

# 国内本土电动车销量亮眼，产业链Q3旺季可期

## --电动车行业2024年6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

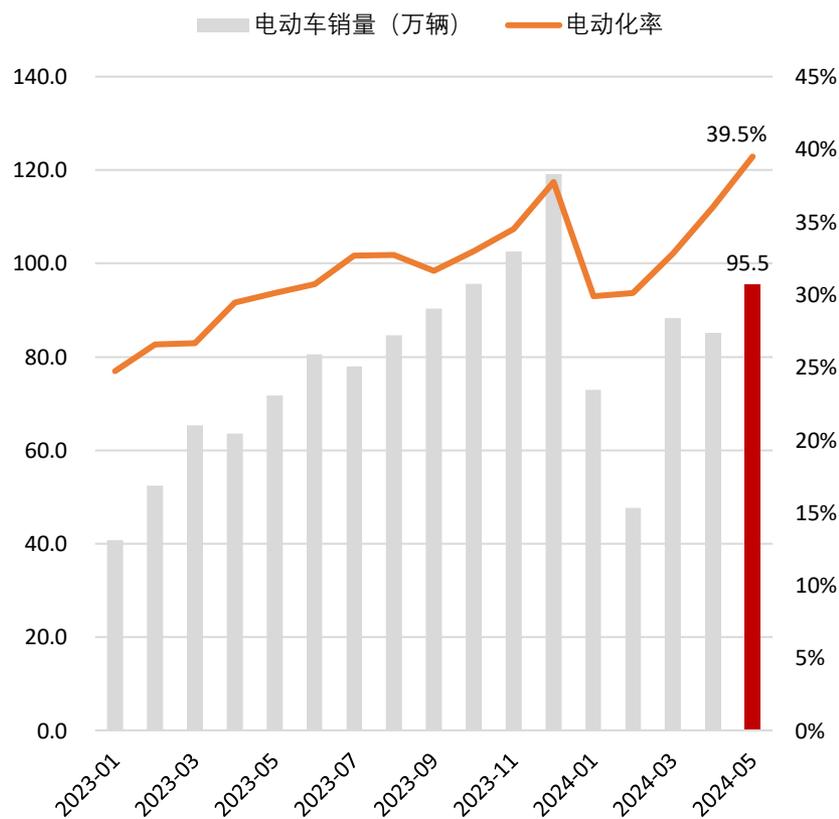
联系电话：021-60199793  
2024年6月25日

- ◆ **5月国内电动车销量好于预期，欧洲如期较弱，美国增速略有恢复。**国内5月电动车销95.5万辆，同环比+33%/+12%，渗透率40%，新势力受益于新车交付，整体略好于市场预期，7月起欧盟、巴西将增加进口关税，对纯电出口有所影响，但插电出口增长明显，全年出口销量增速下修至20%，同时由于国内销量强劲，因此全年维持25%增长预期至1180万辆。**欧洲**主流9国5月销16.9万辆，同环比-12%/+3%，渗透率19.6%，全年预计增长5%至300万辆。**美国**5月销14万辆，同环比+14%/+11%，渗透率9.7%，全年预计同增16%至170万辆；欧美短期销量增速放缓，但电动化大趋势不变，欧洲碳排考核趋严，车企新平台25年H2开始推出，预计26年销量将明显向上。
- ◆ **Q2行业排产相对3月平稳，看好Q3旺季排产向上；Q2部分低价订单价格有所恢复，预计25年价格确定性反转。**3月行业排产超预期，4-5月走平，6月由于储能去库+碳酸锂叠加，排产环比略有下滑，但龙头产能利用率基本达到80%，其中裕能、尚太、贝特瑞、中科等基本满产，二三线产能利用率恢复至60-70%。盈利角度看，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，但由于行业仍处于出清过程，价格依然处于底部。考虑行业融资受限及盈利底部，行业实际扩产低于预期，25年行业有效产能预计增长10%+，而动储需求增速预期仍有20%，预计25H2价格有望确定性反转。
- ◆ **投资建议：**Q2排产相对3月平稳，市场已充分预期，看好Q3旺季排产再上台阶，预计行业8-9月将为Q4旺季备货。盈利端，Q1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盈利可维持稳定，且供给侧改革、扩产放缓，25年确定性反转，首推**宁德时代、比亚迪、亿纬锂能、科达利、湖南裕能、尚太科技**，同时推荐**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。

**5月销量略好于预期，比亚迪DM5.0强势上市**

- ◆ **中汽协数据，5月新能源汽车销量96万辆，同环比+33%/+12%，渗透率40%，同环比+9.4/+3.5pct，略好于市场预期。** 24年1-5月累计电动车销389万辆，同比增32%。
- ◆ **乘用车零售端渗透率5月同比提升14pct。** 乘联会口径，5月国内新能源汽车批发89.7万辆，同环比32%/+14%，渗透率44.2%，同环比+10/+4pct；5月乘用车零售渗透率47%，同环比+14.0pct/+3.0pct。

图：国内电动车总销量（万辆，中汽协口径）



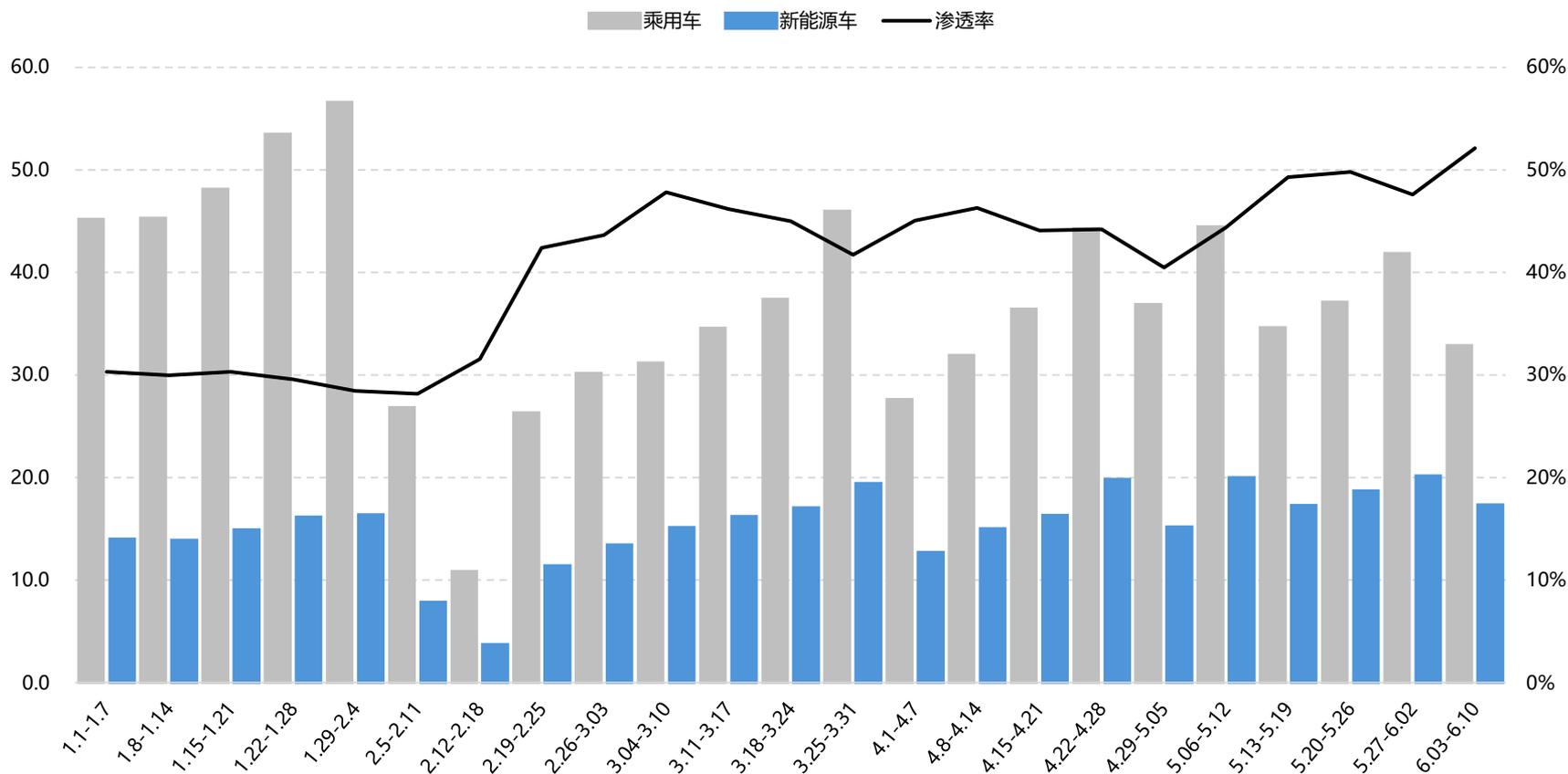
图：国内电动乘用车月度批发销量（万辆，乘联会口径）



# 国内：6月上险渗透率突破52%，单周需求进一步恢复

- ◆ **5-6月周度单周渗透率上升，首周渗透率突破52%，新能源车需求进一步恢复。**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，国内上险电动化率有明显提升，5月国内上限渗透率46%，环比提升1pct，6月渗透率继续提升，6.3-6.10新能源车上险16.9万辆，同环比+26.6%/-14.2%，电动化率52.1%，单周需求进一步恢复。

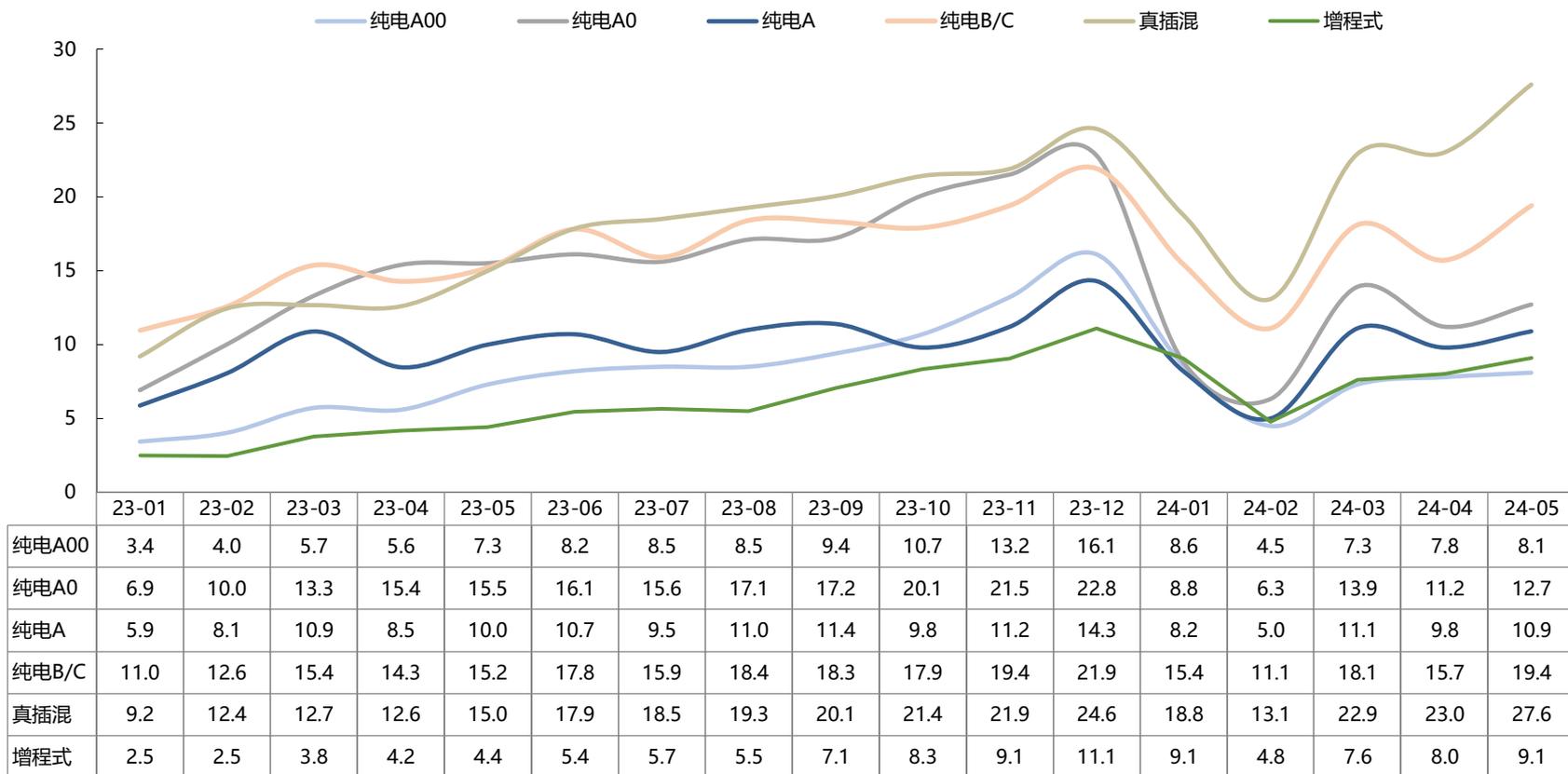
图：国内周度上险量（万辆）



# 国内：插电份额维持42%，增速好于纯电车型

- ◆ **5月混动占比42%，环比微增0.7pct，纯电占比58%，符合全年混动占比40%的预期。**5月新能源批发结构中，纯电动58%，同比下降13pct，环比降1pct；真插混31%，同比增9pct；增程式10%，同比提升4pct。
- ◆ **纯电中结构略有波动，基本稳定，趋势是A+B级纯电占比略有提升。**5月A00级别占比16%，A0级占25%，A级占比21%，B级占比38%。

图：分车型月度销量（万辆）



# 国内：5月比亚迪销量环比提升，新势力表现亮眼

- ◆ **比亚迪5月销量创新高，其余自主品牌5月销量低于1月。** 5月比亚迪销售33万辆，同环比38%/6%；吉利、深蓝、阿维塔5月销量都低于1月，同比来看，5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、理想出现回升，小米开始起量。** 5月蔚来销量2.1万辆，同环比234%/32%，极氪1.9万辆，同环比115%/16%，零跑1.8万辆，同环比51%/21%，问界3.2万辆，同环比693%/28%，理想3.5万辆，同环比24%/55%，小鹏、哪吒、阿维塔、岚图均表现一般。小米4月销量8646辆，智界5021辆。

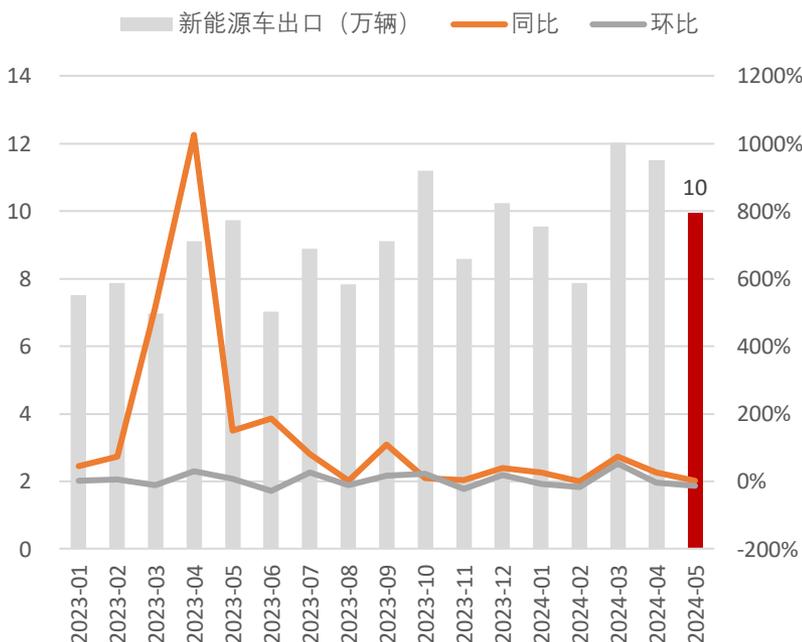
表：国内重点车企电动乘用车月度销量跟踪（万辆，乘联会口径）

单位：万辆	2305	2401	2402	2403	2404	2405	环比	同比	24年累计	同比
比亚迪	23.9	20.1	12.2	30.2	31.2	<b>33.0</b>	6%	38%	126.7	27%
吉利汽车	2.7	6.7	3.4	4.5	5.1	<b>5.9</b>	14%	117%	25.6	114%
广汽埃安	4.5	1.1	1.0	2.8	2.1	<b>3.0</b>	42%	-32%	10.1	-39%
理想汽车	2.8	3.1	2.0	2.9	2.3	<b>3.5</b>	55%	24%	13.8	30%
问界	0.4	3.1	2.8	2.4	2.5	<b>3.2</b>	28%	693%	14.1	677%
极氪	0.9	1.3	0.8	1.3	1.6	<b>1.9</b>	16%	115%	6.8	112%
蔚来汽车	0.6	1.0	0.8	1.2	1.6	<b>2.1</b>	32%	234%	6.6	51%
零跑汽车	1.2	1.2	0.7	1.5	1.5	<b>1.8</b>	21%	51%	6.7	113%
深蓝	0.7	1.6	0.8	1.5	0.9	<b>1.2</b>	32%	79%	6.0	101%
小鹏汽车	0.8	0.9	0.5	1.0	1.0	<b>1.2</b>	13%	56%	4.6	40%
哪吒汽车	1.3	1.0	0.6	0.8	0.9	<b>0.9</b>	-6%	-35%	4.2	-17%
小米					0.7	<b>0.9</b>	24%	-	1.6	-
阿维塔		0.7	0.2	0.5	0.5	<b>0.5</b>	-9%	-	2.4	-
智界		0.1	0.1	0.3	0.5	<b>0.5</b>	0%	-	1.5	-
岚图	0.3	0.7	0.3	0.6	0.4	<b>0.5</b>	13%	51%	2.5	107%
主流车企合计	<b>40.1</b>	<b>42.6</b>	<b>26.1</b>	<b>51.4</b>	<b>52.9</b>	<b>59.9</b>	13%	50%	232.9	42%
主流车企占比	59%	62%	58%	64%	66%	62%	-	-	-	-
新能源乘用车	67.8	68.2	44.7	81.0	80.2	<b>97.2</b>	21%	43%	371.3	33%

# 国内：电动车5月出口环降14%至9.9万辆

- ◆ **5月电动车出口9.9万辆，同环比2%/-14%，插电占比提升为趋势。**5月电动车出口占乘用车出口26%，同比下降5.8pct；其中纯电动占比74%，同比下降19pct，我们预计全年出口增长20%+，销量预期140-150万辆，并且H2插电占比将进一步提升。
- ◆ **比亚迪出口下降，新势力逐步起量，上汽环比回升，其余自主品牌稳健。**5月比亚迪出口3.7万辆，全年预计翻番以上达到50万辆，特斯拉中国出口1.7万辆，占比持续下降；其余自主品牌中，上汽出口0.6万辆，环比略微回升，奇瑞出口0.7万辆，环比提升亮眼，吉利、长城、上汽通用五菱环比向上；新势力中，小鹏出口持续向上，哪吒出口下降至0.3万辆。

图：国内乘用车电动车出口情况（万辆）



表：国内车企24年1-5月出口量（万辆）

车企	5月	4月	3月	2月	1月	5月占比
比亚迪	3.75	4.10	3.84	2.33	3.62	40%
特斯拉中国	1.74	3.07	2.67	3.02	3.16	18%
上汽乘用车	0.65	0.60	1.86	0.24	0.28	7%
哪吒汽车	0.28	0.50	0.42	0.17	0.28	3%
奇瑞汽车	0.72	0.43	0.54	0.24	0.14	8%
长安汽车	0.29	0.32	0.24	0.15	0.28	3%
广汽乘用车	0.04	0.24	0.24	0.13	0.12	0%
广汽埃安	0.02	0.24	0.24	0.13	0.12	0%
华晨宝马	0.10	0.23	0.32			1%
吉利汽车	0.25	0.23	0.30	0.21	0.15	3%
长城汽车	0.29	0.20	0.24	0.11	0.15	3%
上汽通用五菱	0.23	0.20	0.20	0.29	0.29	2%
极星汽车	0.15	0.14	0.15			2%
小鹏汽车	0.16	0.10	0.09	0.07	0.04	2%

- ◆ **比亚迪DM5.0强势上市，订单爆发超市场预期。**5月28日，比亚迪发布第五代DM技术，其发动机热效率达到46.06%，亏电油耗实现百公里2.9L，综合续航里程达到2100KM，首搭车型秦L和海豹06同步开启上市和交付，二者采用双车同价策略，共推出5个版本，售价均为9.98万-13.98万元。6月11日，孙少军发文表示，比亚迪秦L+海豹06累计新增订单已破8万辆，订单爆发超市场预期，后续宋L DM-i等新车将陆续推出，我们预计比亚迪全年销量上修至380万辆，同增27%，超年初360万辆预期。

图：秦L与秦PLUS车型对比

	秦	
	秦PLUS	秦L
车身		
动力系统	四代DM	五代DM
定位	紧凑型轿车	中型轿车
车身	4765/1837/1495mm	4830/1900/1495mm
轴距	2718mm	2790mm
电池	8.32kWh、18.32kWh	10.08kWh、15.874kWh
发动机排量	1.5L	1.5L
百公里亏电油耗	3.8L	2.9L
定价	7.98-12.58万元	9.98-13.98万元

# 国内：维持25%增速预期，24年预计销1180万辆

- ◆ 24年国内电动车预计销1180万辆左右，同比增速25%，电动化率超38%，插电占比再提升。我们预计24年国内本土市场销售1040万辆，同增25%，其中乘用车纯电增长10%，插电增长40%，插电占比进一步提升至40%（同比+7pct），24年国内出口140万辆，同增20%，仍然以纯电为主。

图：国内24年销量月度预测（万辆）

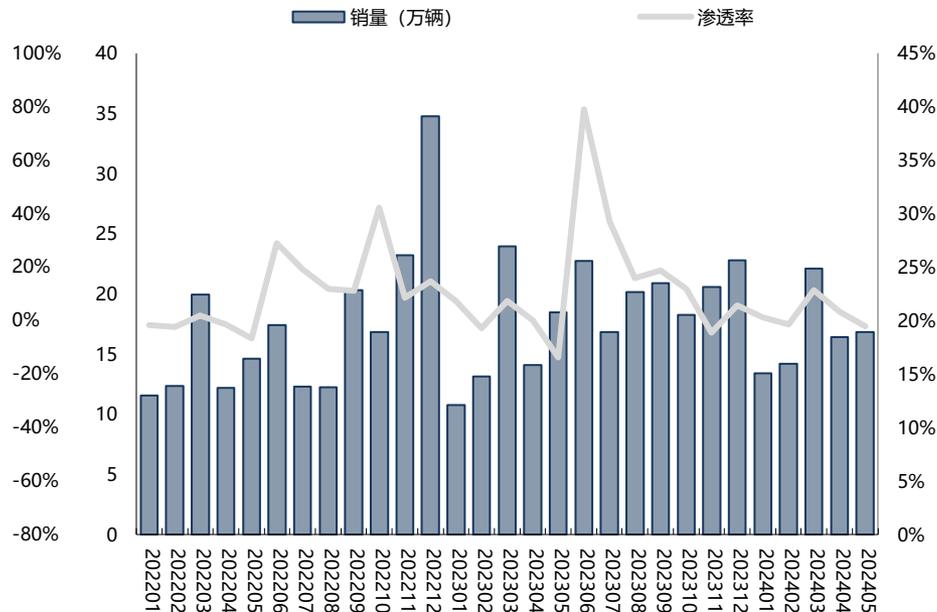
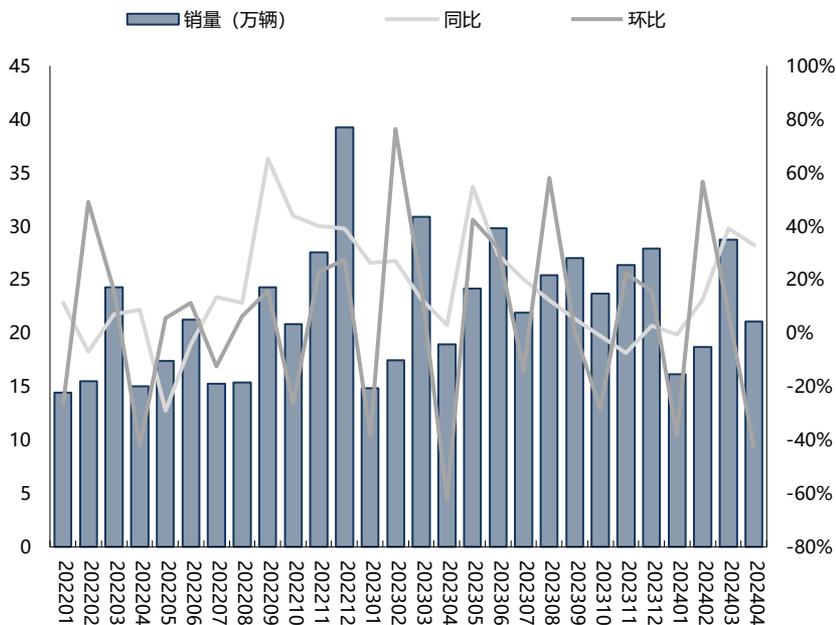
		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	合计
2023年	销量	40.8	52.5	65.3	63.6	71.7	80.6	78.0	84.6	90.4	95.6	102.6	119.1	944.8
	同比	-5%	57%	34%	113%	61%	35%	32%	27%	28%	34%	31%	46%	37%
2024年 (乐观)	销量	72.9	47.7	88.3	85.0	95.5	117.5	117.5	118.0	123.9	127.0	139.4	153.4	1,286.2
	同比	79%	-9%	35%	34%	33%	46%	51%	40%	37%	33%	36%	29%	36%
2024年 (中性)	销量	72.9	47.7	88.3	85.0	95.5	102.2	102.2	107.3	112.7	115.5	121.2	133.4	1,183.8
	同比	79%	-9%	35%	34%	33%	27%	31%	27%	25%	21%	18%	12%	25%
2024年 (悲观)	销量	72.9	47.7	88.3	85.0	95.5	92.0	92.0	96.6	101.4	103.9	109.1	120.0	1,104.4
	同比	79%	-9%	35%	34%	33%	14%	18%	14%	12%	9%	6%	1%	17%

		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	298.0	359.5	419.8	1,286.2
	同比	32%	38%	42%	32%	36%
2024年 (中性)	销量	208.9	282.7	322.1	370.1	1,183.8
	同比	32%	31%	27%	17%	25%
2024年 (悲观)	销量	208.9	272.5	289.9	333.1	1,104.4
	同比	32%	26%	15%	5%	17%

- ◆ 欧洲主流9国5月销量合计16.9万辆，同环比-12%/+3%，电动车渗透率19.6%，同环比-2.1/+0.2pct。其中纯电注册11.2万辆，占比66%，环比基本持平。1-5月累计销量84.6万辆，同比+2%，累计渗透率19.7%，全年预计销量微增至300万辆+。
- ◆ 主流国家中，英国销量仍稳步提升，其余德国、法国、意大利等同比下滑。德国5月电动车注册4.4万辆，同环比-23%/-2%，渗透率18.5%；英国5月电动车注册3.8万辆，同环比+13%/+14%，渗透率25.7%；法国5月电动车注册3.4万辆，同环比-4%/-5%，渗透率24.2%；意大利5月电动车注册1.0万辆，同环比-27%/+26%，渗透率6.8%。

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H2推出纯电新平台及新车型，我们预计26年销量将明显向上。

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	<b>奥迪Q6 e-tron</b> : 中型SUV, 基于PPE平台, 搭载800v, 23年9月发布, 24年上市 <b>奥迪A6 e-tron</b> : 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遙客、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级准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

- ◆ **事件：**6月12日，欧盟发布公告称将从下个月起对自中国进口的电动汽车最高加征38.1%的额外关税，其中对比亚迪、吉利汽车和上汽集团将分别加征17.4%、20%和38.1%的关税，对其它制造商将征收21%的关税，如无法与中方达成解决方案，加征关税将于7月4日左右实施，或追溯至4月5日。
- ◆ **具体看：**1) 此次加征关税的范围为纯电电动车，不涉及PHEV、燃油，好于此前预期；2) 对不同车企采取差额关税，平均幅度略好于此前25%-35%预期。差额原因或为在欧定价策略不同，由于名爵定价低，如名爵4售价2.8-3万欧元，低于同价位车型价格30%，因此关税加征幅度大；3) 加征关税目的，一是保护1.5-3万欧主力消费市场，因欧洲车企低价车型26年推出；其次，加速电动车本土化生产，未来整车及供应链目标本土化率50%+。
- ◆ **盈利角度看，比亚迪可控，名爵影响大。**比亚迪关税较此前增加17.4%，考虑提价降费，对应单车毛利预计影响2-4万元，考虑此前出口欧洲单车利润3-5万，加征关税后单车利润仍有1-2万元。而名爵单车毛利预计影响4-6万，若不调涨价格则出口或亏损。

图：上汽名爵 MG4 EV (起售价3.199万欧元，大众ID.3起售价3.69万欧元)

名爵	欧洲 (旧)	欧洲 (新)
终端售价 (万元/辆)	21.98	21.98
经销商费用 (万元/辆)	4	4
出厂价 (万元/辆)	17.98	17.98
BOM成本 (万元)	8	8
单车运费 (万元)	2	2
<b>单车关税 (万元)</b>	<b>1.6</b>	<b>7.7</b>
<b>单车毛利 (万元)</b>	<b>4</b>	<b>-2</b>
毛利率	27%	-11%
费用率	0%	0%
<b>单车利润 (万元/辆)</b>	<b>3.67</b>	<b>-1.48</b>

图：比亚迪海豹 (起售价4.49万欧元，model 3起售价4.099万欧元)

海豹	国内荣耀版	欧洲 (旧)	欧洲 (新)
终端售价 (万元/辆)	17.98	35.26	35.26
经销商费用 (万元/辆)	1	5	4
出厂价 (万元/辆)	16.98	30.26	31.26
BOM成本 (万元)	12.5	12.5	12.5
单车运费 (万元)	-	2	1.8
<b>单车关税 (万元)</b>	<b>-</b>	<b>2.7</b>	<b>7.6</b>
<b>单车毛利 (万元)</b>	<b>2.53</b>	<b>10</b>	<b>6</b>
毛利率	17%	36%	21%
费用率	12%	12%	12%
<b>单车利润 (万元/辆)</b>	<b>0.61</b>	<b>5.43</b>	<b>2.09</b>

- ◆ **24年预计影响欧洲5-10万辆销量，全年出口销量或微降。**23年中国车企（扣除特斯拉）出口欧洲22-24万辆，特斯拉预计出口15-20万辆，合计占欧洲份额15%，绝大部分为纯电。其中名爵23年出口13万辆，24年1-4月出口3.3万辆，同比持平，我们预计全年销量或下滑3-5万辆；其次吉利出口纯电近4万辆，1-4月下滑40%至近1万辆，预计减少1-2万辆。而比亚迪影响小，24年出口目标50万辆，欧洲市场占20%+，1-4月实现1万辆（注册量），同比增近700%，全年有望达到10万辆，增量8万辆。此外特斯拉出口微降。因此预期全年出口至欧洲销量微降，但考虑其他市场，24年中国电动车出口仍维持30-40%增长预期，并维持欧洲24年销量持平至300万辆预期。
- ◆ **对电池影响小，并加速全产业链本土化生产。**名爵、吉利极星、特斯拉电池主供均为宁德，但考虑关税减少的销量优先，总体判断影响电池需求3-6gwh，并且宁德在欧洲车企份额高，弥补需求且盈利更高。比亚迪匈牙利15万辆产能25年底投产、吉利已有欧洲工厂，并且均规划东南亚等地工厂，可对冲关税影响。

图：国内车企出口欧洲电动车销量（辆，扣除沃尔沃品牌）

	2023年	占比	2024年1-4月	YOY	占比
上汽集团	135,179	61%	33,057	0%	57%
吉利集团	58,636	26%	10,193	-51%	18%
比亚迪	16,494	7%	10,837	693%	19%
长城汽车	6,360	3%	1,693	196%	3%
小鹏汽车	1,089	0%	891	4589%	2%
蔚来汽车	2,371	1%	545	20%	1%
一汽集团	239	0%	198	171%	0%
零跑汽车	868	0%	239	55%	0%
江淮汽车	458	0%	117	21%	0%
东风汽车	228	0%	95	121%	0%
奇瑞集团	549	0%	104	206%	0%
福建汽车	4	0%	42	-	0%
赛力斯	663	0%	51	-85%	0%
合众汽车	-	0%	53	-	0%
<b>总计</b>	<b>223,138</b>	<b>100%</b>	<b>58,115</b>	<b>2%</b>	<b>100%</b>

图：国内车企海外建厂规划

企业	海外建厂规划
比亚迪	1) 乌兹别克斯坦：乌兹别克斯坦工厂23年9月公告，总规划产能30万台，分三期建设，一、二期分别规划产能5万台，24年1月已全部投产，23年已实现比亚迪驱逐舰和宋两款车型的小批量交付 2) 泰国：泰国工厂22年9月公告，规划年产能15万台，23年3月开工建设，目前处于调试阶段，预计24年投产； 3) 巴西：23年7月公告，拟投资30亿雷亚尔（约45亿元人民币）在巴西卡马萨里市建设大型生产基地综合体，含3座电动车工厂，涵盖纯电及混电车型，规划年产能15万辆，预计25年建成投产； 4) 印尼：拟投资13亿美元（约93.55亿人民币）在印尼建设电动车工厂，规划年产能15万辆； 5) 匈牙利：匈牙利工厂23年12月公告，选址在南部的塞格德市，规划总产能20万辆，分期建设，目前处于建设阶段，预计27年前投产； 海外已拥有13座工厂：
吉利	1) 马来西亚：23年7月公告，拟在马来西亚霹靂州丹戎马林建设汽车产业园AHTV，以子公司宝腾汽车为基础，总投资100亿美元，规划年产能50万台整车及100万台零配件，计划50%+用于出口，预计30年全部投产； 2) 欧洲：白俄罗斯工厂17年11月建成投产，年规划产能12万台，17年8月开始投产，主要产品为吉利博越，同时覆盖俄罗斯及乌克兰市场；英国伦敦工厂总投资3.2亿英镑，规划年产能3万台，17年3月已投产，主要产品为TX5增程式出租车、瑞典、比利时，瑞典及比利时为沃尔沃系工厂 3) 美国：沃尔沃系工厂 4) 东南亚：印尼工厂年产能3万台，散件组装方式生产；斯里兰卡工厂采用SDK半散装方式生产；巴基斯坦 5) 南美：乌拉圭工厂13年建成投产，年产能2万台主要产品为吉利帝豪，覆盖巴西及乌拉圭市场； 6) 非洲：埃及工厂位于开罗，规划年产能3万台，散件组装方式生产，首款产品为吉利帝豪；
上汽	1) 泰国：泰国工厂于23年5月开工建设，本地化生产电动车关键零部件，一期23年竣工，预计25年全部建成投产； 2) 印尼：17年6月公告，印尼工厂19年正式投产，主要产品为上汽名爵； 3) 印度：总投资200亿卢比，规划年产能5-7万台，主要产品为MG品牌 4) 巴基斯坦：以散件组装方式生产 5) 欧洲：23H1公告拟在欧洲建设工厂
长城	1) 泰国：18年公告泰国罗勇独资建厂，出海车型哈弗H6； 2) 俄罗斯：俄罗斯图拉州工厂 3) 巴西：22年从戴姆勒集团接手巴西伊拉塞马波利斯工厂，23H2启动产线改造，规划年产能10万台，预计24年5月投产，产品销往拉美地区

# 欧洲：24年增速放缓至5%，预计25年H2开始改善

- ◆ **综合考虑车型周期、政策变化，预计欧洲24年中性销量接近300万辆，同比增长0-5%，25年H2开始改善。**反补贴调查政策落地，对中国车企不利，或在短期影响欧洲销量增速。但25年为欧洲碳排放考核节点，此外欧洲车企新平台25H2开始推出，铁锂电池预计也同期开启渗透，因此我们预计25-26年销量将改善，26年销量将明显向上。

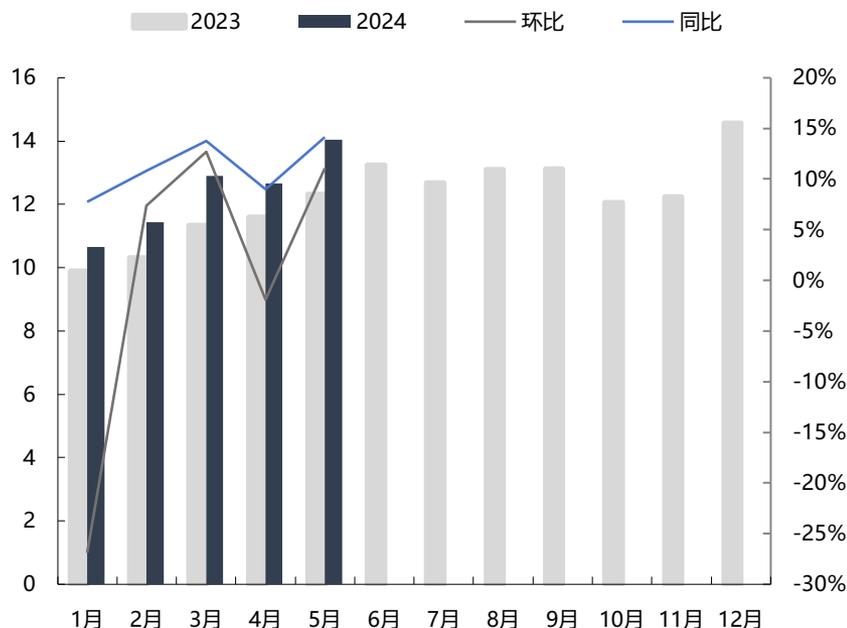
图：欧洲24年销量月度预测（万辆）

		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	29	21	25	31	23	26	34	28	31	38	323
	同比	27%	10%	-7%	11%	3%	4%	6%	1%	25%	17%	16%	37%	12%
2024年 (中性)	销量	19	19	29	21	23	28	21	23	31	25	28	35	302
	同比	27%	10%	-7%	11%	-7%	-5%	-3%	-8%	14%	6%	5%	24%	5%
2024年 (悲观)	销量	19	19	29	21	20	25	19	21	28	23	25	31	280
	同比	27%	10%	-7%	11%	-16%	-15%	-13%	-17%	2%	-4%	-5%	12%	-3%

		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	67	77	83	96	323
	同比	6%	6%	11%	24%	12%
2024年 (中性)	销量	67	72	75	88	302
	同比	6%	-1%	1%	12%	5%
2024年 (悲观)	销量	67	67	68	79	280
	同比	6%	-8%	-9%	1%	-3%

- ◆ **5月电动车注册14万辆，同比+14%，环比+11%**。其中纯电注册11万辆，同比+13%，环比+10%，占比78.6%，插混注册3万辆，同比+18%，环比+17%，占比21.4%，插电占比环比下降1.1pct。乘用车注册144.5万辆，同比+5%，环比9%，电动车渗透率9.7%，同环比+0.7/+0.2pct。1-5月美国电动车销63.9万辆，同比增15%。
- ◆ **分车企看，美国特斯拉销量环比提升，而现代起亚、福特、通用份额提升明显**。5月特斯拉美国销量5.2万，同环比-10.7%/+9.1%，市占率同比下降10.2pct至36.7%；而现代起亚销量1.6万辆，同环比+59%/+28%，市占率提升3.3pct；福特、通用份额同比提升2pct左右。

图：美国市场电动车2023-2024年月度销量（万辆）



图：2024年5月美国电动车注册（分车企，辆）

车企	5月销量	销量同比 (%)	市占率	市占率同比 (pct)
Tesla	51600	-10.7	36.72%	-10.2
现代起亚	16466	59.1	11.72%	3.3
Stellantis	15826	37	11.26%	1.9
福特集团	10015	58	7.13%	2
通用集团	8269	77.1	5.89%	2.1
宝马集团	6266	-11.7	4.5%	-1.3
丰田集团	6196	24	4.41%	0.4
大众集团	5692	3.5	4.05%	-0.4
吉利控股	4296	9.1	3.00%	-0.1
奔驰	3544	-11.4	3.06%	-0.7

# 美国：加征中国关税好于此前预期，整体影响较小

- ◆ **事件：**5月14日，美国白宫发布新闻，301条款对中国的加征关税税率较特朗普政府再上调。
- ◆ **电池总体好于预期。**中国直接出口美国电池以储能为主，动力影响有限，而储能加征关税26年执行，好于此前预期，中国铁锂电池较海外厂商成本优势明显，即便加征关税依然具备性价比，预计将由下游厂商承担更多，同时或引发24-25年美国储能抢装。而远期看，中国企业海外产能布局加速，可规避关税影响。
- ◆ **天然石墨相对受益、其他材料影响有限。**考虑IRA的FEOC限制，24年起材料环节直接出口美国已受到一定影响，再增加关税相对影响有限，目前不受IRA限制的结构件、添加剂、基膜、铜箔等材料直接出口美国比例仍较小，预计5%以内，后续材料厂均加快在美建厂进度，恩捷、天赐、宙邦等已顺利推进，长期看影响有限。

图：美国301新关税对锂电池部件影响

锂电池		此前			修改后			结果	
部件	代码	一般关税	额外关税	总关税	一般关税	额外关税	总关税	变化	备注
电动车	8703.80.00	2.5%	25.0%	27.5%	2.5%	100.0%	102.5%	75.0%	立刻生效
动力电池	8507.60.00	3.4%	7.5%	10.9%	3.4%	25.0%	28.4%	17.5%	立刻生效
储能电池	8507.60.00	3.4%	7.5%	10.9%	3.4%	25.0%	28.4%	17.5%	26年生效
三元正极	3824.99.39	0.0%	25.0%	25.0%	0.0%	25.0%	25.0%	0.0%	立刻生效
铁锂正极	2835.29.51	4.1%	25.0%	29.1%	4.1%	25.0%	29.1%	0.0%	立刻生效
负极-天然石墨	2504	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	25.0%	25.0%	25.0%	26年生效
负极-其他	3801.10.50	0.0%	25.0%	25.0%	0.0%	25.0%	25.0%	0.0%	立刻生效
六氟	2826.90.90	3.1%	0.0%	3.1%	3.1%	0.0%	3.1%	0.0%	立刻生效
电解液	3824.99.9397	5.0%	25.0%	30.0%	5.0%	25.0%	30.0%	0.0%	立刻生效
隔膜	3920.10.00	4.2%	25.0%	29.2%	4.2%	25.0%	29.2%	0.0%	立刻生效
结构件	8507.90.80	3.4%	25.0%	28.4%	3.4%	25.0%	28.4%	0.0%	立刻生效

# 美国：24年销量预计170万辆，同比增长16%

- ◆ 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170万辆，同增16%；悲观下有望达到160万辆，同增9%。但美国市场电动化率不足10%，且未来中国供应链占比提升，有助于成本下行，25-26年新车型推出后有望提速，渗透率进一步提升。

图：美国2024年销量月度预测（万辆）

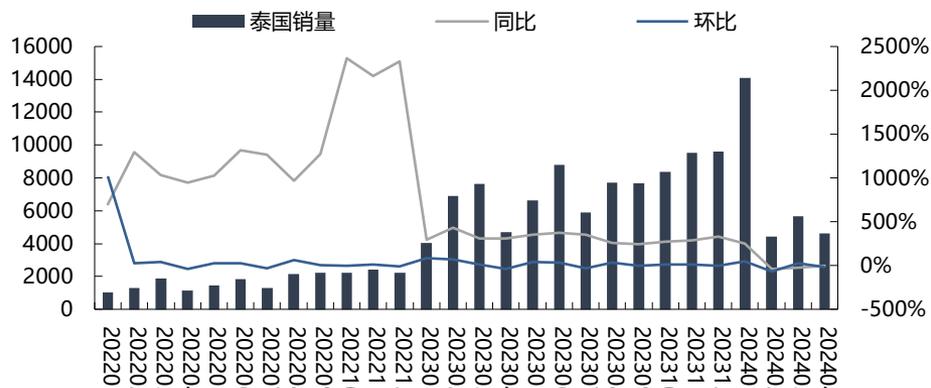
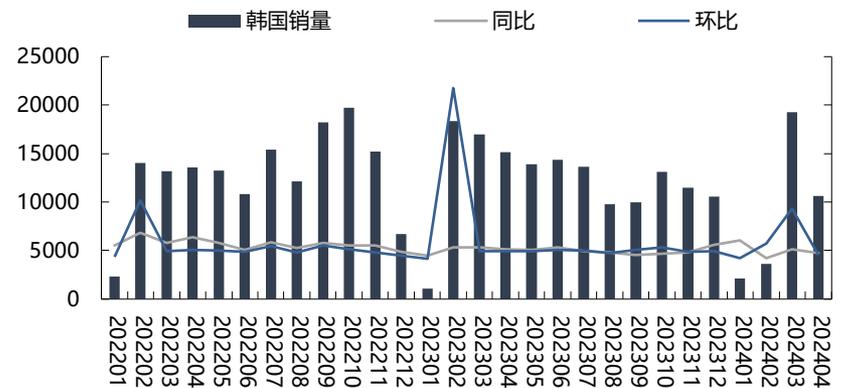
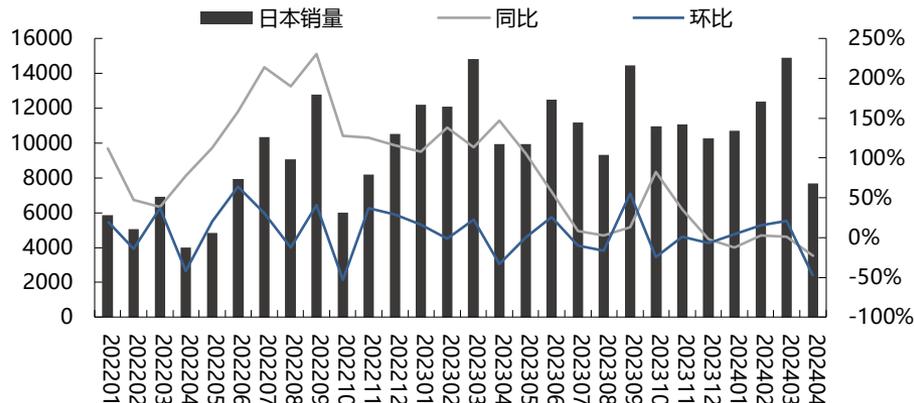
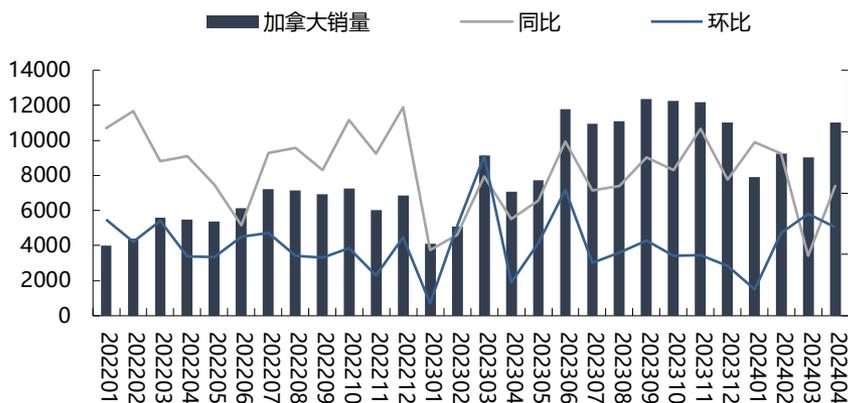
		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	合计
2023年	销量	9.9	10.6	11.3	11.6	12.3	13.2	12.7	13.1	13.1	12.1	12.2	14.5	146.8
	同比	62%	58%	38%	40%	51%	63%	50%	58%	62%	38%	38%	40%	49%
2024年 (乐观)	销量	10.6	11.4	12.9	12.7	14.1	17.1	16.2	16.5	17.2	16.8	17.4	18.2	181.2
	同比	7%	7%	14%	9%	15%	29%	28%	26%	31%	40%	42%	25%	23%
2024年 (中性)	销量	10.6	11.4	12.9	12.7	14.1	15.5	14.7	15.0	15.6	15.3	15.8	16.6	170.3
	同比	7%	7%	14%	9%	15%	17%	16%	15%	19%	27%	29%	14%	16%
2024年 (悲观)	销量	10.6	11.4	12.9	12.7	14.1	14.0	13.3	13.5	14.1	13.8	14.2	14.9	159.4
	同比	7%	7%	14%	9%	15%	5%	5%	3%	7%	14%	16%	3%	9%

		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	35.0	43.8	49.9	52.4	181.2
	同比	10%	18%	28%	35%	23%
2024年 (中性)	销量	35.0	42.3	45.4	47.7	170.3
	同比	10%	14%	17%	23%	16%
2024年 (悲观)	销量	35.0	40.7	40.9	42.9	159.4
	同比	10%	10%	5%	10%	9%

# 其他国家：4月销量同增8%，走势分化较为明显

- ◆ 其他国家4月销量走势差异明显，加拿大涨幅较大，日本、韩国、泰国环比减少明显。除中国、美国、欧洲各国以外的其他国家4月共销售5.6万台新能源汽车，同环比+8%/-31%，其中加拿大销量11016台，同环比+56%/+22%，渗透率6.54%，同环比+2pct/+1pct；日本销量7682台，同环比-23%/-49%，渗透率2.66%，同环比+0/-1pct；韩国销量10586台，同环比-30%/-45%，渗透率10.32%，同环比-3pct/-8pct；泰国销量4611台，同环比-2%/-19%，渗透率9.71%，同环比+2pct/+0pct。

图表 主流国家电动车月度销量 (辆)



# 其他国家：24年销量预计90万辆+，同比增长21%

- ◆ 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90万辆+，同比增21%。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	7.1	5.9	6.2	7.3	6.8	7.3	7.1	74.5
	同比	130%	95%	82%	89%	96%	125%	58%	53%	32%	64%	67%	94%	76%
2024年 (乐观)	销量	5.9	5.6	8.1	5.6	7.0	9.1	7.8	8.5	10.6	9.0	9.9	9.4	96.6
	同比	65%	1%	20%	9%	23%	27%	32%	36%	45%	33%	36%	32%	30%
2024年 (中性)	销量	5.9	5.6	8.1	5.6	6.4	8.3	7.1	7.7	9.6	8.2	9.0	8.5	90.1
	同比	65%	1%	20%	9%	12%	16%	20%	24%	32%	21%	23%	20%	21%
2024年 (悲观)	销量	5.9	5.6	8.1	5.6	5.4	7.0	6.1	6.5	8.2	6.9	7.6	7.3	80.4
	同比	65%	1%	20%	9%	-5%	-1%	2%	5%	12%	3%	5%	2%	8%

		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	19.6	21.8	26.9	28.3	96.6
	同比	24%	21%	38%	34%	30%
2024年 (中性)	销量	19.6	20.3	24.4	25.7	90.1
	同比	24%	13%	26%	21%	21%
2024年 (悲观)	销量	19.6	18.1	20.8	21.9	80.4
	同比	24%	0%	7%	3%	8%

**Q3旺季排产来临，供需格局拐点已至**

- ◆ **6月排产持平左右，部分环节季末去库，Q3旺季排产有望提速。** 3月排产超预期，4月环比持平，5-6月持平微增，好于此前悲观预期，Q2排产增速平淡，7月企业反馈预示订单较好，看好Q3旺季排产再上台阶。
- ◆ **终端需求向好支撑开工恢复，6月部分龙头满产，二线产能利用率60-70%。** 3月产能利用率普遍在70%-80%，4-5月产能利用率进一步提升，6月龙头已恢复至80%-90%，整体可持平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	5月产能利用率	6月产能利用率	
电池	宁德时代	gwh	83%	54%	73%	75%	76%	84%
	比亚迪	gwh	60%	46%	61%	60%	62%	64%
	亿纬锂能	gwh	58%	43%	60%	70%	75%	78%
	中创新航	gwh		38%	50%	51%	62%	59%
	国轩高科	gwh	56%	35%	57%	63%	63%	63%
正极	当升科技	万吨	66%	48%	56%	61%	66%	65%
	容百科技	万吨	54%	52%	68%	73%	56%	63%
	德方纳米	万吨	64%	50%	54%	61%	64%	
	湖南裕能	万吨	73%	64%	89%	96%	96%	96%
负极	璞泰来	万吨	89%	54%	67%	72%	76%	80%
	尚太科技	万吨	69%	46%	72%	86%	91%	96%
	贝特瑞	万吨	86%	62%	96%	96%	96%	96%
	中科电气	万吨	65%	55%	68%	74%	76%	79%
隔膜	恩捷股份	亿平	67%	50%	67%	73%	80%	80%
	星源材质	亿平	58%	41%	59%	65%	70%	
	中材科技	亿平	69%	50%	58%	62%	65%	65%
电解液	天赐材料	万吨	51%	37%	53%	49%	52%	
	新宙邦	万吨	53%	38%	44%	48%	48%	
结构件	科达利	亿元	61%	49%	73%	70%	72%	

# 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%，产能利用率将从24年的70%左右，恢复至75%左右。

图 主流环节产能利用率情况

		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	462	821	1079	1325	1655
	<b>产能利用率</b>	<b>57%</b>	<b>93%</b>	<b>85%</b>	<b>73%</b>	<b>71%</b>	<b>74%</b>
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	90.0	99.0	111.8
	<b>产能利用率</b>	<b>83%</b>	<b>89%</b>	<b>74%</b>	<b>70%</b>	<b>65%</b>	<b>63%</b>
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	164.1	200.4
	<b>产能利用率</b>	<b>71%</b>	<b>90%</b>	<b>96%</b>	<b>74%</b>	<b>72%</b>	<b>74%</b>
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	145.1	198.4	257.4
	<b>产能利用率</b>	<b>49%</b>	<b>86%</b>	<b>83%</b>	<b>76%</b>	<b>75%</b>	<b>84%</b>
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	210.1	260.0	316.8
	<b>产能利用率</b>	<b>73%</b>	<b>93%</b>	<b>91%</b>	<b>82%</b>	<b>76%</b>	<b>76%</b>
六氟磷酸锂	供给 (万吨)	6.0	8.8	14.5	23.4	26.9	29.7
	需求 (万吨)	4.7	8.1	12.5	15.0	19.2	24.2
	<b>产能利用率</b>	<b>78%</b>	<b>92%</b>	<b>86%</b>	<b>64%</b>	<b>71%</b>	<b>82%</b>

# 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
磷酸铁锂	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
	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
负极	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
	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
隔膜	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
	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
电解液	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
	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
铜箔	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
	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	0.20
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：碳酸锂价格偏弱运行，下游需求缺少支撑**

- ◆ **5-6月锂价持续下跌。** 锂价5月初略微回升至11.2万元，后持续下降至5月中旬并稳定在10.6万元，6月锂价继续走低，6月中旬价格跌至9.7万元。
- ◆ **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，鑫椏预计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)

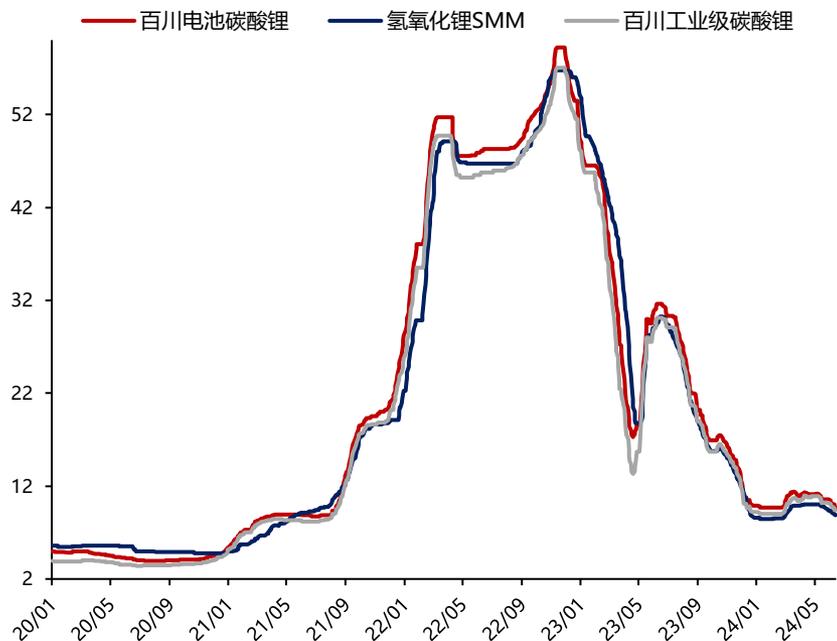
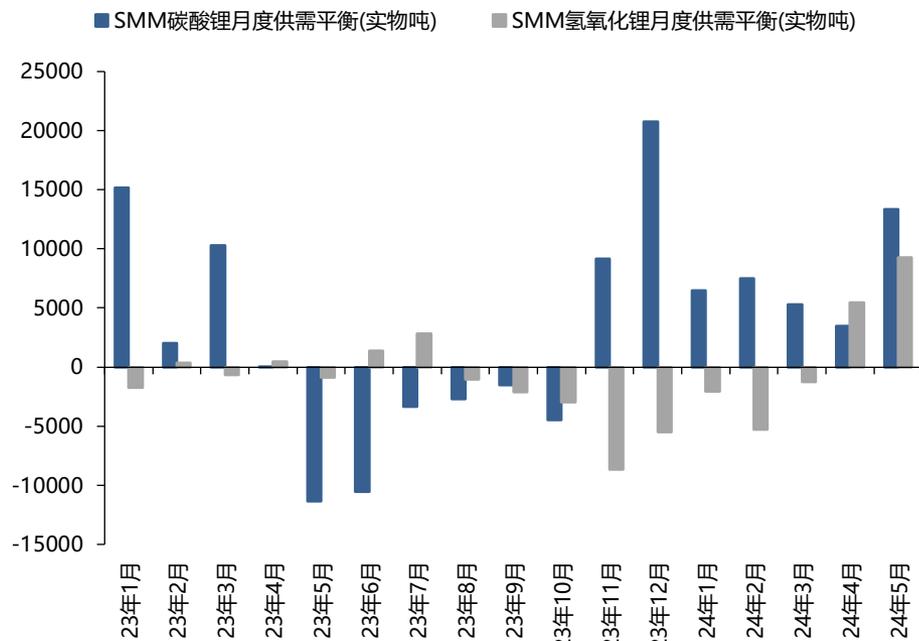


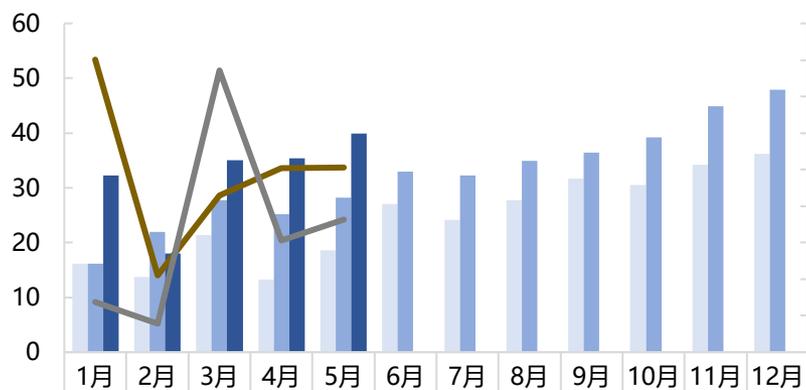
图 中国碳酸锂和氢氧化锂月度供需平衡 (供-需)



**电池：龙头强化竞争力，全球份额稳中有升**

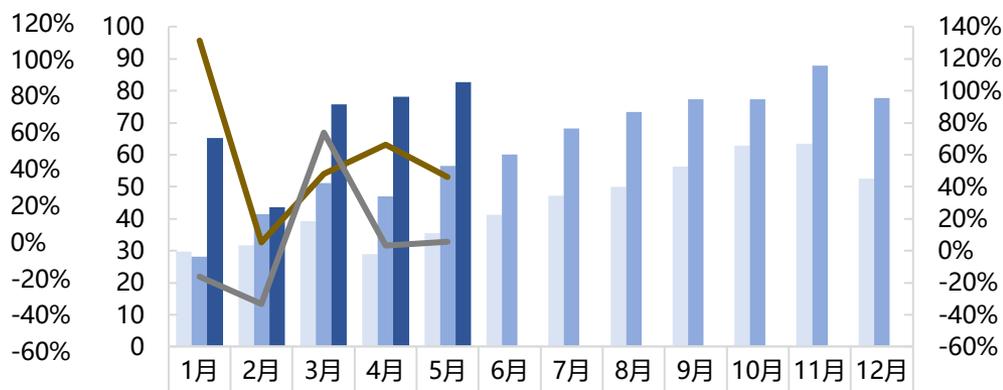
- ◆ **5月国内装机电量40GWh，同增41%，铁锂占比74%，环比增2pct。** 24年5月国内动力电池装机39.9GWh，同环比+41%/+13%。装机结构看，三元装机10GWh，同环比+15%/+4%，占比28%；铁锂装机30GWh，同环比+54%/+16%，占比74%，环比增2pct。**1-5月累计装机电量161GWh，同增35%；**其中三元51GWh，同比+35%，占比32%；铁锂109GWh，同比+35%，占比68%。
- ◆ **5月国内动力电池产量83GWh，同增46%，铁锂占比73%，环比+2pct。** 24年5月动力电池产量83GWh，同环比+46%/+6%，其中三元22GWh，同环比+14%/-3%，铁锂61GWh，同环比+45%/+9%，占比73%，环比+2pct。**1-5月累计产量达346GWh，同比+39%；**其中三元106GWh，同比+30%，占比31%；铁锂238GWh，同比+43%，占比69%，环比+2pct。

图表：国内电动车月度电池装机量 (GWh)



同比	100%	-18%	26%	41%	41%							
环比	-33%	-44%	94%	1%	13%							

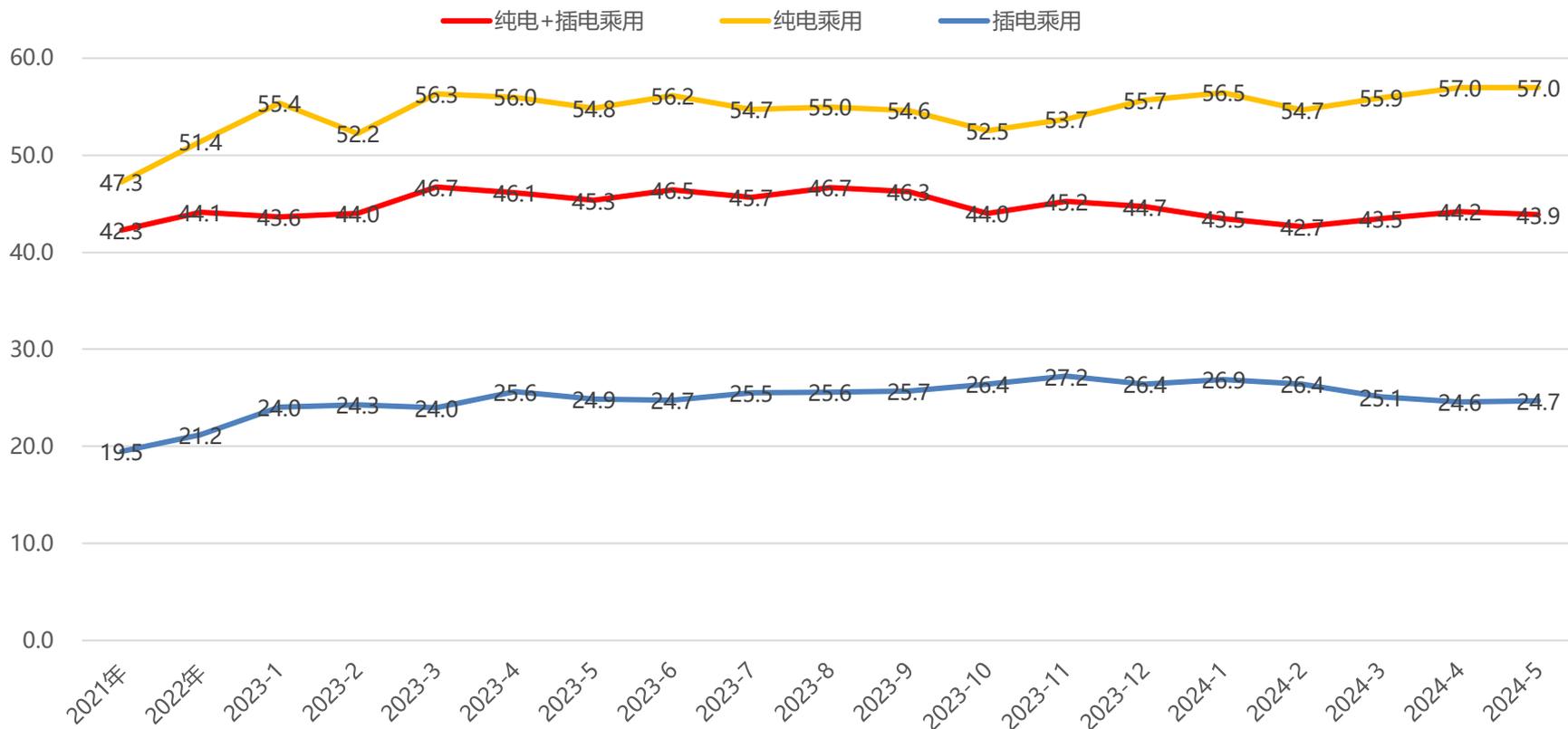
图表：国内电动车月度电池产量 (GWh)



同比	132%	5%	48%	67%	46%							
环比	-16%	-33%	74%	3%	6%							

- ◆ **5月国内纯电+插电乘用车平均带电量43.9kwh，同比-3.3%，环比-0.7%。**24年5月纯电乘用车平均带电量为57kwh，同比+3.9%，环比持平，插电乘用车平均带电量为24.7kwh，同比-0.8%，环比+0.4%。
- ◆ **24年1-5月国内纯电+插电乘用车累计平均带电量43.4kwh，同比-4%。**24年1-5月纯电乘用车累计平均带电量为56kwh，同比+1.9%，插电乘用车平均带电量为25.5kwh，同比+3.9%，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5月分月度车型平均电量 (kwh/辆)

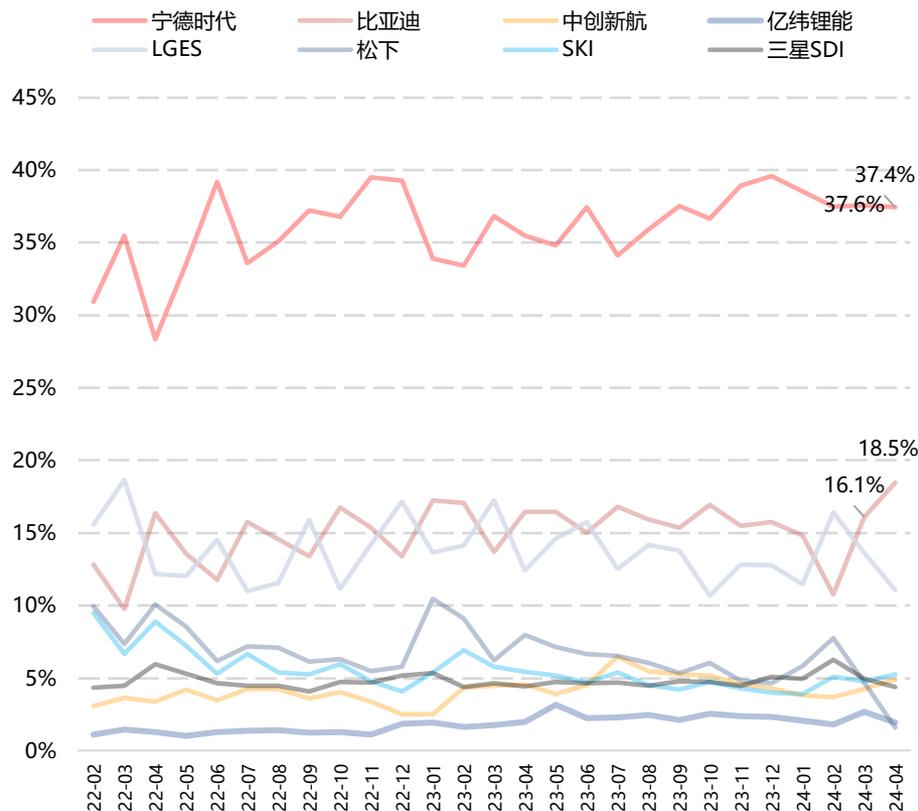


- ◆ **宁德时代4月装机份额37.4%，环比+0.4pct，龙头地位稳固。** 24年4月全球装机56.9GWh，其中宁德时代装机21.3GWh，市占率37.4%，环比+0.4pct，24年1-4月累计市占率37.7%，同比+2.5pct，龙头地位稳固；比亚迪位列第二，实现装机10.5GWh，市占率18.5%，环比+2.5pct，24年1-4月累计市占率15.4%，同比-0.4pct；LG新能源位列第三，实现装机6.3GWh，市占率11.1%，环比-2.5pct，24年1-4月累计市占率13%，同比-1.7pct。

图表：动力电池厂商全球装机量 (GWh)

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	21.3	37.4%	0.4	81.4	37.7%	2.5
2	比亚迪	10.5	18.5%	2.5	33.2	15.4%	-0.4
3	LG新能源	6.3	11.1%	-2.5	28.0	13.0%	-1.7
4	三星SDI	2.5	4.4%	-0.4	10.9	5.1%	0.4
5	松下	0.9	1.6%	-3.1	10.2	4.7%	-3.4
6	SKI	3.0	5.3%	0.6	10.3	4.8%	-1.1
7	中创新航	2.8	4.9%	0.9	9.1	4.2%	0.1
8	亿纬锂能	1.1	1.9%	-0.9	4.7	2.2%	0.3
9	国轩高科	1.4	2.5%	0.1	4.8	2.2%	-0.1
10	欣旺达	1.8	3.2%	1.7	4.4	2.0%	0.5
前十总量		51.6	90.7%	-2.5	192.6	89.3%	-3.3
其他		5.3	9.3%	2.5	23.1	10.7%	3.3
全球总量		56.9	100.0%	-	215.7	100.0%	-

图表：动力电池厂商全球市占率

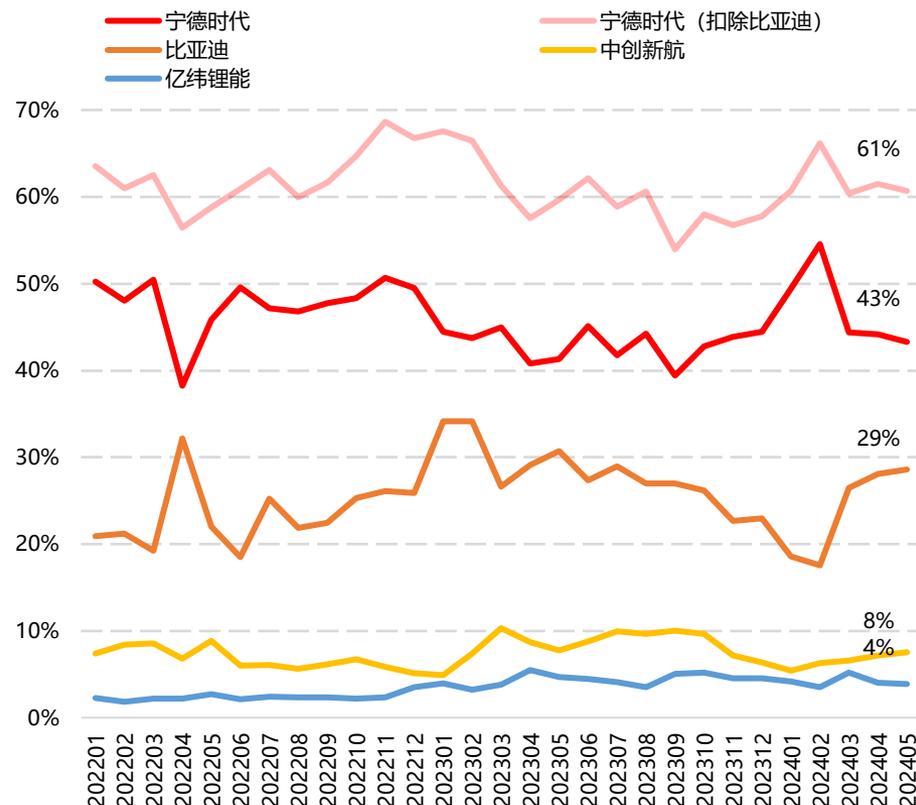


◆ **宁德时代5月装机份额43.9%，环比-0.8pct。**5月国内装机总量39.9GWh，其中宁德时代装机17.3GWh，市占率43.9%，环比-0.8pct，比亚迪仍位列第二，实现装机11.4GWh，市占率29.0%，环比+0.6pct，份额继续上升。中创新航仍位列第三，实现装机3GWh，市占率7.6%，环比+0.4pct。**宁德时代1-5月累计装机达74.3GWh，同比+3.4pct，市占率46.3%**；比亚迪位列第二，累计装机39.8GWh，同比-5.7%，市占率24.8%。

图表：动力电池厂商国内装机量 (GWh, 不含出口)

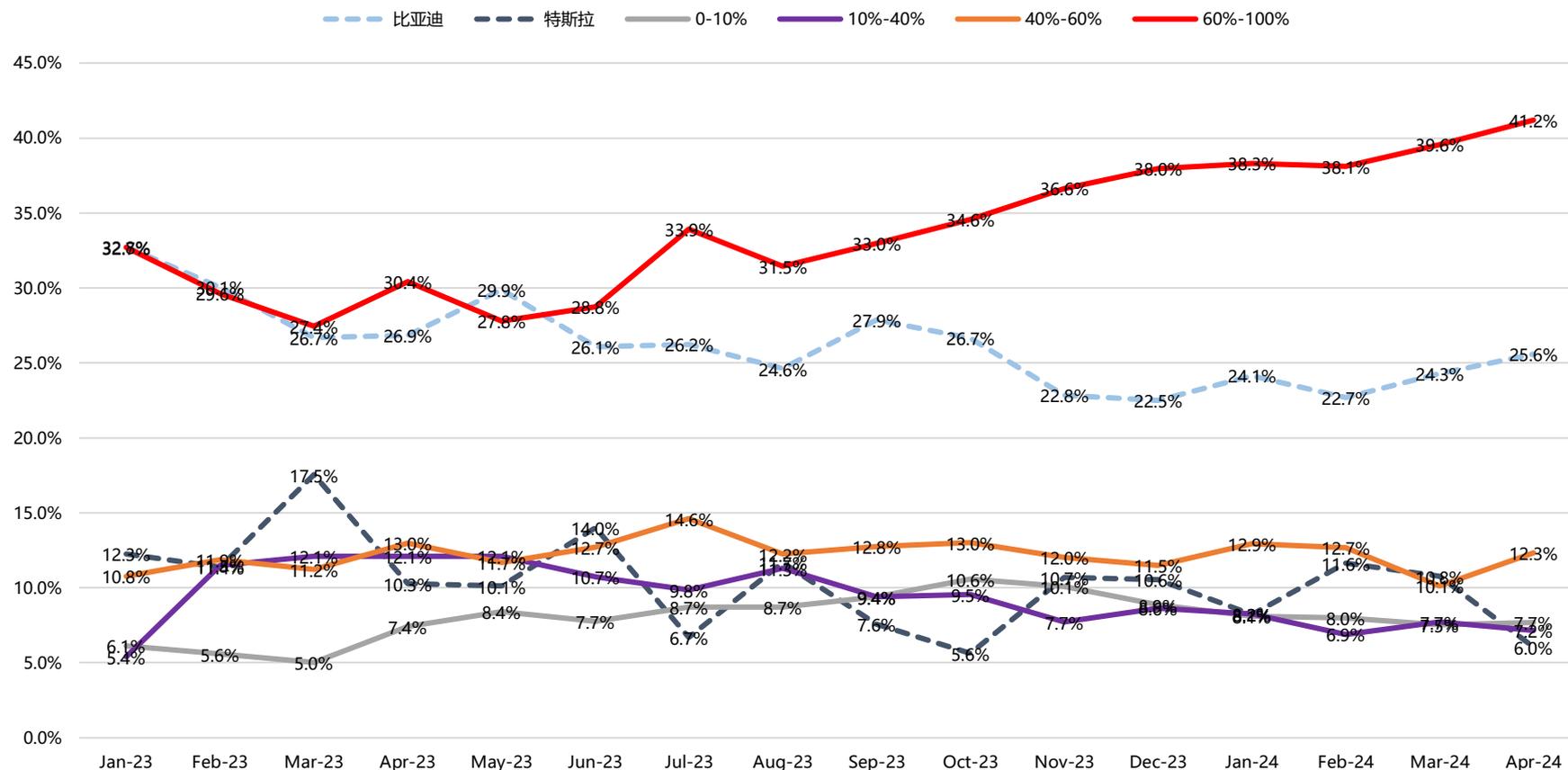
Top10	简写	24年5月	占比	环比(pct)	24年累计	占比	同比(pct)
1	宁德时代	17.3	43.9%	-0.8	74.3	46.3%	3.4
2	比亚迪	11.4	29.0%	0.6	39.8	24.8%	-5.7
3	中创新航	3.0	7.6%	0.4	10.7	6.7%	-1.4
4	亿纬锂能	1.5	3.9%	-0.2	6.8	4.2%	-0.1
5	国轩高科	1.3	3.3%	-0.5	5.7	3.6%	-0.5
6	蜂巢能源	1.0	2.4%	-0.7	5.0	3.1%	1.8
7	欣旺达	1.2	2.9%	0.1	4.7	2.9%	0.4
8	正力新能	0.9	2.2%	1.0	2.3	1.5%	0.9
9	LG新能源	0.3	0.9%	-0.2	2.4	1.5%	-0.5
10	瑞浦兰钧	0.6	1.5%	0.5	2.6	1.6%	0.9
前十总量		38.5	97.6%	0.1	154.3	96.2%	-1.0
其他		1.5	2.4%	-0.1	6.2	3.8%	-
国内总量		39.9	100.0%	-	160.4	100.0%	-

图表：动力电池厂商国内市占率 (不含出口)



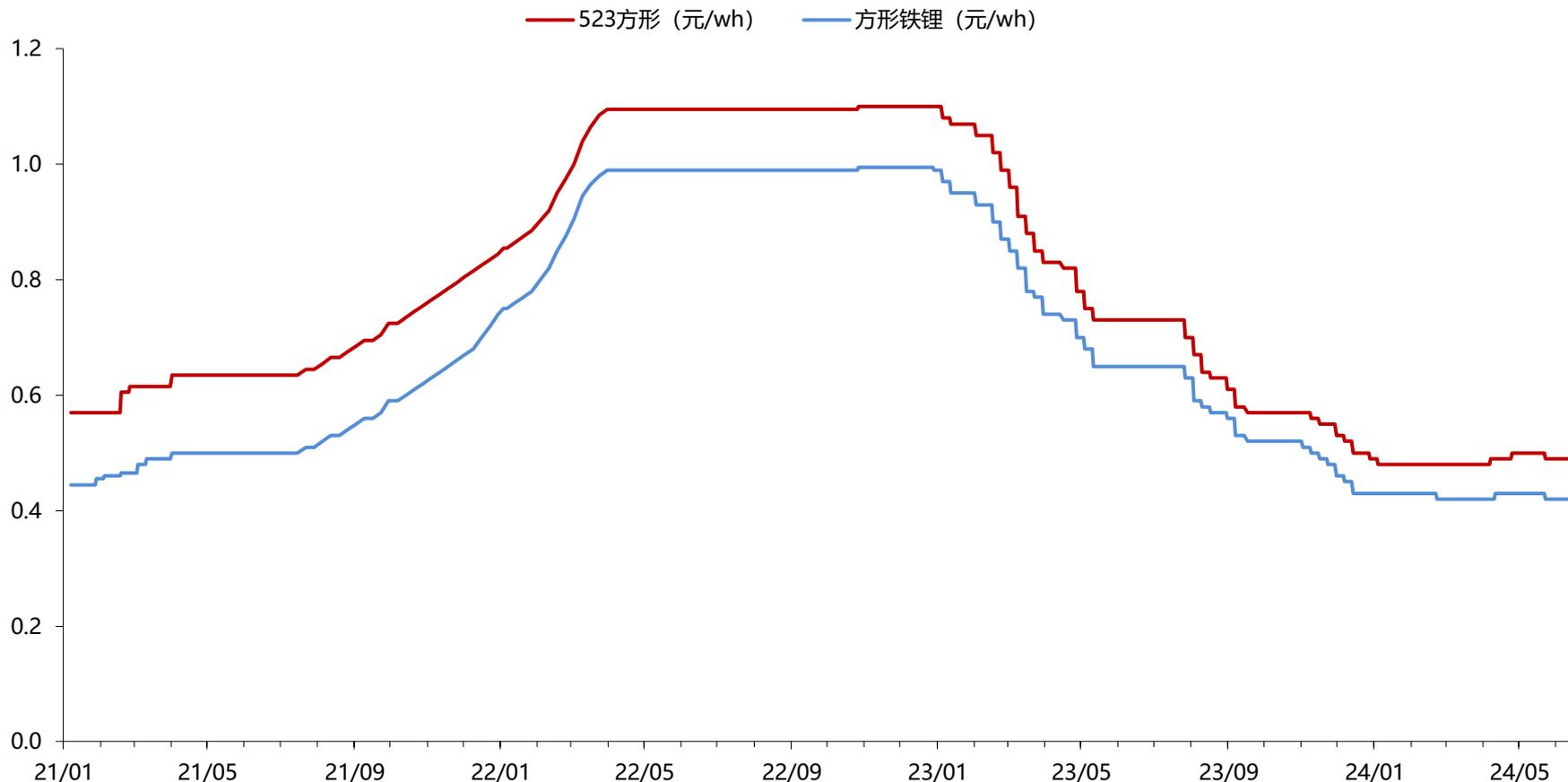
◆ **从车企装机结构看，配套60%+宁德份额的车企装机占比持续提升。**按宁德配套份额来看，24年1-4月比亚迪(配套0%)/特斯拉(配套83%)/(配套0-10%)/(配套10%-40%)/(配套40%-60%)/(配套60%-100%)的车企装机占比为24.4%/8.9%/7.8%/7.6%/11.9%/39.5%，相比23年变化-1.9/-1.6/-0.6/-2.4/-0.5/+7.0pct，配套60-100%的车企装机占比持续提升，意味着消费者对宁德时代产品的认可度提升，因此**我们预计24年宁德时代国内份额可维持45-50%。**

图：国内车企装机量份额变化（图例中百分比为宁德时代配套比例）



- ◆ **动储电芯价格已企稳，二线暂缓价格战。** 6月国内报价来看，523方形电芯价格维持0.49元/wh，方形铁锂电芯价格维持0.42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）



- ◆ **事件：**美国五位共和党人联名致函国土安全部负责战略、政策和计划助理部长，要求行政部门将国轩高科和宁德时代列入实体清单，并禁止这两家公司的产品进入美国。
- ◆ **本次函件追溯至上游供应链涉疆问题。**美国国会议员认为宁德及其供应链违反了美国Uyghur Forced Labor Prevention Act，要求列入实体清单。供应链主要涉及1) 贝特瑞：与新疆天宏基有合作关系；2) 新疆众和：从新疆采购镍供应南山铝业，电池箔供应宁德；3) 宜宾锂宝：天原集团与新疆天南能源化工等相关联；4) 天齐锂业、赣锋锂业及供应的正极企业：天齐与新疆亚欧稀有金属股份有限公司保持供应商关系，赣锋中凯的少数股东江苏农华与国投新疆罗布泊钾盐公司合作开发新疆锂资源。
- ◆ **宁德回应供应链引用完全错误，可溯源不存在涉疆风险。**宁德回应信中一些供应商早已停止业务往来，与其他供应商的业务关系是与不同的子公司进行的，部分供应商完全未采购任何产品，引用的信息完全是错误的和误导性的。宁德在美业务严格遵守所有适用的法律和法规，并已制定有效的政策，确保按照最高全球标准实现负责任和可持续的供应链，且部署了审计工具包“CREDIT”，以评估电池供应链中企业的可持续性表现。我们合理推断宁德不存在相关风险。

## 图 盈利预测与估值

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	328,593.99	400,917.04	402,566.93	484,070.60	572,444.54
同比(%)	152.07	22.01	0.41	20.25	18.26
归母净利润(百万元)	30,729.16	44,121.25	50,162.02	62,222.02	76,791.89
同比(%)	92.89	43.58	13.69	24.04	23.42
EPS-最新摊薄(元/股)	6.99	10.03	11.40	14.15	17.46
P/E (现价&最新摊薄)	27.06	18.84	16.57	13.36	10.83

- ◆ **新技术与二线拉开差距，助力国内市场份额提升。** 24年国内销量有望达1180万辆+，同增25%，公司推广神行电池规避低价竞争，神行份额预计在公司国内铁锂出货提升至40%，助力国内份额提升至45%+。
- ◆ **海外政策靴子落地，25-26年海外接力增长。** 宁德福特项目26年投产，特斯拉、通用推进中，25-26年铁锂海外放量，进一步替代日韩电池。25年海外车企新平台+欧洲碳排考核趋严，增速将重回20-30%增长。
- ◆ **公司单位盈利稳定，与二线差距维持，全年利润维持500亿，当前16X。** 利润主要来自海外车企及海外客户，单wh毛利超预期稳定在0.2元+，单wh利润0.1元，全年利润预计500亿，当前估值下确定性强。
- ◆ 风险提示：市场价格竞争超预期。

表：宁德时代业务拆分及预测

	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E	2030E
<b>1.动力电池系统</b>							
收入 (百万)	53,298	63,048	69,968	84,508	278,060	330,874	678,924
-环比增长	-26%	18%	11%	21%	-3%	19%	11%
销量 (gwh)	76.00	91.20	102.55	125.12	397.95	497.24	1,142
均价 (含税, 元/wh)	0.79	0.78	0.77	0.76	0.790	0.752	0.67
毛利率	29.10%	28.00%	28.00%	28.00%	28.00%	28.00%	28.00%
单位利润 (元/wh)	0.096	0.103	0.098	0.098	0.101	0.098	0.074
合计利润 (百万)	7,284	9,380	10,049	12,283	40,038	48,844	84,865
<b>2.储能系统</b>							
收入 (百万)	14,003	15,213	17,145	19,323	64,693	81,539	298,453
-环比增长	-14%	9%	13%	13%	8%	26%	26%
出货量 (gwh)	19.0	21.3	24.5	28.1	93.2	127.6	527
均价 (含税, 元/wh)	0.83	0.81	0.79	0.78	0.78	0.72	0.64
毛利率	28.5%	27.8%	27.7%	27.6%	27.00%	27.00%	27.00%
单位利润 (元/wh)	0.10	0.11	0.10	0.10	0.09	0.09	0.06
合计利润 (百万)	1,843	2,237	2,418	2,743	8,756	11,331	29,845
<b>3.其他业务</b>							
合计利润 (百万)	1,240.21	845.91	306.22	-23.55	2,677	5,237	35,647
-环比增长	-	-32%	-64%	-	-53%	96%	-
合计：营收	79,771	93,225	104,467	122,813	402,567	484,071	1,252,985
-环比	-25%	17%	12%	18%	0.4%	20%	15%
电池销售 (gwh)	95.0	112.5	127.0	153.3	491.1	624.9	1,669
电池单wh利润	0.096	0.103	0.098	0.098	0.099	0.096	0.07
归属于母公司所有者的净利润	10,510	12,546	12,853	15,085	50,162	62,222	150,358
-增长yoy	7%	15%	23%	16%	14%	24%	18%
-增长QOQ	-19%	19%	2%	17%	-	-	-
-净利率	13.2%	13.5%	12.3%	12.3%	12.5%	12.9%	12%

- ◆ **从政策端看，政府明确支持固态电池发展。**5月29日，根据中国日报报道，国内或将投入约60亿元用于全固态电池研发，包括宁德时代、比亚迪、一汽、上汽、卫蓝和吉利共六家企业或获得政府基础研究支持。该项目由政府相关部委牵头实施，经过严格筛选后，最后具体分为七大项目，聚焦硫化物和聚合物等不同技术路线。
- ◆ **聚焦硫化物&聚合物等体系、半固态仍为短期过渡路线。**国内此前尚未出台补贴政策，本次项目将投入60亿，力度属业内史无前例，表明对全固态电池的重视程度。宁德/欣旺达/国轩等近期已公布全固态量产时间，其中宁德已有十多年研发积累，组建近千人研发团队，近期加大相关投入，研发目前处于4分水平，目标到27年达到7-8分水平，届时可小批量量产全固态电池。本次项目聚焦硫化物和聚合物的全固态路线，有利于避免新能源盲目投资，进而造成产业链端资源浪费。

**表 全球固态电池政策梳理**

国家	时间	规划内容
日本	2007年	NEDO启动“下一代汽车用高性能蓄电系统技术开发”项目，2030年能量密度目标500Wh/kg，1000W/kg，1万日元/kWh，远期目标700Wh/kg，1000W/kg，5千日元/kWh。
	2010年4月	在日本经济产业省、新能源与产业技术开发机构（NEDO）和产业技术综合研究所（AIST）的支持下，成立LIBTEC研究中心，负责“下一代电池材料评估技术开发”项目，成员包括丰田、本田、日产、马自达、松下等35家企业。
	2018年6月	NEDO宣布在未来5年内投资100亿日元，由丰田、本田、日产、松下等23家企业，以及日本理化学研究所等15家学术机构联合研发全固态锂电池，到2022年全面掌握相关技术。
	2021年	NEDO部署“电动汽车创新电池开发”项目(2021-2025年)，计划投入166亿日元，开发超越锂电池的新型电池（包括氟化物电池、锌负极电池），增强电池和汽车行业的竞争力。
	2022年5月	NEDO宣布投入1510亿日元，用于资助包括高性能电池及材料研发主题和10个固态电池课题等18个课题，并着重开发700-800Wh/L大容量电池。
韩国	2022年9月	日本经济产业省发布《蓄电产业战略》，目标在2030年实现全固态电池的正式商业化应用，确保卤代电池、锌负极电池等新型电池的技术优势，并完善全固态电池量产制造体系。
	2018年11月	LG化学、三星SDI、SK创新联合成立下一代1000亿韩元（9000万美元）电池基金，用于共同研发固态电池、锂金属电池和锂硫电池等下一代电池技术。
	2021年7月	公布《K-Battery Development Strategy》，政府协助研发固态电池等新一代电池技术并提供税收优惠，投资设备和投资研发最高可享20%及50%的税收抵免，在2025年推动锂硫电池和2027年全固态电池的实际商业化应用。具体开发①全固态电池，选择重量轻的硫化物全固态电池，安全性高的氧化物系全固态电池，2025-2028年具备400Wh/kg的商用技术，2030年完成装车验证；②锂金属电池，2025-2028年具备400Wh/kg的商用技术，2030年完成装车验证。
	2017年10月	德国联邦教育和研究部出资320万欧元，发起为期三年的凝胶电解质和锂金属负极固态电池研究项目，由德国系统与研究所（Fraunhofer）承担。
	2018年11月	德国政府投资10亿欧元支持固态电池技术研发与生产，并支持建立动力电池研发联盟，聚焦固态电池技术开发，瓦尔塔迈科、巴斯夫、福特德国、大众已加入该联盟。
欧洲	2018年12月	公布《电池2030+》，明确全固态高性能锂离子电池、金属锂空气电池、锂硫电池迭代路线，目标2030年电池实际性能与理论性能差距缩小至少1/2，耐用性和可靠性至少提升3倍。
	2019年12月	批准欧洲共同利益重大项目（IPCEI），由欧盟七国共同出资32亿欧元，同时从私人投资商中筹集50亿欧元，用于研发下一代创新、环保锂电池技术（包括电液液、固态电池等）。
	2021年	EUROBAT（欧洲汽车和工业电池制造商协会）发布《2030电池创新路线图》，提出锂电池迭代目标为更高能量密度和更高安全性，明确固态电池技术为研发方向。
	2022年5月	德国系统与研究所发布《固态电池技术路线图2035+》，由100多名专家共同参与制定，预计硅基负极+高镍三元+硫化物电解质固态电池能量密度25-30年达275Wh/kg，650Wh/L，35年达325Wh/kg，835Wh/L，锂金属负极+高镍三元正极+硫化物电解质固态电池30年能量密度达340Wh/kg，770Wh/L，35年达410Wh/kg，1150Wh/L。
	2022-23年	额外600-800万欧元用于解决固态电解质相关问题，并规划更多支持政策确保欧盟电池产业竞争力。
美国	2016年7月	发布Battery500计划，由美国西北太平洋国家实验室领衔，联合大学和产业界共同攻关，参与者包括斯坦福大学、IBM、特斯拉等。计划5年投资5000万美元，目标电芯能量密度500Wh/kg，循环寿命1000次，pack成本150美元/KWh，最后过渡至锂金属电池或锂硫电池。
	2019年8月	能源部宣布资助通用汽车910万美元，其中200万美元明确用于固态电芯界面问题及硫化物全固态电池的研究。
	2021年1月	能源部宣布资助800万美元用于聚合物电解质制造工艺研究项目，目标聚合物电解质成本降低15%，获超大容量车用固态电池第三方生产资质。
	2021年6月	国防部先进计划研究局宣布启动MINT计划支持固态电池研发，包括开展固-固界面电荷转移相关研究。
	2021年6月	能源部、国防部、商务部、国务院共建的联邦先进电池联盟（FCAB）发布《锂电池2021-2030年国家蓝图》，目标2025年电芯成本60美元/KWh，2030年能量密度500Wh/kg，pack成本进一步降低50%，实现无钴无镍的固态电池、锂金属电池规模量产。
中国	2021年10月	能源部宣布资助2.09亿美元支持固态电池及快充等先进动力电池的技术研究。
	2023年1月	能源部宣布向多个大学、企业资助4200万美元用于包括固态电池的新一代电池技术研究。
	2024年5月	国内或将投入约60亿元用于全固态电池研发，具体分为七大项目，聚焦硫化物和聚合物等不同技术路线。

- ◆ **复合铜成本优势凸显，产业化进程或加快。**24年铜价持续上涨，已从年初的6.9万元/吨，持续上涨，最高至8.7万元/吨，价格涨幅达25%左右。铜铝箔材不参与电池价格联动机制，根据我们测算，6 $\mu$ m传统铜箔年初价格4.9元/平，最高价格涨至近5.5元/平（原材料增加1元/平，加工费下降0.3元/平），整体价格涨幅10-15%，而复合铜箔目前报价仍低于5元/平，相比6 $\mu$ m传统铜箔已具备成本优势，可降低电池成本0.008元/Wh，已具备亮眼的成本优势，复合铜箔产业化进程或加速。

**表 复合铜箔成本测算**

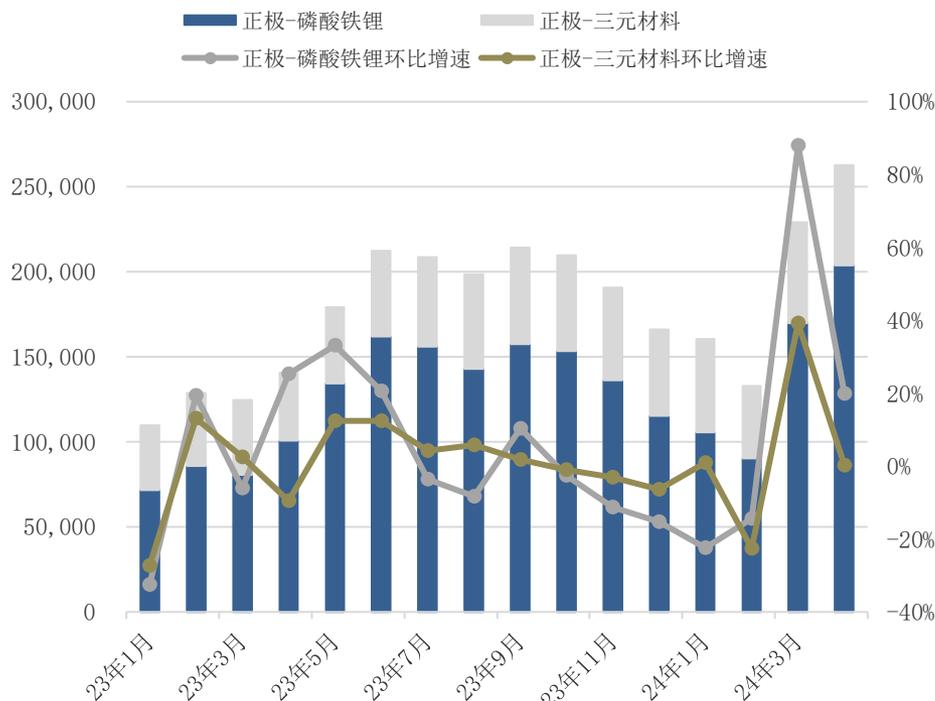
项目	复合铜箔	复合铜箔	2023	2024E	2025E	2026E
磁控溅射	靶材	厚度 (nm)	60.00	60.00	60.00	60.00
		单位价格 (元/kg)	134.80	134.80	134.80	134.80
		利用率	60%	70%	80%	85%
		单位面积成本 (元)	0.11	0.09	0.08	0.08
	pet	厚度 (nm)	4.50	4.50	4.50	4.50
		单位价格 (元/kg)	25.00	25.00	24.50	24.01
		单位面积成本 (元)	0.14	0.14	0.13	0.13
	设备	售价 (万元/台)	1,200	2,000	1,900	1,805
		宽幅 (mm)	1,200	1,300	1,365	1,433
		线速 (m/min)	13	20	20	24
		年工作小时 (小时)	7,920	7,920	7,920	7,920
		良率	80%	85%	90%	90%
		产能利用率	70%	75%	80%	90%
		年产量 (万m <sup>2</sup> )	415.1	1050.2	1112.0	1334.4
		折旧年限	10	10	10	10
		单位面积折旧 (元/m <sup>2</sup> )	0.29	0.19	0.17	0.14
		直接人工	员工 (人)	6	6	6
	人工费用 (万元/年人)		12.0	12.6	13.2	13.9
	单位面积人工费用 (元/m <sup>2</sup> )		0.17	0.07	0.07	0.06
	电费	用电量 (度)	1,400,000	2,000,000	2,000,000	2,000,000
工业电价 (元/度)		0.65	0.65	0.65	0.65	
其他	单位面积电费 (元/m <sup>2</sup> )	0.22	0.12	0.12	0.10	
	(元/平)	0.10	0.08	0.08	0.07	
合计成本	(元/平, 考虑良率)	1.43	0.91	0.79	0.65	
水电镀	铜	厚度 (um)	2.00	2.00	2.00	2.00
		单位价格 (元/kg)	67.40	67.40	67.40	67.40
		利用率	85%	90%	95%	95%
		单位面积成本 (元)	1.26	1.19	1.13	1.13
	设备	售价 (万元/台)	1,200	1,200	1,200	1,176
		宽幅 (mm)	1,200	1,300	1,365	1,433
		线速 (m/min)	7	9	10	12
		年工作小时 (小时)	7,920	7,920	7,920	7,920
		良率	80%	85%	90%	90%
		产能利用率	70%	75%	80%	90%
		年产量 (万m <sup>2</sup> )	223.5	354.4	467.0	662.0
		折旧年限	10	10	10	10
		单位面积折旧 (元/m <sup>2</sup> )	0.54	0.34	0.26	0.18
		直接人工	员工 (人)	6	6	6
	人工费用 (万元/年人)		12.0	12.6	13.2	13.9
	单位面积人工费用 (元/m <sup>2</sup> )		0.32	0.21	0.17	0.13
	电费	用电量 (度)	700,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000
		工业电价 (元/度)	0.65	0.65	0.65	0.65
	其他	单位面积电费 (元/m <sup>2</sup> )	0.20	0.18	0.14	0.10
		(元/平)	0.10	0.08	0.08	0.07
合计成本	(元/平, 考虑良率)	3.74	2.84	2.30	1.91	
厂房	折旧 (元/平)		0.08	0.05	0.04	0.03
		合计成本 (元/平)	5.25	3.81	3.13	2.60

**中游：景气度回升价格见底，Q2盈利预期稳中有升**

# 铁锂正极：产量维持同比高增长，份额稳中有升

- ◆ **铁锂正极维持同比高增长，超过三元及正极材料增速。** 24年1-4月铁锂正极产量57万吨，同比增长68%，超过正极材料平均增速56%（三元同比增长30%），且月度环比增速高于三元材料，4月铁锂环增20%，三元环比基本持平。**铁锂正极材料产量份额稳中有升，** 预计24年国内铁锂材料份额维持70%左右。
- ◆ **龙头份额持续提升，二线厂商分化，尾部厂商份额提升，竞争趋于激烈。** 龙头份额持续提升，湖南裕能从22年市占率29%提升至24年1-4月的34%。二线有所分化，24年德方、万润份额较23年下滑2-3pct，接低价单较少；龙蟠、富临精工份额小幅提升。此外，尾部小厂份额有所提升，24年1-4月其他厂商份额较23年提升4.2pct，低价招标背景下，行业竞争趋于激烈。

表：正极材料产量及环比增速（吨）

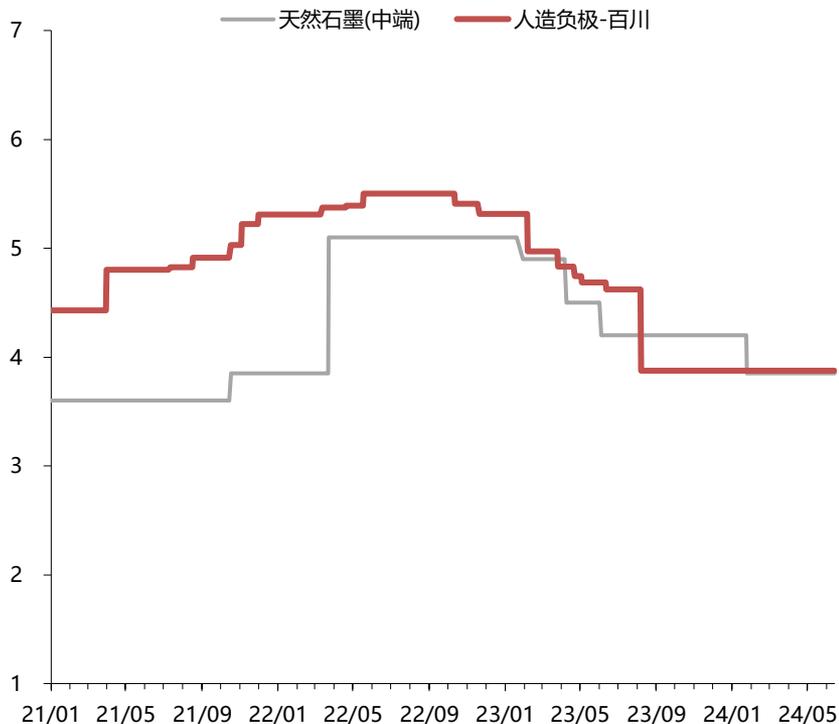


表：磷酸铁锂厂商竞争格局

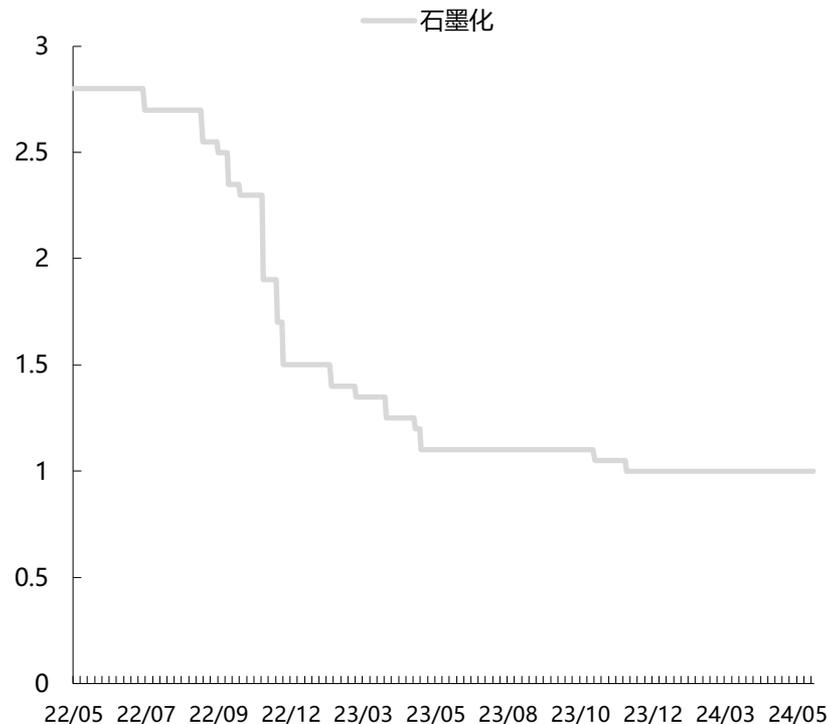
单位：吨	22年 出货	市占率	23年 出货	市占率	1-4月 出货	市占率	市占率 变化 (pct)
湖南裕能	32.4	29%	51.0	32%	19.2	34%	1.4
德方纳米	17.2	15%	21.4	14%	6.3	11%	-2.6
湖北万润	9.2	8%	16.5	10%	4.1	7%	-3.2
龙蟠科技	9.7	9%	11.1	7%	4.6	8%	1.1
融通高科	10.1	9%	10.2	6%	2.3	4%	-2.4
圣钒科技	3.6	3%	9.6	6%	3.2	6%	-0.4
国轩高科	6.5	6%	7.6	5%	3.2	6%	0.8
金堂时代	0.0	0%	6.3	4%	2.3	4%	0.0
安达科技	6.6	6%	6.2	4%	1.8	3%	-0.9
富临精工	4.8	4%	4.8	3%	2.5	4%	1.4
山东丰元	1.4	1%	3.7	2%	1.0	2%	-0.7
比亚迪	3.5	3%	3.5	2%	1.0	2%	-0.4
泰丰先行	1.9	2%	2.5	2%	1.3	2%	0.6
其他	5.9	5%	5.2	3%	4.3	7%	4.2

- ◆ **1H24价格底部确认，2H头部厂商负极招标价格普涨。** 24Q1负极招标价格再降0.15-0.2万，龙头比亚迪部分产品招标价格低于厂商现金成本，Q2价格整体稳定，3月行业产能利用率回升后低端产品价格上涨10%，2H招标价格再普涨10-15%。我们预计此次涨价将起示范效应，行业低价订单价格有望率先反弹，全行业普遍调价已信号明确。
- ◆ **Q1盈利底部确认，Q2起盈利边际改善。** 24Q1负极招标价格触底，除尚太及贝特瑞，其余厂商均微利或亏损，其中尚太Q1单吨净利4k元，贝特瑞2k元，中科0.8k元，璞泰来盈亏平衡，杉杉-0.4k元左右，小厂商基本全面亏损。24H2下游龙头招标涨价释放信号，全行业挺价意愿走强，且4月起行业产能利用率回升，Q2行业单吨利润预计持平微增，Q3有望进一步改善。

图：负极价格变化趋势（万元/吨）

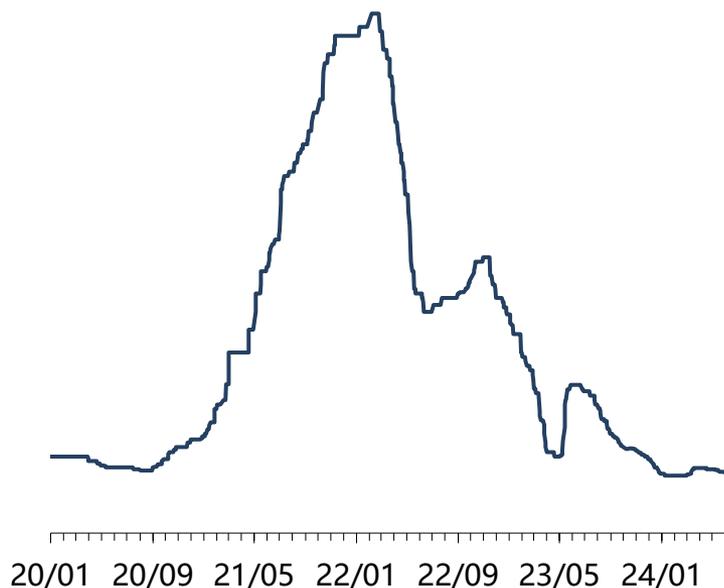


图：石墨化价格变化趋势（万元/吨）

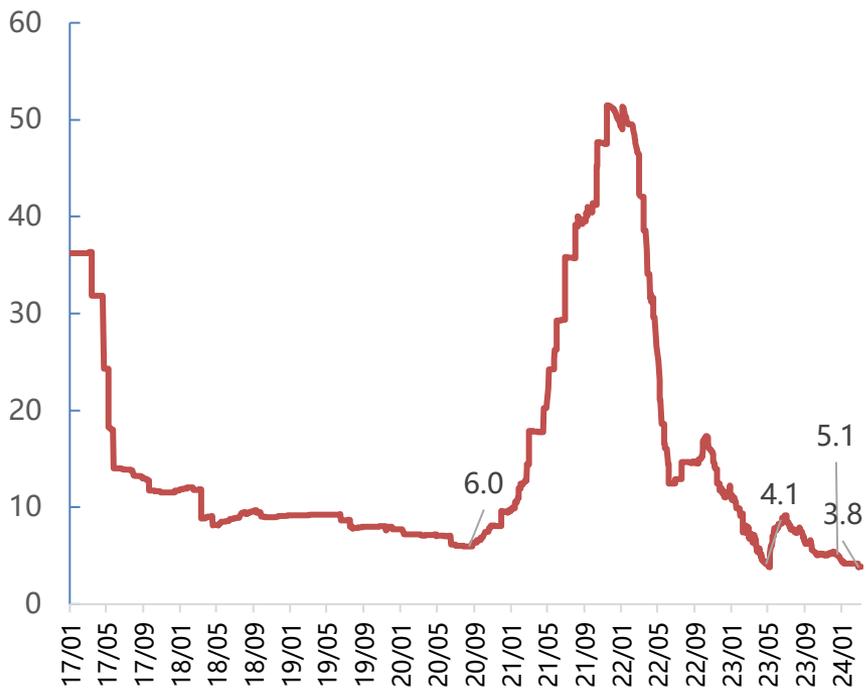


- ◆ **六氟上半年伴随碳酸锂价格波动先涨后跌，当前报价6.3-6.5万/吨左右维稳。**24年3月上中旬碳酸锂涨价至11万元/吨+，六氟报价顺利传导，Q1报价近7.1万，24Q2碳酸锂价格震荡中下跌1.9-2万/吨，需求端暂稳，六氟价格跟随波动下跌，至6月已跌至6.3-6.5万元/吨左右。
- ◆ **考虑下半年碳酸锂价格下跌至8万/吨左右，加工费维持或小幅反弹，六氟价格可维持在6万元+/吨。**短期看，碳酸锂需求方面，5月磷酸铁锂需求较好，三元订单出现回落，或将使得国内的供应过剩量有所加剧，但锂盐企业挺价意愿相对强烈，预期短期内锂盐价格将持续震荡；远期看，随着锂资源产能的逐渐放量，24、25年供给将进一步过剩，但目前看全球锂资源扩产项目存在不同程度的延期，部分矿山出现减产、停产的情况，25年碳酸锂需求对应现金成本在7万元/吨左右，价格中枢预计8万元/吨左右，预计六氟价格可维持6万元+/吨。

图：6F价格变化趋势（万元/吨）



图：六氟加工费测算（万元/吨）（六氟价格-碳酸锂成本拟合）



- ◆ **事件：**天赐与宁德时代签订协议，自协议生效至2025年底，向宁德供货5.86万吨固体六氟对应的电解液，数量根据协议上下幅度不超过5%，六氟定价为碳酸锂上个月均价\*约定的消耗系数+其他成本，当六氟价格与市场均价偏差太大时，双方可重新议价。
- ◆ **协议量指引24H2环比增30%、25年需求稳健向上。**5.86万吨六氟磷酸锂对应50万吨电解液，预计24H2配套16-17万吨，25年配套33-34万吨，若按照天赐占宁德55-60%份额测算，对应24H2宁德电池产量270gwh，全年480gwh；25年对应600gwh，对应20%+增长。
- ◆ **长协是对供需格局判断，价格触底后续或有反转预期。**21年5月天赐与宁德签订至22年6月底长协后，六氟供不应求开始暴涨。目前六氟价格已触底，散单报价6.5万/吨，二三线厂商已亏现金成本，小厂关停产能，我们预计25年六氟行业产能利用率提升近80%，价格或有反转预期。此次与宁德长协，可消化天赐近40%产能。

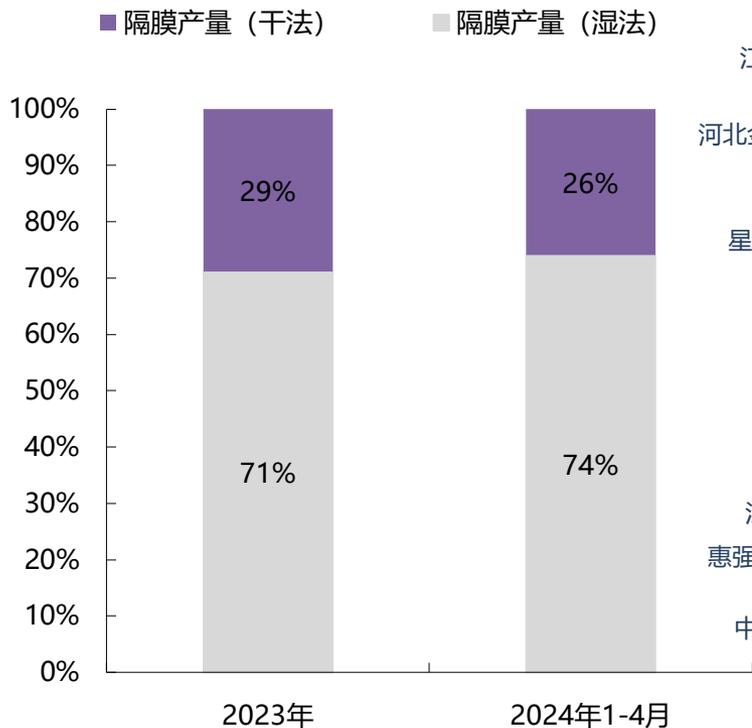
表：六氟磷酸锂行业产能供需格局（吨）

	2022年	2023年	2024年E	2025年E
全行业有效供给（吨）	145,070	234,120	269,230	304,690
需求（吨）	124,557	150,265	191,800	240,892
过剩	20,513	83,855	77,430	63,798
产能利用率	86%	64%	71%	79%

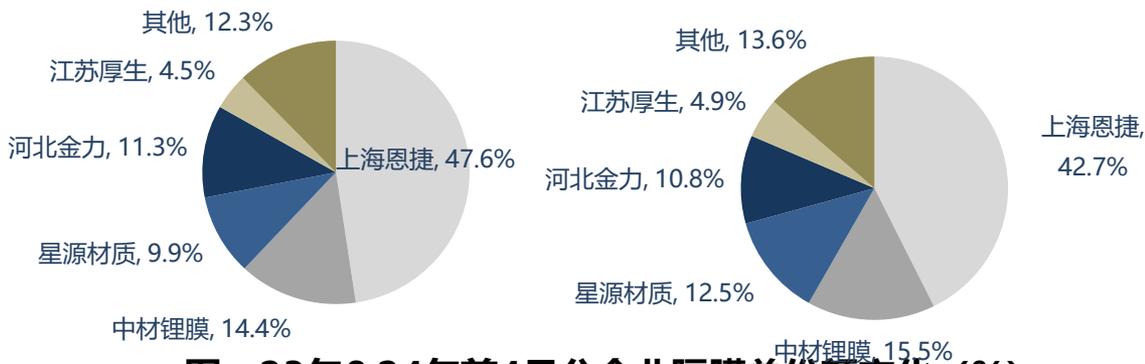
# 隔膜：24年1-4月湿法份额回升，竞争加剧

- ◆ **Q1干法隔膜份额有所下滑，预计24年湿法隔膜份额有望回升。** 24年前4月湿法份额较23年全年上升3pct至74%，23年干法份额受储能电池市场需求带动较大，且动力端铁锂电池逐渐加大干法用量，干法占比提升，24年随着新品电池起量，湿法份额有望回升。
- ◆ **24年加速洗牌，龙一地位稳固，二线放量崛起，龙头份额下降。** 24年隔膜竞争格局持续恶化，龙头份额下滑，星源、中材等二线份额进一步提升，中兴、金力、惠强等小厂快速放量。24年1-4月恩捷股份产量市占率32.4%，较23年底降1.5pct，仍居龙一，星源材质占比17.3%，较23年底+2.7pct，排名第二，中材锂膜占比11.5%，较23年底+1.3pct。湿法方面，2024年1-4月恩捷产量市占率42.7%，较23年底-4.9pct，星源占比12.5%，较23年底+2.6pct，湿法份额提升明显。

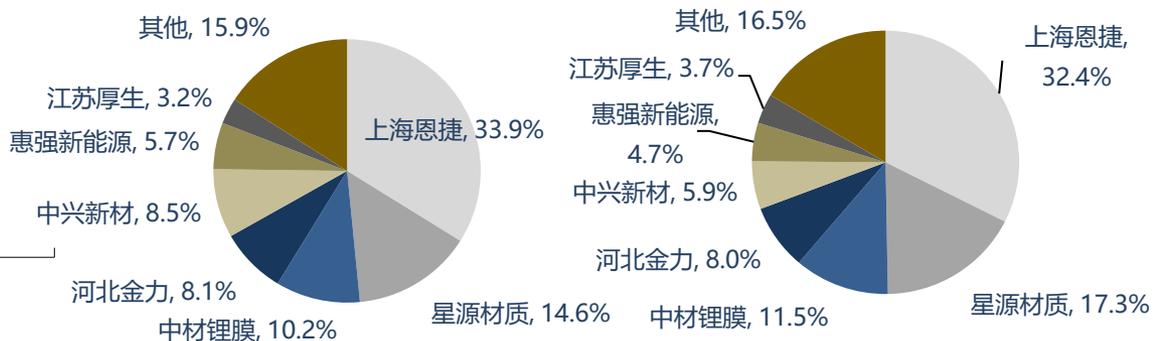
图：23年&24年前4月干湿法份额变化 (%)



图：23年&24年前4月分企业湿法份额变化 (%)



图：23年&24年前4月分企业隔膜总份额变化 (%)



- ◆ **考虑下游客户成本压力大、及行业整体产能利用率70%+，24H2价格或有小幅下降可能。**受原材料涨价影响，Q2结构件未进一步降价，企稳。24H1结构件头部厂商产能利用率70%+，虽龙二盈亏平衡，但不排除下游客户仍有小幅压价诉求，预计24H2结构件价格或有5-10%小幅降价可能。
- ◆ **开工率提升对冲原材料涨价影响，整体盈利仍可维持稳定。**M-1定价方式下，3-5月铝价上涨12%至2.1万元将影响Q2盈利。经测算，若不考虑顺价及稼动率影响，铝价上涨5%，对应毛利率下降1.1pct。Q2涨10%+，预计毛利率下滑2.3pct至21%。但开工率提升将对冲原材料涨价影响，若开工率提升5pct，毛利率对应可提升2pct，叠加海外工厂减亏，预计Q2盈利整体稳定，Q2及全年净利率可维持10%+。

图：铝价走势（万元/吨）

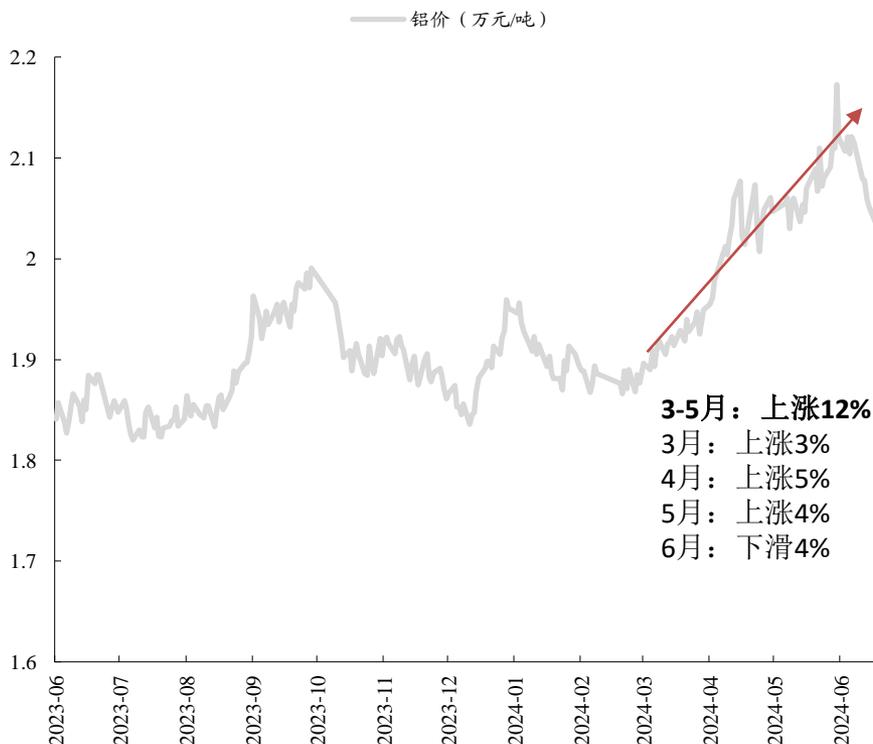
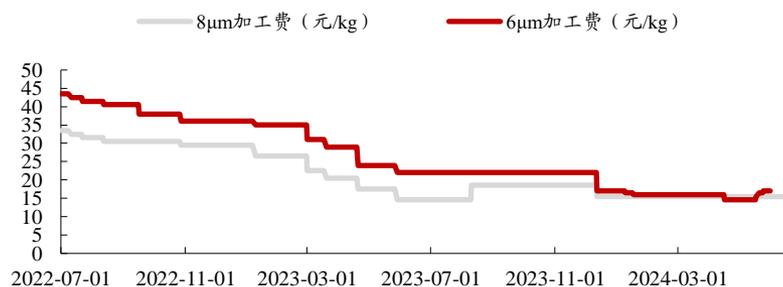


图 铝价走势（万元/吨）

铝价	铝价1.86	铝价+5%	铝价+10%
产值（亿元）	1	1	1
<b>毛利率</b>	<b>24%</b>	<b>22%</b>	<b>21%</b>
毛利率变化		-1.1%	-2.3%
总成本（亿元）	0.76	0.78	0.79
材料成本（亿元，占比60%）	0.46	0.47	0.48
-铝（亿元）	0.23	0.24	0.25
铝价（万元/吨）	1.86	1.95	2.05
单耗(万吨)	0.14	0.14	0.14
-其他材料（亿元）	0.23	0.23	0.23
非材料成本	0.31	0.31	0.31
产能利用率	70%	70%	70%
<b>产能利用率+5%</b>			
<b>毛利率</b>		<b>24%</b>	<b>23%</b>
毛利率变化		2.0%	2.0%
总成本		0.76	0.77
非材料成本		0.29	0.29
产能利用率		75%	75%
<b>产能利用率+10%</b>			
<b>毛利率</b>		<b>26%</b>	<b>25%</b>
毛利率变化		3.8%	3.8%
总成本		0.74	0.75
非材料成本		0.27	0.27
产能利用率		80%	80%

- ◆ **铜箔价格调整时间已近2年，但产能出清仍需时间。**224年诺德新增2万吨投产、龙电华鑫扩建2.8万吨、德福科技新增2.5万吨、嘉元新增2.5万吨，行业名义产能新增约10万吨，全球有效供给预计140万吨+，对应产能利用率82%，竞争依然激烈。
- ◆ **铜箔加工费已跌至龙头盈亏平衡，其余厂商亏损，24年将底部盘整，短期Q2铜价上涨将影响盈利。**目前8um加工费1.5万元左右，6um加工费1.7万/吨左右，而铜箔单万吨投资4-5.5亿元，单位折旧约0.6-0.7亿元/万吨，二三线厂商已亏现金成本，预计后续加工费底部盘整，逐步出清尾部产能。短期看，铜价从Q1的6.8万/吨上涨至目前8万/吨，涨幅18%，铜占铜箔成本比重80%左右，考虑顺价时滞，Q2铜箔盈利阶段性承压，预计单位亏损环比扩大。

图 8um铜箔加工费、6um铜箔加工费下降



图：铜箔全球供需测算

	2022年	2023年	2024年E	2025年E
国内供给 (万吨)	58.8	90.8	118.5	151.8
国内需求 (万吨)	39.8	53.1	66.5	79.0
过剩 (万吨)	19	37.7	52.0	72.8
全球供给 (万吨)	80.3	112.0	143.7	181.8
全球需求 (万吨)	67.7	93.2	117.4	147.2
过剩 (万吨)	12.5	18.8	26.3	34.6
<b>产能利用率</b>	<b>84%</b>	<b>83%</b>	<b>82%</b>	<b>81%</b>

图 铜价走势 (万元/吨)

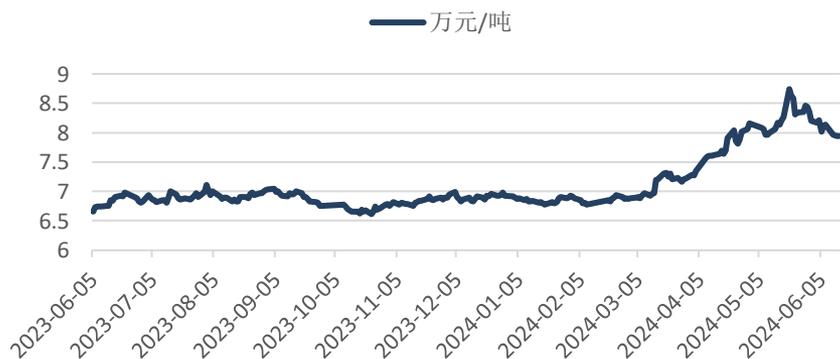


表 铜箔厂商分季度单吨盈利 (万元/吨)

公司	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
嘉元科技	1.10	1.04	0.55	0.30	-0.20	0.02	-0.30	-0.57
诺德股份	0.84	0.37	0.66	0.08	-0.27	-0.46	-0.47	-0.93

## 重点公司跟踪

- ◆ **DM5订单超预期，全年销量预期上修至380万辆+**。公司Q1销量62万辆，Q2预计近100万辆，5月底推出搭载DM5的秦L及海豹06，定价9.98万，油耗降低至2.9L/100km，订单爆发超预期，第三方统计累计新增订单已超8万辆，公司单月订单超30万辆，后续宋L DM-i等新车将陆续推出，全年销量上修至380万辆，同增27%，超年初360万辆预期。
- ◆ **Q2单车盈利环比增长，全年单车盈利有望超预期**。Q1受降价及产能利用率影响，单车盈利6700元；目前看价格端，公司五代DM秦L较年初秦 PLUS荣耀版定价高2万，且订单表现超预期，公司已实现电比油低，后续再降价必要性较小；销量端，公司在新车周期加持下，Q2销量预计环增55%+，公司一季度末固定资产2300亿+，规模效应提升带动单车折旧摊薄预计0.3w左右，再考虑Q2荣耀版降价充分反应，及部分在建工程转固，预计Q2单车盈利有望提升至8000元+，下半年新车陆续发布，DM-i5.0预计逐步替代4.0，叠加出海及高端化持续推进，全年单车盈利有望同比持平，远好于Q1增收不增利的预期。
- ◆ **24年出海预计50万辆，25年进一步翻倍增长，本土化加速对冲关税影响**。Q1出海近10万辆，24年预计50万辆左右，主要出口欧洲、南美和东南亚，预计占比各1/3，25年出海预期100万辆，实现翻倍增长。海外工厂方面，泰国基地规划15万辆，预计6月底投产，巴西基地规划15万辆，预计明年上半年投产，匈牙利基地规划15万辆，预计明年年底投产，预计将有效规避关税影响，出海单车净利有望达2万+，对单位盈利提升显著。
- ◆ **投资建议**：预计24-26年归母净利352/424/510亿元，同增17%/20%/20%，给予24年26xPE，目标价314.6元，维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示**：电动车销量不及预期。

## 图 盈利预测与估值

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	10.33	12.11	14.58	17.54
P/E (现价&最新摊薄)	45.02	24.91	21.25	17.64	14.66

- ◆ **事件：**拟与匈牙利科达利共同出资投建美国结构件生产基地，投资总额不超过0.49亿美元，科达利出资85%，匈牙利科达利出资15%，达产后预计年产值0.7亿美元。
- ◆ **赴美建厂本土化大有可为，结构件龙头核心受益。**公司在美投建结构件产能约0.7亿美元（折合人民币5亿元），核心配套某韩国电池厂，预计26-27年投产，与下游客户在美扩产节奏基本一致，其在美国电池产能规划约30gwh，对应近12亿元结构件需求。公司美国工厂供应为方形结构件产品，后续也有望配套宁德美国技术授权合作的相关产能。考虑美国电动化率低，且后续降息刺激终端需求，结构件龙头在美国本土化核心受益。
- ◆ **盈利稳健，产能利用率提升对冲部分原材料涨价影响。**预计Q2收入环比增25-30%增长，产能利用率提升对冲部分原材料涨价影响，且海外工厂减亏，预计净利率可维持10%+，预计24年净利率维持10%+。
- ◆ **投资建议：**维持24-26年归母净利润测为14.5/18.3/22.4亿，同比+20%/26%/23%，给予2024年25xPE，对应目标价134元，维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**电动车销量不及预期。

## 图 盈利预测与估值

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	8,653.50	10,511.36	13,231.09	16,547.05	20,013.59
同比(%)	93.70	21.47	25.87	25.06	20.95
归母净利润(百万元)	899.72	1,200.85	1,446.86	1,826.73	2,239.95
同比(%)	66.12	33.47	20.49	26.25	22.62
EPS-最新摊薄(元/股)	3.33	4.45	5.36	6.77	8.30
P/E (现价&最新摊薄)	27.46	20.57	17.08	13.52	11.03

## 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排产端6月环比持平微增，好于市场此前悲观预期，看好Q3旺季排产再上台阶，7月企业反馈预示订单较好。盈利端，Q1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盈利环比持平微增，且供给侧改革、扩产放缓，25年确定性反转，首推**宁德时代、比亚迪、亿纬锂能、科达利、湖南裕能、尚太科技**，同时推荐**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6月17日股价)

	名称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE				评级	总股本 (亿股)
			2023E	2024E	2025E	2026E	2023E	2024E	2025E	2026E		
电池	宁德时代	8,279	441	502	622	768	19	17	13	11	买入	43.99
	比亚迪	6,993	300	352	424	510	25	21	18	15	买入	29.09
	亿纬锂能	879	41	48	64	80	22	18	14	11	买入	20.46
	欣旺达	296	11	14	18	23	27	21	16	13	买入	18.62
	蔚蓝锂芯	91	1	3	4	5	65	28	23	19	买入	11.52
	派能科技	109	5	4	5	7	21	29	20	15	买入	1.76
结构件	科达利	247	12	14	18	22	21	17	14	11	买入	2.70
电解液	天赐材料	394	19	12	21	31	21	32	19	13	买入	19.19
	新宙邦	241	10	12	16	23	24	20	15	11	买入	7.54
负极	璞泰来	355	19	25	34	43	19	14	10	8	买入	21.38
	贝特瑞	217	17	15	20	25	13	14	11	9	买入	11.17
	尚太科技	127	7	7	9	13	18	18	14	10	买入	2.61
	信德新材	31	0	1	2	2	75	26	17	13	买入	1.02
隔膜	恩捷股份	367	25	15	22	32	15	24	17	11	买入	9.78
	星源材质	124	6	6	9	12	21	19	14	10	买入	13.45
	壹石通	34	0	0	1	2	138	98	30	19	增持	2.00
正极	华友钴业	415	34	35	46	57	12	12	9	7	买入	16.97
	中伟股份	337	19	24	28	35	17	14	12	10	买入	9.36
	德方纳米	91	-16	2	5	9	-6	51	18	10	买入	2.80
	万润新能	45	-15	0	3	6	-3	298	13	7	买入	1.26
	容百科技	132	6	5	10	13	23	26	14	10	买入	4.84
	振华新材	55	1	1	2	4	53	83	22	16	买入	5.09
	当升科技	193	19	9	11	16	10	23	18	12	买入	5.07
	湖南裕能	300	16	10	25	34	19	29	12	9	买入	7.57
导电剂	天奈科技	90	3	3	4	6	30	28	20	15	买入	3.45
设备	曼恩斯特	69	3	4	5	7	20	17	13	10	买入	1.44
	骄成超声	54	1	1	1	2	80	82	43	24	买入	1.15
锂	天齐锂业	520	73	0	45	51	7	6859	12	11	买入	16.41
	赣锋锂业	580	49	30	40	48	13	21	16	13	买入	20.17
	永兴材料	226	34	17	19	24	7	13	12	9	买入	5.39
	藏格矿业	398	34	27	31	40	12	15	13	10	买入	15.80

- ◆ **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。

# 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