

# 锂电行业专题

## 锂电中游价值寻底，从竞争格局视角分析市值成长之路

优于大市

### 核心观点

**行业现状：动力储能电池产业链进入淘汰赛阶段。**2023年以来占据锂电池出货量90%的动力电池与储能电池产业链迎来供需关系变化。从需求来看，无论是新能源车的销售增速，还是储能装机的增长节奏，纷纷较先前2-3年有所放缓，终端车企及储能集成企业出现短期观望举动，在价格端不断向中游环节施加压力。从供给端来看，上游碳酸锂、中游材料、电池产能均有明显扩张，产能瓶颈不复存在，电池企业相对严格按需定产，以谨慎的态度控制库存水平。一线与二三线企业在产能利用率、盈利能力等方面出现分化。此外，锂电产业链外部需求面临着显著的挑战，美国和欧盟不断升级贸易保护措施，通过车辆原材料溯源、贸易关税等形式不断给国内锂电产业链施加压力。展望未来，拥有技术优势和规模优势的龙头企业可以通过海外投资、技术授权等方式继续参与欧美新能源车与储能市场的发展，从而一定程度上推动锂电产业链竞争格局加速优化。

**多数原材料价格趋于小幅震荡，产业链减值压力减小。**2023年以来碳酸锂价格开启快速下跌通道，迄今18个月的累计跌幅已经达到85%，跌至9.58万元/吨。受锂盐价格下降影响，正极材料价格普遍同比下跌47-58%，电解液价格同比下跌40%。负极和隔膜虽然成本和报价并不与碳酸锂联动，但是由于产能扩张竞争加剧，负极不同产品价格同比下降13-25%，隔膜产品价格同比下降29-43%。各类型锂电池产品价格同比下降30-50%。2023年以来原材料和产成品的快速降价，给材料企业形成了较大的存货跌价损失压力，对企业经营带来巨大挑战。目前整个产业链价格趋于小幅波动，多数原材料价格波动对产业链的盈利冲击已经显著缩小。

**产业升级方向：传统动力电池产业链龙头企业拥有领先的研发技术实力、相对优秀的管理体系、规模化生产优势和定点优势，这些优势可以助力其在储能领域实现快速发展。未来头部电池企业或应加快研发技术创新步伐，不断开拓细分应用场景并布局相关市场，推动中游与下游产业链协同，重构价值链。材料企业则应加强技术优化与设计以巩固成本领先优势，并积极探索产能国际化布局、扩大海外电池客户的供应份额。**

**投资建议：龙头优势巩固，部分环节价值回归。**锂电行业是典型的技术密集型和资金密集型行业，当前锂电池、铁锂正极、电解液等环节竞争格局集中，产业链盈利也进入底部企稳阶段。预计未来盈利修复与格局稳定后的估值提升将带动龙头企业估值回归。从估值提升空间来看，建议重点关注锂电池、磷酸铁锂正极和负极环节。

**风险提示：**1、贸易壁垒；2、新能源车销量不及预期；3、竞争加剧；4、汇率波动、大宗商品涨价风险。

### 重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(百万元)	EPS		PE	
					2024E	2015E	2024E	2025E
300750.SZ	宁德时代	优于大市	189.01	8314	10.48	12.27	18.0	15.4
300014.SZ	亿纬锂能	优于大市	42.77	875	2.30	2.92	18.6	14.7
002850.SZ	科达利	优于大市	86.5	234	4.78	5.18	18.1	16.7
301358.SZ	湖南裕能	优于大市	37.74	286	3.40	4.06	11.1	9.3
300037.SZ	新宙邦	优于大市	30.82	232	2.01	2.64	15.3	11.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

### 行业研究·行业专题

#### 电力设备·电池

#### 优于大市·维持

证券分析师：王蔚祺

010-88005313

wangweiqi2@guosen.com.cn

S0980520080003

证券分析师：徐文辉

021-60375426

xuwenhui@guosen.com.cn

S0980524030001

联系人：李全

021-60375434

liquan2@guosen.com.cn

### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

- 《锂电产业链周评（6月第2周）-欧盟拟对来自中国电动汽车加征关税，锂盐价格持续走低》——2024-06-15
- 《锂电产业链周评（6月第1周）-5月欧洲电动车市场需求较弱，宁德时代回应美国国会议员相关表述》——2024-06-09
- 《锂电产业链周评（5月第5周）-节能降碳行动方案或推动锂电新项目谨慎落地，固态电池产业有望加速发展》——2024-06-01
- 《锂电产业链周评（5月第4周）-锂电材料企业加速美国产能建设，宁德时代成功试飞4吨级电动飞机》——2024-05-25
- 《锂电产业链周评（5月第3周）-美国提高国内新能源车及电池关税税率，国轩高科发布全固态电池》——2024-05-18

## 内容目录

<b>锂电池市场总体分析</b> .....	<b>4</b>
锂电池行业发展趋势展望 .....	4
锂电池行业竞争格局分析 .....	6
面对贸易壁垒挑战，我国锂电产业链依然拥有产业主导权 .....	9
<b>锂电产业链如何实现出清？</b> .....	<b>10</b>
锂电行业产能利用率比较 .....	10
锂电行业盈利水平已见底，梯队差距明显 .....	11
当前产业盈利分析及外部潜在竞争风险 .....	13
另一种角度看企业盈利和行业内部竞争 .....	13
<b>从价值回归的角度分析锂电产业链投资机会</b> .....	<b>14</b>
业绩稳定期所对应估值体系的锚定 .....	14
当前估值体系的锚定-敏感性分析 .....	15
值得关注的投资环节 .....	16

## 图表目录

图 1: 全球锂电池出货量历史回顾及展望 (GWh)	4
图 2: 全球新能源车需求展望 (万辆)	5
图 3: 2023 年全球动力电池竞争格局	6
图 4: 2023 年全球储能电池竞争格局	6
图 5: 2023 年全球锂电主要材料竞争格局	7
图 6: 2023 年动力储能电池企业单位 wh 期间费用 (元/wh)	7
图 7: 2023 年动力电池企业人均创收 (万元/人)	7
图 8: 2023 年铁锂正极企业单吨期间费用 (元/wh)	8
图 9: 2023 年铁锂正极企业人均创收 (万元/人)	8
图 10: 2023 年电解液/六氟企业单吨期间费用 (元/wh)	8
图 11: 2023 年电解液/六氟企业人均创收 (万元/人)	8
图 12: 2023 年隔膜企业单位期间费用 (元/平)	8
图 13: 2023 年隔膜企业人均创收 (万元/人)	8
图 14: 锂电全产业链图示	9
图 15: 2023 年锂电材料企业产能利用率 (国内企业)	11
图 16: 目前单位 GWh 盈利水平分析 (万元)	13
图 17: 2023 年扣非人均创利/人均薪酬	14
图 18: 动力储能电池利润空间估算 (亿元, 保守情况)	15
图 19: 锂电材料行业利润空间估算 (亿元, 保守情况)	15
图 20: 基于高登增长模型是所推算的 PE 曲线	16
图 21: 动力储能电池龙头理论空间 (亿元)	17
图 22: 铁锂正极龙头理论空间 (亿元)	17
图 23: 负极龙头理论空间 (亿元)	17
表 1: 全球碳酸锂产能	4
表 2: 全球动力储能电池企业产能梳理	6
表 3: 锂电主要材料价格情况 (截至时间: 2024 年 6 月 15 日)	12
表 4: 锂电行业盈利稳定期动态估值测算	15
表 5: 重点公司盈利预测及估值 (2024. 6. 19)	18

## 锂电池市场总体分析

### 锂电池行业发展趋势展望

在政策、技术和市场的共同推动下，2020 年以来全球新能源汽车市场持续快速增长。以特斯拉和国内企业为首的全球各大车企推出很多适合消费者需求的车型，再加上充、换电基础设施的不断完善，新能源汽车行业得到长足发展。在新能源发电装机量快速增长的同时，全球锂离子电池储能也在 2021 年以来快速爆发，连续三年保持 50% 以上的复合增长率。新能源汽车与储能市场的繁荣，带动全球锂电池出货量在 2021-2023 年经历了高速增长，从 540GWh 增长到 1150GWh。短期需求高速增长导致从上游原材料到中游制造产能的阶段性和短缺，并拉动全产业链进入大规模扩产潮。

图1：全球锂电池出货量历史回顾及展望（GWh）



资料来源：数据来源：SNE Research、EV Tank、中汽协, 国信证券经济研究所整理及预测

表1：全球碳酸锂产能

碳酸锂	2021	2025E
海外锂盐湖	18	47
海外锂辉石&锂黏土	25	84
中国锂辉石	1	4
中国锂盐湖	7	24
中国锂云母	6	21
<b>供给合计</b>	<b>57</b>	<b>180</b>
<b>对应电池产量（GWh）</b>	<b>&gt;630</b>	<b>&gt;2000</b>
<b>全球动力储能电池产能（GWh）</b>		<b>2884</b>

资料来源：安泰科，中汽协，Marklines，国信证券经济研究所整理及预测

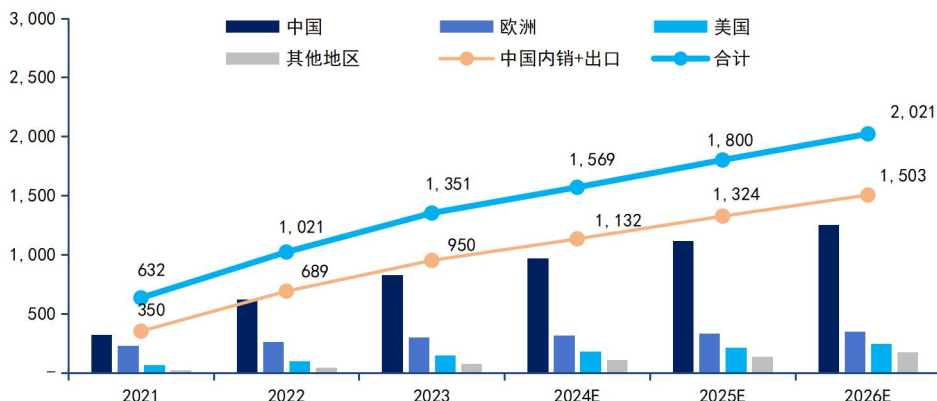
全球锂电池的需求主要由动力电池驱动。自 2022 年以后，动力电池持续占全球锂电池出货比例的 70% 以上，因此电动车市场决定了锂电池市场的需求趋势。

从中长期产业趋势来看，中国具备了新能源车的技术先发优势和产业集群效应，电动化趋势不可逆转，市场需求将继续保持两位数增长。

欧洲市场则因产业竞争力短期落后，能源转型政策递延，短期发展速度可能放缓至个位数区间，但对于动力电池产业而言仍是盈利能力最好的高价值市场。

美国市场渗透率较低，美国政府通过《削减通胀法案》（IRA）的税收补贴来刺激电动车的购买需求，加上美国本土品牌特斯拉的竞争力较强，新能源车销量增速与中国市场接近。

图2：全球新能源车需求展望（万辆）



资料来源：中汽协，ACEA（欧洲汽车工业协会），Marklines，国信证券经济研究所整理与预测

**目前动力储能电池产业链进入淘汰赛阶段。**2023年以来占据锂电池出货量90%的动力电池与储能电池产业链迎来供需关系变化。

从需求来看，无论是新能源车的销售增速，还是储能装机的增长节奏，纷纷较前2-3年有所放缓，终端车企及储能集成企业出现短期观望举动，在价格端不断向中游环节施加压力。

从供给端来看，上游碳酸锂、中游材料、电池产能均有明显扩张，产能瓶颈不复存在，电池企业相对严格按需定产，以谨慎的态度控制库存水平。一线与二三线企业在产能利用率、盈利能力等方面出现分化。

此外，锂电产业链外部需求面临着显著的挑战，美国和欧盟不断升级贸易保护措施，通过车辆原材料溯源、贸易关税等形式不断给国内锂电产业链施加压力。

展望未来，拥有技术优势和规模优势的龙头企业可以通过海外投资、技术授权等方式继续参与欧美新能源车与储能市场的发展，从而一定程度上推动锂电产业链竞争格局加速优化。

表2: 全球动力储能电池企业产能梳理

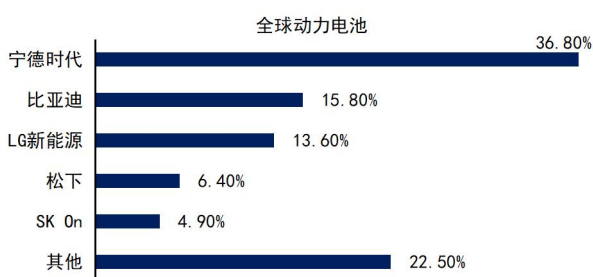
锂电池企业	2024E	2025E	2023 年动力电池份额
宁德时代	700	800	36.8%
比亚迪	300	350	15.8%
中创新航	120	150	4.7%
国轩高科	180	210	2.4%
蜂巢能源	65	90	
亿纬锂能	179	214	2.3%
孚能科技	55	70	
LG 新能源	340	500	13.6%
三星 SDI	90	120	4.6%
松下	100	120	6.4%
SK On	140	180	4.9%
Northvolt	50	80	
<b>上述合计</b>	<b>2319</b>	<b>2884</b>	

资料来源: SNE Research、各公司公告、国信证券经济研究所预测

## 锂电池行业竞争格局分析

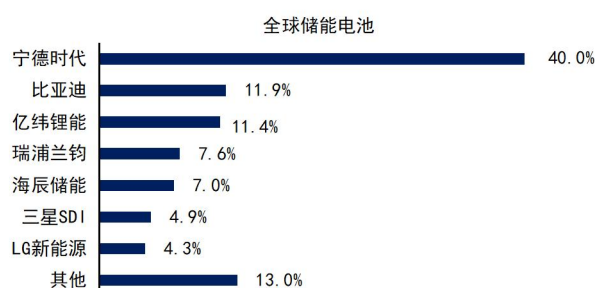
从 2023 年全球市场份额来看, 下游锂电池行业的集中度高于上游材料环节。全球动力储能电池的 CR2 超过 50%, CR4 接近 70%, 属于高度寡占型市场结构(CR8>80%)。这种市场结构非常有利于锂电池环节占据价值链分配的优势地位。同时锂电池龙头也可以充分获得产业来链的技术红利和终端市场盈利。

图3: 2023 年全球动力电池竞争格局



资料来源: SNE、鑫椏锂电、上海有色、各公司公告、国信证券经济研究所整理

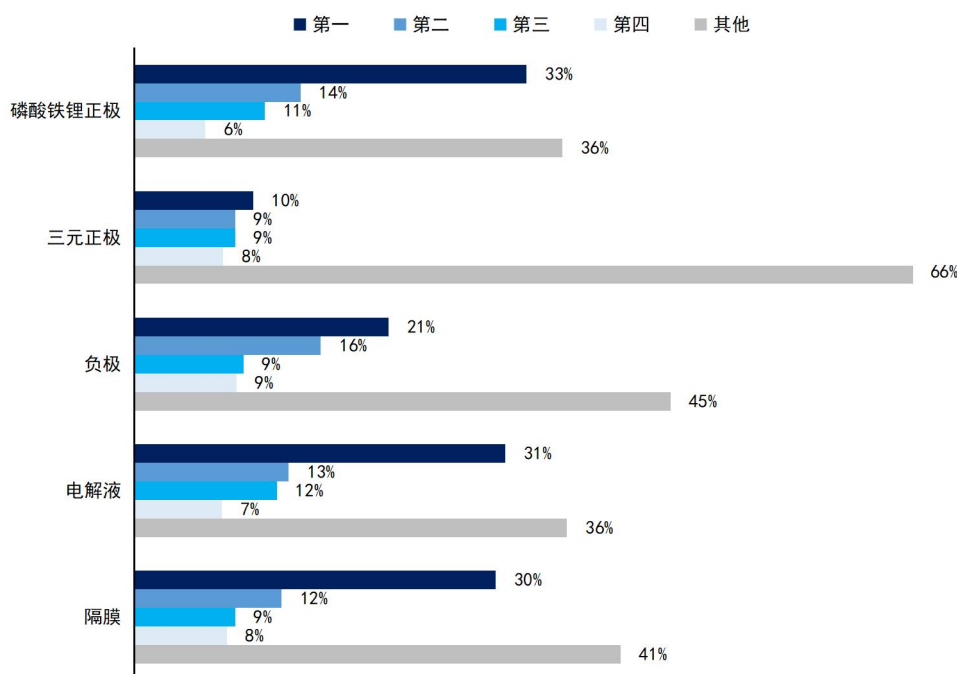
图4: 2023 年全球储能电池竞争格局



资料来源: SNE、鑫椏锂电、上海有色、各公司公告、国信证券经济研究所整理

在主要锂电材料环节中，磷酸铁锂正极环节正加速进行竞争格局的优化，头部企业获得超过三分之一的市场份额；电解液和隔膜环节也有希望尽快实现竞争格局稳定。

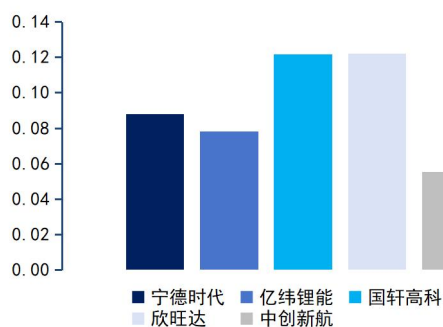
图5：2023 年全球锂电主要材料竞争格局



资料来源：SNE Research、鑫椏锂电、上海有色、各公司公告、国信证券经济研究所整理

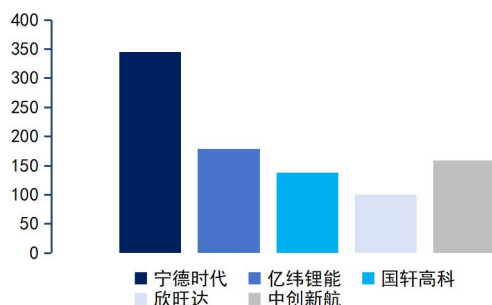
从企业的经营成本和人均劳效来看，锂电主要环节拉开明显差距，龙头优势地位明显。在费用方面，理论上龙头企业的单位期间费用（销售、管理、研发、财务）应该处于更低的水平。这一特征在正极、电解液和隔膜环节体现最为充分，这些环节的企业业务构成集中，也是公认行业最早出清的环节。锂电池板块各家企业的单位期间费用差距明显，差额占单位盈利的比例超过 40%以上（0.04 元/wh），这就使得头部企业的成本优势难以撼动。

图6：2023 年动力储能电池企业单位 wh 期间费用（元/wh）



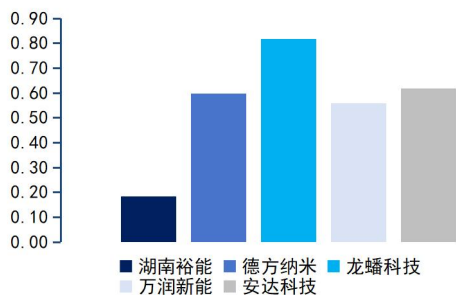
资料来源：Wind，公司年报，国信证券经济研究所整理与估算

图7：2023 年动力电池企业人均创收（万元/人）



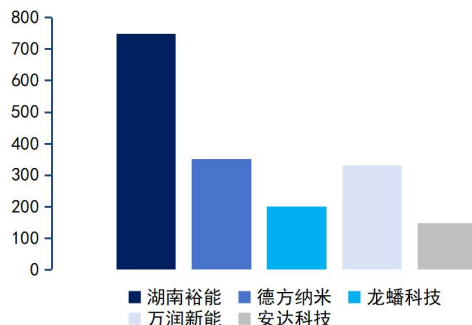
资料来源：Wind，公司年报，国信证券经济研究所整理与估算

图8: 2023年铁锂正极企业单吨期间费用(元/wh)



资料来源: Wind, 公司年报, 国信证券经济研究所整理与估算

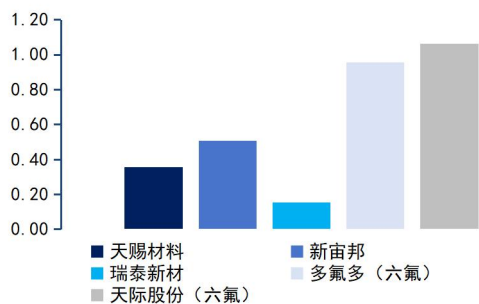
图9: 2023年铁锂正极企业人均创收(万元/人)



资料来源: Wind, 公司年报, 国信证券经济研究所整理与估算

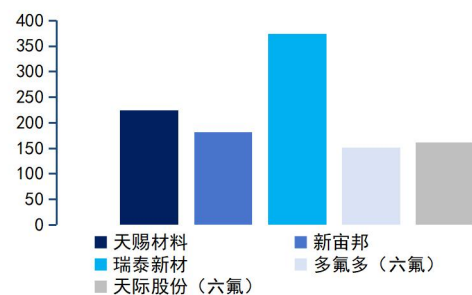
从人均创收的角度, 头部企业明显拥有更好的营收基础, 这对未来纵向一体化战略的实施, 进一步优化价值链的利益分配提供了坚实基础。

图10: 2023年电解液/六氟企业单吨期间费用(元/wh)



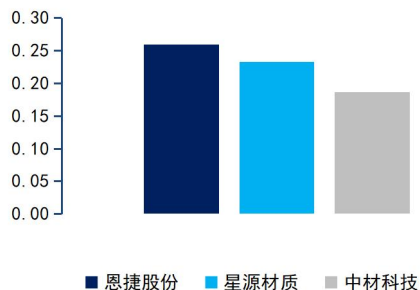
资料来源: Wind, 公司年报, 国信证券经济研究所整理与估算

图11: 2023年电解液/六氟企业人均创收(万元/人)



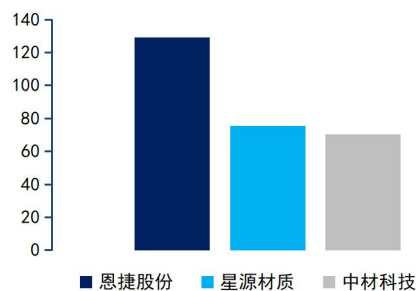
资料来源: Wind, 公司年报, 国信证券经济研究所整理与估算

图12: 2023年隔膜企业单位期间费用(元/平)



资料来源: Wind, 公司年报, 国信证券经济研究所整理与估算

图13: 2023年隔膜企业人均创收(万元/人)



资料来源: Wind, 公司年报, 国信证券经济研究所整理与估算



## 面对贸易壁垒挑战，我国锂电产业链依然拥有产业主导权

2024 年锂电产业链外部需求面临着显著的挑战，美国和欧盟不断升级贸易保护措施，通过车辆原材料溯源、贸易关税等形式不断给国内锂电产业链施加压力。

**美国方面：**1) 2023 年 10 月，美国通过 IRA 法案拒绝对采用了 FE0C 主体所生产的锂电池及原材料、关键矿物的新能源车进行最高 7500 美元/辆的补贴。

2) 2024 年 5 月 14 日，美国对电动汽车、电池及零部件、关键矿物提升关税税率，2024 年起电动车（100%）、动力电池（25%）、电池零部件（25%）其他关键矿物（25%），石墨、永磁体和其他锂电池从 2026 年开始征收 25% 关税。

3) 2024 年 6 月 7 日，《脱离外国敌对电池依赖法》的议案，要求禁止美国政府部门从包括宁德时代、国轩高科、亿纬锂能、比亚迪、海辰储能、远景能源采购电池。

**欧盟方面：**6 月 12 日，欧盟委员会宣布，如无法与中方达成解决方案，则将会于 7 月 4 日起对自中国进口的电动汽车加征关税。其中，比亚迪、吉利汽车和上汽集团将分别加征 17.4%、20% 和 38.1% 的关税；其它制造商将加征 21% 的关税；进口自中国的特斯拉汽车可能适用单独的税率。这将间接影响动力电池的对欧部分出口。

面对诸多挑战，我们认为拥有技术优势和规模优势的龙头企业可以通过海外投资、技术授权等方式继续参与欧美新能源车市场的发展，从而一定程度上加快锂电产业链的格局出清。我国锂电产业链之所以能够保持产业主导权，与锂电产业链的构成特点有关。

图 14：锂电全产业链图示



资料来源：鑫铈锂电，国信证券经济研究所整理

**首先锂电上游和中游的材料制造环节，属于连续流程化技术产业，具备如下特点：**

一、锂电材料多为资本密集型产业，强调生产工艺完整性和装置匹配性，生产装置要不断进行精细化、自动化、集成化、专业化。因而企业需要保持高度研发投入，研发体系、资源与技术路线和发展战略要相匹配。

二、锂电材料也属于资源型产业，高度依赖上游资源的稳定供给，部分环节还属于高耗能产业，因此强调节能与回收技术的应用。未来材料行业的竞争还要走向低碳化维度的竞争。目前锂电材料处于全球主导地位，全面覆盖高、中、低不同细分市场，并积极布局上游矿产资源，价值链更多向原材料供应商倾斜。

**其次，锂电池和部分材料为高度模块化产业。**我国锂电中游产业链形成以技术为主导的竞争优势，建立自主独立的研发体系和产品战略，并积极向下游储能集成、

电动车、换电网络领域布局，充分占据价值链“微笑曲线”的全部区域。

锂电产业链与上下游深度垂直分工，相互依存，技术关联性强，参与产业链技术标准的研发与制定，注重建立资源回收体系。

在欧美市场贸易壁垒四起的挑战下，企业积极寻求技术与产能对外输出，开拓的国际化发展道路；并整合上游资源和下游终端市场，继续巩固当前行业领先地位。我们认为面临欧美贸易壁垒四起的现状，锂电产业并不会因此失去全球产业主导地位。

## 锂电产业链如何实现出清？

### 锂电行业产能利用率比较

当前锂电行业产能过剩的情况属于结构性分化，一线龙头企业的产能利用率超过70%，基本不属于产能过剩，而是适度超前投产来保持产能弹性，更好地适应客户需求。二线或者三线企业产能利用率明显低于一线企业，甚至不足50%。

产能利用率的差异与新能源车的产品定点机制有一定关系。汽车定点机制很好的保护了一线企业的市场份额，使企业能够维持先发优势，并依靠做大规模来维持成本领先性。

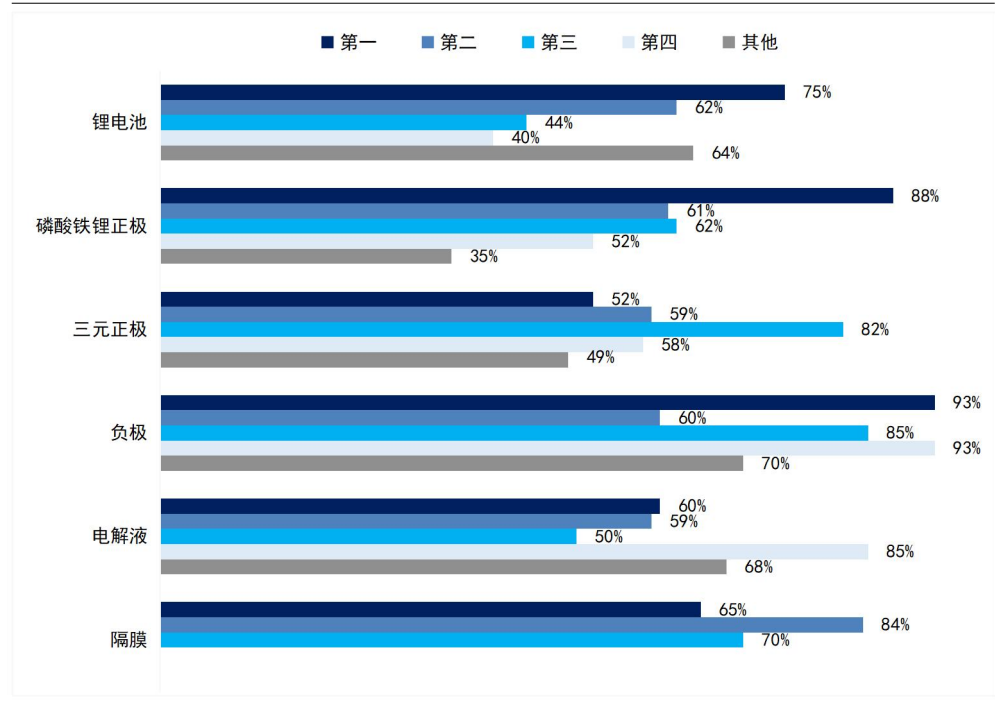
定点机制与产能利用率的差异也说明技术优势在锂电产业链发挥显著作用。头部企业往往也是性能、质量、技术各方面最为领先的企业，能够深得下游客户的信赖，从而实现产业链的协同开发。

定点机制在储能电池行业并不多见，在海外储能市场电池拥有较强的品牌护城河，能实现强者恒强的趋势。而国内储能电池市场则更倾向于项目制的模式，低价竞争可以帮助部分二三线品牌争夺到一席之地。

储能市场的招标模式对材料行业的格局也产生影响。头部储能电池企业为了保证真实的循环寿命、安全性能与市场口碑，往往与最优质的材料企业合作；而低价竞争的电池企业则在材料选取方面也更加多元化。

我们预期锂电行业的出清更多是份额的持续集中，当碳酸锂价格见底并呈现稳定趋势后，除三元正极之外，各环节格局逐步走向CR2>55%，CR4>70%的结构。当行业单位盈利见底回升后，市场竞争也进入出清之后的稳定阶段。

图15：2023年锂电材料企业产能利用率（国内企业）



资料来源：SMM、各公司公告、国信证券经济研究所整理与估算

## 锂电行业盈利水平已见底，梯队差距明显

多数原材料价格趋于小幅震荡，产业链减值压力减小。2023年以来碳酸锂价格开启快速下跌通道，迄今18个月的累计跌幅已经达到85%，跌至9.58万元/吨。

受锂盐价格下降影响，正极材料价格普遍同比下跌47-58%，电解液价格同比下跌40%。负极和隔膜虽然成本和报价并不与碳酸锂联动，但是由于产能扩张竞争加剧，负极不同产品价格同比下降13-25%，隔膜产品价格同比下降29-43%。各类型锂电池产品价格同比下降30-50%。

2023年以来原材料和产成品的快速降价，给材料企业形成了较大的存货跌价损失压力，对企业经营带来巨大挑战。目前整个产业链价格趋于小幅波动，多数原材料价格波动对产业链的盈利冲击已经显著缩小。

表3: 锂电主要材料价格情况 (截至时间: 2024年6月15日)

分类(占电芯成本比例)	指标	单位	本周价格	上周价格	环比变动幅度	2024年初价格	2024年初以来涨跌幅(%)	同比变动情况(%)
正极材料及原材料	碳酸锂	万元/吨	9.85	10.12	-2.69%	9.69	1.60%	-68.55%
	硫酸镍	万元/吨	3.17	3.28	-3.51%	2.64	19.89%	-4.95%
	硫酸钴	万元/吨	3.09	3.13	-1.12%	3.18	-2.68%	-22.26%
	硫酸锰	万元/吨	0.66	0.66	0.00%	0.50	32.66%	13.79%
	三元前驱体523	万元/吨	7.50	7.55	-0.66%	7.04	6.53%	-9.64%
	三元前驱体622	万元/吨	7.90	7.90	0.00%	7.74	2.07%	-19.31%
	三元前驱体811	万元/吨	9.15	9.15	0.00%	8.30	10.31%	-14.57%
	三元材料523	万元/吨	13.07	13.24	-1.28%	13.05	0.11%	-47.11%
	三元材料622	万元/吨	12.61	12.76	-1.18%	12.50	0.84%	-49.78%
	三元材料811	万元/吨	15.95	16.12	-1.05%	16.05	-0.62%	-43.34%
	磷酸铁	万元/吨	1.07	1.07	0.00%	1.07	0.00%	-12.30%
	磷酸铁锂	万元/吨	4.13	4.19	-1.29%	4.35	-5.03%	-57.63%
	负极材料	负极石墨化	万元/吨	0.94	0.94	0.00%	0.95	-1.05%
人造石墨中端		万元/吨	2.88	2.88	0.00%	3.07	-6.04%	-25.00%
人造石墨高端		万元/吨	5.46	5.46	0.00%	5.65	-3.28%	-13.20%
球磨法硅碳负极		万元/吨	27.50	27.50	0.00%	27.50	0.00%	0.00%
电解液及原料	六氟磷酸锂	万元/吨	6.53	6.65	-1.88%	6.70	-2.61%	-59.60%
	电解液	万元/吨	2.12	2.20	-3.86%	2.18	-2.76%	-40.00%
隔膜	湿法基膜(9 μm)	元/平方米	0.85	0.85	0.00%	1.11	-23.42%	-29.17%
	干法基膜(16 μm)	元/平方米	0.45	0.45	0.00%	0.61	-26.23%	-38.36%
	湿法涂覆基膜(7 μm+2 μm)	元/平方米	1.19	1.19	0.00%	1.58	-24.68%	-41.95%
铜箔	铜箔加工费 6 μm	万元/吨	1.85	1.85	0.00%	1.80	2.78%	-30.19%
铝箔	铝箔加工费 13 μm	万元/吨	1.55	1.55	0.00%	1.60	-3.13%	-8.82%
动力电池	方形三元523动力电芯	元/Wh	0.490	0.490	0.00%	0.480	2.08%	-32.88%
	方形磷酸铁锂动力电芯	元/Wh	0.420	0.420	0.00%	0.430	-2.33%	-35.38%
储能电池	储能方形铁锂电池(100Ah)	元/Wh	0.420	0.420	0.00%	0.460	-8.70%	-41.67%
	储能方形铁锂电池(280Ah)	元/Wh	0.350	0.350	0.00%	0.440	-20.45%	-47.76%

资料来源: SMM, 国信证券经济研究所整理; 注: 电芯报价为不含税报价

## 当前产业盈利分析及外部潜在竞争风险

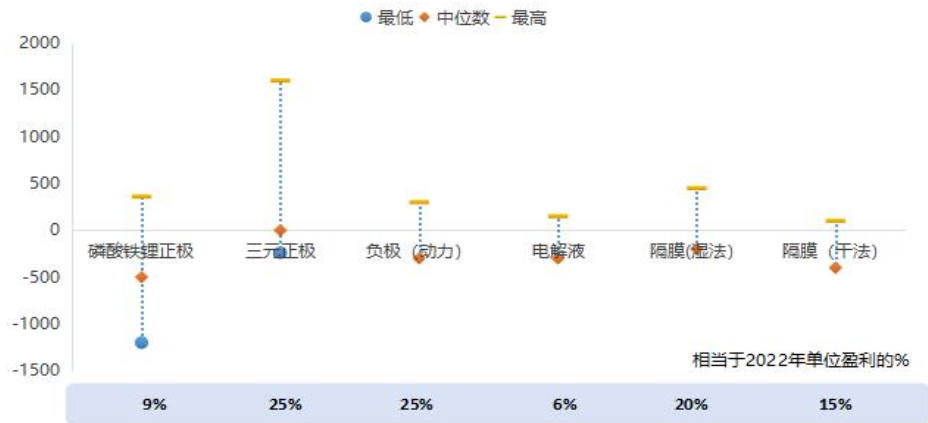
从 2024 年锂电行业各环节的盈利水平已经见底：二三线企业基本处于亏损状态，头部企业的盈利水平相较 2022 年也处于 30%分位以下。

近期部分亏损的二三线材料企业迫于经营压力，转而从向电池大厂谋求涨价，并且由于所拿到的供货份额较小，因此涨价诉求也得到满足。这体现材料环节的盈利水平已经见底，头部材料企业当前的盈利能力预期可稳定持续。

盈利能力最强的动力电池企业目前单位 GWh 盈利约为 1 亿元，而三线企业最多可能为单位亏损 1.1 亿元，行业单位盈利的中位数为零。头部企业盈利水平接近于 2022 年，比 2019 年的历史最高水平低 15%左右。

从资本开支的角度，当前全行业产能过剩比率在 50-100%，不需要更多的产能建设，同时当前头部电池、正极、电解液、负极、隔膜头部企业，盈利水平所对应的 ROIC 已经下降至 8%-15%附近，产业资本进入的动力不强，长期供给格局趋于稳定。

图16：目前单位 GWh 盈利水平分析（万元）



资料来源：Wind，公司年报，国信证券经济研究所整理与估算

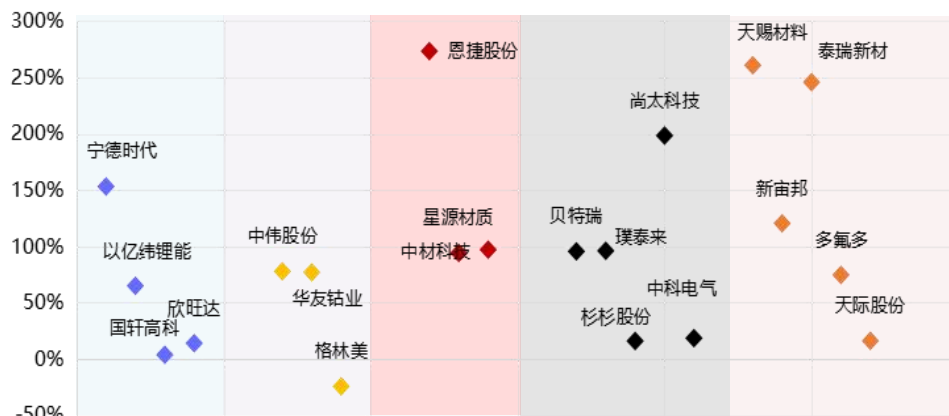
## 另一种角度看企业盈利和行业内部竞争

从人均薪酬和人均创利的比较分析，2023 年多数锂电上市企业扣非人均创利普遍低于人均薪酬，即图 17 中数据小于 100%；而头部企业人均创利依然远大于人均薪酬，即企业单位劳动力要素的投入依然能够创造更多的边际利润。

我们分析认为这一比例低于 100%的企业，在当前的竞争环境下边际人力要素的投入无法带来边际利润，也就是其他生产要素无法创造正的边际利润，此时企业处于生产效率明显落后的阶段，若再进行价格竞争将进一步消耗现金流，放大自身劣势。

2023 年碳酸锂价格急剧下降的过程当中，正极材料企业普遍蒙受了相当大的存货损失，这种特异情况会扭曲真实人均创利水平，因此此处暂不列示正极材料企业的数据。

图17: 2023 年扣非人均创利/人均薪酬



资料来源: Wind, 公司年报, 国信证券经济研究所整理与估算

## 从价值回归的角度分析锂电产业链投资机会

### 业绩稳定期所对应估值体系的锚定

**估值方法的选择——高登增长模型。**基于前文对于当前行业产能水平、竞争格局、盈利差异的分析，我们认为锂电产业链当前具备如下特点：

- 1) 产业大规模资本扩张接近尾声，龙头企业具备长期占据主要市场份额的必要产能；
- 2) 各环节内部企业竞争力差异较大，头部企业通过总成本领先（材料）或者差异化优势（锂电池）长期维持竞争优势；
- 3) 随着行业进入低增速区间，各个环节股权投资回报率也稳定在 10-15%区域，与股权资金成本的水平逐步接近。经营稳定的头部企业将提高现金分红比例，降低投入再生产的利润占比。

基于上述特征，我们采用高登增长模型的原理对锂电板块的合理估值水平进行估算。我们认为决定股权价值的因素主要包括预期收益（净现金流）、再投资率（1-现金分红比率）、股权投资回报、风险调整后折现率（股权资金成本）、股权投资超过资金成本的期限（复利期）。

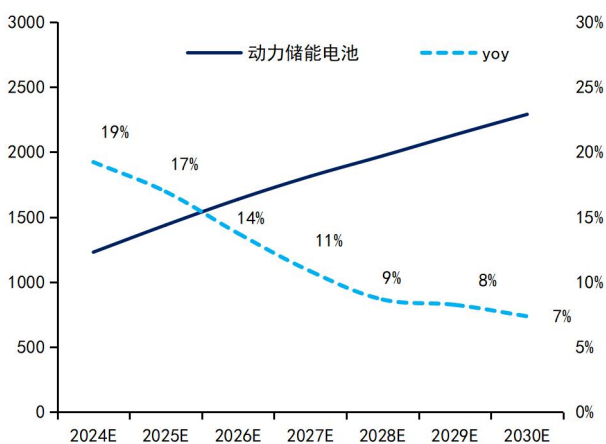
我们按照头部企业的盈利水平去测算各环节的行业盈利规模，我们可以得到各环节头部的理论市值，这是未来理想状态下的估值水平，并且仅仅针对单一业务，因此不能够直接对应实际企业的情况。同时所测算的 PE 并非 2024 年动态 PE，因为每家企业进入盈利稳定期的时间不一样，而本方法只能针对行业出清后的盈利能力进行估值分析。短期极端的价格竞争争夺份额的盈利水平并不适用本方法。

表4: 锂电行业盈利稳定期动态估值测算

环节	股权回报率	再投资率	股权资金成本 (k)	超额收益年限	PE
动力储能电池	18%	50%	10.20%	5	18.9
铁锂正极	15%	80%	10.20%	4	16.5
三元正极	17%	80%	9.50%	2	14.1
负极	13%	70%	10.20%	5	17.4
电解液	64%	0%	10.20%	4	34.6
隔膜	11.50%	20%	9.80%	4	15

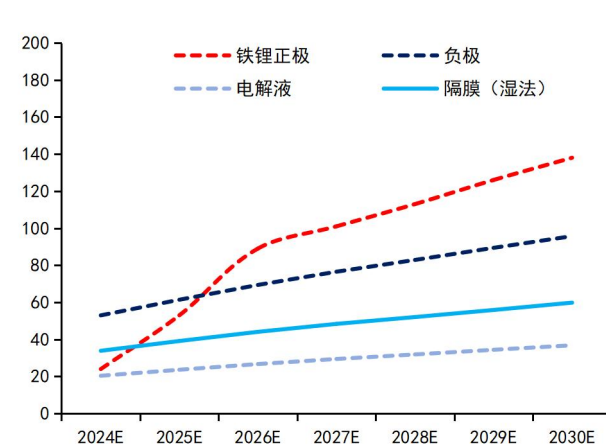
资料来源: Wind, 公司年报, 国信证券经济研究所整理与估算

图18: 动力储能电池利润空间估算 (亿元, 保守情况)



资料来源: 中汽协, ACEA (欧洲汽车工业协会), Marklines, 国信证券经济研究所整理与估算

图19: 锂电材料行业利润空间估算 (亿元, 保守情况)



资料来源: 中汽协, ACEA (欧洲汽车工业协会), Marklines, 国信证券经济研究所整理与估算

## 当前估值体系的锚定-敏感性分析

在当前大的市场背景下, 我们对锂电头部企业未来估值提升抱有乐观看法, 主要原因如下:

一、锂电产业是技术密集型行业, 在当前全球智能化、电动化、低碳化的能源转型大背景, 锂电产品必然将持续迭代升级, 龙头企业对研发技术和新产能的资本投入有望获得高于市场平均回报水平的收益率。这种回报可能在短期看不到明确的净收益, 但是在未来 3-5 年有望带来可观的效益。

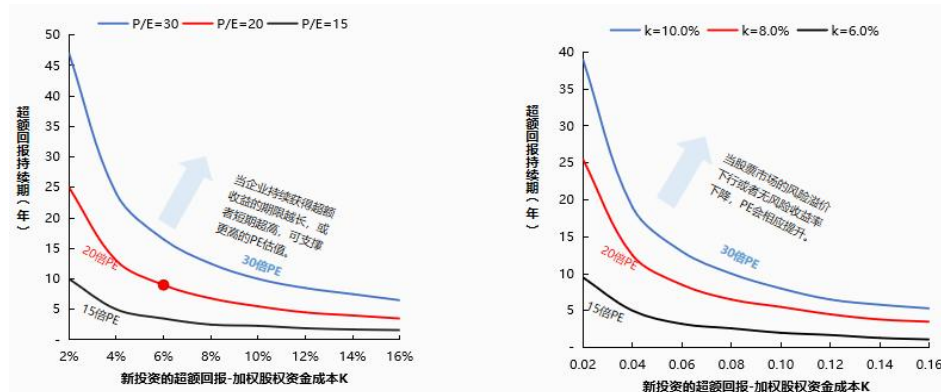
二、股票市场的收益率下行阶段可能整体提升 PE 估值。当前 A 股市场处于宏观经济结构转型的调整期, 新质生产力推动经济健康增长的效应仍需要时间反馈。因此当前市场隐含的风险溢价有下行空间, 锂电产业链经历调整期以后板块贝塔也必然进入下降通道, 综合来看股权资金成本 K 有望下移, 推动 PE 提升。

三、材料企业盈利和现金流有望改善。过去两年锂电材料企业经历价格竞争和供给出清, 当前处于行业盈利底部。下半年随着行业排产的改善和供给格局优化,

产业链单位盈利能力在 2025 年以后有望增厚。

目前头部动力电池企业在研发技术实力、管理体系、生产规模效应和车企定点等多方面保持领先优势，凭借这些优势企业能够在储能领域的竞争中发挥协同作用。未来头部电池企业应加快研发技术创新步伐，不断开拓细分应用场景并布局相关市场，发挥中游与下游的产业链协同来重构价值链。头部材料企业则应通过工程技术巩固成本领先优势，积极探索产能国际化布局、扩大海外电池客户的供应份额。

图20: 基于高登增长模型是所推算的 PE 曲线



资料来源:《Valuation Techniques》 David T Larrabee, 译者 王晋中, 北京华章图文信息有限公司, ISBN: 9787111479284

## 值得关注的投资环节

我们结合几个方面的动态变化对龙头企业的理论估值区间进行测算，得到动力储能电池、磷酸铁锂正极和负极这三个环节的龙头估值空间（理论值）。

首先，我们关注全球降息措施和下半年国内经济回暖共同作用，推动 2024 年底之后 A 股的无风险收益率和风险溢价下降，在乐观情景下我们考虑股权资金成本 K 将在 2026 年累计下降 2 个百分点。

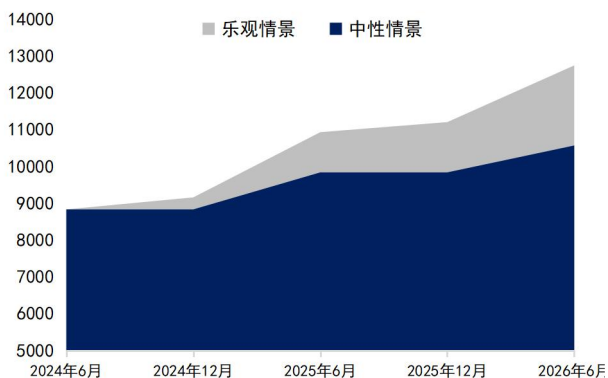
第二，我们认为 2024 年为锂电产业链价格竞争和格局出清最为集中的一年，当前材料企业的加工利润处于历史最低水平，随着 2025 年头部企业完成产业链一体化布局、降本增效或者份额扩张，2025 年以后将进入业绩稳定增长阶段。

第三，我们的理论模型头部企业都拥有比较领先的市场占有率，这是能够兑现盈利能力和利润空间的前提。

我们利用高登增长模型的原理估算了各环节企业业绩稳定期的动态 PE（理论值），结合对 2024-2026 年行业头部企业盈利水平的预测，给出头部企业理论市值空间。结合当前的市场估值，我们认为动力储能电池、磷酸铁锂正极和负极这三个细分环节仍有比较好的估值提升空间。

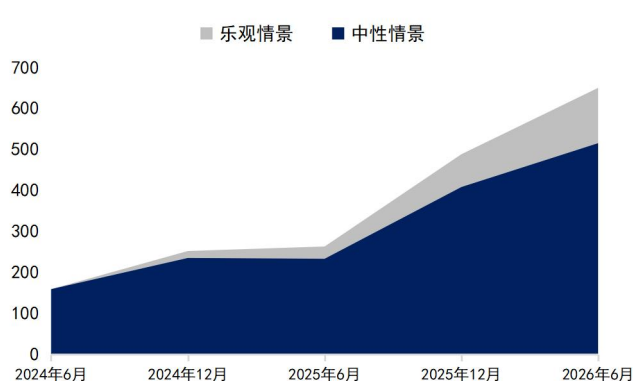


图21：动力储能电池龙头理论空间（亿元）



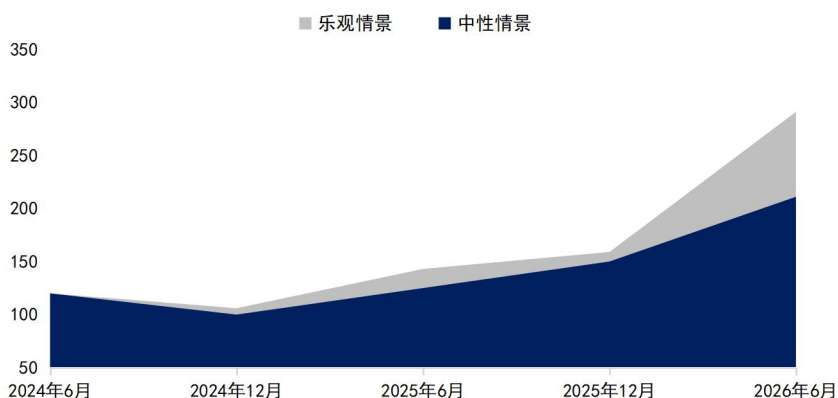
资料来源：Wind、SNE、中汽协、国信证券经济研究所预测，注：市值空间根据产业链利润、头部企业理论市场份额和行业需求估算理论值，不代表个股估值观点和投资建议。

图22：铁锂正极龙头理论空间（亿元）



资料来源：Wind、SNE、中汽协、国信证券经济研究所预测，注：市值空间根据产业链利润、头部企业理论市场份额和行业需求估算理论值，不代表个股估值观点和投资建议。

图23：负极龙头理论空间（亿元）



资料来源：Wind、SNE、中汽协、国信证券经济研究所预测，注：市值空间根据产业链利润、头部企业理论市场份额和行业需求估算理论值，不代表个股估值观点和投资建议。

**风险提示：**1、贸易壁垒；2、新能源车销量不及预期；3、竞争加剧；4、汇率波动、大宗商品涨价风险。

表5: 重点公司盈利预测及估值 (2024. 6. 19)

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 (元)	EPS			PE			PB
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	MRQ
300750. SZ	宁德时代	优于大市	189.01	10.03	10.48	12.27	18.8	18.0	15.4	4.21
603659. SH	璞泰来	优于大市	15.54	0.89	1.32	1.41	17.4	11.8	11.0	1.87
300037. SZ	新宙邦	优于大市	30.82	1.34	2.01	2.64	23.0	15.3	11.7	2.61
300014. SZ	亿纬锂能	优于大市	42.77	1.98	2.30	2.92	21.6	18.6	14.7	2.52
300438. SZ	鹏辉能源	优于大市	20.46	0.09	3.86	5.17	239.0	5.3	4.0	1.91
688116. SH	天奈科技	优于大市	25.20	0.86	1.02	1.56	29.2	24.6	16.1	3.30
002812. SZ	恩捷股份	优于大市	36.06	2.58	3.07	3.23	14.0	11.7	11.2	1.31
300073. SZ	当升科技	优于大市	37.18	3.80	2.01	2.36	9.8	18.5	15.8	1.44
688779. SH	长远锂科	优于大市	4.91	-0.06	0.73	0.84	-76.1	6.8	5.9	1.31
002709. SZ	天赐材料	优于大市	19.56	0.99	0.78	0.97	19.9	25.2	20.1	2.85
688005. SH	容百科技	优于大市	26.05	1.20	2.80	3.61	21.7	9.3	7.2	1.45
002245. SZ	蔚蓝锂芯	优于大市	8.00	0.12	0.64	0.89	65.4	12.4	9.0	1.43
300568. SZ	星源材质	优于大市	9.04	0.43	0.85	0.96	21.1	10.7	9.4	1.24
688772. SH	珠海冠宇	优于大市	14.52	0.31	0.99	1.44	47.6	14.7	10.1	2.49
688778. SH	厦钨新能	优于大市	34.25	1.25	2.05	2.36	27.3	16.7	14.5	1.68
300769. SZ	德方纳米	优于大市	31.54	-5.84	7.95	10.32	-5.4	4.0	3.1	1.24
301358. SZ	湖南裕能	优于大市	37.74	2.09	3.40	4.06	18.1	11.1	9.3	2.53
301349. SZ	信德新材	优于大市	30.65	0.40	1.26	1.54	75.7	24.2	19.9	1.13
002850. SZ	科达利	优于大市	86.50	4.45	4.78	5.18	19.4	18.1	16.7	2.27
002340. SZ	格林美	优于大市	6.70	0.18	0.24	0.32	36.8	28.1	21.0	1.83

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理与预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032