502
YoY	34%	39%	18%	10.2%
国内汽车销量（万辆，本土）	2,601	2,653	2,706	2,787
-国内电动化率	31.9%	43.6%	50.4%	53.9%
国内乘用车销量（万辆，本土）	2,193	2,215	2,237	2,259
-国内乘用车电动化率	36.0%	49.9%	57.9%	63.1%
国内新能源车出口销量（万辆）	120	168	218	284
YoY	76.7%	40.0%	30.0%	30.0%
国内新能源车销量合计（含出口，万辆）	950	1,326	1,581	1,786
YoY	38.3%	39.5%	19.3%	12.9%
国内汽车销量（万辆，含出口）	3,009	3,070	3,131	3,225
-国内电动化率	31.6%	43.2%	50.5%	55.4%
全球新能源车销量（万辆）	1,340	1,756	2,168	2,523
YoY	33%	31%	23%	16.4%
全球汽车销量（万辆）	8,064	8,280	8,502	8,757
-全球电动化率	16.6%	21.2%	25.5%	28.8%

- ◆ “以旧换新”政策对销量拉动预计在5-6月开始体现。4月29日至5月5日单周订单来看，比亚迪、理想、蔚来等增长明显：
- ◆ 1) 比亚迪：受益以旧换新政策，且5月1日起追加置换补贴0.25-1万元，订单环增3.1万辆至9.5万辆，环增33%。
- ◆ 2) 理想：理想环增50%至3.4万辆，其中L6订单2.2万辆，4月18日至5月5日累积大定4.1万量。
- ◆ 3) 蔚来：蔚来环增52%至0.8万辆，增幅较明显。
- ◆ 4) 小米：5月起取消SU7大定的音响、冰箱、尾翼、20寸轮毂免费升级权益，环比微增。

表：4.29-5.5车企周度订单情况

车企	订单 (万辆)	环增 (万辆)	环增 (%)
比亚迪	9.5	3.1	33%
特斯拉	1.5	0.1	7%
理想	3.4	1.7	50%
问界	1.3	0.35	27%
小米	1.3	0.02	2%
蔚来	0.83	0.43	52%
小鹏	0.33	0.02	6%

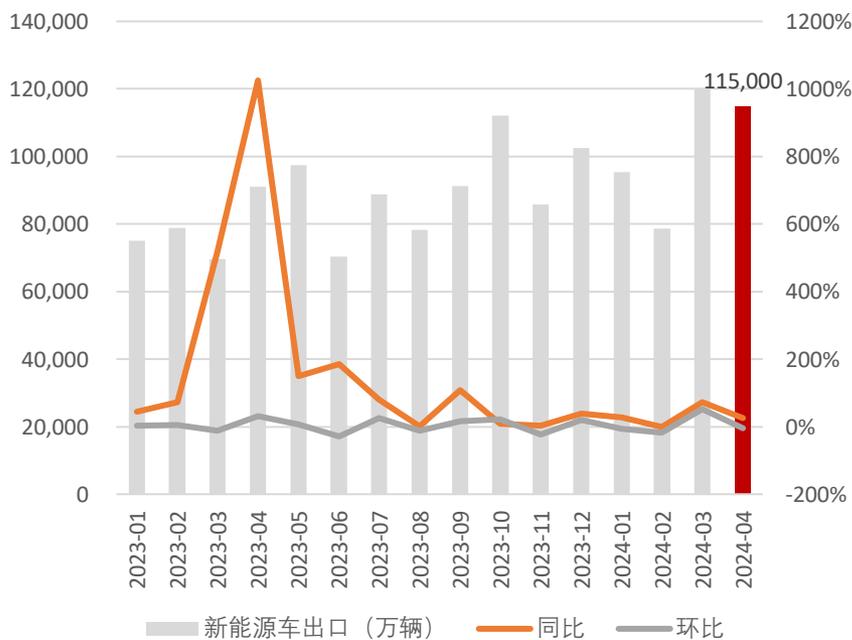
表：4-5月车企价格调整情况

车企	日期	车型	调价幅度
特斯拉	4月21日	Model 3	降价1.4万元
		Model Y	
比亚迪	5月5日	秦Plus	置换补贴0.5万元
	5月5日	驱逐舰05	置换补贴0.4万元
	5月5日	护卫舰07	置换补贴1万元
	5月5日	汉	置换补贴0.8万元
	5月5日	唐	置换补贴0.8万元
	5月5日	宋Plus	置换补贴0.5万元
	5月5日	宋L	置换补贴0.6-0.8万元
	5月5日	海豹	置换补贴0.6-0.8万元
	5月5日	海豚	置换补贴0.4万元
	5月5日	元Plus	置换补贴0.4万元
5月5日	元UP	置换补贴0.4万元	

国内：电动车4月出口环降4%至11.5万辆

- ◆ **4月电动车出口11.5万辆，同环比+26.8%/-4.1%，符合预期。**4月电动车出口占乘用车出27.9%，同比下降2.9pct；其中纯电动占比78.8%，A0+A00级纯电占新能源出口52%，环降6pct。A0级电动车占比近50%，是自主出口绝对主力，我们预计全年出口增长40%+，销量预期170-180万辆。
- ◆ **比亚迪出口持续向上，新势力起量，上汽环比回落，其余自主品牌稳健。**比亚迪4月出口4.1万辆，全年预计翻番以上达到50万辆。特斯拉中国出口3.1万辆，占比持续下降；自主品牌中，上汽4月出口0.6万辆，环比大幅回落，其余基本稳健，新势力中哪吒、小鹏出口持续向上，其中哪吒4月出口达到0.5万辆。

图：国内乘用车电动车出口情况（台）



表：国内车企24年1-4月出口量（辆）

车企	4月	3月	2月	1月	4月占比
比亚迪	41,011	38,434	23,291	36,174	36%
特斯拉中国	30,746	26,666	30,224	31,566	27%
上汽乘用车	6,048	18,612	2,407	2,760	5%
哪吒汽车	4,990	4,188	1,695	2,821	4%
奇瑞汽车	4,310	5,403	2,387	1,417	4%
长安汽车	3,186	2,399	1,486	2,785	3%
广汽乘用车	2,433	2,377	1,314	1,174	2%
广汽埃安	2,415	2,367	1,296	1,164	2%
华晨宝马	2,316	3,196			2%
吉利汽车	2,273	2,989	2,144	1,546	2%
长城汽车	2,024	2,399	1,058	1,497	2%
上汽通用五菱	1,990	2,028	2,872	2,933	2%
极星汽车	1,372	1,494			1%
小鹏汽车	1,012	911	708	398	1%

- ◆ **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。**其中预计24年出口168万辆，同增40%，依然以纯电为主。预计本土市场24年销售1017万辆，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	47.7	88.3	99.1	108.8	116.4	116.4	116.9	122.7	125.8	138.1	151.9	1,304.8
	同比	79%	-9%	35%	56%	52%	44%	49%	38%	36%	32%	35%	28%	38%
2024年 (中性)	销量	72.9	47.7	88.3	90.1	94.6	101.2	101.2	106.2	111.6	114.4	120.1	132.1	1,180.2
	同比	79%	-9%	35%	42%	32%	26%	30%	26%	23%	20%	17%	11%	25%
2024年 (悲观)	销量	72.9	47.7	88.3	81.1	85.1	91.1	91.1	95.6	100.4	102.9	108.1	118.9	1,083.1
	同比	79%	-9%	35%	27%	19%	13%	17%	13%	11%	8%	5%	0%	15%

		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	208.9	324.2	356.0	415.7	1,304.8
	同比	32%	50%	41%	31%	38%
2024年 (中性)	销量	208.9	285.8	319.0	366.5	1,180.2
	同比	32%	32%	26%	16%	25%
2024年 (悲观)	销量	208.9	257.2	287.1	329.8	1,083.1
	同比	32%	19%	13%	4%	15%

- ◆ **欧洲4月主流9国合计销量16.43万辆，同环比+13%/-28%，电动车渗透率19.4%，同环比-0.1/-1.2pct。**其中纯电注册10.8万辆，占比66%，占比环比基本持平。乘用车注册84.6万辆，同环比13.0%/-23.3%，电动车渗透率19.4%，同环比-0.1/-1.2pct。主流9国1-4月累计销量67.7万辆，同比+6%，累计渗透率19.7%。偏弱原因：24年4月整体销量下滑。
- ◆ **各国表现出现分化，挪威环比有所恢复，意大利、德国依然偏弱。**挪威4月电动车注册1.02万辆，同环比+25%/+15%，渗透率91%，环比-0.5pct；英国4月电动车注册3.3万辆，同环比+14%/-54%，渗透率24.7%，环比+1.8pct；法国4月电动车注册3.6万辆，同环比+28%/-29%，渗透率24.4%，环比-3.7pct；意大利4月电动车注册0.8万辆，同环比-24%/-30%，渗透率5.6%，环比-1.1pct。

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，%）



◆ **需求疲软叠加补贴退坡影响销量增速，25-26年欧洲车企新平台密集推出。** 24年以欧洲为主的海外需求疲软，且面临特斯拉、中国车企竞争压力，欧洲车企电动化规划回归务实。25-26年为新一轮新车周期，Stellantis率先推新，大众、现代起亚、雷诺日产、宝马及奔驰将于25年推出纯电新平台及新车型，预计推动下游电动化需求恢复。

图：欧洲车企新平台及新车型梳理

车企	平台	推出时间	新车型
大众	PPE平台	2024年	奥迪Q6 e-tron : 中型SUV, 基于PPE平台, 搭载800v, 23年9月发布, 24年上市 奥迪A6 e-tron : 中型轿车, 基于PPE平台, 有望24年发布 保时捷Macan
	MEB+平台	2025年	重点改善了续航里程、充电效率、座舱空间等部分。续航里程升级至700km, 充电功率提升至175-200kw。且在改平台打造2.5万欧元入门级车型。车型包括ID2 all概念车型、ID. GTI概念车
	SSP平台	2026年	覆盖大众的旗下所有品牌和所有级别车型的机电一体化平台架构, 化繁为简, 可将旗下所有电动车差异缩小60%。大众Trinity或为该平台首款车型。
Stellantis	STLA Small	2023年7月	主攻城市通勤车, 电池容量37~82kWh, 续航上限500km水平 标致3008、5008等
	STLA Large	2024年1月	主攻高档轿车, 电池容量87~104kWh, 续航上限700km水平
	STLA Medium		主攻四驱性能车和肌肉车, 电池容量101~118kWh, 续航上限800km水平
	STLA Frame		主攻方向大致是大型勤务车和商用车, 电池容量159~200kWh左右, 续航上限800km水平
现代起亚	起亚	2024年	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, 3-4将于25年在欧洲上市。
	现代IMA	2025年	基于E-GMP升级, 可实现底盘、电池、电机标准化, 新架构将可适用于所有细分市场的纯电动车, 并提高续航里程。在该平台上至2030年推出17款新车型。
雷诺日产	日产	2025年后	23年底, 宣布将在英国桑德兰工厂的EV36Zero中心投资高达30亿英镑生产三款电动汽车 (EV) 和三座电池超级工, 分别是目前最畅销的日产逍逸客、劲客、新一代Leaf的电动版本。
	雷诺	2025年	1) 雷诺 5 E-Tech 电动车: AmpR Small 平台设计的第一款车辆, 起售价2.5万欧元, 25年夏季在法生产; 2) 与大众合作开发价格低于2万欧的廉价电动车; 3) 原计划依托Ampere, 在欧发布7款纯电型, 2024年2月雷诺取消Ampere IPO, 或对进程有所影响。
宝马	新世代车型	2025年下半年	从2025年下半年开始投产新一代车型, 在随后的两年内将有至少6款新一代车型实现量产, 包括一款运动型多功能车 (SAV) 和一款BMW 3系所在细分市场的纯电轿车。 新世代车型将采用宝马的第六代eDrive电力驱动系统和新一代锂离子电芯, 在总体成本降低50%的同时, 实现能量密度提升超过20%、续航里程提升30%、充电速度提升多达30%。
奔驰	MMA	2025年	1) 不同于之前的EVA平台(定制化EV平台), MMA是一个电动优先的平台。该平台车型续航里程可以超750km, 百公里耗电量12kwh; 充电15分钟续航400km等。 2) 基于MMA平台打造, 搭载奔驰MB.OS的车型将具备城市领航的能力。 3) 2023年9月慕尼黑车展上, MMA平台首款车型——CLA级量产概念车全球首发, 量产版本2024年推出 4) 在未来不远的时间内, 全新的MMA平台将诞生出4款车型, 分别是1款四门轿跑车、1款猎跑车、2款SUV

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313万辆，同增8%；乐观下有望达到338万辆，同增17%。**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%+。

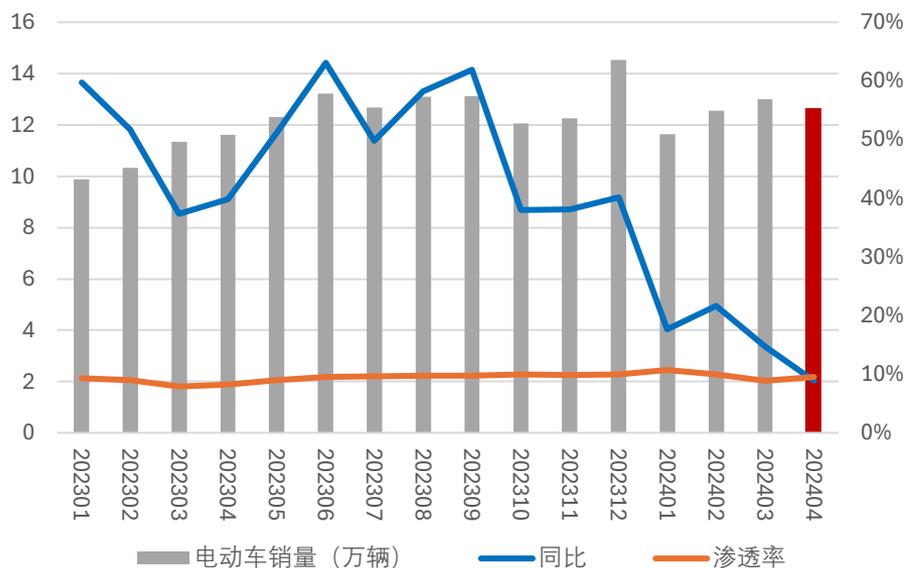
图：欧洲24年销量月度预测（万辆）

		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	19	19	27	23	28	33	25	27	36	29	32	40	338
	同比	26%	7%	-12%	22%	15%	10%	12%	7%	32%	24%	22%	45%	17%
2024年 (中性)	销量	19	19	27	21	25	30	22	25	33	27	29	37	313
	同比	26%	7%	-12%	11%	5%	0%	2%	-3%	20%	13%	11%	31%	8%
2024年 (悲观)	销量	19	19	27	19	23	27	20	22	29	24	26	33	288
	同比	26%	7%	-12%	0%	-6%	-10%	-8%	-13%	8%	1%	0%	18%	0%

		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	65	84	87	102	338
	同比	2%	15%	18%	31%	17%
2024年 (中性)	销量	65	76	80	93	313
	同比	2%	5%	7%	19%	8%
2024年 (悲观)	销量	65	69	72	83	288
	同比	2%	-6%	-4%	7%	0%

- ◆ **4月电动车注册12.6万辆，同比+9%，环比-3%**。其中纯电注册10.1万辆，同比+9%，环比+0%，占比79.7%，插混注册2.6万辆，同比+8%，环比-11%，占比20.3%，插电占比环比下降1.9pct。乘用车注册132.8万辆，同比-5%，环比-8.7%，电动车渗透率9.5%，同环比+1.2/+0.6pct。1-4月美国电动车销49.8万辆，同比增15%。
- ◆ **分车企看，美国特斯拉份额持续下降，而福特、现代起亚、丰田份额提升明显**。4月特斯拉美国销量4.7万，同环比-16.8%/-6.2%，市占率同比下降11.6pct至37.4%；而丰田销量1万辆，同比增116.7%，市占率提升3.9pct；现代、福特份额同比提升3pct左右。

图：美国市场电动车2023-2024年月度销量（万辆）



图：2024年4月美国电动车注册（分车企，辆）

	4月销量	销量同比 (%)	市占率	市占率同比 (pct)
Tesla	47300	-16.8	37.40%	-11.6
Stellantis	13587	30.6	10.70%	1.8
现代起亚	12867	43.9	10.20%	2.5
丰田集团	9860	116.7	7.80%	3.9
福特集团	8923	90.7	7.10%	3
通用集团	5705	11.1	4.50%	0.1
宝马集团	5500	-15.2	4.30%	-1.2
大众集团	4727	2.2	3.70%	-0.2
吉利控股	3780	-5.2	3.00%	-0.4
奔驰	3303	-17.3	2.60%	-0.8

美国：24年销量预计177万辆，同比增长20%

- ◆ 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177万辆，同比增20%；悲观下有望达到164万辆，同比增12%。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	13.0	12.6	15.3	16.8	16.8	17.2	17.8	17.8	18.4	19.3	189.3
	同比	17%	18%	15%	9%	24%	27%	33%	31%	36%	48%	50%	33%	29%
2024年 (中性)	销量	11.6	12.5	13.0	12.6	13.9	15.3	15.3	15.6	16.2	16.2	16.7	17.5	176.6
	同比	17%	18%	15%	9%	13%	16%	21%	19%	24%	35%	36%	21%	20%
2024年 (悲观)	销量	11.6	12.5	13.0	12.6	12.5	13.8	13.8	14.0	14.6	14.6	15.0	15.8	163.9
	同比	17%	18%	15%	9%	2%	4%	9%	7%	11%	21%	23%	9%	12%

		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	37.1	44.8	51.8	55.5	189.3
	同比	16%	20%	33%	43%	29%
2024年 (中性)	销量	37.1	41.8	47.1	50.5	176.6
	同比	16%	13%	21%	30%	20%
2024年 (悲观)	销量	37.1	38.9	42.4	45.4	163.9
	同比	16%	5%	9%	17%	12%

- ◆ **美国能源部发布FEOC最终版指引，对宁德LRS模式基本不影响，同时隔膜基膜、铜箔、溶剂等不再考核，石墨、电解液添加剂等延后考核，利好中国供应商。** 总体看，最终细则与12月初版基本一致，区别在于对“外国政府”的定义更严格，限定范围包括国家、省市级以下级别，并且高层政治人物新增全国人大代表、省级政协委员等，更严格的定义对中国企业进入美国市场的影响是有限的。宁德时代曾毓群全国政协、黄世霖省政协，截止2024年3月31日二者分别持股23.3%、10.6%，但不影响技术授权方式。宁德或其海外子公司技术授权，只要满足被授权方拥有1) 采购权；2) 销售权；3) 运营权；4) 有权观察所有生产细节；5) 使用对生产产生影响的任何知识产权/数据等即可，目前宁德已全面切入美国主流车企，预计26年将开始放量。同时豁免石墨、电解液的锂盐及添加剂等关键矿物质FOEC考察至26年底，且不考核隔膜基膜、未涂炭铜箔、溶剂等，利好中国相关供应商。
- ◆ **韩国政府将为电池供应链提供补贴，预计对国内厂商影响较小。** 外媒报道，韩国将为本土电动汽车电池制造商提供9.7万亿韩元(合71亿美元)的财政援助，以建立符合美国税收减免规则的新供应链，韩国贸易、工业和能源部在5月8日表示，韩国政府还将继续努力确保关键电池材料的供应，以便国内制造商能够通过满足美国《通货膨胀削减法案》(IRA)的要求，从而保持在美国的竞争力。23年韩国在美产能主要为电池产能，此外仅三元正极、湿法隔膜等占据10%左右市场份额，中国供应链仍有绝对统治力，且后续美国建厂持续推进，26年起逐步落地，预计对国内厂商影响较小。

图 IRA细则变化

新版变化	
FEOC定义	“外国政府”定义 包含了国家一级以下的政府 ，即省、市等下一级别的政府也算外国政府，受其持有、控制或管辖权内的企业算FEOC “外国政府”包含高层政治人物，中国包括1) 现任及前任中国中央及地方高级官员、2) 现任及前任中国共产党及下属实体、委员会的高级官员、3) 现任及前任中国共产党中央委员会、中央政治局、全国人大、全国政协、省一级共产党委员会成员、 4) 现任省/地方一级政协委员 ；及上述四类人员的直系亲属
关键矿物及电池组件	石墨及电解液中锂盐、添加剂、粘结剂27年前不考核。 美国财政部联合国税局5月3日发布税收抵免额度指引终稿，新增定义部分矿物为 impracticable-to-trace，包括负极中的石墨、电解液的锂盐和添加剂、粘结剂中含有的关键矿物（如锂、氟、磷、萤石等），以上矿物在2027年1月1日前可免除考察FOEC规定，电池组件本土化考核及FEOC考核不变 电池组件及关键矿物本土化考核范围放宽。 新增“电池材料”，定义为“经处理而非制造的”构成电池组件的部分，包括隔膜基膜、未涂炭的铜箔、电解液中的溶剂等，不考核本土化。关键矿物考核范围不包括PVDF、CMC等粘结剂

政策：美国或对中国出口汽车、电池等增加关税

- ◆ 彭博社、美联社和《华尔街日报》等美媒相继援引消息称，拜登政府最快下周宣布对华加征关税，涉电动汽车、电池和光伏等关键领域，其中对中国电动汽车征收的关税将升至100%。
- ◆ 中国电动车出口美国较少，且基本已市场化，性价比优势有望一定程度对冲潜在的关税提高影响。23年国内新能源乘用车出口美国1.25w辆，整体体量较小，且参考13年光伏双反期间，中国企业持续技术进步和成本下降，且通过东南亚等第设厂，规避限制，目前中国光伏产业在全球已行程稳固的主导地位。而中国电动车企，凭借中国锂电极限制造低成本、智能驾驶快速迭代，在电动化转型中，已明显领先海外车企，可一定程度上对冲潜在的关税提升影响。
- ◆ 美国依然依赖国内供应链，中国供应链陆续推进美国本土化产能建设，看好中国供应链的主导地位。电池端，24年5月国内电池出口关税10.9%（3.4%标准关税+7.5% 301加征关税），但IRA将国内产能设备FEOC实体，已限制动力电池出口，储能端国内企业的铁锂电池具备不可替代性，且性价比远远好于三元电池，可一定程度上对冲潜在的关税提升影响，后续宁德LRS模式产能推进顺利，亿纬、国轩也加速在美产能布局，可规避关税影响。材料端，美国依然依赖中国供应链，当前已放松石墨、基膜、铜箔、溶剂等材料的FEOC考核，后续恩捷、新宙邦、天赐公告在美产能规划，预计25-26年起可逐步投产，规避关税影响。

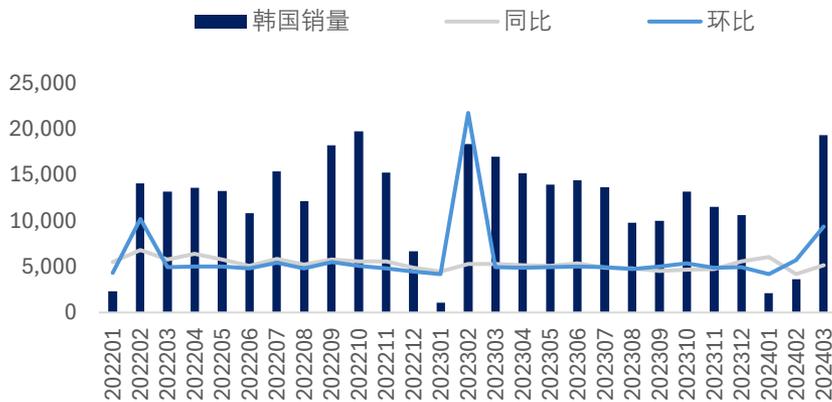
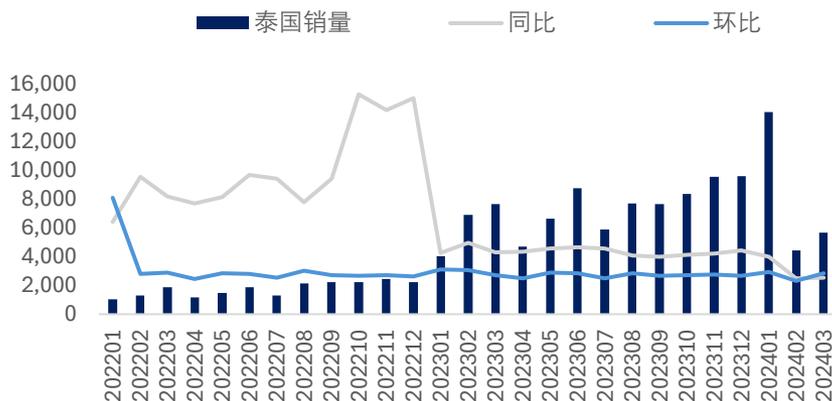
图 美国市场出货占比测算

	公司	24年预计出货量/收入	主要客户	2024年预计	
				美国市场出货/收入预期	占24年预计出货/收入比重
电池	宁德时代	480GWh	特斯拉、现代、福特	40.0GWh	8%
正极	中伟股份	30万吨	LG、SK、特斯拉	2.8万吨	9%
	华友钴业	20万吨	LG	1.8万吨	9%
	容百科技	15万吨	SK、特斯拉	2.1万吨	14%
	当升科技	9万吨	LG、SK、特斯拉	1.5万吨	17%
	湖南裕能	75万吨	宁德时代	2.4万吨	3%
	负极	璞泰来	22万吨	LG	1.5万吨
中科电气		18万吨	SK	0.4万吨	2%
贝特瑞		50万吨	松下、SK	4.8万吨	10%
隔膜		恩捷股份	70亿平	松下、LG、特斯拉	7.0亿平
	星源材质	35亿平	LG	2.0亿平	6%
电解液	新宙邦	18万吨	松下、LG、SK	1.8万吨	10%
	天赐材料	50万吨	LG、SK、特斯拉	3.2万吨	6%
结构件	科达利	140亿元	松下、LG、特斯拉	7.6亿元	5%

其他国家：3月销量同增20%，走势分化较为明显

◆ 其他国家3月销量走势差异明显，韩国涨幅较大，日本、加拿大、泰国环增接近。除中国、美国、欧洲各国以外的其他国家3月共销售8.1万台新能源汽车，同环比+20%/+46%，其中**韩国**销量19300台，同环比+14%/+433%，渗透率18.7%，同环比+4pct/+14pct；**日本**销量14908台，同环比+1%/+21%，渗透率3.54%，同环比+1/+0pct；**加拿大**销量9024台，同环比-1%/+33%，渗透率5.46%，同环比-1pct/0pct；**泰国**销量5663台，同环比-26%/+28%，渗透率9.9%，同环比+1pct/+2pct。

图表 主流国家电动车月度销量 (辆)



其他国家：24年销量预计100万辆，同比增长40%

- ◆ 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100万辆左右，同比增40%。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	5.2	8.1	7.5	8.3	11.2	9.4	10.4	12.9	11.0	12.1	11.5	113.0
	同比	48%	-5%	20%	45%	46%	57%	58%	66%	77%	63%	66%	61%	52%
2024年 (中性)	销量	5.3	5.2	8.1	6.9	7.5	10.2	8.6	9.4	11.8	10.0	11.0	10.4	104.4
	同比	48%	-5%	20%	32%	33%	43%	44%	51%	61%	48%	51%	46%	40%
2024年 (悲观)	销量	5.3	5.2	8.1	5.8	6.4	8.7	7.3	8.0	10.0	8.5	9.3	8.9	91.5
	同比	48%	-5%	20%	12%	13%	21%	22%	28%	37%	26%	28%	24%	23%

		Q1	Q2	Q3	Q4	合计
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	18.6	27.0	32.7	34.6	113.0
	同比	17%	50%	68%	63%	52%
2024年 (中性)	销量	18.6	24.6	29.7	31.4	104.4
	同比	17%	36%	53%	48%	40%
2024年 (悲观)	销量	18.6	20.9	25.3	26.7	91.5
	同比	17%	16%	30%	26%	23%

景气度超预期后，供需格局拐点前置

排产：4-5月排产依然延续3月高景气度

- ◆ 5月排产持平微增，预计6月环比持平微增。3月排产超预期，4月环比持平，5月持平微增，较4月初预期有所下修，但市场已充分反应。6月排产预计环比微增，Q2排产环比增30-40%。

图 主流公司排产情况

	公司	202401	202402	202403	202404	202405	2Q24	2Q环比	2Q同比
正极材料 (吨)	容百	9,500	7,000	10,800	11,500	11,000	34,050	25%	79%
	当升科技	4,000	3,500	4,500	5,000	5,500	16,275	36%	-1%
	振华新材	2,000	1,000	2,500	3,000	3,500	10,175	85%	70%
	长远锂科	5,000	2,800	5,000	6,000	6,000	18,300	43%	22%
	厦钨新能	8,000	7,500	9,000	9,000	8,000	25,400	4%	49%
	龙蟠科技	8,000	7,000	17,000	17,000	17,500	52,000	63%	70%
	湖南裕能	45,000	35,000	56,000	60,000	60,000	180,600	33%	57%
前驱体 (吨)	德方纳米	16,000	15,000	17,000	19,000	20,000	60,000	25%	18%
	中伟股份	22,000	18,000	23,500	21,000	23,000	68,150	7%	10%
电解液 (吨)	格林美	15,500	11,000	16,500	16,500	15,000	47,250	10%	5%
	天赐	31,000	23,000	38,500	36,000	38,000	113,900	23%	22%
负极 (吨)	璞泰来	12,000	11,000	13,000	14,000	15,000	44,750	24%	12%
	中科电气	13,000	12,000	15,500	17,000	17,000	51,850	28%	44%
	尚太科技	12,500	6,800	15,000	18,000	20,000	59,000	72%	79%
	杉杉股份	15,000	10,000	21,000	28,000	29,000	87,450	90%	90%
隔膜 (万平)	恩捷股份	45,000	30,000	50,000	55,000	60,000	178,000	42%	48%
	壹石通	2,000	1,500	2,000	2,000	2,200	6,510	18%	5%
	星源材质	20,000	18,000	27,000	30,000	32,000	95,600	47%	68%
电池 (Gwh)	CATL (给供应商指引)	27	23	34	35	36	109	30%	34%
	国轩 (gwh)	3.40	2.80	5.00	5.50	5.50	17	50%	53%
	亿纬 (gwh)	5.0	3.5	6.0	7.0	7.5	22	54%	72%
	比亚迪 (gwh)	13.0	10.0	15.2	15.0	16.0	48	25%	33%
结构件	科达利(亿)	9.3	5.5	11.0	10.5	10.8	33	27%	24%
铜箔	嘉元科技	3,000	2,500	3,000	4,500	5,000	14,750	74%	9%
	鼎胜新材	9,000	8,000	11,000	13,000	13,000	39,650	42%	32%
添加剂	天奈科技	5,000	3,500	6,500	7,500	7,800	23,490	57%	57%

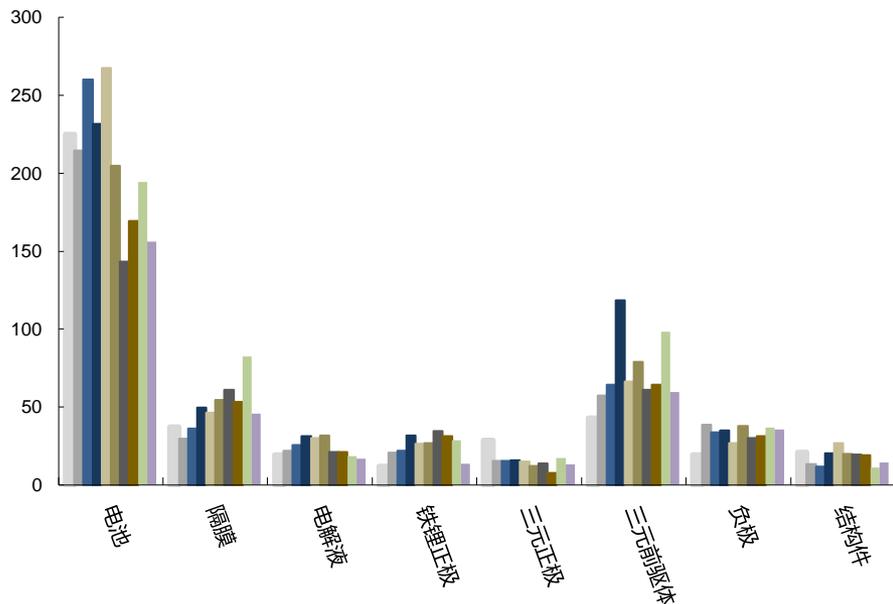
- ◆ 终端需求向好支撑开工恢复，5月部分龙头满产，二线产能利用率50-60%。3月产能利用率普遍在70%-80%，4月各家企业新增5-10pct，龙头恢复至80%-90%，整体持平23Q4。市场乐观情绪弥漫，Q2产能利用率预计进一步提升。且行业扩产停止，25年供需格局确定性恢复。

图 主流公司产能利用率情况

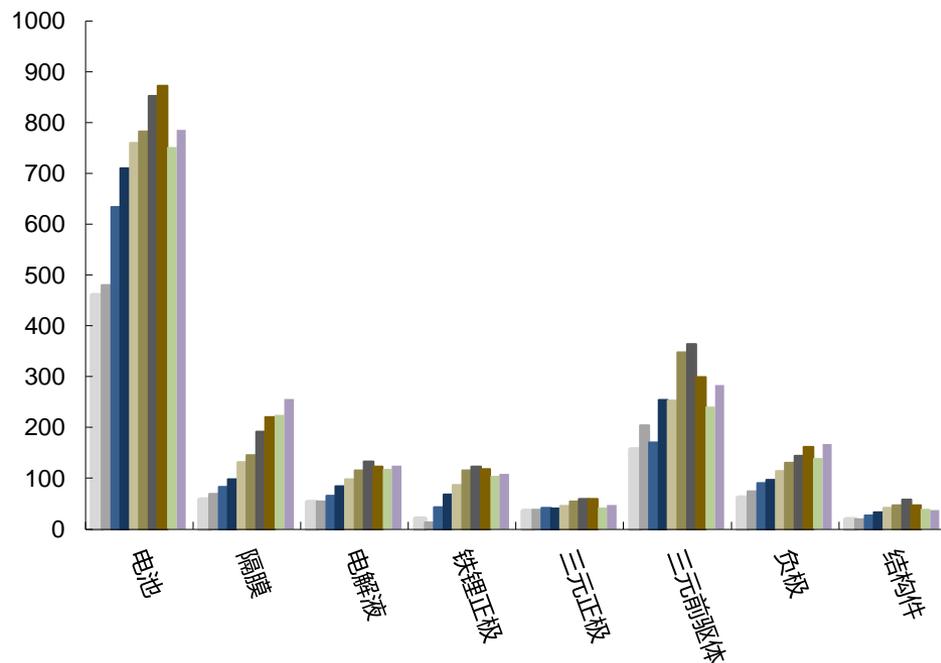
	单位	23Q4产能利用率	24.01-02产能利用率	3月产能利用率	4月产能利用率	23年产能利用率	24年产量	24年产能利用率
电池	宁德时代	gwh	81%	50%	70%	77%	480	80%
	比亚迪	gwh	72%	46%	61%	64%	240	80%
	亿纬锂能	gwh	70%	43%	60%	65%	80	67%
	中创新航	gwh	70%	43%	67%	73%	70	78%
	国轩高科	gwh	62%	35%	62%	68%	65	65%
正极	当升科技	万吨	83%	43%	77%	86%	7.5	107%
	容百科技	万吨	45%	36%	48%	53%	13	48%
	德方纳米	万吨	57%	63%	77%	81%	25	56%
	湖南裕能	万吨	86%	60%	92%	100%	70	100%
负极	璞泰来	万吨	72%	55%	62%	72%	22	63%
	尚太科技	万吨	72%	64%	87%	93%	20	111%
	贝特瑞	万吨	83%	63%	79%	84%	46	92%
	中科电气	万吨	88%	68%	73%	89%	21	84%
隔膜	恩捷股份	亿平	71%	50%	67%	73%	70	70%
	星源材质	亿平	80%	51%	75%	80%	37	82%
	中材科技	亿平	80%	44%	60%	66%		0%
电解液	天赐材料	万吨	82%	52%	52%	57%	52	84%
	新宙邦	万吨	64%	46%	48%	48%	18	51%
	多氟多	万吨	62%		74%	83%	5	71%
其他	科达利	亿元	67%	54%	75%	79%	130	72%

- ◆ 中游各环节近两季度资本开支已显著放缓，2H24起新增有效产能将明显减少。其中电池、电解液、铁锂等下滑明显，隔膜及负极同环比略降，三元正极同比微增。
- ◆ 新增在建工程增速放缓，且部分公司23年末集中转固一部分，总体体量有所下降。其中电池、六氟、铁锂、三元、前驱体、结构件在建工程已较高点下降，隔膜、负极在建工程规模仍有所提升。

图：各环节21Q4-24Q1资本开支变化（亿元）

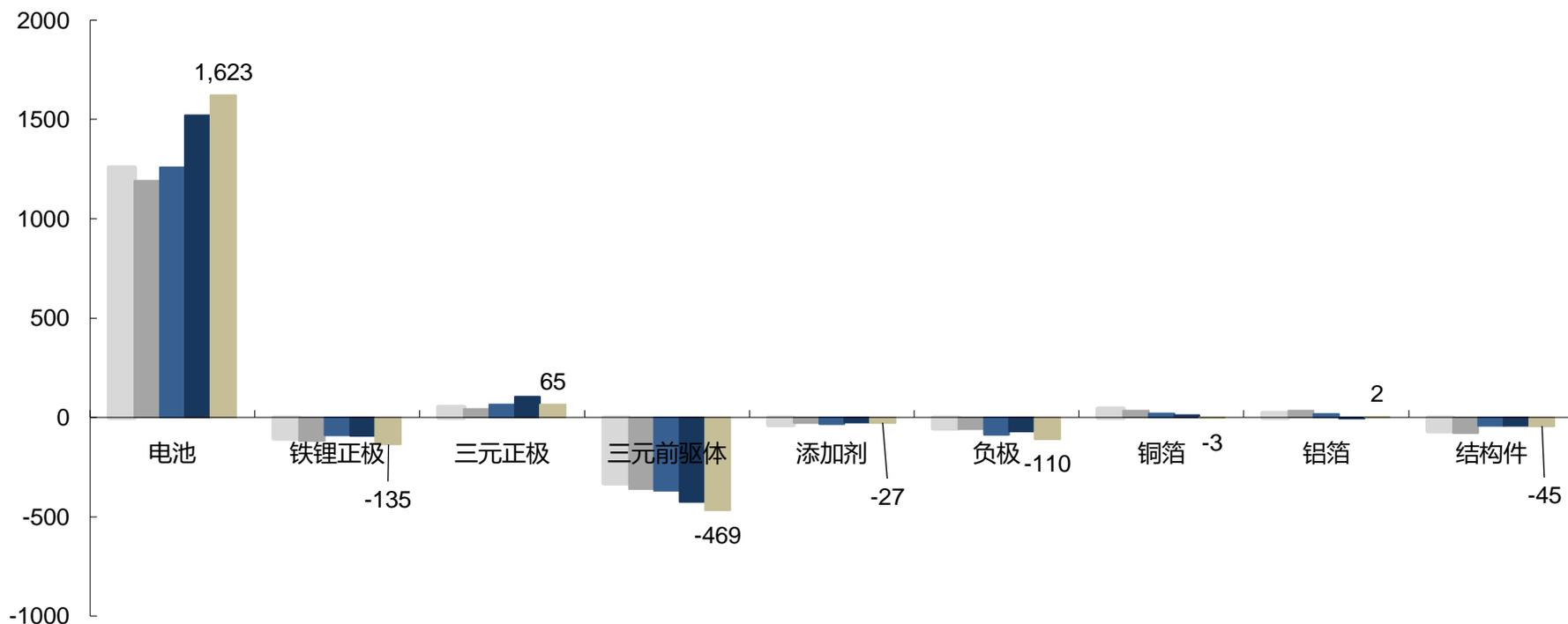


图：各环节21Q4-24Q1在建工程变化（亿元）



- ◆ 中游环节中仅电池环节现金流情况良好，大部分环节公司无息在手现金为负，后续扩产能力较弱。其中仅电池环节无息在手现金持续创新高，主要系宁德时代现金流良好所致，此外三元正极、铝箔在24Q1无息在手现金为正，但整体体量较小，此外铁锂、三元前驱体、添加剂、负极、结构件等23年以来无息现金持续为负，中游环节后续扩产能力较弱。

图：各环节23Q1-24Q1无息在手现金变化（亿元）



产能：工信部发文规范锂电行业，加速行业产能出清

- ◆ **工信部公开征求对锂电池行业规范条件及公告管理办法(征求意见稿)的意见**，引导企业减少单纯扩大产能的制造项目，加强技术创新、提高产品质量、降低生产成本。
- ◆ **3%研发费用率+50%产能利用率要求不变，新增环保、碳足迹、安全管理等要求，当前市场环境下更具备指导意义**。本次意见稿对电池产品性能要求不高，重点对企业的研发费用率($\geq 3\%$)和产能利用率($\geq 50\%$)提出要求，目的为淘汰技术落后或产能利用率低的尾部厂商，有利于加速行业产能出清，供需拐点或前置。

类别	2024版要求	2021版要求
生产经营和工艺水平		
研发投入比例	研发及工艺改进的费用不低于主营业务收入的3%，主要产品具有技术发明专利	研发经费不低于当年企业主营业务收入的3%，主要产品具有技术发明专利
杂质控制	正负极材料企业应具有有害杂质的控制能力，控制精度达到或优于10ppb	正负极材料企业应具有有害杂质的控制能力，控制精度不低于10ppb
安全防护	应具有电池组保护装置功能在线检测能力和静电防护能力。电池管理系统应具有防止过充、短路、过放等安全保护功能	应具有电池组保护板功能在线检测能力
产品性能		
消费型锂电池	单体电池能量密度 $\geq 260\text{Wh/kg}$ ，电池组能量密度 $\geq 200\text{Wh/kg}$ ，聚合物单体电池体积能量密度 $\geq 650\text{Wh/L}$ 。单体电池和电池组循环寿命 ≥ 800 次且容量保持率 $\geq 80\%$	单体电池能量密度 $\geq 230\text{Wh/kg}$ ，电池组能量密度 $\geq 180\text{Wh/kg}$ ，聚合物单体电池体积能量密度 $\geq 500\text{Wh/L}$ 。循环寿命 ≥ 500 次且容量保持率 $\geq 80\%$
动力型锂电池	1.小动力型锂电池：单体电池能量密度 $\geq 140\text{Wh/kg}$ ，电池组能量密度 $\geq 110\text{Wh/kg}$ 。单体电池循环寿命1000次且容量保持率 $\geq 70\%$ ，电池组循环寿命800次且容量保持率 $\geq 70\%$ 。 2.大动力型锂电池：又分为能量型和功率型其中，使用三元材料（镍钴锰酸锂）的能量型单体电池能量密度 $\geq 230\text{Wh/kg}$ ，电池组能量密度 $\geq 165\text{Wh/kg}$ ；使用磷酸铁锂等其他材料的能量型单体电池能量密度 $\geq 165\text{Wh/kg}$ ，电池组能量密度 $\geq 120\text{Wh/kg}$ 。功率型单体电池功率密度 $\geq 1500\text{W/kg}$ ，电池组功率密度 $\geq 1200\text{W/kg}$ 。单体电池循环寿命 ≥ 1500 次且容量保持率 $\geq 80\%$ ，电池组循环寿命 ≥ 1000 次且容量保持率 $\geq 80\%$	分为能量型和功率型： ①使用三元材料的能量型单体电池能量密度 $\geq 210\text{Wh/kg}$ ，电池组能量密度 $\geq 150\text{Wh/kg}$ ；其他能量型单体电池能量密度 $\geq 160\text{Wh/kg}$ ，电池组能量密度 $\geq 115\text{Wh/kg}$ ； ②功率型单体电池功率密度 $\geq 500\text{W/kg}$ ，电池组功率密度 $\geq 350\text{W/kg}$ 。循环寿命 ≥ 1000 次且容量保持率 $\geq 80\%$
储能型锂电池	单体电池能量密度 $\geq 155\text{Wh/kg}$ ，电池组能量密度 $\geq 110\text{Wh/kg}$ 。单体电池循环寿命 ≥ 6000 次且容量保持率 $\geq 80\%$	单体电池能量密度 $\geq 145\text{Wh/kg}$ ，电池组能量密度 $\geq 100\text{Wh/kg}$ 。循环寿命 ≥ 5000 次且容量保持率 $\geq 80\%$
正极材料	磷酸铁锂比容量 $\geq 155\text{mAh/g}$ ，三元材料比容量 $\geq 180\text{mAh/g}$ ，钴酸锂比容量 $\geq 165\text{mAh/g}$	磷酸铁锂比容量 $\geq 145\text{Ah/kg}$ ，三元材料比容量 $\geq 165\text{Ah/kg}$ ，钴酸锂 $\geq 160\text{Ah/kg}$
负极材料	碳（石墨）比容量 $\geq 340\text{mAh/g}$ ，无定形碳比容量 $\geq 280\text{mAh/g}$ ，硅碳比容量 $\geq 480\text{mAh/g}$	碳（石墨）比容量 $\geq 335\text{Ah/kg}$ ，无定形碳比容量 $\geq 250\text{Ah/kg}$ ，硅碳 $\geq 420\text{Ah/kg}$
隔膜	1.干法单向拉伸：纵向拉伸强度 $\geq 120\text{Mpa}$ ；2.干法双向拉伸：纵向拉伸强度 $\geq 110\text{Mpa}$ ；3.湿法双向拉伸：纵向拉伸强度 $\geq 110\text{MPa}$ ，横向拉伸强度 $\geq 90\text{MPa}$	1.干法单向拉伸：纵向拉伸强度 $\geq 110\text{MPa}$ ；2.干法双向拉伸：纵向拉伸强度 $\geq 100\text{MPa}$ ；3.湿法双向拉伸：纵向拉伸强度 $\geq 100\text{MPa}$ ，横向拉伸强度 $\geq 60\text{MPa}$
安全和质量管理		
安全标准	强制性标准包括但不限于：GB 31241、GB 38031、GB 40165、GB 40559、GB 43854、《电能存储系统用锂离子电池和电池组安全要求》等	锂离子电池产品的安全应符合 GB 31241、GB 40165、GB 38031 等强制性标准要求
质量监管	企业应建立质量管理体系。质量管理体系至少包括质量方面的控制流程、防止和发现内外短路故障的控制程序、试验数据和质量记录等内容	无
溯源体系	企业应依据有关政策及标准，对锂电池产品开展编码并建立全生命周期溯源体系，加强生产者责任延伸，鼓励企业应用主动溯源技术	无
资源综合利用和生态环境保护		
能耗	锂电池生产企业单位产品综合能耗 $\leq 400\text{kgce/万Ah}$ ，正极材料生产企业单位产品综合能耗 $\leq 1400\text{kgce/t}$ ；负极材料生产企业单位产品综合能耗 $\leq 3000\text{kgce/t}$ 。隔膜生产企业单位产品综合能耗 $\leq 750\text{kgce/万m}^2$ 。电解液生产企业单位产品综合能耗 $\leq 50\text{kgce/t}$	锂离子电池企业综合能耗 $\leq 400\text{kgce/万Ah}$
碳足迹	企业应依据有关政策及标准，开展锂电池碳足迹核算。鼓励企业在产品研发阶段增加资源回收和综合利用设计，加强锂电池生产、销售、使用、综合利用等全生命周期资源综合管理	无

扩产：新增供给减少，供需格局拐点前置

- ◆ 由于24年锂电行业扩产放缓，25年锂电池新增供给增速15-20%，对应25年产能利用率将从24年的70%+，恢复至80%左右。

图 主流公司产能利用率情况

		2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
电池	供给 (gwh)	365	495	962	1481	1864	2241
	需求 (动力+储能, gwh)	208	456	810	1060	1348	1764
	产能利用率	57%	92%	84%	72%	72%	79%
三元正极	供给 (万吨)	49.8	76.3	115.9	129.1	152.1	177.1
	需求 (万吨)	41.4	68.1	85.5	92.2	109.6	135.8
	产能利用率	83%	89%	74%	71%	72%	77%
负极	供给 (万吨)	56.5	77.1	111.1	182.2	228.3	269.9
	需求 (万吨)	39.9	69.4	106.8	135.4	167.9	214.1
	产能利用率	71%	90%	96%	74%	74%	79%
铁锂正极	供给 (万吨)	24.7	43.1	114.6	191.8	264.4	307.2
	需求 (万吨)	12.1	37.1	94.6	141.9	192.3	254.6
	产能利用率	49%	86%	83%	74%	73%	83%
隔膜	供给 (万吨)	78.9	110.3	176.5	256.3	342.7	419.6
	需求 (万吨)	57.8	103.0	159.9	209.6	264.9	337.1
	产能利用率	73%	93%	91%	82%	77%	80%
六氟磷酸锂	供给 (万吨)	6.0	8.8	14.5	23.4	26.9	30.5
	需求 (万吨)	4.7	8.1	12.5	15.0	19.5	25.5
	产能利用率	78%	92%	86%	64%	72%	84%

盈利：Q1基本触底，24H2-25年盈利反转可期

◆ Q1电池、结构件单位盈利相对稳定，铁锂、电解液及负极龙一微利、二线亏损，后续下降空间有限。中游材料价格连续调整7个季度，铁锂、电解液六氟、负极、铜箔及部分辅材接近全行业亏损，盈利基本触底，三元正极、前驱体盈利下行。电池、结构件龙头依托客户结构、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	2021A	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
电池	宁德时代	元/Wh	0.08	0.00	0.07	0.07	0.11	0.07	0.08	0.08	0.12	0.10
	亿纬锂能	元/Wh	0.03	0.00	0.02	0.04	0.06	0.03	0.02	0.04	0.03	0.02
	国轩高科	元/Wh	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	-0.03	-0.20	0.01	-0.01	-0.22	-0.10	-0.12	-0.15	-0.05	-0.05
	派能科技	元/Wh	0.21	0.25	0.31	0.42	0.51	0.51	0.65	-0.01	-0.56	0.05
三元前驱体	中伟股份	万元/吨	0.52	0.41	0.53	0.52	0.60	0.45	0.55	0.70	0.75	0.55
	当升科技	万元/吨	1.43	2.30	3.90	3.92	3.52	2.90	3.95	3.00	2.50	1.00
三元正极	容百科技	万元/吨	1.65	1.60	2.45	0.73	1.40	1.20	0.36	0.80	0.50	-0.14
	振华新材	万元/吨	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
	德方纳米	万元/吨	0.91	2.15	1.50	1.10	1.15	-2.11	-0.76	0.07	-1.30	-0.48
磷酸铁锂	湖南裕能	万元/吨	0.98	2.01	1.12	0.44	0.81	0.28	0.83	0.20	0.05	0.10
	万润新能	万元/吨	0.85	2.28	1.54	0.93	0.50	-0.14	-1.96	-0.22	-1.20	-0.40
	璞泰来	万元/吨	1.14	1.27	1.30	1.30	0.90	0.85	0.35	-0.55	-0.40	0.00
负极	中科电气	万元/吨	0.53	0.59	0.47	0.51	-0.20	-0.50	0.07	0.20	0.25	0.05
	尚太科技	万元/吨	0.81	1.40	1.40	1.20	0.95	0.95	0.60	0.40	0.35	0.43
	恩捷股份	元/平	0.85	0.77	0.90	0.90	0.70	0.60	0.60	0.50	0.30	0.13
隔膜	星源材质	元/平	0.28	0.48	0.55	0.47	0.43	0.40	0.30	0.33	0.05	0.15
	天赐材料	万元/吨	1.44	1.85	1.80	1.27	1.05	0.75	0.65	0.40	0.30	0.11
电解液	新宙邦	万元/吨	0.97	1.65	1.50	0.85	0.40	0.20	0.12	0.10	0.07	0.00
	嘉元科技	万元/吨	2.98	1.83	1.10	1.04	0.55	0.30	-0.20	0.00	0.00	0.00
铜箔	诺德股份	万元/吨	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	0.62	0.60	0.65	0.65	0.65	0.50	0.40	0.35	0.30
导电剂	天奈科技	万元/吨	0.79	0.90	0.88	0.90	0.80	0.30	0.30	0.40	0.41	0.30
勃姆石	壹石通	万元/吨	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	12%	11%	10%	10%	11%	11%	10%	10%	12%	12%
包覆材料	信德新材	万元/吨	0.67	0.53	0.50	0.50	0.50	0.30	-0.1	0.2	-0.15	-0.1

上游：碳酸锂窄幅震荡，需求有所支撑

- ◆ **4月中旬起锂价在11.1万元左右窄幅震荡。** 锂价4月初反弹至11.3万元，后小幅回落至11.1万元，24年5月在11.1万元附近窄幅震荡。5月8日，雅保举行100吨电碳售卖招标，最终结果为11.1万元（含税）。
- ◆ **5月碳酸锂产量预计环增14%，进口量环增30%+，江西地区复产节奏明显，供给过剩量或加剧。** 供给方面，4月碳酸锂产量约5.25万吨（冶炼+回收），环增23%，5月产量约6.01万吨，环增14%。智利4月出口至中国碳酸锂约2.3万吨，环增42%，由于海运到港时间约36-47天左右，鑫椴预计5月碳酸锂进口量将达2.5万吨，环增30%+。另外，中央环保督导组5月8日二次进场江西，为期1个月，由于5月江西地区复产节奏明显，预计督查对产量影响较小。需求方面，5月磷酸铁锂需求较好，三元订单出现回落，或将使得国内的供应过剩量有所加剧，但锂盐企业挺价意愿强烈，预期短期内锂盐价格将持续震荡。

图 锂价格趋势图 (万元/吨)

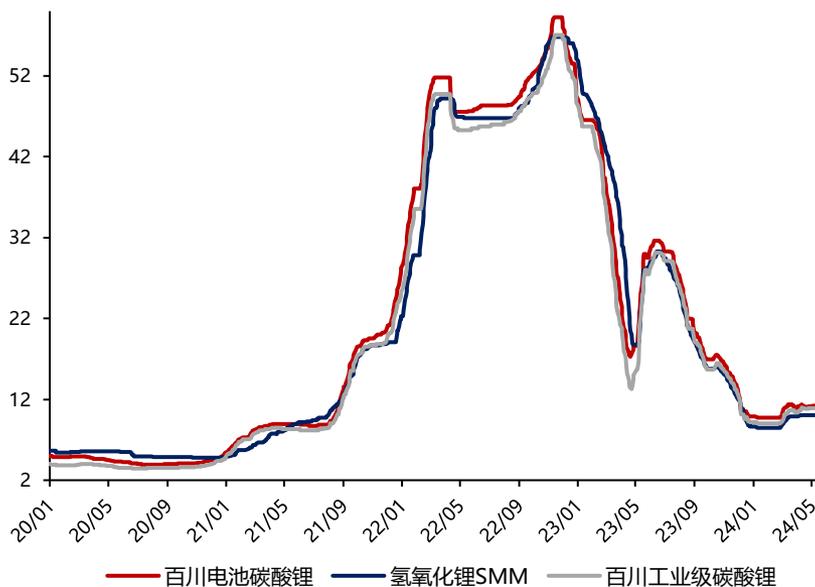
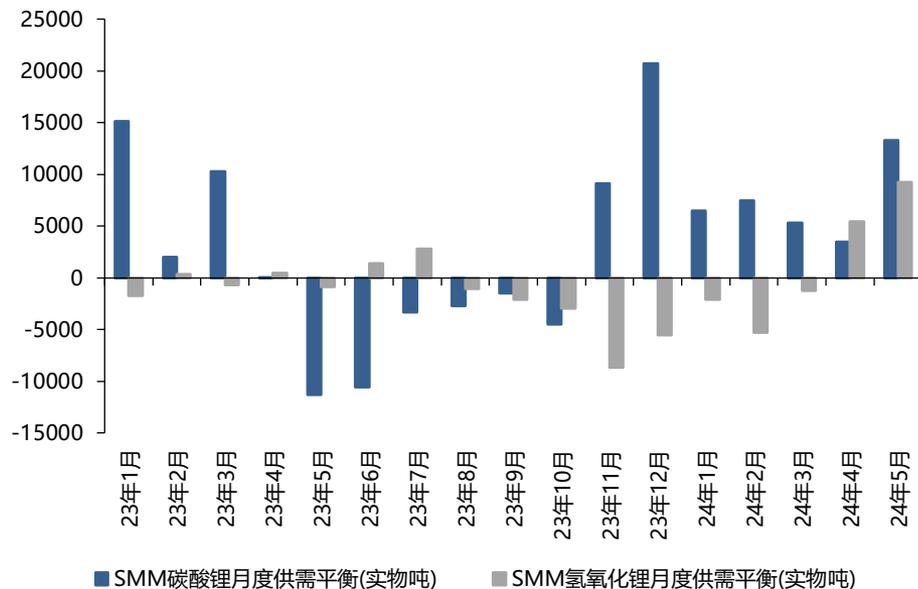


图 中国碳酸锂和氢氧化锂月度供需平衡 (供-需)



- ◆ **产销量：除Pilgangoora外，其余澳矿Q1销量基本均环比下降。** Pilgangoora Q1产销量环增2%/3%，其中3月矿石供应问题得到改善，产量超8万吨创历史新高。Marion产能持续爬坡，Q1产量环增9%，由于装运时间原因，销量环减12%，4月4日装运一批4.4万吨货物。Greenbushes受分销需求影响，Q1产销量环减22%/34%；Finniss露天矿于1月起暂停采矿，对矿石库存进行加工，Q1产销量环减14%/67%，部分于4月装运。
- ◆ **价格：Q1澳矿价格均环比下降，Greenbushes降幅最大。** Greenbushes于1月起改为M-1定价机制，降幅最明显，环减66%；Pilgangoora环减28%，Finniss环减54%，Marion价格稳定，仅环减1%。
- ◆ **成本：Finniss由于停止采矿，FOB成本下降明显，其余除Marion之外，成本均出现提升。** Finniss Q1单位运营成本环减51%，主要由于上一季度产生3220万澳元采矿成本，Q1停止采矿减少采矿成本。Marion由于工厂产能利用率提升，FOB成本环减10%。Pilgangoora由于Q1使用临时移动矿石分拣设备，导致FOB成本环增6%，Q2开始运行P680矿石分拣设施，成本将下降50澳元/吨。

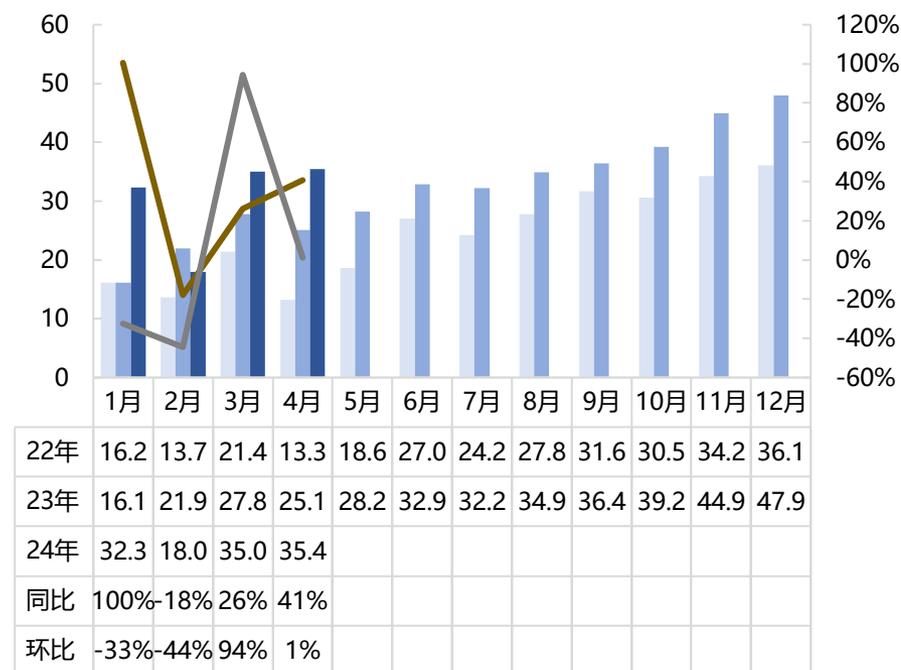
图表：24Q1产销量及价格成本

	产量 (万吨)	环比	销量 (万吨)	环比	CIF价格 (美元, SC6)	环比	FOB成本 (澳元, SC6)	环比	CIF成本 (澳元, SC6)	环比
Greenbushes	28	-22%	18.3	-34%	1034 (FOB)	-66%	386	8%	454	-26%
Pilgangoora	17.9	2%	16.51	3%	927	-28%	764	6%	893	-2%
Marion	18.2	9%	15.2	-12%	1048	-1%	760	-10%	-	-
Wodgina	9.8	-15%	12.9	-10%	1028	-	984	12%	-	-
Bald	3	-	2.6	-	1016	-	-	-	-	-
Finniss	2.49	-14%	1.02	-67%	810 (FOB)	-54%	1205	-51%	-	-

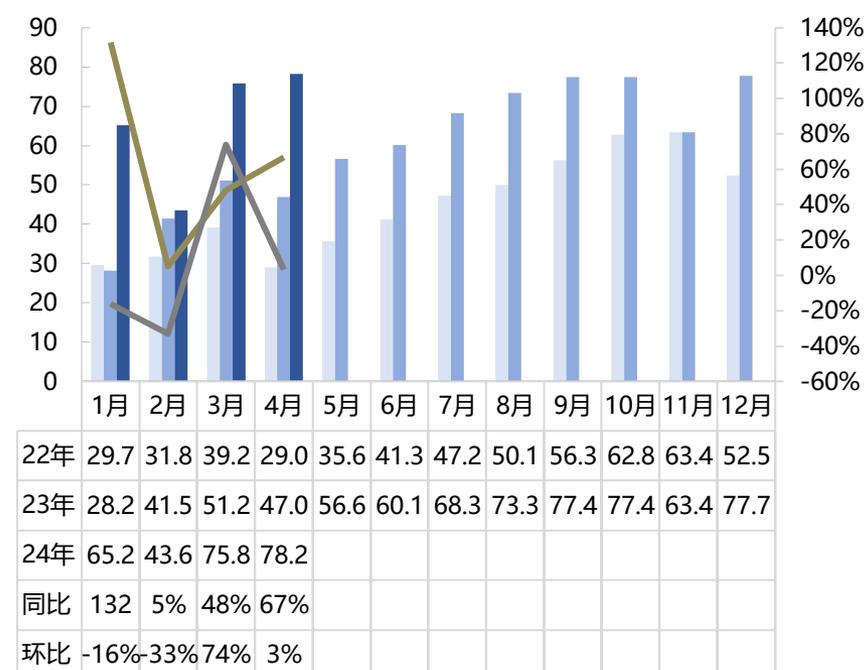
电池：行业龙头份额稳定，盈利优势维持

- ◆ **4月国内装机电量35.4GWh，同增41%，铁锂占比72%，环比增4pct。** 24年4月国内动力电池装机35.4GWh，同环比+41/+1%。装机结构看，三元装机9.9GWh，同环比+24/-12%，占比28%；铁锂装机25.5GWh，同环比+49/+8%，占比72%，环比增4pct。1-4月累计装机电量120.6GWh，同增33%；其中三元40.8GWh，同比+41%，占比34%；铁锂79.8GWh，同比+29%，占比66%。
- ◆ **4月国内动力电池产量78.2GWh，同增67%，铁锂占比71%，环比+3pct。** 24年4月动力电池产量78.2GWh，同环比+67/+3.2%，其中三元22.7GWh，同环比+30/-6.5%，铁锂55.4GWh，同环比+76/+8%，占比71%，环比+3pct。1-4月累计产量达262.8GWh，同比+41%；其中三元84.4GWh，同比+35%，占比32%；铁锂177.8GWh，同比+43%，占比68%，同比+2pct。

图表：国内电动车月度电池装机量 (GWh)

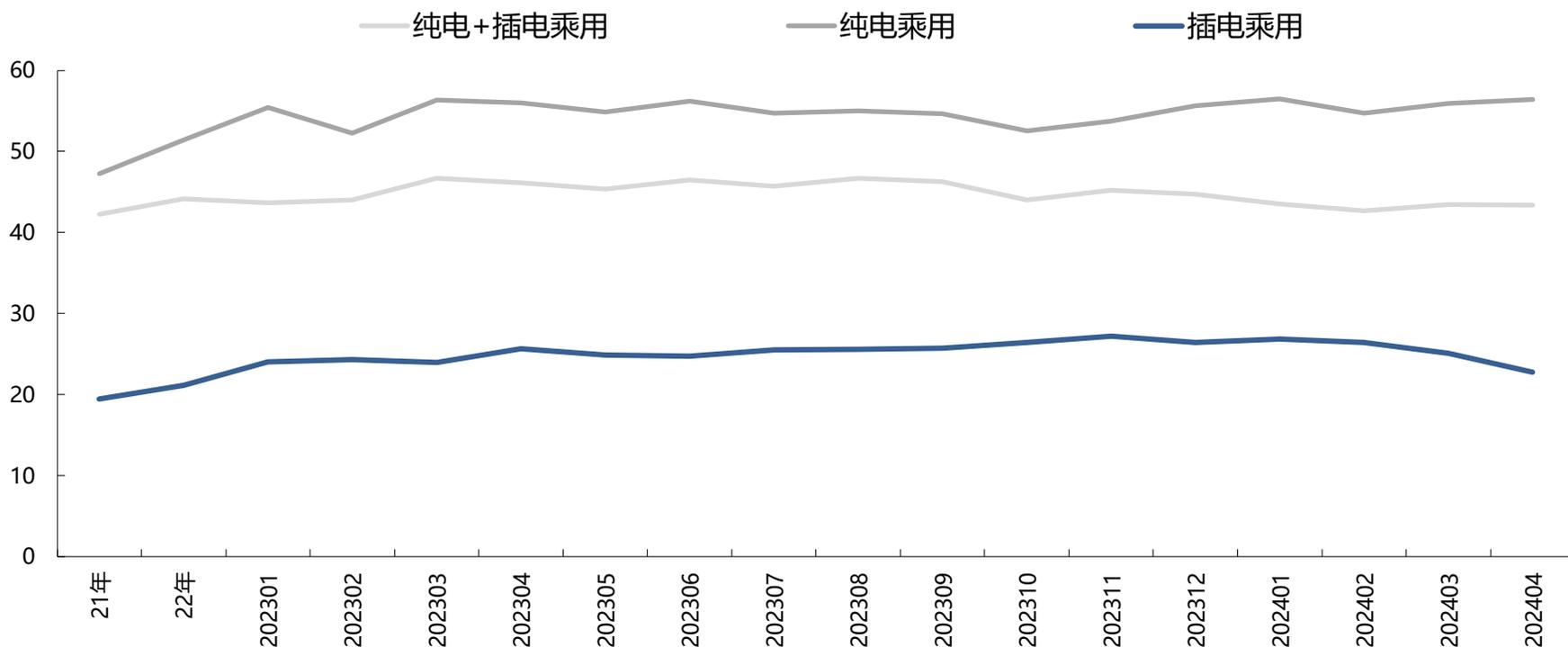


图表：国内电动车月度电池产量 (GWh)



- ◆ 4月国内纯电+插电乘用车平均带电量43.4kwh，同比-6.0%，环比-0.2%。4月纯电乘用车平均带电量为56.4kwh，同比+0.7%，环比+0.9%，插电乘用车平均带电量为22.8kwh，同比-11.2%，环比-9.2%。
- ◆ 24年1-4月国内纯电+插电乘用车累计平均带电量43.7kWh，同比-6%。24年1-4月纯电乘用车累计平均带电量为56.0kwh，同比+1.6%，插电乘用车平均带电量为25.1kwh，同比+2.3%，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 21年-24年4月分月度车型平均电量 (kwh/辆)

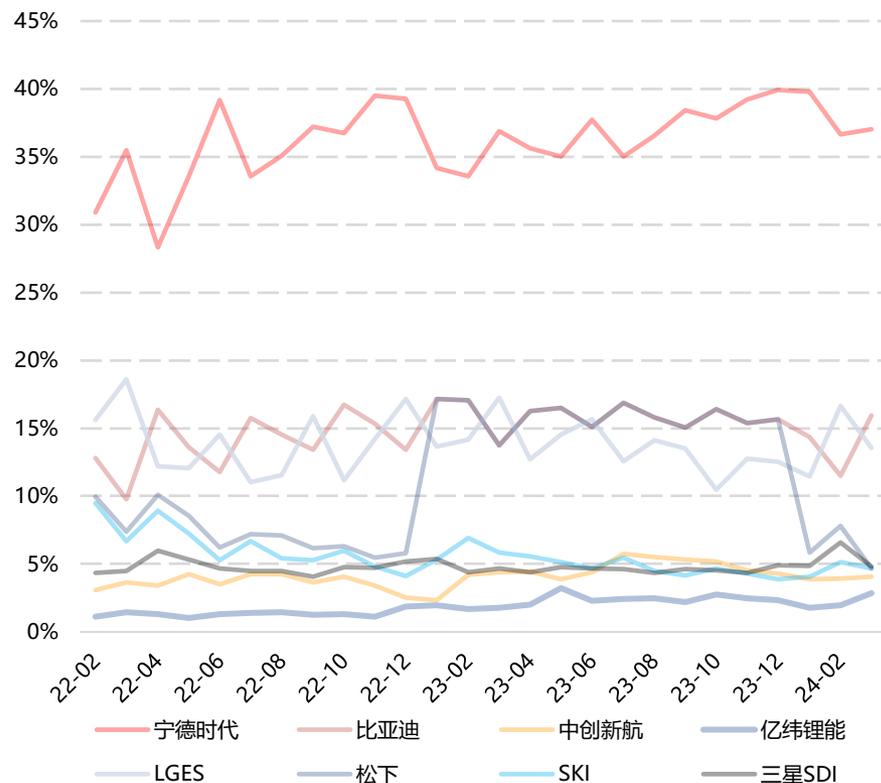


◆ **宁德时代3月装机份额37%，同环比+0.15/+0.4pct，龙头地位稳固。** 24年3月全球装机总量66.4GWh，其中宁德时代实现装机24.6GWh，市占率37%，同环比+0.15/+0.4pct，24年1-3月累计市占率37.8%，同比+2.7pct，龙头地位稳固；比亚迪位列第二，实现装机10.6GWh，市占率16%，同环比+2.2/-3.1pct，24年1-3月累计市占率14.3%，同比-1.7pct；LG新能源位列第三，实现装机9.0GWh，市占率13.6%，同环比-3.7/+4.5pct，24年1-3月累计市占率13.7%，同比-1.3pct。24年看，随着宁德时代返利锁量、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3月	占比	环比 (pct)	24年累计	占比	同比 (pct)
1	宁德时代	24.6	37.0%	0.4	60.1	37.8%	2.7
2	比亚迪	10.6	16.0%	-3.1	22.7	14.3%	-1.7
3	LG新能源	9.0	13.6%	4.5	21.7	13.7%	-1.3
4	三星SDI	3.2	4.8%	-1.8	8.4	5.3%	0.5
5	松下	3.1	4.7%	-3.2	9.3	5.9%	-2.3
6	SKI	3.1	4.7%	-0.5	7.3	4.6%	-1.5
7	中创新航	2.7	4.1%	0.2	6.3	4.0%	0.1
8	亿纬锂能	1.9	2.9%	0.9	3.6	2.3%	0.5
9	国轩高科	1.6	2.4%	1.4	3.4	2.1%	0.0
10	蜂巢能源	1.1	1.7%	0.4	2.7	1.7%	1.0
前十总量		60.9	91.7%	-0.9	145.5	91.6%	-1.9
其他		5.5	8.3%	0.9	13.3	8.4%	1.9
全球总量		66.4	100.0%	-	158.8	100.0%	-

图表：动力电池厂商全球市占率

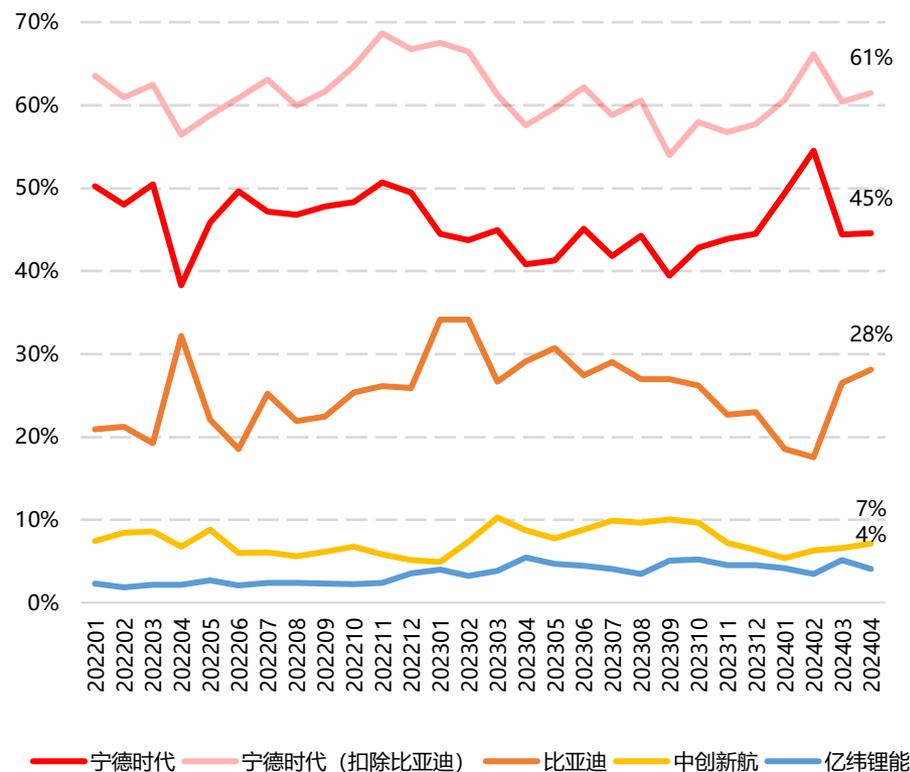


◆ **宁德时代4月装机份额44.7%，同环比+3.8/-0.2pct。**4月国内装机总量35.5GWh，其中宁德时代实现装机15.7GWh，市占率44.7%，环比-0.2pct，比亚迪仍位列第二，实现装机10.0GWh，市占率28.4%，环比+1.6pct，份额继续上升。中创新航仍位列第三，实现装机2.5GWh，市占率7.2%，环比+0.6pct。**宁德时代1-4月累计装机达57.0GWh，同比+44%，市占率47%，同比+3.8pct；**比亚迪位列第二，累计装机28.4GWh，同比+2%，市占率23.5%，同比-6.9pct，受到一定销量影响。

图表：动力电池厂商国内装机量 (GWh, 不含出口)

Top10	简写	24年4月	占比	环比 (pct)	24年累计	占比	同比 (pct)
1	宁德时代	15.7	44.7%	-0.2	57.0	47.2%	3.8
2	比亚迪	10.0	28.4%	1.6	28.4	23.5%	-6.9
3	中创新航	2.5	7.2%	0.6	7.7	6.4%	-1.8
4	亿纬锂能	1.4	4.1%	-1.1	5.2	4.3%	0.2
5	国轩高科	1.3	3.7%	0.7	4.4	3.7%	-0.5
6	蜂巢能源	1.1	3.1%	0.2	4.0	3.3%	2.0
7	欣旺达	1.0	2.9%	0.0	3.5	2.9%	0.4
8	正力新能	0.4	1.3%	0.0	1.5	1.2%	1.0
9	LG新能源	0.4	1.1%	-0.2	2.1	1.7%	-0.2
10	瑞浦兰钧	0.4	1.1%	-0.5	2.0	1.7%	1.2
前十总量		34.2	97.5%	0.7	115.8	96.0%	-1.0
其他		1.3	2.5%	-0.7	4.8	4.0%	1
国内总量		35.5	100.0%	-	120.6	100.0%	-

图表：动力电池厂商国内市占率 (不含出口)



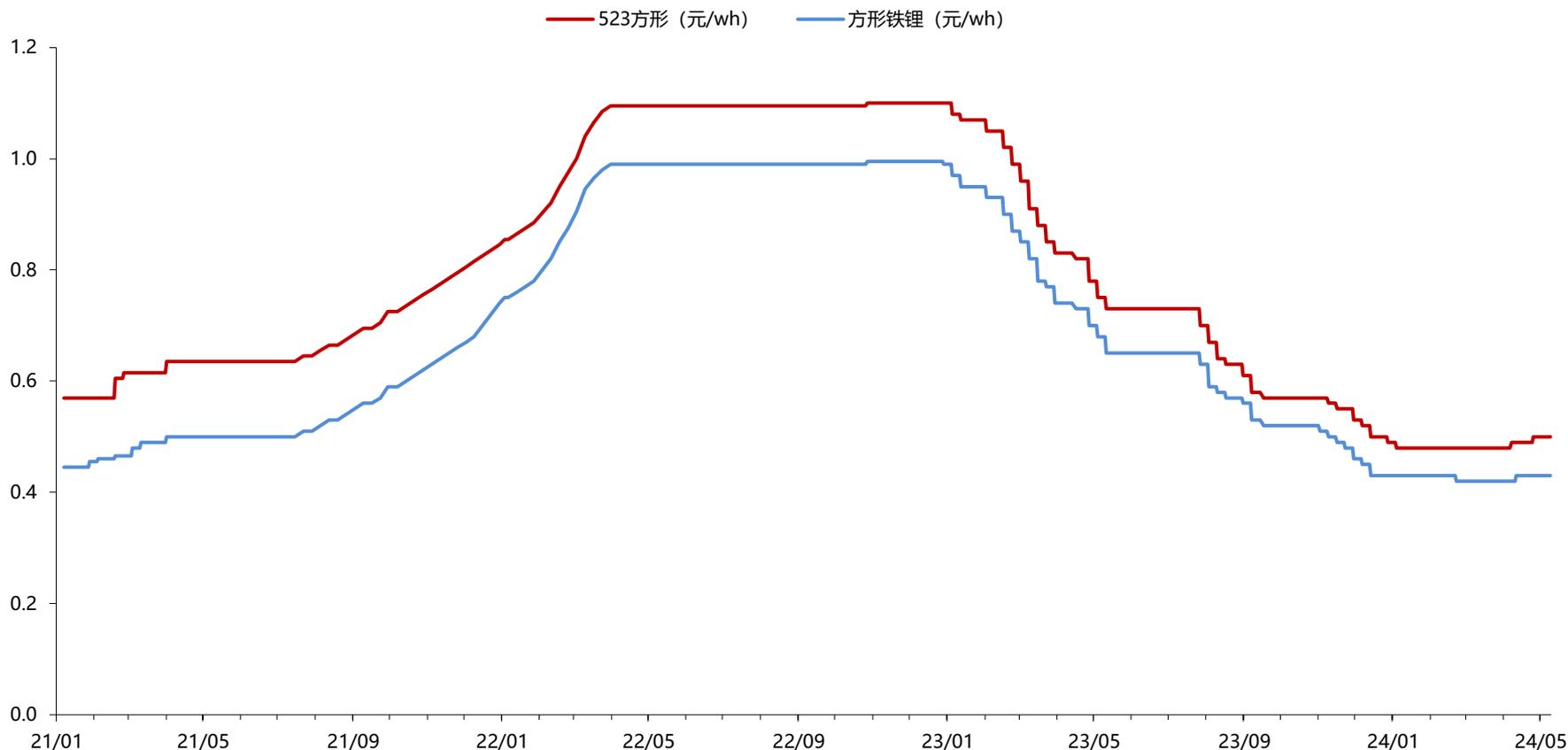
- ◆ **宁德时代1-3月配套份额稳定，在主流车企中优势明显。**分车企类型来看，**特斯拉**24年3月搭载宁德时代装机量3.3GWh，占比87.3%，环比+7.2pct，24年1-3月累计装机量7GWh，累计占比83.4%，较23年全年同比+2.8pct；**自主车企中**，24年1-3月，吉利汽车、长安汽车、上海汽车、金康汽车搭载宁德时代装机量累计占比分别为55.8%、71.4%、89.9%、99.9%，较23年全年同比-12.5pct、+7.3pct、-8.5pct、+0.02pct；**新势力中**，**理想汽车**搭载宁德装机量24年3月达1.4GWh，占比达84%，环比-6.2pct，24年1-3月累计占比88.8%，较23年全年同比-8.8pct，**蔚来汽车**搭载宁德时代装机量24年3月达0.65GWh，占比54.8%，环比-29.6pct，24年1-3月累计占比72%，较23年全年同比-14.5pct；**合资车企中**，24年1-3月，华晨宝马、上汽大众、一汽大众、上汽通用搭载宁德时代装机量累计占比超96%。

图表：宁德时代配套国内主流车企装机量及占比

类型	车企	24年3月装机量 (gwh)	占比	24年1-3月累计装机量 (gwh)	累计占比	23年装机量(gwh)	全年占比
特斯拉	特斯拉	3.29	87.25%	7.03	83.36%	30.62	80.60%
自主	广汽乘用车	0.27	13.50%	0.86	19.09%	9.44	32.40%
	吉利汽车	1.19	50.89%	3.50	55.78%	16.06	68.30%
	长安汽车	0.96	48.63%	2.61	71.38%	7.62	64.10%
	上汽通用五菱	0.02	1.89%	0.14	5.68%	0.9	9.10%
	长城汽车	0.27	36.14%	0.55	27.20%	1.81	25.10%
	上海汽车	0.38	91.38%	1.52	89.85%	6.95	98.30%
	中国一汽	0.21	41.04%	0.36	34.36%	2.14	29.70%
	东风汽车	0.38	42.30%	0.80	45.92%	2.74	47.80%
新势力	金康汽车	0.01	100.00%	0.82	99.92%	4.2	99.90%
	理想汽车	1.39	84.13%	3.41	88.83%	15.23	97.60%
	蔚来汽车	0.65	54.77%	1.98	72.10%	11.58	86.60%
	小鹏汽车	0.00	0.45%	0.08	4.11%	1.26	12.90%
	零跑汽车	0.00	0.01%	0.00	0.26%	0.09	1.20%
合资	合众新能源	0.02	26.83%	0.00	0.59%	2.08	36.50%
	华晨宝马	0.61	96.55%	1.65	96.64%	7.12	98.60%
	上汽大众	0.55	100.00%	1.48	100.00%	6.88	100.00%
	一汽大众	0.42	100.00%	1.26	100.00%	6.17	100.00%
	上汽通用	0.49	97.80%	1.14	98.77%	3.84	96.90%
合资	北京奔驰	0.01	3.63%	0.02	4.05%	0.16	5.80%

- ◆ **动储电芯价格已企稳，二线暂缓价格战。**5月国内报价来看，523方形电芯价格维持0.5元/wh，方形铁锂电芯价格维持0.43元/wh，价格基本稳定，部分厂商略有提价，而海外三元pack仍在1元/Wh以上。分企业来看，24年Q1宁德时代预计仍盈利0.09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。

图 国内三元电芯及铁锂电芯均价变化 (含税, 元/Wh)



盈利：龙头具备成本优势，与二三线盈利差距扩大

公司	项目	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2023年
宁德时代	收入 (百万)	89,038	100,208	105,431	106,240	79,771	400,917
	电池收入 (百万)	78443	88960	89669	88081	67301	345,153
	出货量 (gwh)	76.32	93.68	100.00	120.00	95.00	390
	均价 (含税, 元/wh)	1.16	1.07	1.01	0.83	0.80	1.00
	毛利率	20.2%	20.8%	22.3%	28.9%	29.0%	23.1%
	单瓦净利 (元/wh)	0.088	0.095	0.090	0.124	0.096	0.101
亿纬锂能	收入 (百万)	11,186	11,790	12,553	13,255	9,317	48,784
	电池收入 (百万)	9,414	9,777	10,300	10,833	7,324	40,324
	出货量 (gwh)	9.25	12.35	14.6	18.17	13.5	54.37
	均价 (含税, 元/wh)	1.15	0.89	0.80	0.67	0.61	0.88
	毛利率	16.00%	13.39%	17.00%	15.35%	16.00%	15.43%
	单瓦净利 (元/wh)	0.030	0.026	0.040	0.031	0.026	0.032
欣旺达	收入 (百万)	10,478	11,758	12,083	13,543	10,975	47,862
	动力收入 (百万)	2,320	2,866	2,750	2,858	2,708	10,794
	出货量 (gwh)	2.2	2.8	3.0	3.8	4.0	12
	均价 (含税, 元/wh)	1.2	1.2	1.0	0.8	0.8	4.2
	毛利率	10.00%	19.93%	10.00%	4.65%	8.00%	11.14%
	单瓦净利 (元/wh)	-0.16	-0.08	-0.08	-0.20	-0.11	-0.13
国轩高科	收入 (百万)	7,177	8,062	6,540	9,827	7,508	31,605
	动力收入 (百万)	7,120	7,707	6,490	9,484	7,448	30,800
	出货量 (gwh)	9.0	11.0	11.0	14.0	12.0	45.0
	均价 (含税, 元/wh)	0.89	0.79	0.67	0.77	0.70	0.77
	毛利率	18.85%	14.00%	20.00%	14.00%	14.00%	16.39%
	单瓦利润 (元/wh)	(0.00)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
孚能科技	收入 (百万)	3,735	3,250	4,247	5,205	2,924	16,436
	动力收入 (百万)	3,735	3,250	4,247	5,205	2,924	16,436
	出货量 (gwh)	3.7	2.7	4.57	5.23	3.5	16
	均价 (含税, 元/wh)	1.14	1.36	1.05	1.12	0.94	1.17
	毛利率	1.91%	2.86%	5.17%	14.24%	11.89%	6.04%
	单瓦利润 (元/wh)	-0.10	-0.17	-0.15	-0.05	-0.05	-0.12
派能科技	收入 (百万)	1841	716	492	250	386	3,299
	单价 (含税, 元/wh)	2.12	1.99	1.85	1.50	1.74	1.87
	毛利率	40.22%	32.04%	25.21%	25.00%	25.00%	30.62%
	-出货量 (Mmh)	980	406.17	300	188	250	1,875
	-单wh利润 (wh/元)	0.51	0.65	-0.01	-0.56	0.06	0.15

海外电池厂：Q1业绩承压，产能利用率下降，H2预计改善



- ◆ **业绩：23年营收同增，24Q1业绩同环比下降。** 24Q1LGES 电池营收322亿元，同/环-31%/-23%；三星SDI电池营收241亿元，同/环-5%/-8%；SKI 电池营收88亿元，同环比-49%/-38%；24Q1松下电池营收113亿元，同环比-14%/-12%。盈利端，24Q1LGES电池营业利润率2.6%，同/环-4.6/-1.6pct；三星SDI 电池营业利润率4.7%，同/环-1.9/+0.2pct；SKI 电池营业利润率-20%，同/环-9/-19pct；松下电池营业利润率为4%，同环比+2.3/-8pct。剔除IRA补贴后，24Q1 LGES/SDI/SKI/松下电池营业利润率分别为-0.52%/4.6%/-22%/-5.8%，环比-1.6/0.05/-12/-9.6pct。
- ◆ **装机：24年1-3月LG新能源、SKI、松下份额下滑，三星SDI略有提升。** 24年1-3月LG新能源装机21.7GWh，同增8.4%，市占率13.7%，同-1.3pct；三星装机8.4GWh，同增36%，市占率5.3%，同增0.5pct；SKI装机7.3GWh，同-7.2%，市占率4.6%，同-1.5pct；松下装机9.3GWh，同-12.5%，市占率5.9%，同-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					营业利润(剔除IRA补贴, 亿人民币)					营业利润率(剔除IRA补贴)				
	23Q1	23Q4	24Q1	同比	环比	23Q1	23Q4	24Q1	同比	环比	23Q1	23Q4	24Q1	同比	环比	23Q1	23Q4	24Q1	同比	环比	23Q1	23Q4	24Q1	同比	环比
LGES	463	429	322	-31%	-23%	34	18	8	-75%	-54%	7%	4%	2.6%	-4.6pct	-1.6pct	28	5	-1.7	-1%	47%	6%	1.10%	-0.52%	-6.6pct	-1.6pct
三星SDI	254	268	241	-5%	-8%	17	12	11	-32%	-5%	6.60%	4.50%	4.7%	-1.9pct	0.2pct	17	12	11	-34%	-7%	6.6%	4.5%	4.6%	-2pct	0.05pct
SKI	175.8	143	88.4	-49%	-38%	-18.3	-1	-17.4	3.8%	-1682%	-10%	-0.70%	-19.7%	-9.3pct	-19pct	-21	-14	-19	5.60%	-43%	-12%	-10%	-22%	-10pct	-12pct
松下	132	128	113	-14%	-12%	2.2	15.4	4.9	123%	-68%	1.7%	12%	4%	2.3pct	-8pct	0.2	4.3	-5.9	3050%	-237%	0.1%	3.8%	-5.8%	-5.9pct	-9.6pct

图表：动力电池厂商全球装机量 (GWh)

Top10	简写	24年3月	占比	环比 (pct)	24年累计	占比	同比 (pct)
1	宁德时代	24.6	37.0%	0.4	60.1	37.8%	2.7
2	比亚迪	10.6	16.0%	-3.1	22.7	14.3%	-1.7
3	LG新能源	9.0	13.6%	4.5	21.7	13.7%	-1.3
4	三星SDI	3.2	4.8%	-1.8	8.4	5.3%	0.5
5	松下	3.1	4.7%	-3.2	9.3	5.9%	-2.3
6	SKI	3.1	4.7%	-0.5	7.3	4.6%	-1.5
7	中创新航	2.7	4.1%	0.2	6.3	4.0%	0.1
8	亿纬锂能	1.9	2.9%	0.9	3.6	2.3%	0.5
9	国轩高科	1.6	2.4%	1.4	3.4	2.1%	0.0
10	蜂巢能源	1.1	1.7%	0.4	2.7	1.7%	1.0
	前十总量	60.9	91.7%	-0.9	145.5	91.6%	-1.9
	其他	5.5	8.3%	0.9	13.3	8.4%	1.9
	全球总量	66.4	100.0%	-	158.8	100.0%	-

中游：景气度回升价格见底，Q2盈利预期稳中有升

铁锂正极：加工费触底，盈利拐点可期

- ◆ **Q1加工费触底，行业扩产放缓，盈利拐点可期，龙头成本优势明显。** 23年铁锂供给过剩，加工费持续下滑叠加锂价波动影响，行业普遍亏损，仅龙头盈利。24Q1铁锂加工费再降2000-3000至5000元左右，已低于成本线，仅龙头微利，二线亏损，判断加工费已触底，预计龙头24年单位盈利1000-2000元。
- ◆ **24年4月龙头满产，二线产能利用率70-80%，预计最早24H2，最晚25年铁锂正极加工费将迎来拐点。** 扩产放缓，产能利用率提升，盈利底部，接近全行业亏损，若需求超预期24H2加工费有望提升，最晚25年行业产能利用率恢复80%，加工费有望提升2000-3000/吨。

表 磷酸铁锂正极扩产明显放缓（万吨）

	产能 (万吨)						产能利用率	
	2020有效	2021有效	2022有效	2023有效	2024有效	2025有效	5月排产	利用率
湖南裕能	2.9	10.6	34.8	55.3	75.3	90.3	6.3	100%
德方纳米	3.9	10.6	20.4	31.5	37.5	45.5	2.3	80%
万润新能	2.3	4.3	12	18.7	29	36	1.7	70%
龙蟠科技	1.2	1.2	9.2	17.2	22.2	24.2	1.75	85%
贵州安达	2	4	9	14	15	17	0.6	50%
融通高科	0	2	9.5	18	26.5	26.5	0.7	30%
富临精工	1	6.2	6	13	15	15	0.85	85%

表 磷酸铁锂出货及盈利对比（万吨、万元/吨）

代表公司	单位	2020A	2021A	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
德方纳米	出货	2.7	9.1	3.5	3.5	5.0	5.2	4.0	5.0	6.9	5.5	4.9
	单位净利	-0.2	0.9	2.2	1.5	1.1	1.2	-2.1	-0.8	0.1	-1.3	-0.1
湖南裕能	出货	0.0	9.1	5.0	5.6	11.0	11.0	10.0	11.6	15.1	13.7	13.6
	单位净利		1.1	2.0	1.1	0.4	0.8	0.3	0.8	0.2	0.0	0.1
万润新能	出货			1.0	1.7	3.2	3.3	2.2	4.0	5.6	4.6	3.1
	单位净利			2.3	1.5	0.9	0.5	-0.2	-2.0	-0.2	-1.2	-0.4

- ◆ **负极龙头公司已满产，Q2排产同环比高增，目前部分低价单已调涨，价格底部确立。** 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，叠加石油焦小幅调涨100-500元，推动低价负极已小幅调涨，24Q1除龙头仍有3000/吨左右盈利，其余基本微利或亏损，价格底部确立。
- ◆ **当前仅龙头可盈利，24Q1预计盈利已触底，龙头Q2单位盈利预期上修。** 尚太24Q1单吨利润0.4万元+，环比增长20%，Q2单位盈利上修至0.35-0.4万，好于此前预期。贝特瑞24Q1单吨净利0.2万元+，环比微降，盈利相对稳健；璞泰来23Q4高价库存基本减值完毕，24Q1盈亏平衡，24Q2起伴随四川一体化产能投产，盈利有望修复，但Q1新一轮备货，库存水平仍处行业高位。此外，杉杉Q1亏损，中科电气微利。

表 负极扩产明显放缓（万吨）

	产能（万吨）						产能利用率	
	2020有效	2021有效	2022有效	2023有效	2024有效	2025有效	5月排产	利用率
璞泰来	8	10	15	20	25	27	1.8	90%
尚太科技	2.5	6	10	20	18.5	26	2	100%
杉杉股份	8	14	18	27	32	42	3	100%
中科电气	3	8	13	17.4	25.7	30.2	1.7	80%
贝特瑞	9.5	16.5	29.5	39	46.8	58.8	4	90%

表 负极出货及盈利对比（万吨、万元/吨）

代表公司	单位	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2E
璞泰来	出货	2.8	2.9	3.9	4.4	3.0	3.8	4.2	4.5	3.1	4.5
	单位净利	1.27	1.30	1.30	0.90	0.90	0.35	-0.55	-0.62	0.00	0.15
尚太科技	出货	2.4	2.6	3.0	2.8	2.4	2.9	4.3	4.5	3.3	5.0
	单位净利	1.40	1.40	1.20	0.95	0.95	0.60	0.38	0.35	0.40	0.40
杉杉股份	出货	2.6	4.0	5.0	6.7	5.0	6.3	7.0	8.2	5.0	8.5
	单位净利	0.55	0.65	0.60	0.40	0.40	0.30	0.00	-0.29	-0.10	0.00
贝特瑞	出货	6.3	7.3	9.9	9.5	7.5	9.5	10.8	8.2	9.0	11.0
	单位净利	0.61	0.52	0.33	0.25	0.23	0.35	0.33	0.27	0.20	0.20

- ◆ **主流厂商开工率有所恢复，国内扩产节奏普遍放缓，24年仅多氟多、天际新增产能落地。** 24年5月天赐产能利用率60%，24年5月产能11万吨，后续20万吨液体六氟项目处于缓建状态。多氟多当前产能利用率80%左右，24年计划扩产1万吨，天际当前满产满销，1.5万吨新增产能预计6月投产。
- ◆ **六氟价格已小幅反弹，当前报价下二线盈亏平衡，24H2起行业产能利用率进一步恢复，价格有望小幅上涨。** 3月上中旬碳酸锂涨价，六氟报价顺利传导，24年5月价格6.8万左右，二线盈利平衡，龙头维持0.5万/吨+成本差距，当前行业内挺价意愿强烈，短期价格预持稳定，24H2起行业产能利用率恢复70%+，有涨价可能性。

图：六氟扩产情况（吨）

	产能（吨）					
	2020有效	2021有效	2022有效	2023有效	2024有效	2025有效
韩国厚成	1,900	4,500	5,500	6,000	6,000	6,000
森田张家港	4,000	4,500	6,000	7,000	7,000	7,480
关东电化	4,500	4,500	4,500	4,500	4,500	4,500
瑞星化工	2,100	2,100	2,100	2,100	2,100	2,100
多氟多	9,000	14,000	37,000	58,000	65,000	75,000
天赐材料	10,000	22,000	44,100	90,000	110,000	110,000
江苏新泰材料	8,240	8,240	10,870	16,050	22,000	37,000

图：六氟行业成本对比

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	12.00	3.00	工业级碳酸锂	0.27	11.0	2.97	氟化锂	0.18	20.0	3.60
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)	5.1			原材料成本 (万/元)	5.5			原材料成本 (万/元)	5.6		
单位折旧 (万/吨)	0.3			单位折旧 (万/吨)	0.3			单位折旧 (万/吨)	0.3		
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)	0.6		
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)	0.3		
成本合计(万元/吨, 含税)	6.0			成本合计(万元/吨, 含税)	6.6			成本合计(万元/吨, 含税)	6.8		

结构件：龙头盈利持续超预期，后续有望维持

- ◆ **龙头降本增效对冲降价影响，Q1盈利能力超预期，二线震裕盈利有所改善。**科达利24Q1营收25.1亿元，环降9%；归母净利润3.1亿元，环降24%。**震裕科技**24Q1营收14亿元，环降17%；归母净利润0.5亿元，环增535%。**斯莱克**24Q1营收3.4亿元，环降34%；归母净利润0.2亿元，环降16%。**金杨股份**24Q1营收2.56亿元，环降11%；归母净利润0.11亿元，环增2.3%。
- ◆ **资源涨价一定程度抬升原材料成本，24年Q1铜和铝占原材料成本比重40%，但对龙头二季度盈利影响相对有限。全年科达利业绩预期20%增长到14.5亿。**

表：结构件板块主要厂商营收情况（亿元）

新能源汽车板块		收入（亿元）							归母净利润（亿元）						
结构件		23Y	23年同比	23Q4	Q4同比	24Q1	Q1同比	Q1环比	23Y	23年同比	23Q4	Q4同比	24Q1	Q1同比	Q1环比
002850.SZ	科达利	105.11	21.47%	27.43	2.22%	25.09	7.84%	-8.55%	12.01	33.25%	4.06	31.91%	3.09	27.76%	-23.97%
300953.SZ	震裕科技	60.19	4.63%	17.43	0.08%	14.43	34.91%	-17.22%	0.43	-58.73%	-0.12	60.95%	0.52	232.56%	534.57%
300382.SZ	斯莱克	16.51	-4.61%	5.20	15.08%	3.44	16.40%	-33.78%	1.29	-42.87%	0.24	-34.79%	0.20	-45.88%	-15.62%
002384.SZ	东山精密	336.51	6.56%	111.51	27.27%	77.45	18.94%	-30.54%	19.65	-17.02%	6.32	-19.70%	2.89	-38.65%	-54.21%
301210.SZ	金杨股份	11.10	-9.73%	2.86	-0.10%	2.56	13.70%	-10.56%	0.61	-43.57%	0.11	-64.09%	0.11	-19.77%	2.29%
合计		529.42	8.16%	164.42	18.08%	122.96	17.92%	-25.22%	33.98	-8.32%	10.60	-6.19%	6.82	-12.63%	-35.72%
合计(扣除东山精密)		192.91	11.08%	52.92	2.49%	45.52	16.22%	-13.99%	14.34	7.07%	4.29	24.77%	3.92	27.15%	-8.47%

表：结构件厂商归母净利率对比

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
科达利	10%	10%	10%	15%	12%
震裕科技	1%	1%	1%	-1%	4%
斯莱克	13%	6%	10%	5%	6%
东山精密	7%	5%	6%	6%	4%
金杨股份	6%	8%	5%	4%	4%

- ◆ **Q2排产受海外影响环比增速小于行业，产能利用率逐步恢复，加工费预计基本稳定。** 24年5月中镍价格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，5月行业排产持平微增，受海外需求影响，预计Q2出货环增20%+，产能利用率稳步恢复。
- ◆ **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 三元正极产能规划

	产能 (万吨)					
	2020有效	2021有效	2022有效	2023有效	2024有效	2025有效
当升科技	3	4	5	7	11	12
容百科技	4	5	12	17	19	23
长远锂科	2	4	8	10	12	12
振华新材	0	3	5	7	8	8
天津巴莫	3	6	8	12	15	18
厦钨新能	0	3	5	7	8	10
广东邦普	0	2	5	5	10	15
贝特瑞	1	3	4	6	6	6
南通瑞翔	1	3	4	4	4	4
优美科	6	8	12	15	15	15
lg	2	4	8	14	16	18
巴斯夫	2	4	4	8	10	12
住友金属	6	7	8	10	10	10

图 三元正极单位盈利对比 (万元/吨)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
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

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，湿法24Q1招标价格环降10%+，Q2价格基本稳定。而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0.2元/平左右。**恩捷23Q3起开始主动降价，24Q1单平净利降至0.13元/平，由于费用计提，盈利水平低于二线。Q2预计单平利润略微恢复至0.2元/平，后续海外放量，对冲一部分国内降价影响，整体单平利润维持0.2元/平。

图 隔膜厂商24年仍有较多产能投放

	产能 (亿平)					
	2020有效	2021有效	2022有效	2023有效	2024有效	2025有效
恩捷股份	17.5	28.4	55.8	72.3	90.8	103.8
星源材质	8.0	10.8	16.9	33.8	53.5	59.8
中材科技	7.2	10.5	14.8	20.8	34.8	39.8
璞泰来	0.2	0.2	1.2	3.0	10.0	15.0
沧州明珠	2.3	2.3	2.8	3.3	4.3	5.3
中科华联	0.0	0.0	1.5	3.0	8.0	15.0
中兴新材	5.6	6.0	10.7	20.0	25.0	30.0
旭化成	8.0	11.0	12.0	14.0	16.0	20.0
SK	3.6	7.0	13.4	15.3	18.7	27.3

图 隔膜出货及单位盈利对比 (亿平、元/平)

代表公司	单位	2018A	2019A	2020A	2021A	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2E
恩捷股份	出货	4.7	8.2	12.3	30.1	11.0	12.0	12.6	12.0	10.0	12.0	15.0	12.5	12.5	15.0
	单位净利	1.33	0.94	0.79	0.82	0.77	0.90	0.90	0.70	0.60	0.60	0.50	0.30	0.13	0.20
星源材质	出货	2.3	3.5	6.4	11.3	3.3	3.6	4.6	5.5	4.2	6.0	7.8	7.3	6.4	8.5
	单位净利	0.41	0.35	0.15	0.28	0.48	0.55	0.46	0.43	0.40	0.33	0.33	0.05	0.15	0.15

- ◆ **天奈排产持续提升，单位盈利维持3-4k。** 24年一季度浆料出货1.5万吨，主要增量来源于3月，4月出货7,000吨左右，二季度预计2万吨左右，当前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，应用于快充及半固态电池，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，24年5月产能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	67	52
-出货量 (吨)	10,700	11,000	12,800	13,000	10,500	15,000	16,500	14,000	15,000
-一代占比					40%	50%	40%		40%
-单吨利润 (万/吨)	0.90	0.88	0.90	0.67	0.38	0.33	0.43	0.48	0.34
减值损失	0.03			4	5	2	-7	0	2
其他经营收益	5.00	5.00	7.93	9.72	7.32	6.18	6.18	68.54	2.14
归属于母公司所有者的净利润	100	104	124	96	40	50	72	136	54
-同比	88%	55%	49%	5%	-60%	-52%	-42%	41%	35%
-环比	8%	4%	19%	-22%	-59%	26%	43%	89%	-60%
扣非归属于母公司所有者的净利润	95	97	116	87	32	44	65	67	52

- ◆ **信德受益于快充放量，4月上修排产至0.7万，5月0.75-0.8万超预期，24年出货进一步上修。**公司24Q1出货0.9-1万吨，同增50%+，3月起终端需求恢复及快充渗透催化下需求恢复明显，4月公司基本满产，4月出货上修至7000吨，5月进一步环增70%，昱泰产能已实现满产，我们预计Q2公司出货有望环比翻倍以上增长，全年出货有望上修至6-7万吨，同比接近翻番增长。
- ◆ **Q2高价库存消化+产能利用率提升+低成本产能释放，单吨有望扭亏为盈。**24Q1公司主要消化现有高价库存，产能利用率较低，导致单吨净利亏损。昱泰3万吨产能验证通过后抢占低温市场，24年5月已可实现2000元盈利，大连工厂产能利用率提升后高温产品单吨净利维持0.3-0.4万，预计Q2起公司盈利扭亏为盈，后续单吨净利可恢复至0.2万元+。

图 信德新材季度业绩拆分

利润拆分	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E
负极 (百万)	43	28	28	-6	30	-11	-12	22
-出货量 (吨)	8,500	8,500	6,000	6,200	10,000	9,000	9,900	22,000
-单吨利润 (万元/吨)	0.50	0.33	0.47	-0.10	0.30	-0.12	-0.12	0.10
其他业务 (百万)							10%	
经营性利润合计 (百万)	43	28	28	-6	30	-11	-12	22
减值损失	-3	-4	0	-18	2	-11	1	
其他经营收益				0	0	3	1	5
归属于母公司所有者的净利润	43	28	28	-6	30	-11	-12	27
-同比	12%	1%	1%	-113%	-29%	-138%	-142%	-516%
-环比	-16%	-34%	2%	-123%	-563%	-136%	10%	-328%
扣非归属于母公司所有者的净利润	42	16	18	-15	23	-16	-20	22

重点公司跟踪

- ◆ **产品：**1) **神行PLUS电池：**续航里程突破1000km，充电10分钟续航600km；2) **国内最大超充平台：**宁德时代携手行业合作伙伴，正式启动构建神行超充网络；3) **首个神行车主俱乐部：**道路救援、电池检测、维护等一站式服务解决神行用户全方位需求
- ◆ **技术层面突破：**1、**电芯技术：**1) 正极采用颗粒级配技术-实现超级高压；2) 负极三维蜂窝状材料-提升能量密度、控制体积膨胀；3) 结构设计一体式外壳结构；4) 成组设计CTP3.0基础上进行拓扑结构的优化；2、**电芯材料：**1) 正极：快离子导体包覆技术，掺杂过渡金属，导电丝滑；2) **负极：**基于二代快充石墨开发新型纳米包覆技术-增强锂离子去溶剂化能力、能量传输更轻松高效；3) **冷却：**超高冷却效率的高压盒；4) **充电：**BMS核心算法升级开发新一代AI智能计划模型
- ◆ **制造能力：**1) **制造速度：**锂电行业全球唯三的灯塔工厂，一秒一颗电芯；2) **制造工艺：**15道工艺配备300+的图像识别CCD-无损检测
- ◆ **充电服务：**携手华为、星星充电、云快充、蜀道新能源搭建国内最大的超充服务平台，成立行业首个神行车主俱乐部

表：宁德时代电池利润预测

	出货量(gwh)		单位利润 (元/wh)		合计利润 (亿)	
	2023	2024	2023	2024	2023	2024
国内车企	127.5	149.9	0.06	0.04	71.3	65.9
-三元	67.7	74.9	0.07	0.06	47.4	48.0
-铁锂	59.8	74.9	0.04	0.02	23.9	18.0
合资车企	32.7	40.8	0.09	0.08	29.1	33.8
-三元	31.7	39.7	0.09	0.08	28.5	33.3
-铁锂	1.0	1.1	0.06	0.04	0.6	0.5
海外车企 (包含特斯拉)	160.8	204.5	0.14	0.13	220.6	259.3
-三元	115.0	151.8	0.16	0.15	184.0	227.6
-铁锂	45.8	52.7	0.08	0.06	36.7	31.6
动力合计	321.0	395.1	0.100	0.091	321.1	359.0
储能	69.0	94.5	0.10	0.09	69.0	81.5
-海外	55.2	80.0	0.12	0.10	66.2	80.0
-国内	13.8	14.5	0.02	0.01	2.8	1.4
电池合计	390.0	489.6	0.100	0.090	390.1	440.5

- ◆ **公司24Q1收入322亿RMB, 同环比-31%/-23%, 受动储电池需求减弱, 以及原材料价格下降影响; 24Q1营业利润8亿RMB, 同环比-75%/-54%, 营业利润率2.6%, 同环比-4.6/-1.6pct, 24Q1 IRA补贴10亿RMB, 环比-26%, 剔除补贴后, 营业利润率-0.52%, 同环比-6.6/-1.6pct, 受欧洲产能利用率维持低位, 密歇根工厂转产增加固定成本影响; 24Q1年资本开支约152亿RMB, 同环比+60%/-11%, 预计24年与23年基本持平。**
- ◆ **产能:** ①美国通用合资工厂二期投产, 产能计划提升至45-50GWh, 为通用第三代纯电平台生产电池, 采用最先进的自动化系统设计, 制造效率大幅提升; ②美国亚利桑那州工厂如期建设, 总产能规划提升至53GWh, 其中动力46系列大圆柱产能36GWh, 储能铁锂电池产能17GWh; ③印尼现代合资工厂Q2预计投产, 产能10GWh; ④加拿大Stellantis合资工厂H2投产, 产能规划45GWh。
- ◆ **4680&储能:** 46系列预计Q3开始量产; 23年底已在南京工厂小批量生产铁锂电池, 25年H2在南京工厂规划生产长刀铁锂电池, 26年美国亚利桑那州工厂铁锂投产(17GWh)。
- ◆ **Q2和24年预期:** Q2北美客户新车上市, 电池出货预计环增, 但金属价格下降存在迟滞, 盈利环比改善有难度, 下半年看, 随着北美大客户新车型交付, 以及通用合资工厂二期投产, H2业绩预计相比H1大幅改善。公司较为关注储能业务的高速增长, 加速布局三元高电压和铁锂产品, 预期插混和增程市场未来占比较小。

图: LGES分季度财务情况 (汇率换算日期均为对应会计日期)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	24Q1	24Q1同比
营收 (亿元)	216.11	210.27	204.58	225.51	220.59	257.60	388.54	462.29	463.20	463.79	426.74	429.49	321.83	-30.5%
同比	88.1%	46.6%	28.1%	7.1%	2.1%	22.5%	89.9%	92.3%	101.5%	73.0%	7.5%	-6.3%	-30.5%	
营业利润 (亿元)	17.32	12.70	12.75	3.86	13.16	9.96	26.52	13.09	33.53	24.37	37.93	18.14	8.26	-75.4%
同比	755.8%	60.3%	48.5%	117.3%	-24.1%	-21.6%	108.0%	211.8%	144.5%	135.2%	40.0%	42.6%	-75.4%	
营业利润率	8.0%	6.0%	6.2%	1.7%	6.0%	3.9%	6.8%	2.8%	7.2%	5.2%	8.9%	4.2%	2.6%	-4.6pct

SKI: 电池Q1亏损扩大, H2目标盈亏平衡

- ◆ **24Q1电池收入88亿RMB, 同环比-49%/-38%; 营业利润-17亿RMB, 同比亏损缩小3.8%, 环比亏损扩大1682%; 营业利润率-20%, 同环比亏损扩大9/19pct; 24Q1 IRA补贴2亿RMB, 环比-84%, 剔除补贴后, 营业利润率-22%, 同环比亏损扩大10/12pct。Q1业绩亏损扩大主要由于北美客户去库, 销量和价格下滑, 产能利用率下降。Q2预计通过客户补库+优化产线, 从而提升出货量, 并灵活调整欧洲+中国产能扩张节奏, 进而恢复盈利能力, 目标24H2实现盈亏平衡。**
- ◆ **下游新车型:** 24H2看, 现代IONIQ 5 改款车型、福特Transit Custom、奥迪Q6 e-tron等; 25-26年看, 福特探险者, 现代IONIQ北美版SUV, 极星Polestar5等。
- ◆ **产能:** 24年投产欧洲匈牙利第三工厂(最大产能30GWh), 中国SKOY盐城工厂(最大产能33GWh)。23-25年全球产能88/132/199+GWh, 同比持平/+50%/+51%, 中国产能44/65/75GWh, 同比持平/+48/+15%, 美国产能22/22/55GWh, 同比持平/持平/+150%, 欧洲产能18/38/48GWh, 同比持平/+111%/+26%, 韩国产能5/7/21GWh, 同比持平/+40%/+200%。

图: SKI分季度财务情况 (汇率换算日期均为对应会计日期)

单位: 亿元	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	2023	24Q1
营收	29.1	34.8	45.1	58.9	69.6	71.1	121.2	158.8	175.8	195.4	164.6	143.0	677.2	88.4
同比	82.2%	86.3%	68.1%	122.6%	139.4%	104.4%	168.6%	169.6%	162.3%	187.0%	44.6%	-5.3%	69.3%	-49.1%
营业利润	-9.8	-5.4	-5.5	-17.1	-15.1	-18.0	-7.4	-18.7	-18.3	-7.0	-4.5	-1.0	-30.5	-17.4
同比	68.4%	-14.0%	-0.2%	184.5%	54.7%	233.6%	36.4%	-9.1%	-26.1%	59.7%	36.0%	94.5%	45.8%	3.8%
营业利润率	-33.6%	-15.5%	-12.1%	-29.0%	-21.7%	-25.4%	-6.1%	-11.8%	-10.4%	-3.6%	-2.7%	-0.7%	-4.5%	-19.7%

- ◆ **公司24年Q1收入269亿RMB，同环比-4%/-8%；营业利润14亿RMB，同环比-29%/-14%；营业利润率5.2%，同比下滑1.8pct，环比小幅下滑0.4pct；净利润15.1亿RMB，同环比-38%/-42%。**AMPC利润确认0.25亿RMB，目前占比较低，Stellantis产线25年投产，未来预计大幅增加。电池业务：营收241亿RMB，同环比-5%/-8%；营业利润11亿RMB，同环比-32%/-5%；营业利润率4.7%，同环比-1.9/+0.2pct。24年1-2月SDI装机5.2GWh，同环比+49/-27%，市占率5.6%，同环比+0.8/+1.0pct。
- ◆ **Q2预期：**①EV电池：盈利能力保持稳健，下游需求难于快速恢复，当前主流产品销量稳定，继续扩大P6产品的销售；②ESS电池：业绩预计改善，来源于公用事业+UPS需求增长；③小型电池：通过长协保证供应和盈利，抢先进入美国OPE新市场、印度及中东的两轮车和踏板车市场，46系列积极寻求新客户，软包电池目标在新产品中率先供应。
- ◆ **新产品进展：**1) 全固态电池：23年6月建立试验线，目前已收到多家客户样品请求，预计2027年量产；2) 46系列电池：目前处于送样阶段，计划今年完成量产准备，此外也与21700客户谈判，商谈2025年的相关项目；3) 低成本电池：开发NMX或LFP Plus平台，2026年实现量产，通过性能指标、制造工艺进行差异化竞争。

图：三星SDI分季度财务情况（汇率换算日期均为对应会计日期）

单位：亿人民币	22Q1	22Q2	22Q3	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2023	2022	1Q24
总营收	212.6	248.9	281.9	313.3	283.6	308.7	308.6	298.7	1,219.0	1,080.3	269.4
营收-电池板块	174.3	213.8	253.8	280.5	254.1	278.5	277.1	268.3	1,095.4	943.0	240.6
电池板块-大型电池	95.8	121.0	137.8	165.0	155.5	174.3	176.2	0.0	0.0	0.0	
电池板块-小型电池	78.4	92.8	116.1	115.5	98.6	104.2	102.4	0.0	0.0	0.0	
营收-电子材料	38.4	35.1	28.0	32.8	29.5	30.2	31.6	30.4	123.6	137.3	28.8
营业利润	16.9	22.5	29.7	25.8	19.9	23.8	25.7	16.7	87.7	97.1	14.0
营业利润-电池板块	8.7	12.9	25.5	18.9	16.7	20.5	21.4	11.9	72.1	67.3	11.3
电池板块-大型电池	1.1	1.6									
电池板块-小型电池	7.6	11.2									
营业利润-电子材料	8.3	9.7	4.3	6.9	3.1	3.3	4.4	4.6	15.6	29.7	2.8
其它利润											
营业利润率	8.0%	9.0%	10.5%	8.2%	7.0%	7.7%	8.3%	5.6%	7.2%	9.0%	5.2%
营业利润率-电池板块	5.0%	6.0%	10.0%	6.7%	6.6%	7.4%	7.7%	4.5%	6.6%	7.1%	4.7%
电池板块-大型电池	1.2%	1.4%									
电池板块-小型电池	9.6%	12.1%									
净利润	19.0	21.5	33.5	33.0	24.6	25.7	32.3	26.5	110.9	109.5	15.1

- ◆ **Q1业绩略超预期**：24Q1营收1249亿，同环比+4%/-30%，归母净利46亿，同环比+11%/-47%，扣非38亿，同环比+5%/-59%；毛利率22%，同环比+4pct/+0.7pct，归母净利3.7%，同环比+0.2pct/-1.2pct。
- ◆ **Q1销量环降34%、出口逆势微增、装机量环降41%**。Q1电车销量62.6万辆，同环比+76%/-34%，出口9.8万辆，同环比+153%/1%。Q1驱逐舰05、新车型元up贡献主要增量，分别1.9/1.2万辆，高端车型（腾势、仰望）占比4.4%，环比微增0.4pct。降价后3月起订单恢复显著，单周可达7-8万辆，预计Q2销量约80万辆，环增27%。公司高端车型补足，24年将推出腾势3款、方程豹系列、仰望U7及U9，预计24年销360-390万辆，同增25%。结构来看，预计24年方程豹10万辆+、腾势10万+、仰望2万辆左右，高端车占比约7%，提升3pct，出口预计45万辆，同增80%。Q1累计装机30GWh，同环比+10%/-41%。预计24年电池产量240gwh，同增37%。
- ◆ **Q1单车盈利环比下滑、Q2规模效应下有望提升**。Q1均价16万元，环降8%，若扣除比亚迪电子利润（Q4约6亿，权益预计4亿），预计Q1单车净利0.67w，环降约24%，系Q1推出多款荣耀版车型，王朝降价2-3w元、海洋降价0.4-2.2w元、腾势降价1-1.6w元，降价后3月订单恢复显著，且Q1开工率低抬升成本，Q2规模效应体现，单车盈利有望环比提升。考虑高端及出口上量带来的结构优化及整车零部件成本下降，可部分抵消价格下滑，以及预计24年单车盈利约0.7-0.8万元。
- ◆ **费用率环比提升、经营现金流表现亮眼**。Q1期间费用210亿，同环比+47%/-18%，费用率16.8%，同环比+5/+2.6pct，合计计提减值损失10亿元，同环比+34%/-28%。Q1经营净现金流102亿元，同-29%，投资活动净现金流-273亿元，同-20%；资本开支261亿元，同-19%。Q1末存货988亿，较年初+13%；合同负债384亿，较年初+11%。

图：比亚迪业绩预测（截至2024年5月10日股价）

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	424,060.64	602,315.35	706,675.90	822,414.28	912,059.91
同比(%)	96.20	42.04	17.33	16.38	10.90
归母净利润(百万元)	16,622.45	30,040.81	35,217.09	42,423.92	51,040.13
同比(%)	445.86	80.72	17.23	20.46	20.31
EPS-最新摊薄(元/股)	5.71	10.32	12.10	14.57	17.53
P/E(现价&最新摊薄)	38.77	21.45	18.30	15.19	12.63

- ◆ **公司24年Q1营收37亿元、同减56%、环减10%、归母净利-0.4亿元、同减112%、环增6%**，扣非净利-0.4亿元，同减113%，环减13%，毛利率5%，同减4pct，环减3pct，归母净利率-1.0%，同减5pct，环减0.2pct，略低于市场预期。
- ◆ **Q1销量同比持平、海外需求起来全年有望同增40%+**。24Q1公司三元正极销量超2.6万吨，同环比持平，全球市占率达到12.5%，国内市占率超20%，均创历史新高；公司3月起需求恢复明显，销量约1.1万吨，环增80%+，预计Q2销量环比大幅增长，上半年出货同增30%+，我们预计全年出货有望达14万吨+，同增40%+。海外市场方面，Q1向国际客户累计交付产品近5000吨，出货占比约20%，随着海外核心客户陆续完成认证，公司预计下半年海外客户占比将持续提升，且超高镍产品也逐步贡献增量，其中9系产品Q1销量近6500吨，9系固态产品出货近百吨。
- ◆ **1-2月开工率不足及其他业务亏损影响Q1盈利、预计后续单位盈利有望恢复至0.5万/吨**。我们测算24Q1正极单吨利润-0.14万左右，主要由于1、2月开工率偏低，海外工厂爬坡，以及锰铁锂等新业务投入增加；若扣除锰铁锂、前驱体和韩国工厂亏损，24Q1三元正极单吨利润接近0.5万元，环比基本持平。公司3月开工率提升后已实现扭亏，Q2起单吨利润开始好转，且下半年海外出货占比持续提升，我们预计单吨利润有望达到0.5万元。
- ◆ **Q1费用率环比下降、经营性现金流承压**。24Q1期间费用率为5.7%，同增3.3pct，环减1.2pct。Q1末存货15.6亿，较年初增加1.4%；Q1计提资产减值损失0.07亿元。Q1经营活动净现金流-10.0亿，同减236%，环减212%；Q1资本开支4.5亿，同减22%，环增0.6%。

图：容百科技业绩预测（截至2024年5月10日股价）

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	30,123.00	22,657.27	19,532.47	25,354.69	31,139.78
同比(%)	193.62	-24.78	-13.79	29.81	22.82
归母净利润(百万元)	1,353.23	580.91	503.83	966.92	1,334.96
同比(%)	48.54	-57.07	-13.27	91.91	38.06
EPS-最新摊薄(元/股)	2.79	1.20	1.04	2.00	2.76
P/E(现价&最新摊薄)	11.30	26.33	30.36	15.82	11.46

- ◆ **Q1亏损环比缩窄**：公司23年营收122亿，同-1.4%；归母净利-15亿，同-257%，毛利率0%，同减17pct，净利率-13%，同减20pct；其中23Q4营收22亿，同环比-56%/-49%，归母净利-5.6亿，同环比-433%/-406%，毛利率-6%，同环比-21/-12pct。24Q1营收12亿，同环比-63%/-47%；归母净利-1.3亿元，环比-77%；毛利率-0.85%，同环比-13/+5pct；净利率-11%，同环比-10/+14pct。
- ◆ **Q1出货环降33%、预计24年出货40%增长**。23年铁锂出货16.4万吨，同增78%，其中Q4出货4.6万吨，同环比+40%/-18%。公司绑定宁德时代，23年合计营收占比88%，同比+3pct。Q1铁锂出货约3.1万吨，环降33%，公司选择性接部分低价订单。3月起需求起量，预计Q2出货有望环增40%+至近5万吨。目前公司产能28-30万吨，在建工程33亿含山东6万吨及十堰10万吨，原规划23年投产的24万吨山东项目延期，预计24年底总产能36万吨，24全年出货预计20-25万吨，同增约40%。
- ◆ **Q1单位亏损缩窄、Q2有望持续改善**。23年公司铁锂均价8.3万元/吨，同降49%。Q1单价约4.2万元/吨，环降20%，与市场价格基本一致。盈利端，23年单位净利-0.9万/吨，Q4单位净利-1.2万/吨，若加回减值3亿，单位净利-0.6万/吨，亏损环比扩大。24Q1单位净利-0.4万元/吨，亏损环比缩窄30%，系锂价对盈利影响减弱，抵消部分铁锂加工费下滑及Q1开工率低的影响，Q1加工费已触底，随着Q2产能利用率提升，单位亏损降进一步缩窄，H2有望扭亏，预计24年基本盈亏平衡，25年产能出清，盈利预计恢复至0.1万+。
- ◆ **Q1经营现金流同比大增、费用率环比提升**。23年期间费用合计9.3亿，同比+35%，费用率7.6%，同比+2.1pct。24Q1期间费用合计2.1亿元，同环比-9%/-23%，费用率18%，同环比+11/6pct，减值损失冲回0.6亿元。23年经营净现金流-16亿元，同比+39%；资本开支40.52亿元，同增56%。24Q1经营净现金流6.5亿元，同增140%，Q1末公司存货为8亿元，较年初增长5%；合同负债0.01亿元，较年初降67%。

图：万润新能业绩预测（截至2024年5月10日股价）

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	12,351.45	12,174.20	8,653.94	11,544.90	15,007.95
同比(%)	454.03	-1.44	-28.92	33.41	30.00
归母净利润(百万元)	958.70	-1,503.63	14.99	336.96	609.45
同比(%)	171.90	-256.84	101.00	2,147.64	80.87
EPS-最新摊薄(元/股)	7.60	-11.92	0.12	2.67	4.83
P/E(现价&最新摊薄)	5.67	-3.62	362.59	16.13	8.92

- ◆ **公司24Q1营收51亿、同增14%、归母净利0.3亿、同减80%，扣非净利0.27亿，同减81%，24Q1毛利率10%，同减4pct，环增1pct，符合市场预期。**
- ◆ **24Q1电池箔出货同比持平微增、24年有望实现25%增长。**公司24Q1电池箔预计出货2.6万吨，同比微增5%左右，公司4月起排产环增明显，单月排产1.3万吨+，预计Q2出货有望同增30%，全年电池箔出货有望达16万吨，实现25%左右增长。盈利方面，Q1电池箔单吨扣非利润降至0.2万元左右，环比下降0.1万元，主要系加工费下降及产能利用率较低所致，当前铝箔加工费基本见底，我们预计24年单吨利润有望达0.25万元左右，25年有望恢复至0.3万元左右。
- ◆ **24Q1包装箔亏损逐步缩窄、后续需求逐步恢复有望扭亏为盈。**我们预计24Q1包装箔出货6.5万吨左右，环比增长明显，Q1单吨亏损缩窄至0.05万/吨左右，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，由于海外厂生产成本较高及产能爬坡导致亏损，后续随着海外包装箔需求恢复，预计24年可逐步扭亏为盈。24Q1空调箔及板带预计出货10万吨左右，环比持平，基本维持微利。
- ◆ **费用控制良好、资本开支显著下滑。**24Q1期间费用率7%，同比下降0.7pct，费用控制良好；24Q1末底存货43.4亿，较年初增长12%；24Q1计提资产减值损失0.2亿，计提信用减值损失0.3亿。24Q1经营活动净现金流-5.5亿，同环比转负；24Q1资本开支0.5亿，同比下滑31%。

图：鼎胜新材业绩预测（截至2024年5月10日股价）

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	21,605.25	19,064.06	21,852.89	23,313.44	25,259.60
同比(%)	18.92	-11.76	14.63	6.68	8.35
归母净利润(百万元)	1,381.56	534.83	400.05	606.08	850.25
同比(%)	221.26	-61.29	-25.20	51.50	40.29
EPS-最新摊薄(元/股)	1.55	0.60	0.45	0.68	0.96
P/E(现价&最新摊薄)	7.09	18.30	24.47	16.15	11.51

天齐锂业：受高价库存和SQM税务影响，Q1盈利触底

- ◆ **公司24年Q1营收26亿、同减77%、环减64%、归母净利-39.0亿、同减180%、环减386%**，扣非净利-39.2亿，同减181%，环减384%，毛利率48%，同减41.4pct，环减28.8pct，归母净利率-150.77%，同减193.35pct，环减139.49pct，主要受高价精矿库存和SQM税务争议影响。公司此前预告24Q1归母净利-43~-36亿，处于预告中值，符合市场预期。
- ◆ **格林布什：Q1精矿销量环减34%、价格大幅下降**。销量端，Q1格林布什精矿产量28万吨，环减22%，销量18万吨，环减34%。盈利方面，Q1精矿收入13.5亿，不含税均价0.75万（1034美元），环降70%，单位现金成本0.18万（250美元），环增8%，主要系产量下降所致，单位运营成本（含特许权使用费）0.21万，环减26%；天齐Q1销售锂精矿14万吨，预计贡献2.5亿左右归母盈利。
- ◆ **Q1少数股东权益高企影响盈利、Q2起高价库存逐步消化影响减弱**。销量端，24Q1公司锂盐销量近1.7万吨，同增109%，环增20%，24年预计销量达7-8万吨，同增25%-30%。盈利端，23年年末公司合并报表口径有40万吨锂精矿库存，其中公司主体内库存20万吨左右，整体成本较高，Q1自供精矿成本按移动加权平均法计算，预计均价在3000-3700美元/吨，对应碳酸锂全成本20-24万元，我们预计Q1锂盐销售含税均价在10万元左右，对应单吨锂盐产品亏损15万元左右，Q1共亏损25亿左右。公司Q1消化14万吨左右精矿库存，我们预计Q1末国内剩余高价精矿库存约6万吨，Q2随着新矿入库摊薄成本，冶炼端有望大幅减亏。
- ◆ **SQM税务争议裁决影响投资收益17亿、覆盖历史争议税收年度、预计后续影响较小**。重要联营公司SQM由于税务诉讼裁决，预计可能减少其24Q1净利润约11亿美元，公司持股22%，大约影响17亿利润。11亿美元覆盖了2012-2023年所有有争议的矿业税费用，且SQM已经支付了9亿美元+，预计对公司现金流、分红影响较小。

图：天齐锂业业绩预测（截至2024年5月10日股价）

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	40,448.88	40,503.46	12,906.48	16,551.70	19,302.83
同比(%)	427.82	0.13	-68.13	28.24	16.62
归母净利润(百万元)	24,124.59	7,297.31	7.81	4,473.32	5,062.01
同比(%)	1,060.47	-69.75	-99.89	57,212.49	13.16
EPS-最新摊薄(元/股)	14.70	4.45	0.00	2.73	3.08
P/E(现价&最新摊薄)	2.77	9.17	8,577.09	14.97	13.23

- ◆ **公司年报符合预期、一季报略超市场预期。**公司23年营收122亿，同减22%，归母净利34亿，同减46%，扣非净利32亿元，同减48%，其中Q4营收25亿，环减18%，归母净利3.5亿，环减69%，扣非归母净利3.7亿，环减62%，符合市场预期。24年Q1营收23亿，同减31%，环减7.4%，归母净利4.7亿，同减50%，环增32%，扣非净利3.1亿，同减67%，环减16%，非经常性损益主要为政府补助1.8亿，业绩略超市场预期。
- ◆ **Q1碳酸锂成本进一步下降、单吨净利略超预期。**23年公司碳酸锂产品产量2.7万吨，同增37%，销量2.7万吨，同增36%；24Q1出货6900吨，环比略降，预计24年出货3万吨，同增11%，25年新建900万吨采矿设施投产，预计出货4.5万吨左右。盈利方面，23年碳酸锂业务收入51亿，贡献归母净利29亿元，对应含税均价21万，单吨营业成本5.3万，单吨净利10.7万，对应全成本7.1万，其中23H2含税均价17万，单吨营业成本5万，单吨净利8.4万，对应全成本6.4万左右；我们预计24Q1碳酸锂贡献近2亿利润，对应含税均价9.5万左右，全成本进一步降至6万以内，单吨利润2.8万左右，略超市场预期。
- ◆ **特钢需求向好、贡献稳定利润。**23年公司不锈钢销量31万吨，同比增长3.6%，受火电、核电、新能源装备需求带动，23年贡献收入69亿元，归母净利5.3亿元，其中货币资金贡献部分收益；24Q1特钢贡献1.1亿左右利润，我们预计24全年有望维持4.5-5亿稳定利润。
- ◆ **Q1末存货较年初减少、在手现金富裕。**24Q1期间费用率2.5%，同减0.3pct，环减0.7pct。Q1末公司存货7.6亿元，较年初减少30%；在手现金100亿元，较24年初增加6%。24Q1公司经营活动净现金流为-1.7亿元，同减113%，环减137%；资本开支为0.56亿元，环增233%。

图：永兴材料业绩预测（截至2024年5月10日股价）

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	15,578.73	12,189.01	10,039.94	11,124.02	12,783.31
同比(%)	116.39	-21.76	-17.63	10.80	14.92
归母净利润(百万元)	6,319.74	3,406.77	1,717.66	1,870.06	2,402.28
同比(%)	612.42	-46.09	-49.58	8.87	28.46
EPS-最新摊薄(元/股)	11.72	6.32	3.19	3.47	4.46
P/E(现价&最新摊薄)	4.10	7.61	15.10	13.87	10.80

- ◆ **24年Q1营收6亿、同减55%、环减41%、归母净利5.3亿、同减43%、环增17%**，扣非净利5.8亿，同减37%，环减8%，毛利率50%，同减19pct，环减4.4pct，归母净利率86%，同增19pct，环增43pct，业绩符合市场预期。
- ◆ **锂：Q1销量环增55%、单吨成本同比略降优势维持**。24Q1碳酸锂产量2386吨，同增34%，环减38%，销量3970吨，同增643%，环增55%。价格成本方面，Q1碳酸锂收入约3.1亿元，营业成本约1.6亿元，含税均价8.8万元，环减31%，单吨销售成本3.9万元，同比略降，环增15%+，主要系盐湖季节性导致，单吨净利2.7万元左右，Q1贡献1.1亿左右利润。麻米错盐湖首期5万吨LCE项目顺利推进，预计Q2获得项目核准和采矿许可证，25年底前有望全面投产。
- ◆ **钾：Q1销量环减53%、单吨销售成本环降20%+**。24Q1氯化钾产量15.9万吨，同减19%，环减52%，销量14万吨，同减63%，环减53%。价格成本方面，Q1钾肥收入约3.0亿元，营业成本约1.4亿元，含税均价2337元，环减14%，单吨销售成本降至1000以内，环减20%+，单吨净利700-800，Q1贡献1亿左右利润，价格下降单位盈利小幅下滑。
- ◆ **铜：Q1投资收益3.5亿元、略超预期**。参股公司巨龙铜业Q1产铜4.2万吨，含税均价8万左右，单吨净利2.7万左右，实现营收30亿，同增21%，净利润11亿，同增12%，对应投资收益3.5亿，同增12%，环增25%。24年2月巨龙二期改扩建项目获批，预计25Q3试产、25Q4投产，铜年产量将提高至30-35万吨。
- ◆ **Q1费用率环比上升、经营性现金流承压**。24Q1期间费用率10.7%，同增5.2pct，环增2.4pct，其中管理费用率9.4%，环增3.1pct。Q1末存货5.11亿，较年初增加2.6%。Q1经营活动净现金流-2.4亿，同减181%，环减134%；Q1资本开支0.3亿，同增14%，环减61%。

图：藏格矿业业绩预测（截至2024年5月10日股价）

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	8,193.91	5,225.72	3,671.87	3,591.02	3,594.70
同比(%)	126.19	-36.22	-29.73	-2.20	0.10
归母净利润(百万元)	5,654.97	3,419.88	2,692.13	3,069.18	4,045.34
同比(%)	296.19	-39.52	-21.28	14.01	31.81
EPS-最新摊薄(元/股)	3.58	2.16	1.70	1.94	2.56
P/E（现价&最新摊薄）	8.06	13.33	16.93	14.85	11.27

投资建议与风险提示

投资建议：政策落地需求提速，中游盈利底部明确

◆ **投资建议：**4-5月高景气维持，Q2排产环比增30%+，全年需求增长25-30%，“以旧换新”政策或刺激需求超预期，产能利用率持续提升，25年预计行业产能利用率提升至80%+。盈利Q1触底，Q2价格稳定且部分低价单价格有所恢复，盈利环比微增，25年确定性反转。当前为电动车大底，边际变化显著，继续强推锂电池龙头，首推**宁德时代、科达利、湖南裕能、尚太科技**，同时推荐**亿纬锂能、中伟股份、天赐材料、天奈科技、璞泰来、威迈斯、华友钴业、容百科技、永兴材料、中矿资源、天齐锂业、赣锋锂业、恩捷股份、星源材质**等。

表 相关公司估值表 (截至2024年5月10日股价)

	名称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE				PB现值	评级
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E		
电池	宁德时代	8,952	441	502	622	768	20	18	14	12	4.8	买入
	比亚迪	6,359	300	352	424	510	21	18	15	13	4.6	买入
	亿纬锂能	797	41	48	64	80	20	17	13	10	2.2	买入
	欣旺达	284	11	14	18	23	26	20	16	13	1.2	买入
	蔚蓝锂芯	98	1	3	4	5	69	30	24	21	1.5	买入
结构件	派能科技	142	5	4	5	7	28	39	27	19	1.5	买入
	科达利	270	12	14	18	22	23	19	15	12	2.6	买入
电解液	天赐材料	423	19	12	21	31	22	35	20	14	3.3	买入
	新宙邦	249	10	12	16	23	25	21	15	11	2.9	买入
负极	璞泰来	408	19	25	34	43	21	16	12	9	2.2	买入
	贝特瑞	221	17	15	20	25	13	15	11	9	1.8	买入
	尚太科技	117	7	7	9	13	16	17	13	9	2.0	买入
	信德新材	37	0.4	1	2	2	91	31	20	16	1.4	买入
隔膜	恩捷股份	422	25	15	22	32	17	28	19	13	1.6	买入
	星源材质	138	6	6	9	12	24	21	16	11	1.4	买入
	壹石通	40	0.2	0.3	1	2	163	115	35	22	1.8	增持
正极	华友钴业	511	34	35	46	57	15	14	11	9	1.5	买入
	中伟股份	356	19	24	28	35	18	15	13	10	1.8	买入
	德方纳米	106	-16	2	5	9	-6	60	21	11	1.6	买入
	万润新能	54	-15	0.1	3	6	-4	363	16	9	0.8	买入
	容百科技	154	6	5	10	13	26	30	16	11	1.8	买入
	振华新材	68	1	1	2	4	66	102	27	19	1.4	买入
	当升科技	222	19	9	11	16	12	26	20	14	1.7	买入
导电剂	湖南裕能	302	16	10	25	34	19	29	12	9	2.6	买入
	天奈科技	102	3	3	4	6	34	31	23	17	3.8	买入
铝箔	鼎胜新材	105	5	4	6	9	18	24	16	12	1.6	买入
	天齐锂业	639	73	0.1	45	51	9	8577	15	13	1.4	买入
锂	赣锋锂业	690	49	30	40	48	15	24	18	15	1.5	买入
	藏格矿业	446	34	27	31	40	13	17	15	11	3.6	买入
	盛新锂能	172	7	7	9	11	24	24	20	15	1.4	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。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司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