

大浪淘沙，拐点已现

--电动车2024年年中策略

首席证券分析师：曾朵红

执业证书编号：S0600516080001

联系邮箱：zengdh@dwzq.com.cn

联系电话：021-60199798

2024年6月30日

- ◆ **24年全球电动车同比增长20%，锂电需求同比增长25-30%，国内仍为最确定市场，25年海外需求有望提速。** 24年中国本土需求强劲，受益于新车型交付，预计国内（含出口）销量同比25%增长预期至1180万辆，较年初预期略有上修，25年预计维持近20%增长至1400万辆；欧洲24年受补贴退坡影响，预计同比微增5%至300万辆，25年新车周期+碳排考核趋严，同比增速有望回升至15%达近350万辆；美国短期仍受利率高影响，且本土车企新车延后，24年增速下修至近25%，销175万辆，未来引入中国供应链，有望提速。我们预期24年全球电动车同增20%至近1600万辆，25年略微提速至23%，销近2000万辆，对应24-25年动储电池需求分为1300/1650gwh，同增31%/23%。
- ◆ **主产业链资本开支开始缩减，24年下半年起供需格局改善，行业大周期底部明确，产业链重拾成长性。** Q2起产业链资本开支已收紧，虽在建工程规模在高位，但新增已趋缓；目前基本跌破二线厂商合理盈利水平，产业链内产能利用率分化，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%，预计下半年将延续强者恒强，小厂逐步退出；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%，供需格局将明显改善。
- ◆ **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年价格有望反转。** Q3为锂电传统旺季，国内销量仍强劲，且行业内库存处于合理水平，看好产业链Q3旺季排产持续向上。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。随着供需格局改善，预计25H2价格有望反转，行业盈利拐点明确。
- ◆ **投资建议：**看好Q3旺季排产再上台阶，Q1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盈利可维持稳定，且供给侧改革、扩产放缓，25年有望反转，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：**电动车销量不及预期，竞争加剧

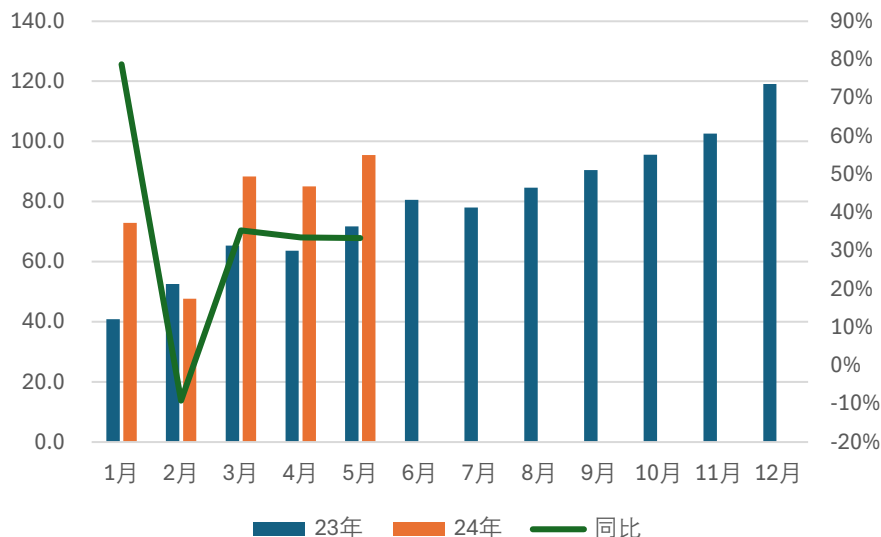
- 需求：国内增长有望恢复，海外26年需求提速
- 产业链周期底部确立，后续反转可期
- 中游材料：价格H1见底，加速去产能，强者恒强
- 投资建议与风险提示

Part1 国内增长有望恢复，海外26年需求提速

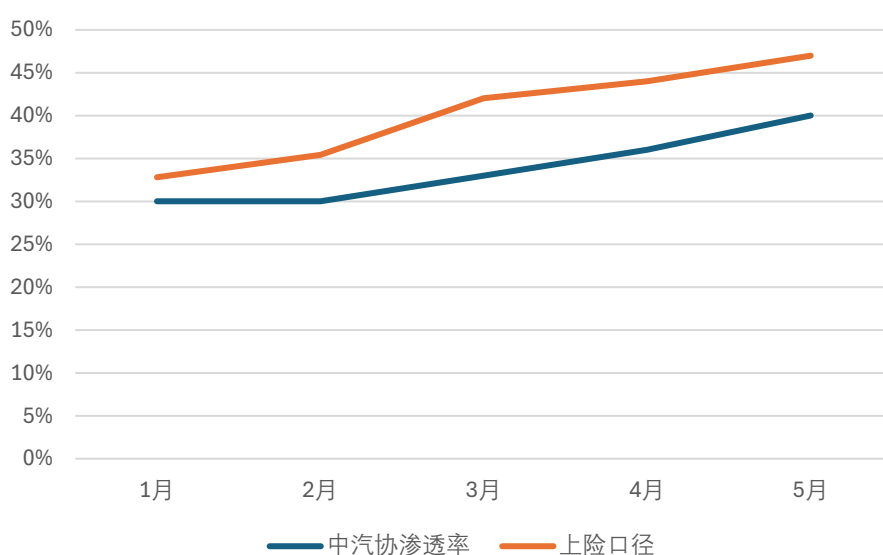
国内：24年1-5月销量增33%，渗透率34%超预期

- ◆ **24年1-5月销量390万辆，同增33%超预期，其中纯电份额下滑11pct至62%。**中汽协数据24年1-5月电动车销389.5万辆，同增32.5%，渗透率33.9%，较23年提升6.2pct，24全年预计1184万辆，同增25%。乘联会数据24年1-5月销量371万辆，同增33%，渗透率39%，较23年提升8pct。**上险口径5月单月渗透率达47%超预期。**
- ◆ **24年1-5月出口增速下滑，全年预计增长20%左右至144万辆。**24年1-5月电动车出口51.9万辆，同比+13.8%，乘用车50.9万辆，预计24全年销144万辆，增长20%。

图：国内月度销量及同比变化（万辆）



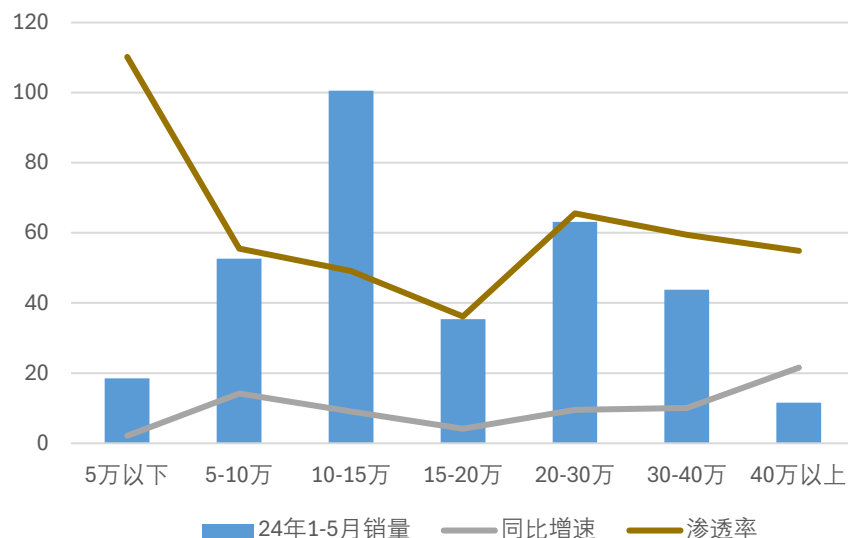
图：国内月度电动车渗透率超预期（上险口径和中汽协口径）



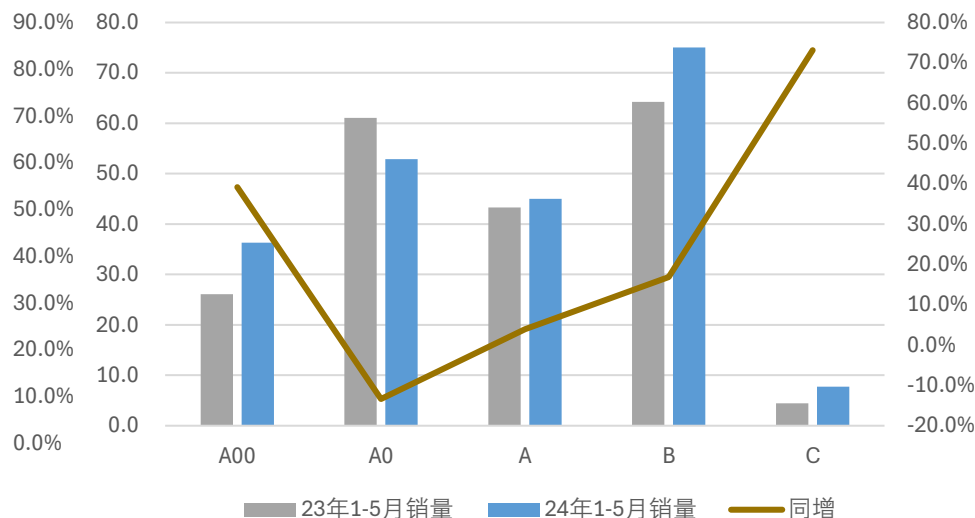
国内：插电份额进一步提升，纯电10-15万价格带空间大

- ◆ **纯电销量同增幅度较小，插混同比高增，占比提升至39%。** 24年1-5月，纯电销量241万辆，同比+9%；而插混销量149万辆，同比+84%。24年1-5月插电份额同比+10.6pct至39.1%，纯电24年1-5月销量中，A00级同比增39%，份额提升3.6pct至16.7%；A0级销量下滑13.4%，份额跌6.3pct至24.4%；B级同比提升17%，份额提升2.3pct至34.6%；C级同比提升73.1%，份额提升1.3pct至3.6%。
- ◆ **10-15万价格带渗透率提升超预期，40万以上车型渗透率大幅增长。** 分价格带看24年1-5月累计渗透率，5万以下车型82.6%，同比+1.6pct；5-10万车型41.6%，同比+10.6pct；10-15万车型36.8%，同比+6.8pct；15-20万车型27.1%，同比+3.1pct；20-30万车型49.1%，同比+7.1pct；30-40万车型44.6%，同比+7.6pct；40万以上车型41.1%，同比+16.1%。

图：不同价格带电动车销量及渗透率（万辆）



图：纯电不同份额电动车占比变化（年度，万辆）



国内：车企销量分化，比亚迪、小米、赛力斯等同比高增



◆ 车企销量分化，比亚迪、小米、赛力斯等同比高增。比亚迪、奇瑞、吉利24年前5月销量分别为127/12/25万辆，同比增210%/127%/299%，销量好于年初预期，广汽24年前5月销10万辆，同增126%；新势力分化，小鹏、理想24年前5月增速分别为24%/47%，销量预计较年初略有下修，小米销量好于年初预期。

图：国内分车企电动车销量（万辆）

	车企	24年1-5月	同比	23年	同比	占比	较22年pct	24年E	同比	占比
自主品牌	比亚迪	127	210%	301	62%	34%	7	392	30%	36%
	上汽通用五菱	15	35%	44	-28%	5%	-4	43	-3%	4%
	广汽埃安	10	126%	48	78%	5%	1	35	-27%	3%
	奇瑞汽车	12	127%	13	-44%	1%	-2	43	243%	4%
	吉利汽车	25	299%	49	49%	5%	2	72	47%	7%
	上汽乘用车	6	34%	32	37%	4%	0	14	-55%	1%
	长城汽车	11	-3%	26	99%	3%	0	31	18%	3%
	长安汽车	21	210%	42	76%	5%	3	63	48%	6%
合资车	智己汽车	2		4	711%	0%	0	5	35%	0%
	上汽大众	5	73%	13	35%	1%	0	15	14%	1%
	华晨宝马	4	32%	10	60%	1%	0	9	-9%	1%
	一汽大众	3	51%	9	-12%	1%	0	9	-5%	1%
	上汽通用	4	82%	10	104%	1%	1	8	-19%	1%
	北京奔驰	1	169%	4	-6%	0%	0	2	-40%	0%
特斯拉中国		36	47%	95	33%	11%	-3	90	-5%	8%
新势力	小鹏汽车	5	24%	14	18%	2%	-2	17	20%	2%
	理想汽车	14	47%	38	182%	4%	1	48	27%	4%
	蔚来汽车	7	34%	16	31%	2%	-1	23	47%	2%
	小米							11		1%
	赛力斯	16		12	1037%	1%	1	46	300%	4%
	哪吒汽车	4	118%	13	-16%	0%	-2	11	-12%	1%
零跑汽车		7	148%	14	30%	1%	-1	22	50%	2%
乘用车合计		887	97%	887	36%	100%	0	1,094	23%	100%
-自主品牌		615	122%	615	38%	69%	7	760	24%	69%
-合资品牌		66	81%	66	13%	7%	-1	63	-6%	6%
-新造车势力		111	56%	111	48%	12%	-3	181	64%	17%
-特斯拉		95	47%	95	33%	11%	-3	90	-5%	8%
客车		3	-24%	3	-25%	-	-	4	31%	-
专用车		30	149%	30	42%	-	-	56	89%	-
合计		919	97%	919	36%	-	-	1,154	25%	-

◆ 各大车企基本完成降价，燃油车无力跟进。24年4月特斯拉Model 3后驱标续降至23.19万元，Model Y标续降至24.99万元；理想L7、L8、L9降价1.8-2万元；比亚迪24年2月起多款車型降2-3万元，5月28日新上市秦L DM-i搭载全新第五代DM技术，定价9.98万元起超预期。同级别来看，新能源车型价格普遍低于同级别燃油车，燃油车终端优惠幅度大，但已无力进一步跟进新能源车型，价格战整体已至尾声。

图：主流车企年初至今降价信息汇总

品牌	车型	降价幅度（万元）	新价格	开始时间
特斯拉	Model 3	1.4	23.19-27.19万元	4月21日
	Model Y	0.9	24.99-29.09万元	
比亚迪	秦Plus DM-i	2	7.98-12.88万元	2月19日
	驱逐舰05	2-2.2	7.98-12.58万元	
	秦Plus EV 荣耀版	2	10.98-13.98万元	
	汉 EV 荣耀版	3	17.98-24.98万元	2月28日
	唐 DM-I荣耀版	3	17.98-21.98万元	
	宋Plus EV 荣耀版	2	14.98-18.98万元	2月29日
	宋Plus DM-i荣耀版	2	12.98-16.98万元	
	元Plus 荣耀版	1.6	11.98-14.78万元	3月4日
理想	秦L DM-i	2	9.98-13.98万元	5月28日
	L7 Pro	1.8	30.18万元	4月22日
	L8 Pro	1.8	32.18万元	
	L9 Pro	2	40.98万元	
极氪	极氪001 WE版	3.1	26.9万元	2月27日
零跑	零跑C01 EV	0.9	13.98-15.88万元	3月2日

品牌	车型	降价幅度（万元）	终端价格
日产	轩逸经典1.6L豪华版	3.5	8.36万元
	天籁2.0L黑金版	4.1	15.02万元
丰田	卡罗拉1.2T精英版	2.5	10.38万元
	凯美瑞2.0GVP豪华版	2.6	15.56万元
	荣放2.0L两驱风尚版	4.5	15.18万元
本田	思域240TURBO劲势版	3.6	10.59万元
	雅阁260TURBO智享版	4	15.68万元
	CR-V 240TURBO活力版	3.8	14.79万元
大众	帕萨特280TSI精英版	4.1	15.19万元
	探岳300TSI	4.3	16.49万元
奥迪	Q5L 45TFSI豪华动感型	12.3	33.13万
	A6L 45TFSI臻选动感型	9.6	35.94万元
奔驰	C260L运动版	13.3	22.18万元
	E300L时尚型	11.6	38.38万元
凯迪拉克	CT5尊贵型	8	24.07万元
	XT5豪华型蜂鸟版	11.4	26.87万元

◆ 24H2-25年新车型中，主攻20万左右价格带，比亚迪DM5改款车型抢占10万左右市场。蔚来新发布乐道L60，预计9月份交付，售价21.99万起；小鹏Mona03计划24年三季度上市；理想纯电系列SUV预计25年上半年上市；华为系继续保持高端路线，新车型售价均在30万以上；长安、吉利旗下自主品牌预计24年下半年推出多款纯电车型。各大新能源车企24H2-25年新车型以SUV为主，中高端市场竞争愈加激烈。

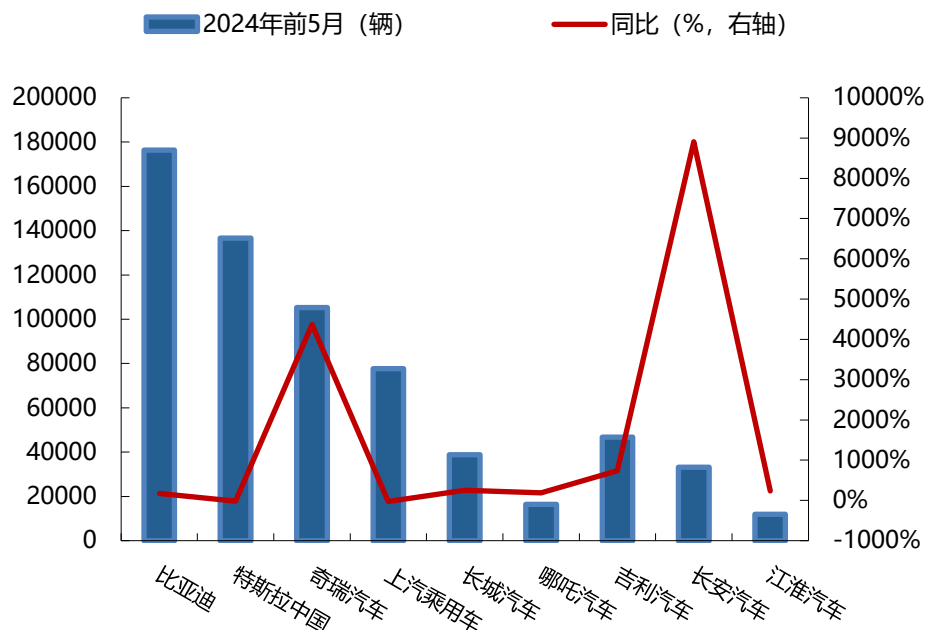
图：主流车企新车型情况

车企	品牌	车型	种类	级别	售价（万元）	上市时间	亮点
蔚来	乐道	L60	SUV	B	21.99	24Q9	900V平台，电机性能强、能耗低，可换电
	萤火虫	-	-	-	10-20	25H1	精品精致路线，提供高品质高标准安全性能
理想	理想	代号W02	SUV	-	-	25H1	电动四驱和5C充电技术
		代号W03	CUV	-	-	25H1	
小鹏	Mona	想往03	CAR	A	15	24Q3	AI智驾
北汽/华为	享界	S9	CAR	C	45-55	24Q8	HUAWEI ADS 3.0高阶智驾系统
奇瑞/华为	智界	R7	SUV	-	30-40	24H2	ADS3.0智驾系统和高精度4D毫米波雷达
长安/华为	阿维塔	07	SUV	-	25-35	24Q3	增程版解决续航焦虑
比亚迪	仰望	U7	CAR	-	100+	-	云辇-Z技术，易四方技术，“天神之眼”高阶智驾辅助系统
	方程豹	豹3	SUV	B	22+	-	
零跑	零跑	A12	SUV	A	10	24H1	
长安	深蓝	S05	SUV	A	-	24H2	
		S07	SUV	B	-	24H2	
		L07	CAR	B	-	24H2	
吉利	极氪	MIX	SUV	A	20	24H2	
		代号EX1E	SUV	C	-	2024	
	银河	星舰	SUV	D	-	2024	新一代雷神电混、银河11合1智能电驱、AI数字底盘
		E5	SUV	A	15-20	24H2	

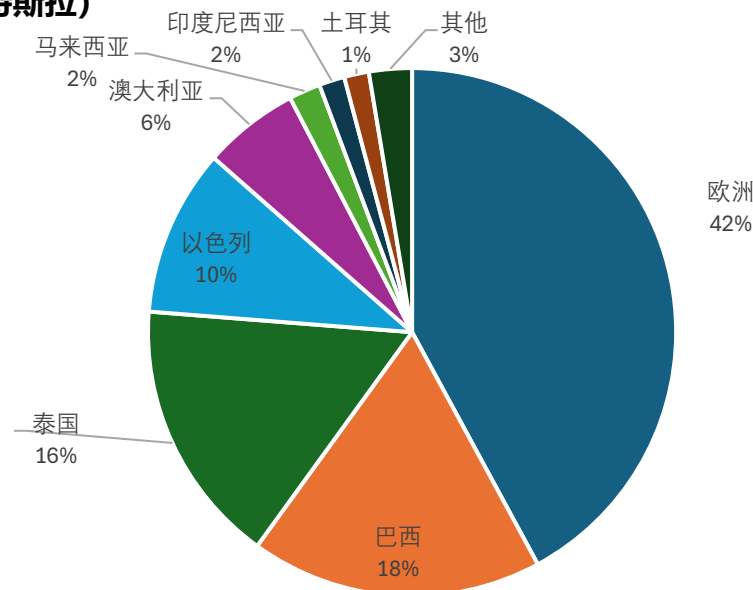
国内：出口受欧洲关税影响增速放缓，东南亚南美为增量

- ◆ **24年1-5月比亚迪出口放量明显，上汽出口不及预期，24年特斯拉出口增速放缓。** 24年前5个月乘用车出口50.9万辆，同增24%，其中插电出口9.7万辆，同增326%，增幅较大，占比19%，同增1.3pct。分车企看，24年前5个月特斯拉出口13.7万辆，同降16%，占比下降13pct至27%；非特斯拉24年前5个月出口26.9万辆，同增19%，其中上汽出口7.8万辆，同降23%，占比10%；比亚迪同增177%至17.6万辆，占比22%，5月单月出口已达3.7万辆。
- ◆ **预计24年中国电动车出口20%增长至144万辆，预计插电占比逐步提升。** 随着欧洲对中国出口的纯电加征关税，国内对欧出口占比下降，24年1-4月国内车企出口欧洲占注册量比例为42%，较23年下降20pct。受关税政策影响，预计纯电出口欧洲影响5-10万辆，预期全年出口至欧洲销量微降。巴西关税同样影响出口，目前征收都是纯电进口关税，插电出口量仍在增长，因此我们预计24年中国电动车出口20%增长至144万辆。

图：24年前5月主流车企出口销量（辆）及同比增速（右轴）



图：24年1-4月累计中国出口电动车的注册量各国份额（扣除特斯拉）



- ◆ **欧盟：**欧盟将从7月起对从中国进口的电动汽车最高加征38.1%的额外关税。具体来看，7月4日起对比亚迪、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。
- ◆ **土耳其：**6月8日土耳其商务部决定对从中国进口的乘用车加征关税。目前适用于电动汽车的40%的税收也将适用于所有燃料类型的车辆。此外，根据规定，最低关税确定为7000美元，该决定于6月8日发布，将于7月7日生效。
- ◆ **巴西：**24年1月1日起恢复对新能源汽车(EV、PHEV、HEV)的进口关税，逐步增长至35%标准税率。HEV的税率24年1月开始为15%、2024年7月为25%、2025年7月为30%、2026年7月达到35%；PHEV税率同期调增至12%、20%、28%、35%；纯电动车税率同期调增至10%、18%、25%和35%。
- ◆ **车企海外工厂顺利推进，后续有望规避关税影响。**比亚迪泰国基地规划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；上汽印尼工厂已投产，主要生产名爵车型，后续泰国、欧洲工厂规划中；吉利欧洲工厂已投产，生产沃尔沃、博越等，东南亚产能建设中，可用于出口。我们预计主流车企海外工厂建设可有效规避关税影响。

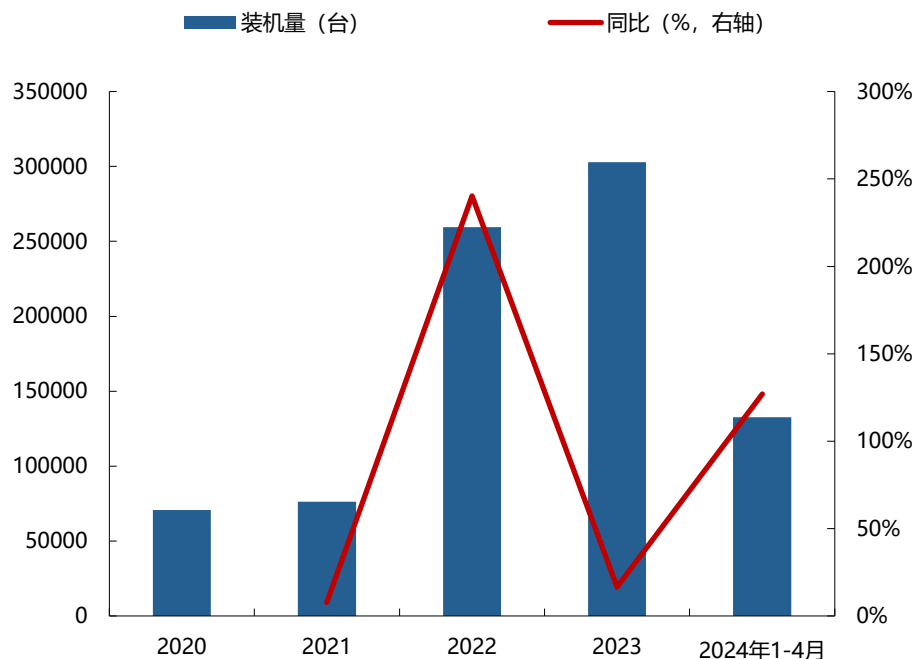
图：主流车企海外产能布局

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

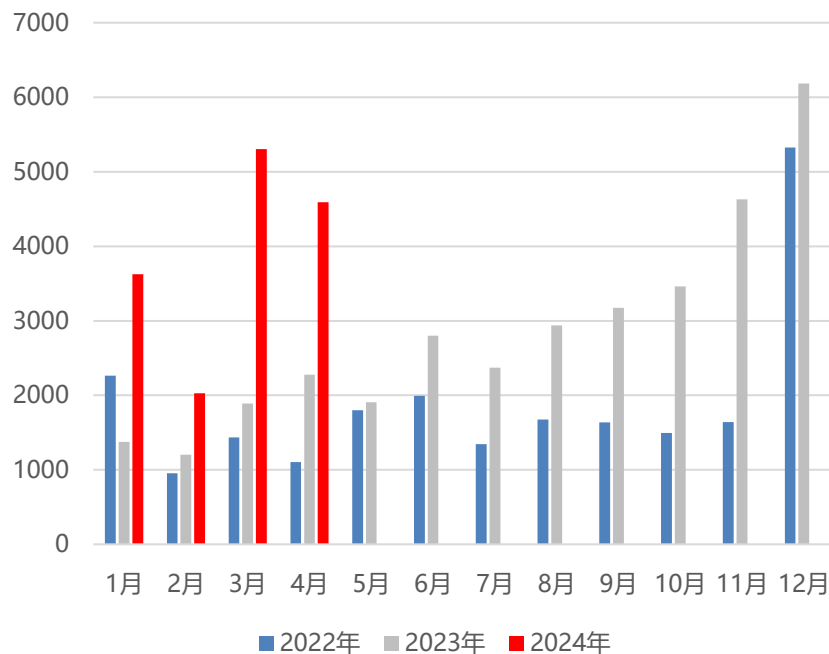
国内：专用车销量亮眼，电动重卡同比翻倍以上增长

- ◆ **24年前4月专用车销量同比增速创新高，单车带电量稳步提升。** 24年1-4月专用车销量13.3万台，同比高增127%；24年1-4月专用车平均带电量为86.5kwh，较23年增10%。随着国家政策全力支持公共领域车辆全面电动化，叠加各地环保考核力度趋严，蓝牌轻卡新规进一步严格执行，我们预计24年专用车销量达56万辆，同比增长89%。
- ◆ **24年1-4月电动重卡销量同比高增，电动化渗透率提升明显。** 24年1-3月电动重卡渗透率持续提升，3月销量5306辆，同比+181%，4月销量4590辆，同增102%，单月渗透率7.1%，环比持平；1-4月累计销量1.55万辆，同比130%，累计电动化率7.76%，较2023年全年占比（5.58%）提升显著。

图：2020-2024年专用车销量情况（台，%）



图：电动重卡月度销量趋势（辆）



国内：预计24年销1184万辆，仍维持25%增长

- ◆ **预计24年国内电动车销1184万辆，增25%，电动化率超38%，插电再提升。**其中，本土市场销售1040万辆，同增26%，其中乘用车中纯电放缓至个位数增长，插电增长50%+，占比提升9pct至43%；出口144万辆，同增20%，出口插电占比提升。

图：中国24年销量月度预测（万辆）

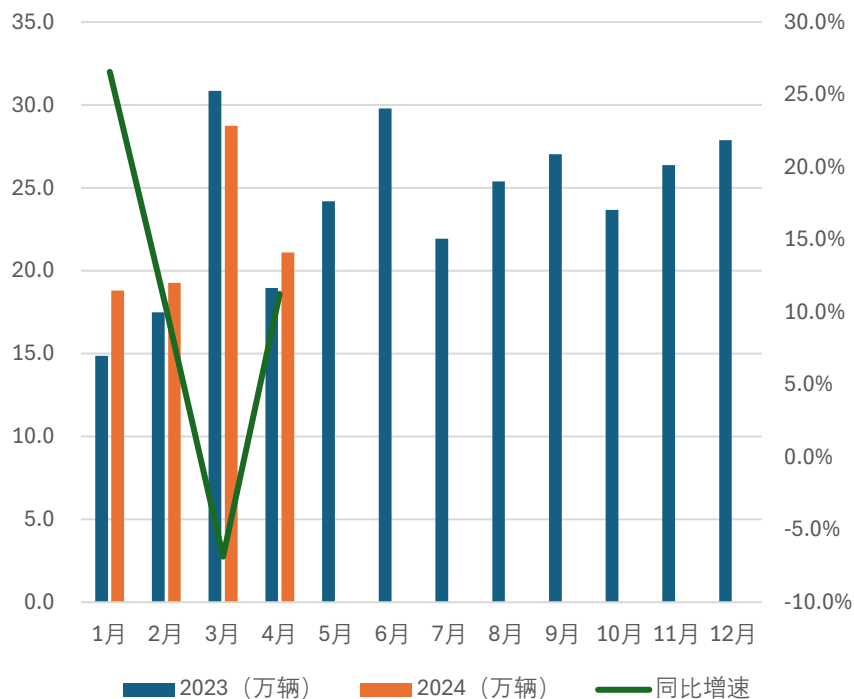
		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	合计
2022年	销量	43.1	33.4	48.6	29.9	44.6	59.6	59.3	66.6	70.8	71.4	78.6	81.4	687.3
	同比	141%	204%	115%	45%	106%	133%	119%	107%	98%	86%	75%	53%	96%
2023年 (中性)	销量	40.8	52.5	65.3	63.6	71.7	80.6	78.0	84.6	90.4	95.6	102.6	119.1	944.8
	同比	-5%	57%	34%	113%	61%	35%	32%	27%	28%	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
2022年	销量	125.1	134.1	196.7	231.4	687.3
	同比	143%	97%	107%	70%	96%
2023年 (中性)	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%

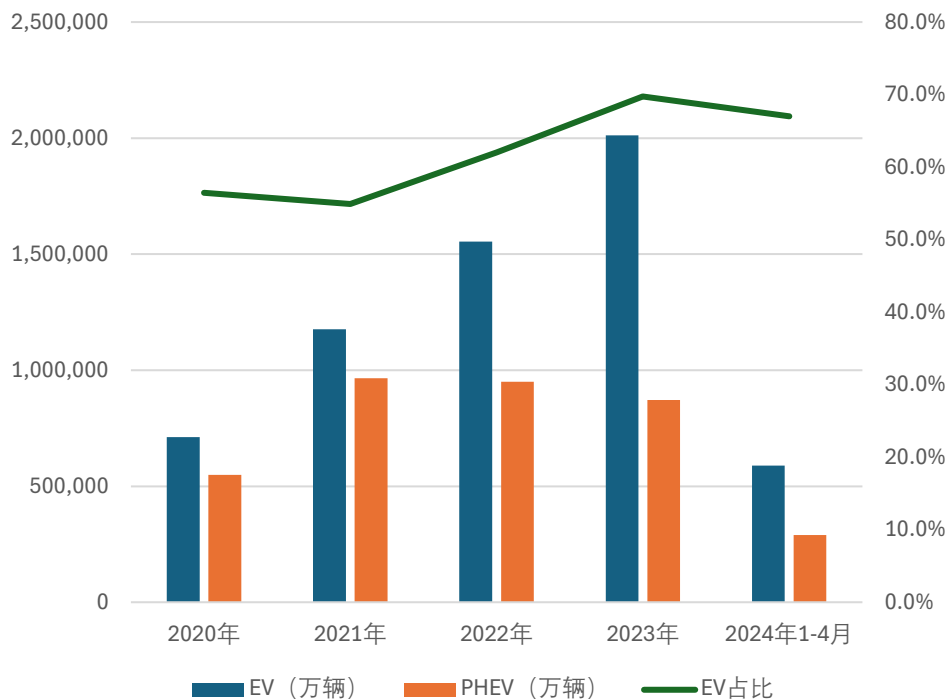
欧洲：24年1-4月销量同增7%，基本符合预期

- ◆ **欧洲24年1-4月销量+7%符合预期，纯电占比较23年降低0.7pct至67%，符合预期。** 24年1-4月欧洲电动车销量87.9万辆，同比+7%，其中纯电58.9万辆，同比+5.9%，占比67.03%，较23年降低0.71pct；插电29.0万辆，同比+9.3%。5月欧洲销量增速进一步下滑，欧洲主流9国1-5月累计销量84.6万辆，同比+2%，累计渗透率19.7%。

图：欧洲月度销量及同比变化

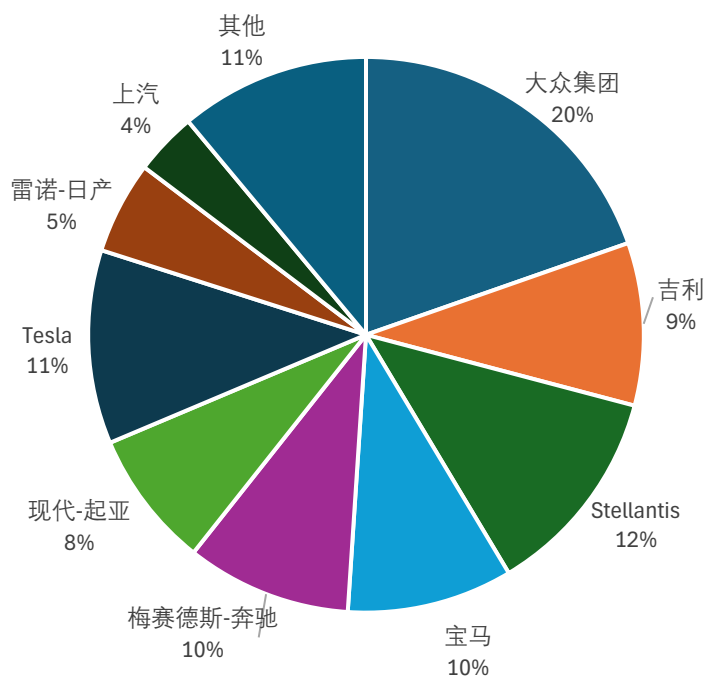


图：欧洲年度纯电插电销量及占比变化

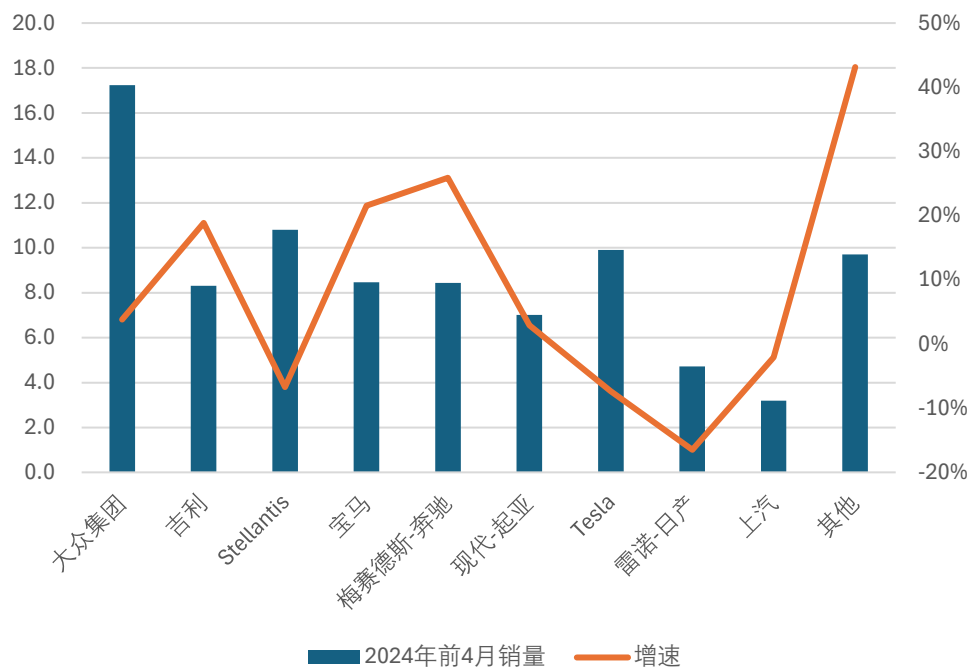


- ◆ **特斯拉销量同比下滑，本土车企相对平淡。** 24年1-4月特斯拉在欧销售9.9万辆，同比-7%，份额11%，同降1.75pct。本土车企中，大众前4月销17.2万辆，同比+4%，份额20%，同降0.6pct；Stellantis销10.8万辆，同比-7%，份额至12%，同降1.8pct；宝马、奔驰销量同比分别上升22%和26%，份额各占10%。中国车企中比亚迪表现亮眼，24年1-4月销量1万辆，同比+630%。

图：2024年前4个月欧洲电动车市占率（%）



图：2024年前4月欧洲分车企销量（万辆）及同比增速（右轴）



◆ 法国、荷兰等2024年仍需退坡，德国完全取消。德国24年toc端补贴取消，tob端补贴23年8月底已完全取消；法国引入碳排放考核，补贴金额不变，但补贴车型减少；荷兰补贴微降13%至0.255万欧元。

图：欧洲电动车补贴政策变化

国家		2023年				2024年			
		车辆类型	要求	补贴金额	变动幅度	车辆类型	要求	补贴金额	变动幅度
				(万欧元)				(万欧元)	
德国	直接补贴	BEV	<4万欧元	0.675	下降0.225-0.3万欧元，9月1日起tob补贴取消，toc不变	BEV	-	取消	下降
			4-6.5万欧元	0.45					
		PHEV	<4万欧元	取消		PHEV	-		
			4-6.5万欧元	取消					
法国	直接补贴	个人BEV	<4.7万欧元	0.7（低收入） / 0.5	下降0.1万欧元	个人BEV	考察生产过程中的碳排放，65%车型可补贴	0.5-0.7	下降
荷兰	直接补贴	个人新BEV	1.2-4.5万欧元	0.295	下降0.04万欧元	个人新BEV	1.2-4.5万欧元	0.255	下降0.04万欧元，2025年取消
		个人二手BEV		0.2	不变	个人二手BEV		0.2	不变，2025年取消
意大利	直接补贴	BEV	<6.1万欧元	0.3	不变（至2024年）	BEV	<6.1万欧元	0.3	不变
		PHEV		0.2		PHEV		0.2	
	置换补贴	BEV	<6.1万欧元	0.2		BEV	<6.1万欧元	0.2	
		PHEV	0.2	PHEV		0.2			
英国	直接补贴	小型/大型BEV厢式货车	-	取消	取消	-	-	-	-
瑞典	直接补贴	EV		-	取消	EV	取消		不变
		PHEV <60gCO2/km		-		PHEV（最高60gCO2/km）			
西班牙	直接补贴	EV/续航大于90km的BEV/PHEV	<4.5万欧元	0.45	不变	零排范围 > 30公里 100%EV/PHEV	<4.5万欧元	0.45	不变（待定）
	置换补贴			0.25				0.25	
挪威	直接补贴	个人新BEV		阶梯式征收购置税	下降	个人新BEV		阶梯式征收购置税	不变

数据来源：Marklines，东吴证券研究所

欧洲：25年欧盟碳排标准提高，电动车销量有望提速

- ◆ 我们测算为满足25年碳排考核，欧盟电动化率需达到近30%，对应当年电动车销量350万辆+，增长30%左右，但是车企会通过购买积分等方式规避，预计25年销量10-20%增长。2020-2022年欧盟汽车销量持续走低，2023年有所恢复，销量同比增14%至1050万辆，预计未来有望继续小幅增长。我们测算，2025年未达到欧盟整体考核目标80.8g/km，则当年电动化率需达到40%，对应电动车销量超350万辆，叠加欧洲其他地区销量，合计电动车销量预计可达400万辆，增长30%，但是车企会通过购买积分等方式规避，预计25年销量10-20%增长。

图：欧洲碳排放标准考核

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

欧洲：车企制定2030年50%电动化目标，多数未调

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

图：欧洲车企电动化目标及新车计划

车企	电动化目标	战略规划
stelantis	2022年发布“Dare Forward 2030”战略规划中，Stellantis集团将碳排放目标放在首位，表示2030年集团将减少50%的碳排放，生产500万辆电动车，并计划于2038年实现净零碳排放。	共规划4个全新电动化平台STLA Small、Medium、Large 和 Frame，未来所有电动车生产转移至这四个平台。23年7月发布“STLA Medium”平台，首款基于 STLA Medium 平台发布的车型将是下一代标致 3008，这是一款小型跨界 SUV，于2023年底推出。
大众集团	2021年提出的2030年计划： 2026年将在新平台生产纯电动车，到2030年时纯电动车占比达到50%，到2040年时旗下产品实现零排放，到2050年时实现碳中和目标。 自2022年奥博穆上任后，大众汽车集团投资1800亿欧元提出“十点行动计划”，包括周期计划、产品、中国市场、北美业务、Cariad、研发平台与技术、电池和充电、出行服务、可持续性、资本市场。 2023年12月，奥迪新任 CEO 格诺特·杜尔纳表示，短期内将继续推广内燃机、插电式混合动力汽车，纯电动汽车推出的速度放缓。 根据此前奥迪品牌规划显示，到2026年推出20款新车型，其中一半产品将是纯电车型。	大众在2024年推出第二个电动车模块化平台PPE，奥迪Q6 e-tron将是这个平台的首发车型。 从2025年开始增强版的MEB+平台将会问世。
现代起亚	22年起亚发布2030年战略规划，2030年全球销量400万辆，电动化率50%。其中，纯电2026年销量80.7万辆，2030年120万辆。至2027年，起亚将打造由14款纯电车型组成的完整阵容。	起亚计划到2027年底，将在全球市场推出15款电动新车，包括EV1到EV9的9款车型。大型电动车EV6已在欧洲上市2年，EV9年底欧洲上市。小型车EV5、EV3、EV4将于24-25年上市，其中EV5将于24年中国和韩国上市，3-4将于25年在欧洲上市。
戴姆勒	2021年电动化目标：到2025年电动车销量占比达到50%。到2030年，奔驰将在纯电友好的市场提供全面电动化的产品阵容。 2024年宣布推迟电动转型计划5年，到2030年电动车占比50%， 并表示做好了继续生产燃油车的准备。	
宝马	2021年，宝马电动化目标：至2030年，纯电车型将至少占到宝马集团总交付量的50%。其中，2023年，纯电销量将占到集团全球年销量的15%，2024年20%，2025年达到25%，2026年达到33%，到2030年将占据50%。	Neue Klasse是宝马耗巨资计划打造的一个全新电动汽车平台将于2025年下半年推出，并基于新平台将在两年内推出6款新车，首批车型是SUV和轿车，并将选用圆柱形锂电池。
雷诺日产	2021年，雷诺电动化目标：到2025年，电动乘用车的份额提升到65%；到2030年，目标是电动乘用车至少占有90%的份额。 2021年，日产电动化目标：到2030年，电动化率50%。并且，至2026财年，欧洲市场电驱化车型销量占车型总销量75%以上。	根据雷诺的新车规划图，到2024年雷诺将推出至少4辆全新电动车，其中包括雷诺R4和R5的电气化版本，以及一款全新电动车和一款货车。在2024年，日产计划推出新版Micra，这将是一个零排放的版本，并且会使用与雷诺5相同的平台。

欧洲：中性假设下，预计24年销量增5%

- ◆ 综合考虑车型周期、政策变化，我们预计欧洲2024年中性销量302万辆，同比增5%；乐观下有望达到323万辆，同比增12%。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，25年增速有望恢复至15%，26年新车型周期开启后有望恢复30%增速。

图：欧洲24年销量月度预测（万辆）

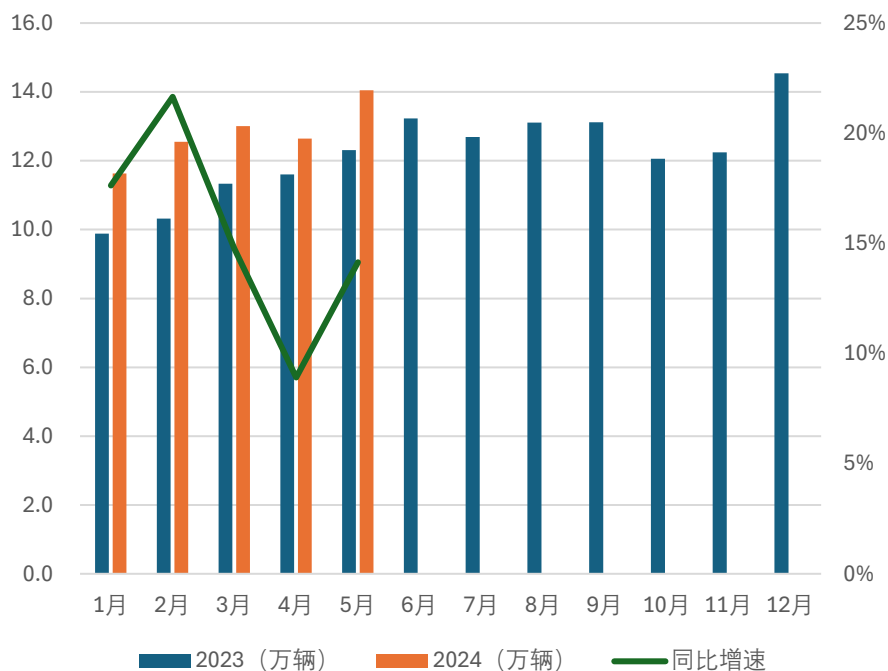
		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	合计
2022年	销量	14	16	24	14	17	21	15	15	24	21	27	39	250
	同比	33%	39%	12%	0%	3%	-7%	-1%	6%	12%	20%	29%	55%	17%
2023年 (中性)	销量	15	17	31	19	24	30	22	25	27	24	26	28	288
	同比	3%	13%	27%	26%	39%	40%	44%	65%	11%	13%	-4%	-29%	15%
2024年 (乐观)	销量	19	19	29	21	25	31	23	26	34	28	31	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%

	万辆	Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2022年	销量	54	54	55	88	250
	同比	24%	-2%	6%	37%	17%
2023年 (中性)	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%

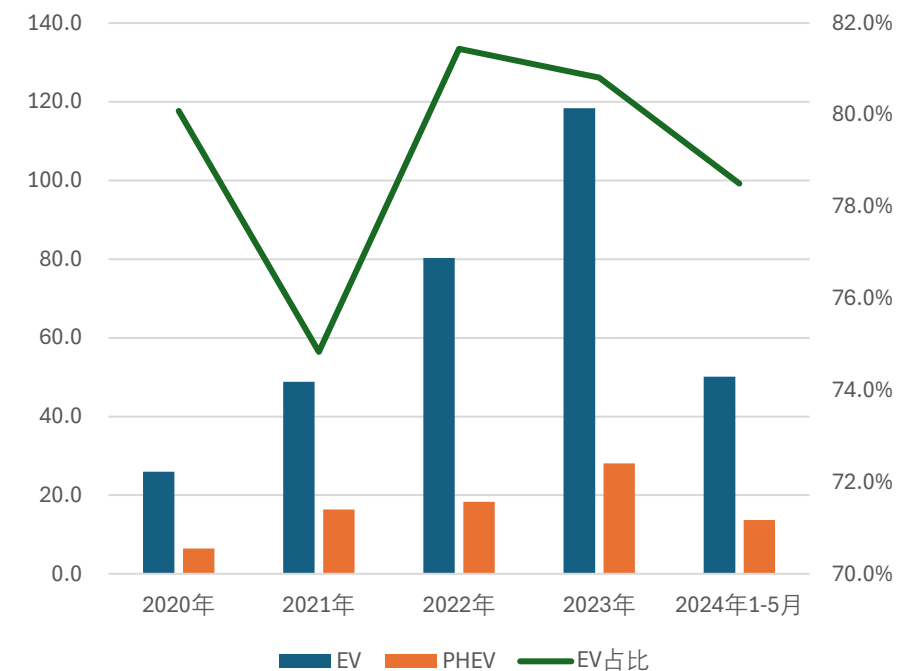
美国：24年1-5月销量增15%，基本符合预期

- ◆ **美国24年1-5月销量同比增15%，累计纯电占比78.5%，累计电动化率9.7%。** 24年1-5月美国电动车累计销量64万辆，同比增15%，电动化率9.7%，同比提升1.08pct；其中纯电50.1万辆，同比增12%，占比78.5%，同比降2.8pct；插电销量13.7万辆，同比增29%，占比21.5%。

图：美国月度销量（万辆）及同比变化（右轴）



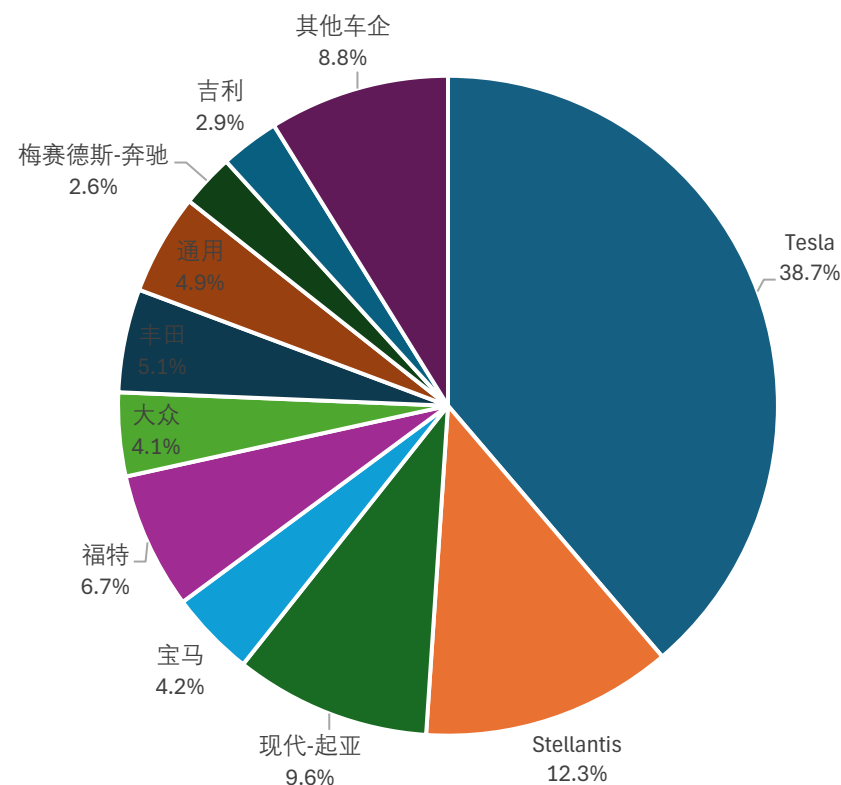
图：美国年度纯电插电销量（万辆）及占比变化（右轴）



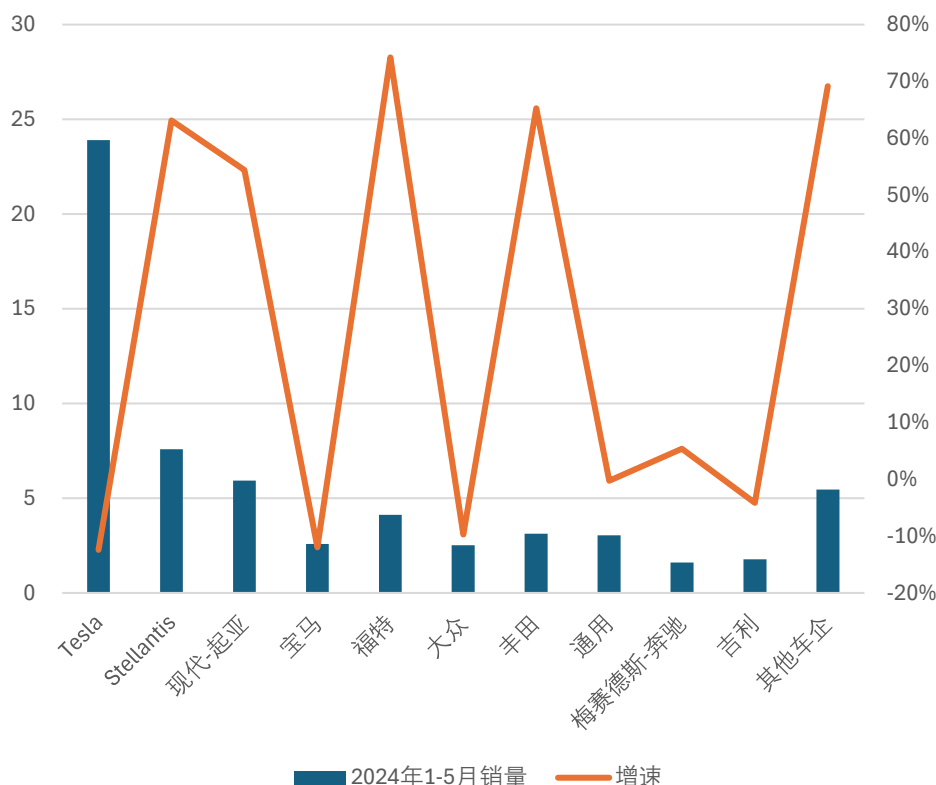
美国：特斯拉销量及份额下降明显，其余车企销量高增

- ◆ **日韩车企在美销量提升，特斯拉份额下降，福特销量同比高增。** 24年1-5月，特斯拉在美销23.9万辆，同比减12.4%，前5月市占率38.7%，较23年1-5月下降10.5pct；福特销量4.1万辆，同比+74.2%，市占率较23年1-5月增2.4pct至6.7%。日韩车企中现代24年1-5月销量5.9万辆，同比+54.4%，市占率9.6%，较23年1-5月+2.7pct；丰田销3.1万辆，同比+65.3%，市占率5.1%，较23年1-5月+1.7pct。Stellantis表现亮眼，24年1-5月销量7.6万辆，同比+63%，市占率较23年1-5月+3.9pct至12.3%。

图：24年前5个月美国电动车市占率（%）



图：2024年前5月美国分车企销量（万辆）及增速（右轴）



◆ **本土车企削减电动车支出，新车型延期。**高利率、通货膨胀等因素导致员工成本上升，福特、通用均缩减电动车相关支出，通用、福特、Rivian等美国本土车企及新势力的新车型延后至25-26年推出。纯电车型推出放缓的同时，开始发展PHEV、HEV车型，如福特表示将于2030年前所有燃油车产品线将拥有HEV、PHEV动力选项。

图：美国车企电动化及新车型规划

车企	品牌	车型	上市时间	定位	类型	预计价格	续航	销量、电动化规划
Lucid	Lucid	Gravity	2024H2	SUV-E	EV	最低10万美元	830km	销量低于预期，24年1-4月销量2239辆
特斯拉	特斯拉	Roadster	推迟至2025	轿跑-E	EV	订金5万美金	1000km	增量来自：1) 皮卡交付，预计24年贡献5-10万辆增量；2) 新款M3和MY拉动需求，且德州工厂有新产能
	特斯拉	Model Q	预计2025年	N/A-C	EV	初定25000美金		
福特	林肯	Corsair-E	2025年	SUV-C	EV			计划到2030年为旗下所有燃油车型推出混合动力版本（HEV、PHEV），推迟部分EV车型的上市、暂停与 SK On的合资电池工厂项目等
	林肯	Aviator EV	推迟18个月至2025	SUV-D	EV			
	林肯	Explorer EV	推迟18个月至2025	SUV-D	EV			
	福特	新电动皮卡	2025年	皮卡	EV			
通用	凯迪拉克	Optiq	2024年	SUV-C	EV		608km	通用汽车正在重新制定其新能源汽车战略，放弃挑战特斯拉在美国电动汽车领域的地位，并取消电动车近期销售目标，并且原计划与本田合作的3万美金以下的新车型项目取消。
	凯迪拉克	CT4 EV	2026年	三厢-C	EV			
	凯迪拉克	CT5 EV	2026年	三厢-D	EV			
	别克	EncoreGX EV	2026年	SUV-C	EV			
	GMC	Sierra EV	推迟至2025	皮卡	EV	10.7万美金	600km	
	凯迪拉克	Celestiq	2024年	三厢-E	EV	超30万美金	483km	
Rivian	Rivian	R2	2026年H1	SUV	EV	4.5万美元起		Rivian电动皮卡和suv销量亮眼，24年计划生产8.5万辆，同比增60%+，6月6日推出2025款R1T和R1S，计算能力升级。

- ◆ 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。
- ◆ 1) “外国政府”的定义新增全国人大代表、省级政协委员等，宁德或其海外子公司技术授权，需满足被授权方拥有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。
- ◆ 2) 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。
- ◆ 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 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

美国：中性预期24年美国电动车170万辆，同增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，同比增16%；乐观下有望达到181万辆，同比增23%。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）

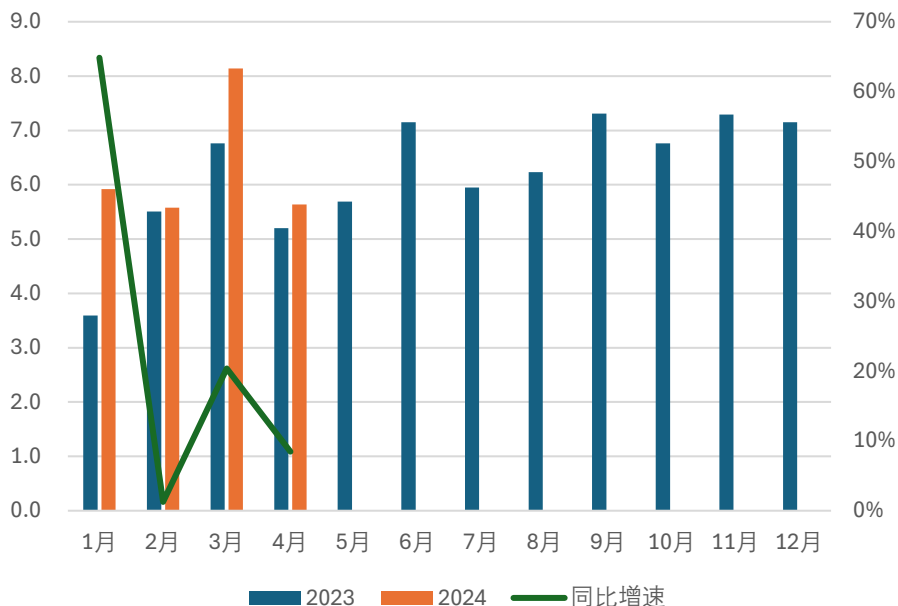
		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	合计
2022年	销量	6.1	6.7	8.2	8.3	8.1	8.1	8.5	8.3	8.1	8.7	8.9	10.4	98.5
(中性)	同比	60%	72%	64%	101%	41%	66%	46%	70%	46%	29%	22%	36%	51%
2023年	销量	9.9	10.6	11.3	11.6	12.3	13.2	12.7	13.1	13.1	12.1	12.2	14.5	146.8
(中性)	同比	62%	58%	38%	40%	51%	63%	50%	58%	62%	38%	38%	40%	49%
2024年	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
(乐观)	同比	7%	7%	14%	9%	15%	29%	28%	26%	31%	40%	42%	25%	23%
2024年	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
(中性)	同比	7%	7%	14%	9%	15%	17%	16%	15%	19%	27%	29%	14%	16%
2024年	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
(悲观)	同比	7%	7%	14%	9%	15%	5%	5%	3%	7%	14%	16%	3%	9%

		Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2022年	销量	21.1	24.6	24.9	28.0	98.5
(中性)	同比	69%	66%	53%	29%	51%
2023年	销量	31.9	37.1	38.9	38.8	146.8
(中性)	同比	51%	51%	57%	39%	49%
2024年	销量	35.0	43.8	49.9	52.4	181.2
(乐观)	同比	10%	18%	28%	35%	23%
2024年	销量	35.0	42.3	45.4	47.7	170.3
(中性)	同比	10%	14%	17%	23%	16%
2024年	销量	35.0	40.7	40.9	42.9	159.4
(悲观)	同比	10%	10%	5%	10%	9%

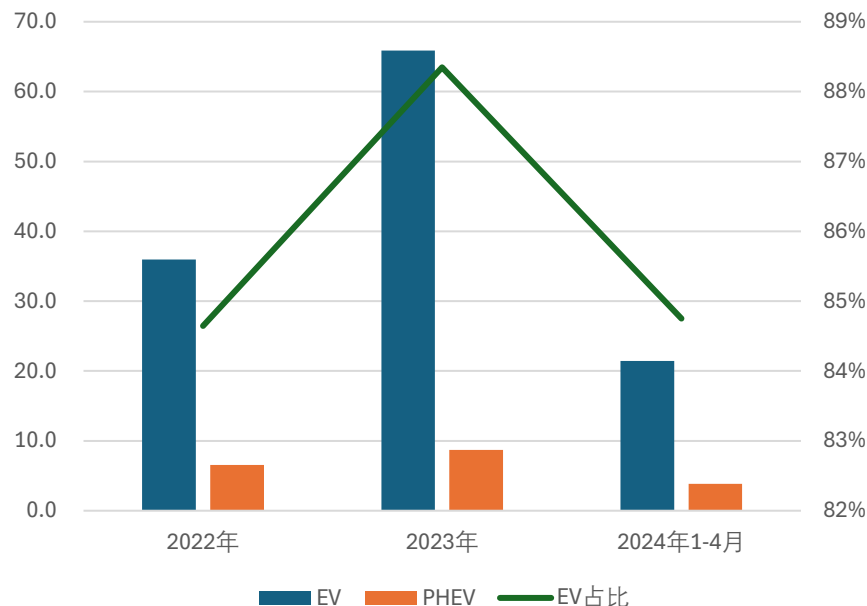
其他地区：24年1-4月销量增20%，增速放缓

- ◆ **其他地区前4月销量同增20%，整体电动化率同增0.74pct至3.41%。**其他地区24年1-4月电动车累计销量25.3万辆，同增20%，电动化率3.41%，同增0.74pct；其中纯电21.4万辆，同增16.4%，占比84.7%，同减2.8pct；插电销量3.9万辆，同增45%。

图：其他地区月度销量（万辆）及同比增速（右轴）



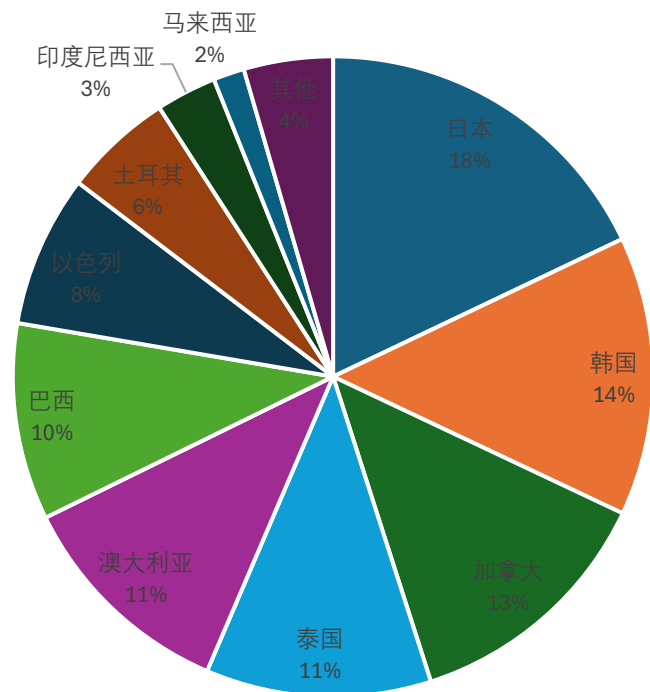
图：其他地区年度纯电插电销量（万辆）及纯电占比变化（右轴）



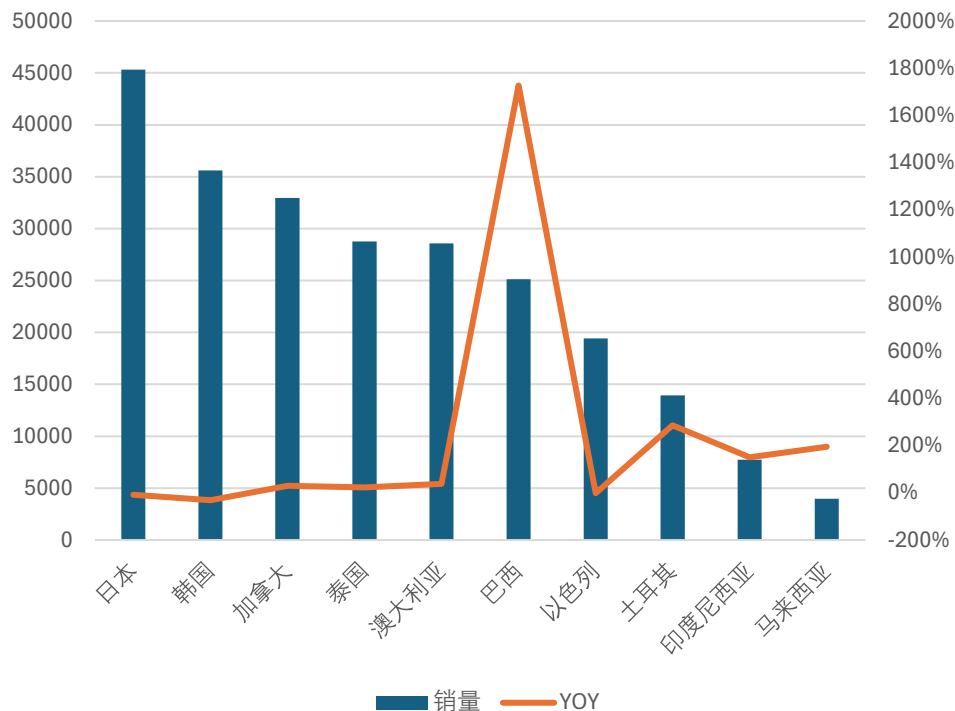
其他地区：日韩东南亚、中东、澳贡献明显增量

- ◆ **日韩下滑，东南亚及中东爆发式增长，澳、加增长亮眼，巴西起量。** 24年1-4月日韩分别占其他地区销量18%、14%份额，其中日本销量同比减少8%至4.5万辆，韩国同比减少31%至3.6万辆；澳大利亚同增37%至2.9万辆，加拿大同增30%至3.3万辆，东南亚泰国、印尼、马来西亚、新加坡、菲律宾均高增；土耳其同增286%至1.4万辆，巴西同增1727%至2.5万辆。
- ◆ **中国车企出海为东南亚、中东、南美贡献主要增量。** 24年1-4月泰国、以色列、巴西等地区比亚迪占比均为第一，此前新势力哪吒等在东南亚份额较高。

图：24年1-4月其他市场电动车分区域销量占比（%）



图：2024年1-4月其他市场分国家销量（辆）及增速（右轴）



其他地区：预计24年增量来自于东南亚和南美

- ◆ 补贴来看，24年呈大幅下降趋势：日本偏向对本土品牌EV补贴，对海外品牌缩水，印度现金补贴将取消，以色列/巴西税收优惠政策进一步收窄，泰国补贴金额下降。
- ◆ 东南亚和南美空间广阔，且汽车工业薄弱，国内车企出口大有可为。南美巴西燃油车需求200万辆，23年电动化率不足1%，明年增长潜力大。中东以色列由于战争，明年增速或受影响，且土耳其向中国产电动车加征40%关税，出口影响较大。日韩24年本土车企新车型较少，且补贴下降幅度大，预计增速继续放缓。

图：其他国家直接补贴变化情况

国家	车辆类型	2023年		2024年	
		补贴/政策趋势	变化幅度	补贴/政策趋势	变化幅度
日本	EV	65万日元 (约3.15万元RMB)	不变	对EV的补贴更加偏向丰田、日产等本土汽车品牌，现代、比亚迪、捷豹等海外品牌补贴缩水。	下降
	PHEV	45万日元 (约2.18万元RMB)			
	氢燃料电池汽车	230万日元 (约11.1万元RMB)			
韩国	EV	700/350万韩元 (车价低于5700/8500万韩元) (约3.91/1.95万元RMB)	下降	2024年补贴计划暂无	下降
	小型电动卡车	最高1400万韩元 (约7.81万元RMB)			
加拿大	EV/氢燃料汽车	5000加元 (车价低于4.5万加元, 约23.9万元RMB)	不变	延续2023年政策	下降
	PHEV	2500加元 (车价低于4.5万加元, 约23.9万元RMB)			
泰国	EV	7/15万泰铢直接补贴 (电池小于/大于30kWh) (约1.4-3.1万元RMB) ; 售价15万泰铢 (3万元RMB) 以下的电动摩托车补贴1.8万泰铢 (约0.4万元RMB)	不变	200万泰铢 (约40万元RMB) 以下车价格, 50kwh以上带电量, 补贴5-10万泰铢 (约1-2万元RMB) 120万泰铢 (约25万元RMB) 以下车价格, 50kwh以下带电量, 补贴2-5万泰铢 (约0.4-1万元RMB)	下降
印尼	EV/PHEV	购置印尼产纯电最高补贴5130美金 (约3.7万元RMB) 购置印尼产混电最高补贴2565美金 (约1.9万元RMB)	上升	延续2023年政策	不变
印度	EV	EV补贴1万卢比/kwh (约870元RMB) , 最高15万卢比 (约1.3万元RMB)	不变	补贴计划于2024年4月终止	下降

图：其他国家税收优惠变化情况

国家	车辆类型	2023年		2024年	
		补贴/政策趋势	变化幅度	补贴/政策趋势	变化幅度
日本	EV	-		2024年4月起实施税收抵免额度	上升
泰国	EV	减免进口关税最高40%至23年, 中国进口零关税 (燃油车一致) ; 消费税2% (车价200万泰铢以下) (约40万元RMB) ; 消费税8%降至2%	不变	整车进口税收优惠取消, CKD模式零部件进口关税优惠延续至25年, 中国整车及零部件进口零关税 (燃油车一致) ; 整车消费税恢复8%, CKD车辆延续2%优惠税率	下降
	PHEV	减免进口关税最高20%, 中国进口零关税 (燃油车一致) ; 消费税2% (车价200-700万泰铢) (约40-140万元RMB) ; ; 消费税8%降至2%			
澳大利亚	新能源车	减免5%进口关税, 部分中国进口零关税 (燃油车为5%) 新增8.5万澳元 (约40万元RMB) 以下的公司用电动汽车免于缴纳附加福利税(FBT)	上升	8.6万澳元 (约40.5万元RMB) 以下的公司用电动汽车免于缴纳附加福利税(FBT) , 2025年起PHEV不再享受	不变
以色列	EV	购置税升至20% (燃油车为83%)	下降	购置税升至35% (燃油车为83%)	下降
土耳其	EV	功率≤160kW, 消费税为10%	不变	不变	不变
巴西	EV/PHEV	关税0%, 但计划未来3年提升至35% (燃油车关税35%)	不变	关税预计提升	下降
印尼	EV/PHEV	豁免EV地方车辆税及车辆所有权转让费	上升	延续2023年政策	不变
印度	新能源车	EV消费税5%; 锂离子电池进口关税5%, 延至24年; EV零部件进口免关税; EV SKD进口关税升至35% (与燃油车一致) , EV < 4万美元整车进口关税升至70% , ≥4万美元进口关税100% (与燃油车一致) ; 首次购买所得税退税15万卢比, 延至25年	下降	延续2023年政策	不变
马来西亚	EV/PHEV	EV整车进口税全免 (燃油车100%) , 消费税、道路税全免, 并延长零部件免税优惠 PHEV合格整车22年前免进口关税, 23-25年免75% , 26-30免50%	不变	延长EV税收优惠至2025年底	不变

◆ 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%；乐观下有望达97万辆，同比增30%。东南亚及南美市场24年继续维持高增长。

图：其他国家2024年销量月度预测（万辆）

		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	合计
2022年	销量	1.6	2.8	3.7	2.8	2.9	3.2	3.8	4.1	5.5	4.1	4.4	3.7	42.4
(中性)	同比	60%	142%	111%	130%	93%	43%	117%	100%	159%	97%	121%	90%	107%
2023年	销量	3.6	5.5	6.8	5.2	5.7	7.1	5.9	6.2	7.3	6.8	7.3	7.1	74.5
(中性)	同比	130%	95%	82%	89%	96%	125%	58%	53%	32%	64%	67%	94%	76%
2024年	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
(乐观)	同比	65%	1%	20%	9%	23%	27%	32%	36%	45%	33%	36%	32%	30%
2024年	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
(中性)	同比	65%	1%	20%	9%	12%	16%	20%	24%	32%	21%	23%	20%	21%
2024年	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
(悲观)	同比	65%	1%	20%	9%	-5%	-1%	2%	5%	12%	3%	5%	2%	8%

		Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2022年	销量	8.1	8.8	13.4	12.2	42.4
(中性)	同比	123%	79%	126%	103%	107%
2023年	销量	15.9	18.0	19.5	21.2	74.5
(中性)	同比	96%	104%	46%	74%	76%
2024年	销量	19.6	21.8	26.9	28.3	96.6
(乐观)	同比	24%	21%	38%	34%	30%
2024年	销量	19.6	20.3	24.4	25.7	90.1
(中性)	同比	24%	13%	26%	21%	21%
2024年	销量	19.6	18.1	20.8	21.9	80.4
(悲观)	同比	24%	0%	7%	3%	8%

总结：全球24年电动车的销量预计同增20%

- ◆ 23年全球电动车销量1339万辆，同增33%，全球电动化率17.2%；预计24年超1600万辆，同增20%，电动化率20.1%，25年预计销量超1900万辆，同比增19%，电动化率达到23.2%。

图：全球电动车销量预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
海外：新能源乘用车销量（万辆）	391.4	510	563	672	887	1,100	1,290	1,493	1,672
YoY	31%	30%	10%	19%	32%	24%	17%	16%	12%
海外汽车销量（万辆）	4,901	5,271	5,429	5,592	5,759	5,932	6,110	6,293	6,482
-海外电动化率	8.0%	9.7%	10.4%	12.0%	15.4%	18.5%	21.1%	23.7%	25.8%
-欧洲新能源车销量（万辆）	251.0	289	303	348	453	543	598	658	723
-YoY	17%	15%	5%	15%	30%	20%	10%	10%	10%
-欧洲电动化率	20%	19%	20%	22%	28%	32%	34%	37%	39%
-美国	98.0	147	170	213	298	387	484	581	639
-YoY	50%	50%	16%	25%	40%	30%	25%	20%	10%
-美国电动化率	7%	9%	11%	13%	17%	22%	27%	31%	33%
-其他国家	42.4	75	90	111	136	169	208	254	309
-YoY	107%	76%	21%	23%	23.4%	24.0%	22.7%	22.6%	21.5%
-其他国家电动化率	1.9%	3.4%	4.0%	4.7%	5.7%	6.8%	8.1%	9.7%	11.4%
国内：新能源车合计销量（万辆，本土销量）	619	829	1,043	1,231	1,394	1,571	1,732	1,894	2,072
YoY	91%	34%	26%	18%	13.3%	12.6%	10.3%	9.4%	9.4%
国内新能源车出口销量（万辆）	68	120	144	173	208	249	299	359	431
YoY	137.6%	77.2%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
国内新能源车销量合计（含出口，万辆）	687	950	1,187	1,404	1,602	1,820	2,032	2,254	2,503
YoY	95%	38%	25%	18%	14%	14%	12%	11%	11%
全球新能源车销量（万辆）	1,011	1,339	1,606	1,903	2,282	2,671	3,022	3,388	3,744
YoY	62%	33%	20%	19%	20%	17%	13%	12%	11%
-全球电动化率	13.9%	17.2%	20.1%	23.2%	27.0%	30.7%	33.7%	36.7%	39.3%

储能：24年预期出货近300GWh，同比增长44%

- ◆ 24年全球储能电池出货量预计为296GWh，同增44%，国内及美国大储维持较高景气，欧洲户储增速恢复。其中，我们预计美国24年储能电池出货102GWh，同增46%，增速下降因利率高、并网时间长影响；欧洲37GWh，增速恢复至53%%；中国出货104GWh，同比增38%，增速放缓。

图：储能电池需求测算

全球市场	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027	2028	2029	2030
全球储能装机需求 (Gwh)	61.1	122.2	176.9	251.3	334.1	437.9	571.2	740.4	962.5
-储能装机增速	45%	100%	45%	42%	33%	31%	30%	30%	30%
-放大比例	206%	168%	167%	166%	164%	162%	160%	158%	156%
全球储能出货量 (Gwh)	126	206	296	418	548	708	914	1,171	1,504
-储能出货增速		64%	44%	41%	31%	29%	29%	28%	28%
其中储能出货量：分区域									
美国 (Gwh)	45	70	102	156	207	264	336	427	546
-增速	99%	56%	46%	53%	32%	27%	27%	27%	28%
-占比	36%	34%	35%	37%	38%	37%	37%	36%	36%
中国 (Gwh)	38.93	75.45	104.03	129.07	154.69	185.14	219.99	257.65	301.24
-增速	112%	94%	38%	24%	20%	20%	19%	17%	17%
-占比	31%	37%	35%	31%	28%	26%	24%	22%	20%
欧洲 (Gwh)	22.88	24.30	37.10	53.07	69.43	93.42	123.39	160.40	208.19
-增速		6%	53%	43%	31%	35%	32%	30%	30%
-占比	18%	12%	13%	13%	13%	13%	14%	14%	14%
南非 (Gwh)		3.30	4.26	5.73	7.01	8.29	9.64	11.02	12.36
-增速			29%	34%	22%	18%	16%	14%	12%
-占比		2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
其他地区 (Gwh)	18.98	32.76	48.17	73.29	110.28	157.58	224.89	314.79	435.92
-增速		73%	47%	52%	50%	43%	43%	40%	38%
-占比	15%	16%	16%	18%	20%	22%	25%	27%	29%

锂电需求：24年预计锂电池同增21%，25年维持20%+增长

- ◆ 24年预计全球锂电池需求1469GWh，同增21%，动储需求1325gwh，同增23%。其中，我们预计24年全球动力电池实际需求1030gwh，同增18%，储能电池需求295GWh。

图：动力及储能需求增速预期

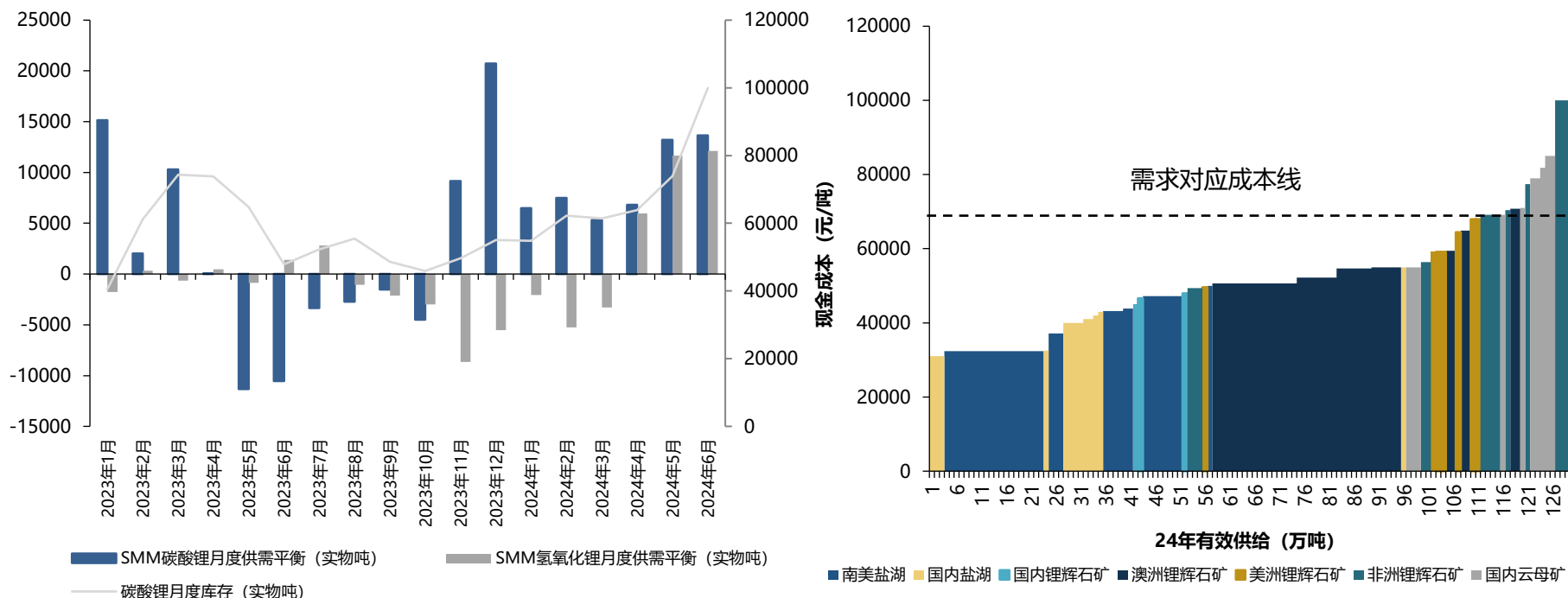
	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
海外：乘用车动力电池装机需求 (Gwh)	218.4	311.3	340.6	406.5	557.3	712.0	862.2	1026.0	1173.7
-海外平均单车带电量 (kwh)	55.8	61.1	60.5	60.5	62.8	64.7	66.9	68.7	70.2
国内：动力电池装机需求 (Gwh)	289	389	484	577	654	745	840	943	1,059
-国内平均单车带电量 (kwh)	46.6	46.9	46.4	46.8	46.9	47.4	48.5	49.8	51.1
全球动力电池装机需求 (gwh)	515	715	845	1,016	1,271	1,540	1,815	2,122	2,442
YoY	67%	39%	18%	20%	25.1%	21.1%	17.9%	17.0%	15.1%
全球动力电池实际需求 (gwh)	695	873	1,030	1,240	1,551	1,878	2,214	2,589	2,980
YoY	74%	25%	18%	20%	25.1%	21.1%	17.9%	17.0%	15.1%
全球储能电池合计 (gwh)	126	206	295	416	539	691	884	1,124	1,430
YoY	103%	64%	43%	41%	30%	28%	28%	27%	27%
国内储能电池 (gwh)	39	75	104	129	152	179	210	245	285
海外储能电池 (gwh)	87	130	191	287	387	511	673	879	1,145
全球动力+储能电池实际需求合计 (gwh)	821	1,079	1,325	1,655	2,090	2,569	3,097	3,713	4,410
YoY	78%	31%	23%	25%	26.3%	22.9%	20.6%	19.9%	18.8%
全球锂电池合计 (gwh)	940	1,209	1,469	1,814	2,264	2,761	3,308	3,945	4,665
YoY	62%	29%	21%	23%	24.8%	21.9%	19.8%	19.2%	18.2%

Part2 产业链周期底部确立，后续反转可期

碳酸锂：锂价回落至9万，矿价相对坚挺有所支撑

- ◆ **锂价回落至9万，预计Q3偏弱，在8-10万震荡。**由于需求环比增速放缓，锂价自4月中旬开始下行至当前9-9.5万元，反弹需要强力需求支撑，且目前行业库存已累至9.9万吨，考虑到当前供给端维持高位，单周碳酸锂产量在1.45万吨，需求端环比偏弱。而进一步下跌空间也有限，主要是锂辉石精矿到岸价仍维持1100美元左右，折算碳酸锂含税成本10万元左右，目前锂价已跌破多数锂盐厂成本线，此外，2024年高成本产能主要为非洲锂矿产能，供给占比约10-15%，除Goulamina外其余矿山现金成本均在7万元以上。因此，我们判断下半年锂价仍在底部区间震荡。

图：中国碳酸锂和氢氧化锂月度供需平衡（库存为右轴） 图：24年碳酸锂现金成本曲线（元/吨）



- ◆ **24年碳酸锂新增供给30万吨左右，澳矿Q2-3暂无新增减产计划。**我们预计2024/2025年全球碳酸锂实际供给量达到132/176万吨，同比+29%/33%，24年增量主要来自非洲矿、澳矿、南美盐湖。澳矿Q1确有减产，但目前看Q2乃至Q3暂无新增减产计划的迹象；智利4月出口至中国碳酸锂约2.3万吨，环增42%，且未看到智利锂盐产量有趋势性下降的迹象。
- ◆ **24年碳酸锂总需求预计106万吨，对应新增需求15万吨，供给过剩25万吨左右。**考虑库存因素，2024/2025年碳酸锂需求达到106/126万吨，预计24/25年碳酸锂供给过剩25/50万吨左右。

图：碳酸锂产量测算

产量 (万吨LCE)	2020年	2021年	2022年	2023E	2024E	2025E
国内盐湖	4.9	6.2	9.0	11.7	14.2	19.6
国内矿山 (含黏土)	0.9	1.1	1.5	1.8	2.8	5.4
国内云母	3.8	4.7	5.6	9.0	9.4	12.1
海外盐湖	15.7	19.8	26.6	31.6	39.0	47.6
澳矿	14.5	22.3	30.0	39.6	45.5	54.5
非矿	0.1	0.2	0.6	4.0	13.4	26.9
美洲矿	1.1	1.1	1.5	4.1	7.5	9.4
欧洲矿	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.4
海外矿山 (含黏土、透锂长石)	15.7	23.6	32.0	47.7	66.3	91.2
合计	40.9	55.5	74.7	101.9	131.8	175.9

图：碳酸锂供需情况 (实际供需将随价格调整)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
有效供给 (折合碳酸锂, 万吨)	40.9	55.5	74.7	101.9	131.8	175.9
需求 (折合碳酸锂, 万吨)	37.9	55.7	75.5	91.5	106.1	125.6
过剩 (折合碳酸锂, 万吨)	3.0	-0.3	-0.8	10.4	25.6	50.3

中游：产能利用率达70%-80%，部分龙头已满产

- ◆ **终端需求向好支撑开工恢复，6月部分龙头维持满产，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年供需格局有望恢复。

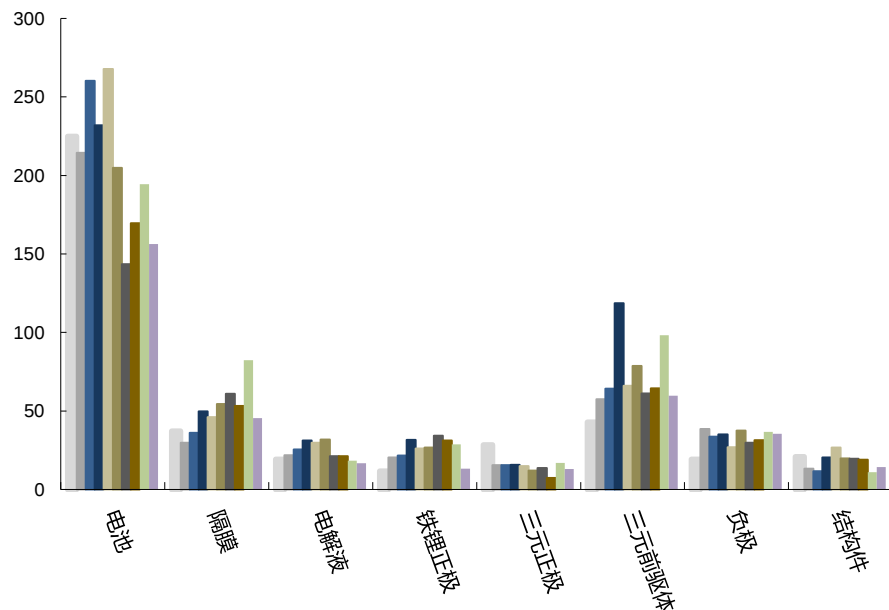
图 主流公司产能利用率情况

	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%	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%	55%
	新宙邦 万吨	53%	38%	44%	48%	48%	50%
结构件	科达利 亿元	61%	49%	73%	70%	72%	75%

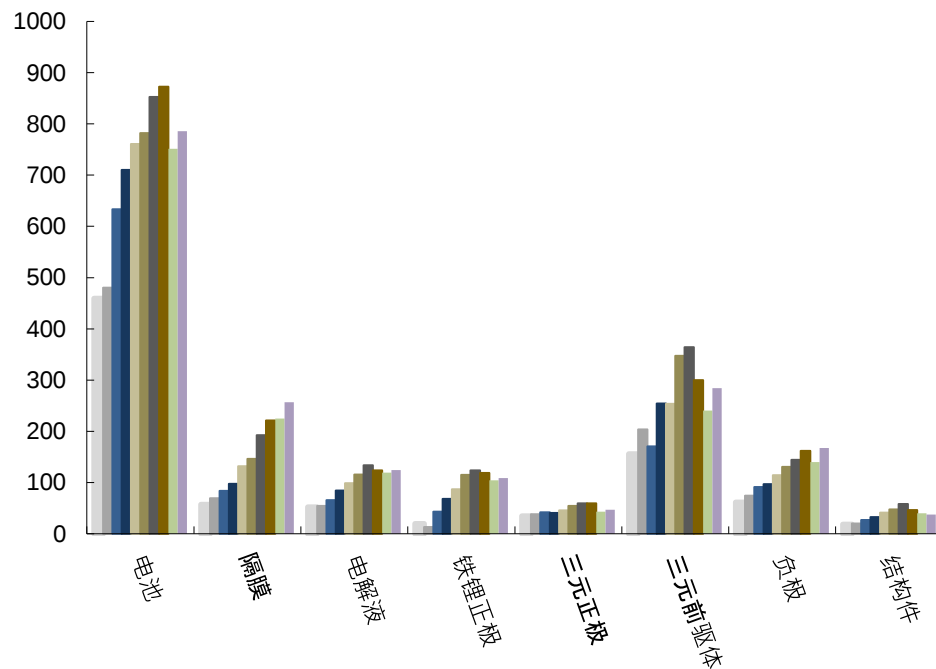
产能：中游2H23起资本开支缩减，25年格局将优化

- ◆ 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）



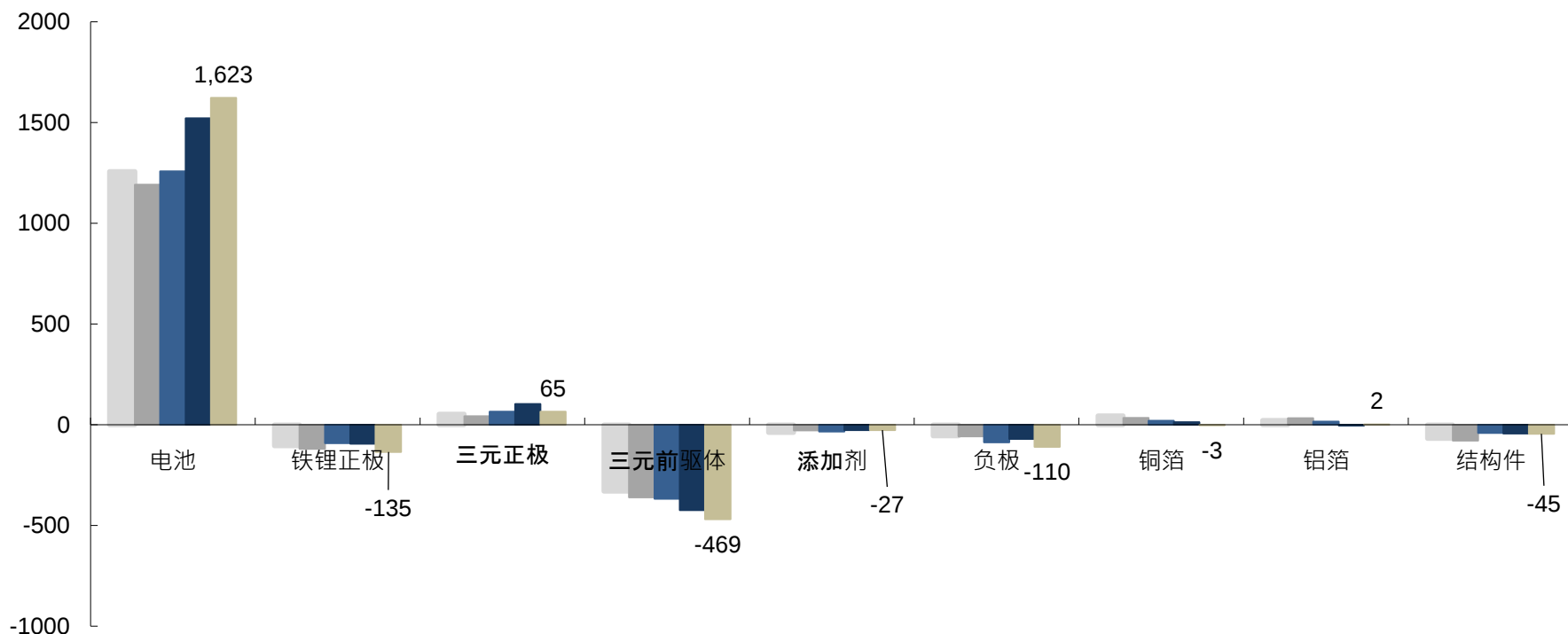
图：各环节21Q4-24Q1在建工程变化（亿元）



产能：中游无息在手现金多为负，后续扩产能力较弱

- ◆ 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）



◆ 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	1323	1652
	产能利用率	57%	93%	85%	73%	71%	74%
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	99.8	112.7
	产能利用率	83%	89%	74%	70%	66%	64%
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	163.8	200.0
	产能利用率	71%	90%	96%	74%	72%	74%
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	196.9	255.4
	产能利用率	49%	86%	83%	76%	74%	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	210.1	259.4	316.0
	产能利用率	73%	93%	91%	82%	76%	75%
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	19.2	24.1
	产能利用率	78%	92%	86%	64%	71%	79%

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。

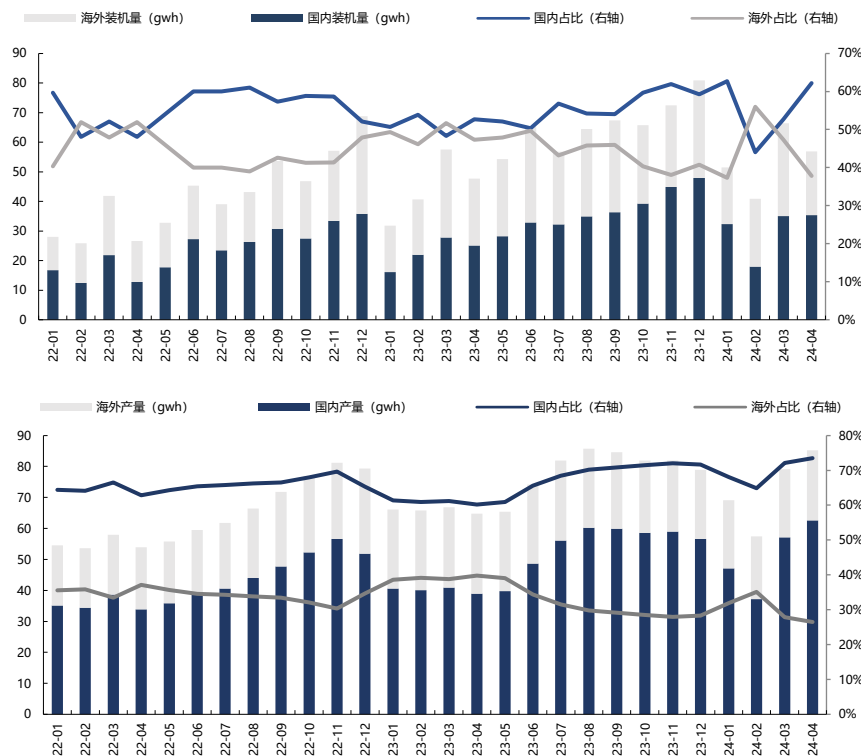
表 各环节Q1盈利情况

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
三元正极	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
	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

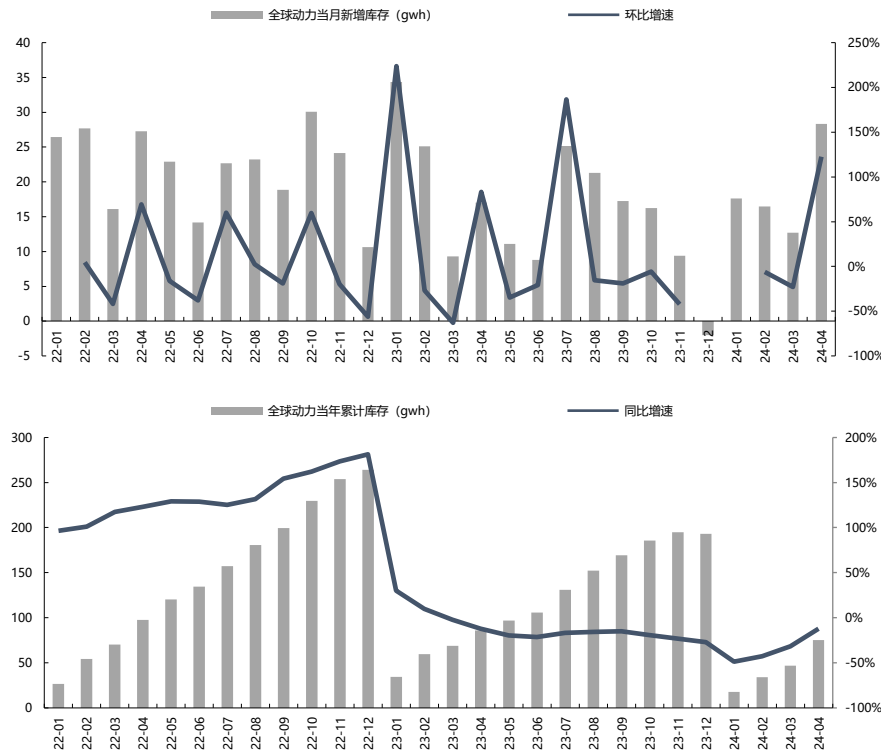
电池：龙头全方位强化竞争力

- ◆ **电池产量仍增速低于装机增速，相比23年幅度大幅缩窄。**全球来看，24年1-4月**全球**动力电池产量/装机量达326/216GWh，同比增加8%/22%(产量低14pct)，1-4月**国内**动力电池产量/装机量达204/121GWh，同比增加27%/33%(产量低6pct)，产量仍低于出货增速，但相比23年幅度缩小。
- ◆ **目前电池库存降至1个月左右，新增库存进一步降低，处于正常生产周转状态。**22年Q4龙头厂商开始去库，23年4月二线厂商开始去库，下半年库存维持1.5-2个月水平，24年1-4月库存降至1个月左右，处于正常生产周转状态，库存水平维持低位。24年全球动力装机预计830GWh，同增25%，产量增速预计可与需求增速匹配。

图：22-24年动力电池装机&产量结构 (GWh, %)



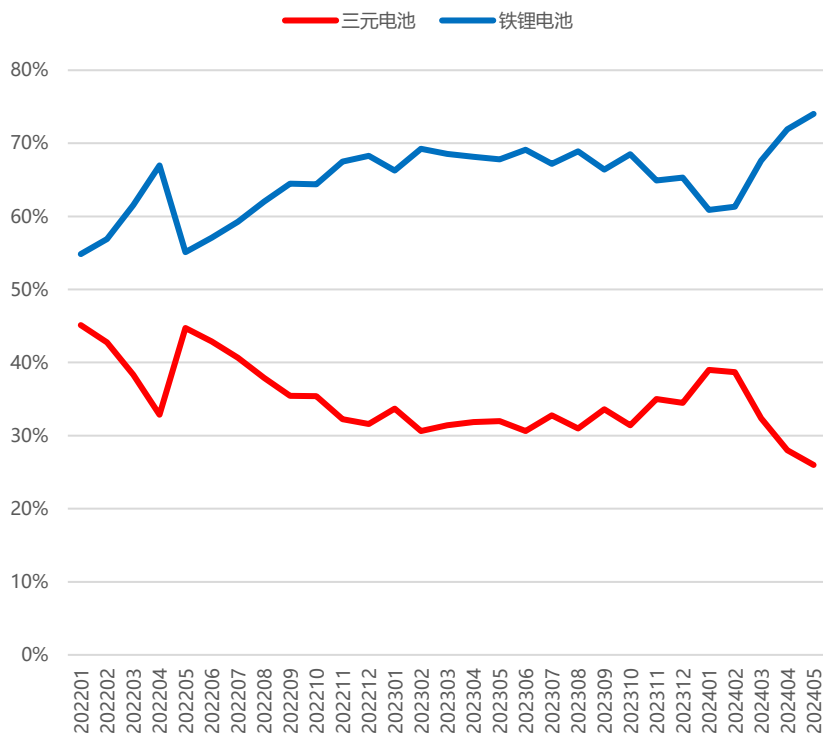
图：全球动力当月新增库存&当年累计库存 (GWh)



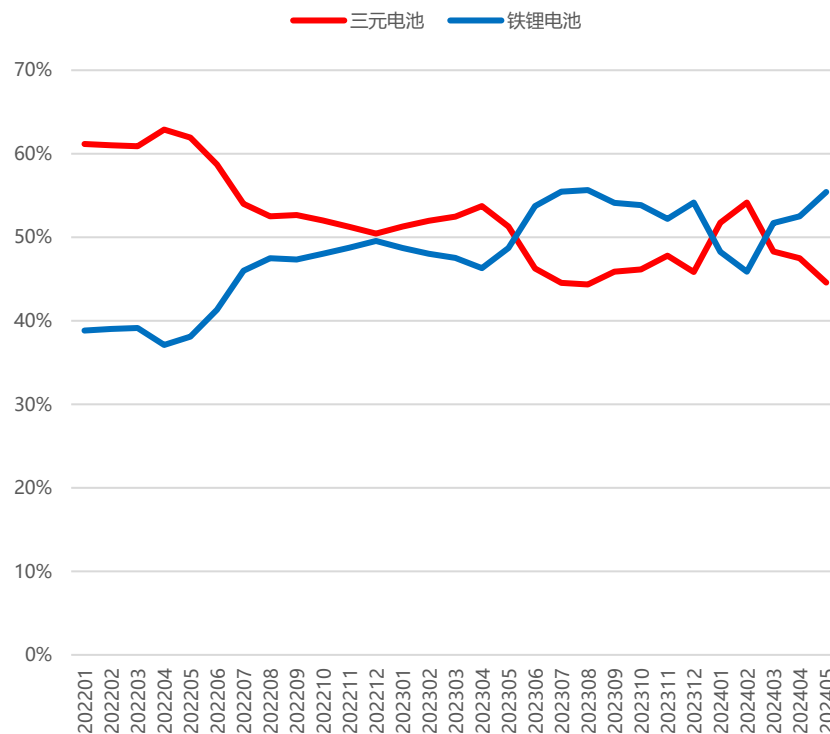
电池：国内铁锂份额提升，海外铁锂预计25-26年上量

- ◆ **国内铁锂车型销量亮眼，铁锂份额进一步提升。** 24年1-5月，国内动力电池装车161GWh，同增34.6%，其中三元电池装车51GWh，同增35%，占比31.9%（23年1-5月占比31.8%，持平），铁锂电池装车109GWh，同增35%，占比68.1%（23年1-5月占比68.1%，持平），4-5月铁锂份额提升明显。
- ◆ **海外铁锂25-26年上量，全球铁锂份额预计向上。** 24年1-5月，全球三元电池产量226GWh，同增6%，占比48.7%（23年1-5月占比52.1%，下降3.4pct），铁锂电池产量238GWh，同增21%，占比51.3%（23年占比47.9%，上升3.4pct），随着欧美铁锂25-26年上量，全球铁锂份额预计向上。

图：22-24年国内动力电池装机结构（GWh，%）



图：22-24年全球动力电池产量结构（GWh，%）

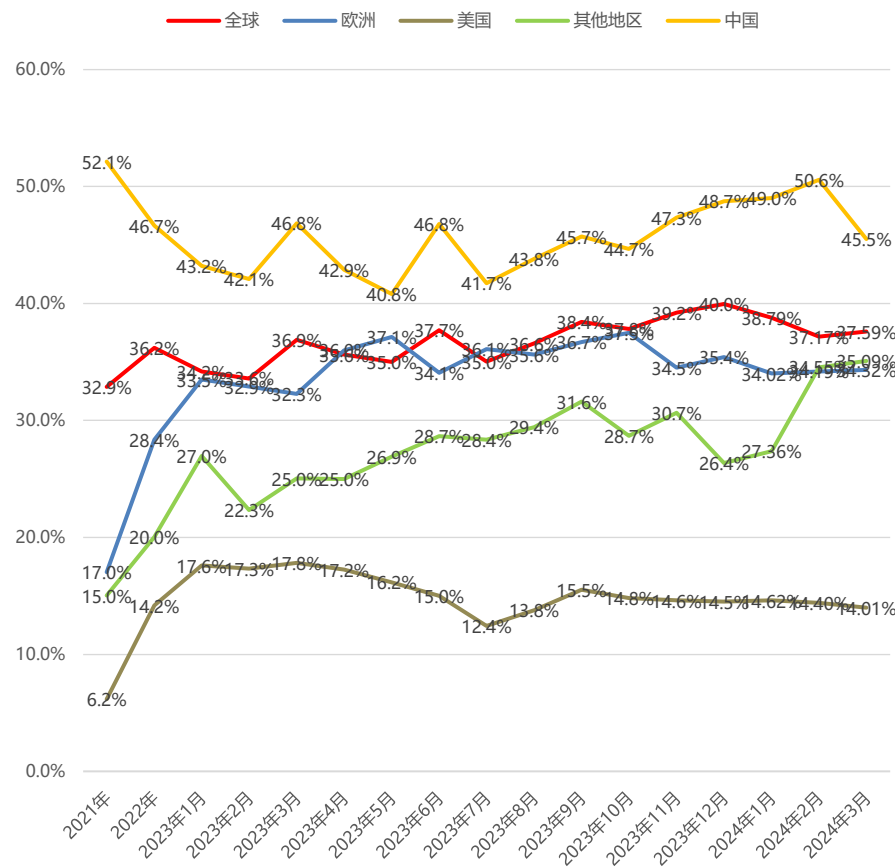


- ◆ **日韩电池厂份额下降5pct+，国内电池厂份额稳步提升。** 24年1-4月，宁德时代装机81.4GWh，全球份额37.7%，同比+2.5pct，全球龙头地位稳固，比亚迪/LGES/三星/SK on/松下全球份额为15.4%/13.0%/5.1%/4.8%，同比-0.4/-1.7/+0.4/-1.1/-3.4pct，其中日韩电池厂份额同比下滑5.8pct，国内电池厂份额进一步提升。

图：全球动力电池厂份额变化

Top10	简写	23年	占比	24年1-4月	占比	同比 (pct)
1	宁德时代	261.3	37.1%	81.4	37.7%	2.5
2	比亚迪	111.4	15.8%	33.2	15.4%	-0.4
3	LG新能源	95.8	13.6%	28.0	13.0%	-1.7
4	三星SDI	32.6	4.6%	10.9	5.1%	0.4
5	松下	44.9	6.4%	10.2	4.7%	-3.4
6	SKI	34.4	4.9%	10.3	4.8%	-1.1
7	中创新航	32.6	4.6%	9.1	4.2%	0.1
8	亿纬锂能	16.4	2.3%	4.7	2.2%	0.3
9	国轩高科	17.1	2.4%	4.8	2.2%	-0.1
10	欣旺达	-	-	4.4	2.0%	0.5
前十总量		656.8	93.2%	192.6	89.3%	-3.3
其他		48.1	6.8%	23.1	10.7%	3.3
全球总量		704.9	100.0%	215.7	100.0%	-

图：宁德时代全球动力份额变化



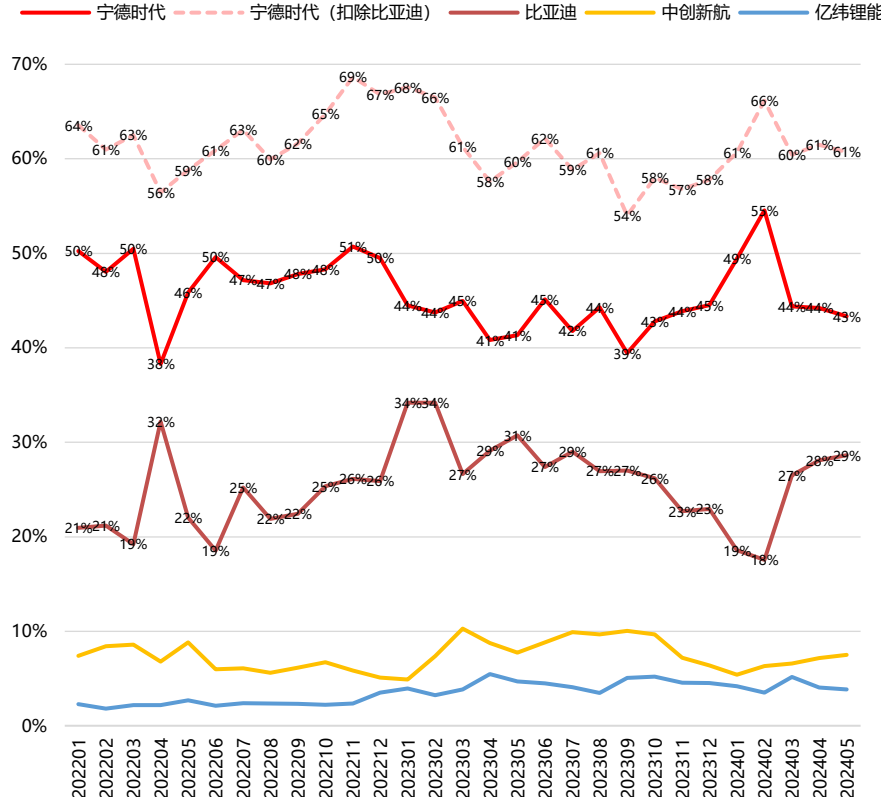
国内市场：宁德时代份额回升，有望维持45-50%份额

◆ 1-5月宁德时代国内份额47%，同比提升3-4pct，后续有望维持。24年1-4月，宁德时代国内市场份额46.73%，同比提升3.8pct，比亚迪受销量结构影响，国内市场份额25.05%，同比下降5.5pct，中创新航/亿纬锂能/国轩/蜂巢/欣旺达国内份额为6.7%/4.2%/3.6%/3.1%/2.9%，同比-1.4/-0.1/-0.5/+1.8/+0.4pct，部分二线份额下降明显，随着返利锁量、神行量产，宁德时代的国内份额预计维持45-50%。

图：国内动力电池厂份额变化

Top10	简写	23月	占比	24年1-4月	占比	同比 (pct)
1	宁德时代	167.1	43.1%	74.3	46.7%	3.8
2	比亚迪	105.5	27.2%	39.8	25.1%	-5.5
3	中创新航	32.9	8.5%	10.7	6.7%	-1.4
4	亿纬锂能	17.3	4.5%	6.8	4.2%	-0.1
5	国轩高科	15.9	4.1%	5.7	3.6%	-0.5
6	蜂巢能源	8.7	2.2%	5.0	3.1%	1.8
7	欣旺达	8.3	2.1%	4.7	2.9%	0.4
8	正力新能	5.4	1.4%	2.3	1.5%	1.0
9	LG新能源	8.3	2.1%	2.4	1.5%	-0.5
10	瑞浦兰钧	5.1	1.3%	2.6	1.6%	0.8
前十总量		375.3	96.8%	154.3	96.2%	-1.0
其他		12.4	3.2%	6.2	3.8%	-
全球总量		387.7	100.0%	160.4	100.0%	-

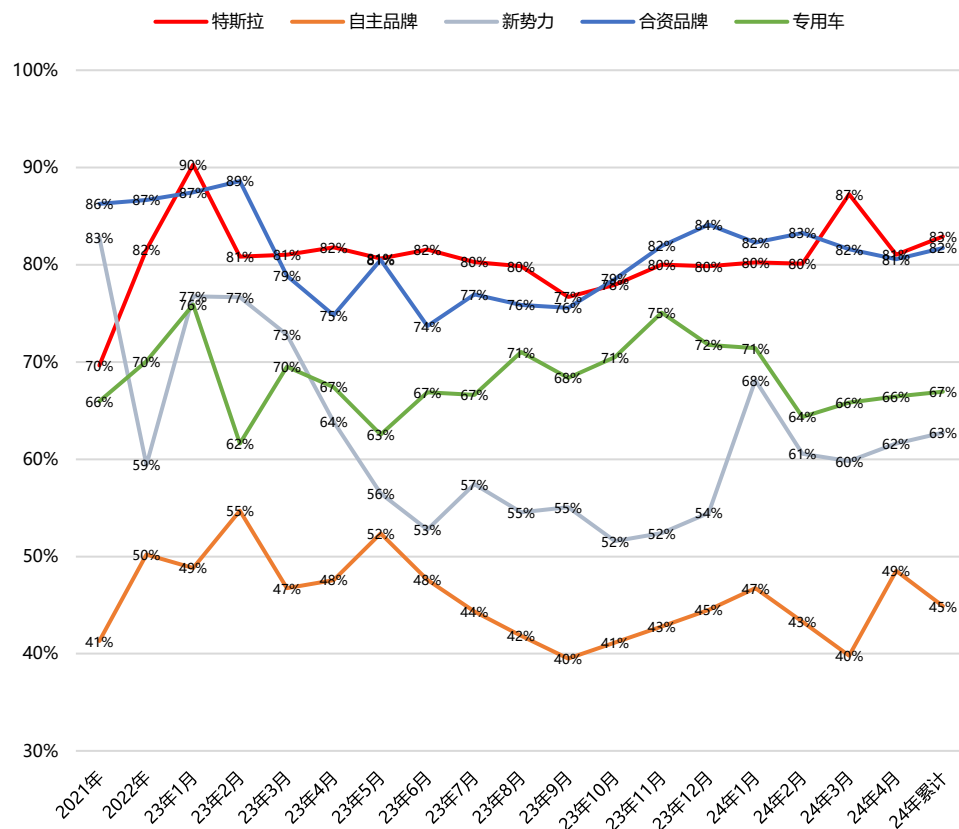
图：国内动力电池厂份额变化



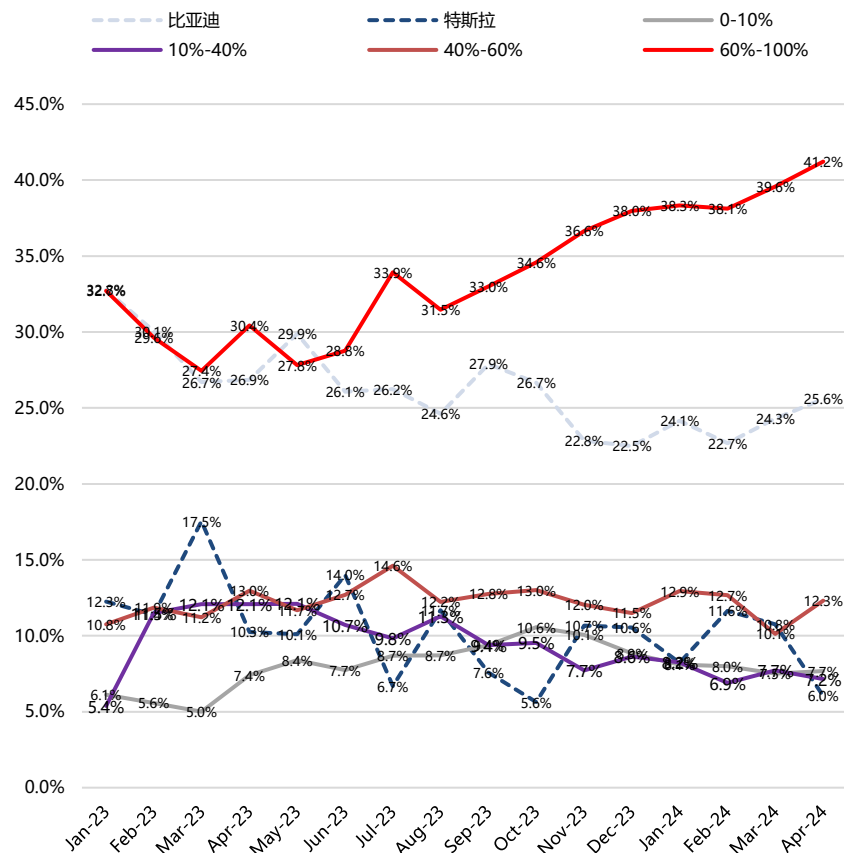
国内配套：车企电池供应商多样化，爆款车型稳定宁德时代国内份额

- ◆ 车企电池供应商多样化，二三供应商份额提升，但热门车型中龙头份额高，稳定宁德时代国内市场份额。24年1-4月看，车企供应商进一步多样化，二三供应商份额提升，其中吉利/广汽/理想/蔚来/小鹏较为明显，宁德时代份额相比23年全年-10.6/-15.3/-11.1/-14.7/-9.7pct，但爆款车型中，宁德时代份额较高，其中塞力斯/理想/小米份额98.7%/86.5%/79.0%，此外专用车占比提升，宁德时代份额66.9%。总体看，配套宁德60-100%的车企装机占比持续提升，意味着消费者对其产品的认可度提升，因此宁德时代国内份额表现稳定。

图：宁德时代配套国内车企份额变化



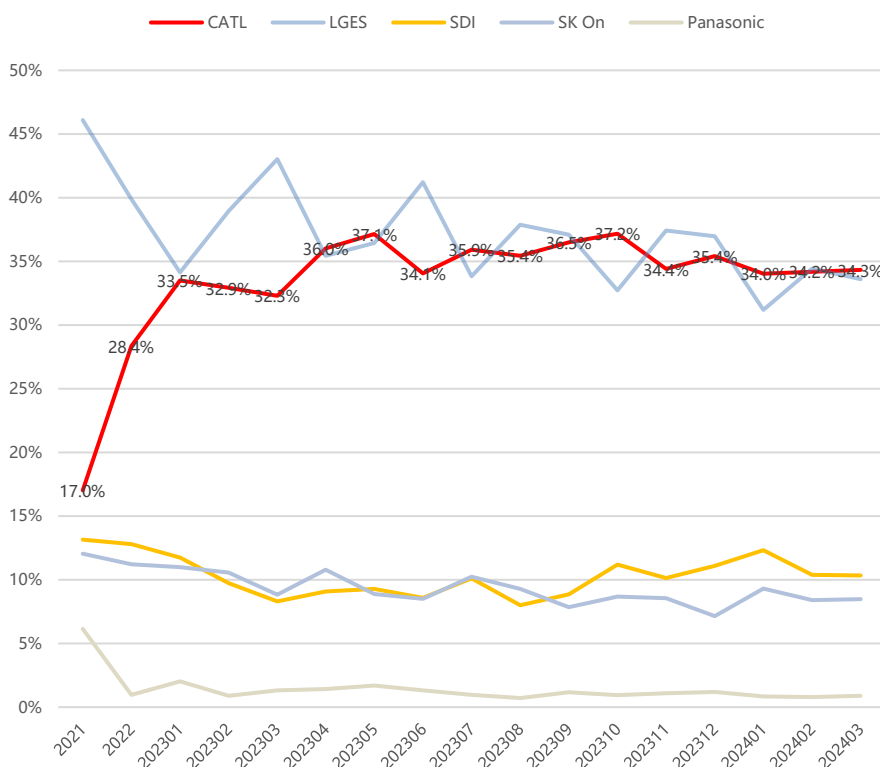
图：国内车企装机量份额变化（图例中百分比为宁德配套比例）



欧洲市场：宁德时代份额35%，后续预计提升至50%

- ◆ 宁德时代Q1欧洲份额34.2%，超越LG新能源，随着新定点车型放量，本土化产能建设加快，后续预计升至40-50%。24年1-3月，宁德时代/LGES/三星SDI/SK on/松下欧洲市场份额为34.2%/33.2%/10.9%/8.7%/0.9%，其中宁德时代份额稳步提升，LG新能源份额逐步下降。欧洲23-25年新一轮定点，对电池的安全性、回收、碳足迹等提出更多要求，宁德时代新一轮定点份额50%+，此外其欧洲本土化产能建设加快，25年年底匈牙利一期33GWh投产，后续宁德时代欧洲市占率有望提升至50%左右。

图：欧洲动力电池厂份额变化

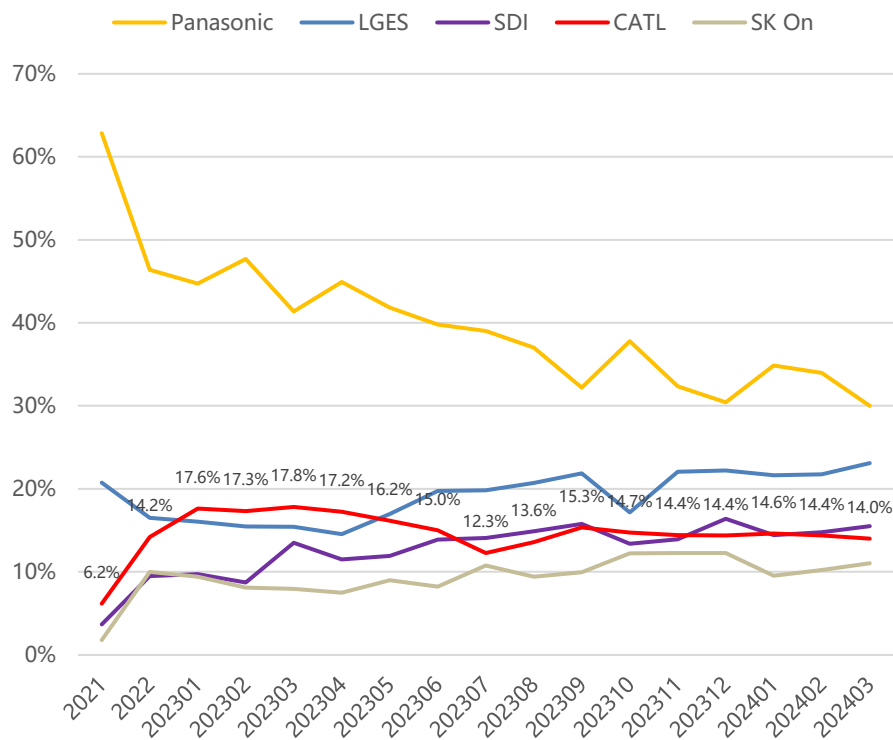


图：电池厂欧洲地区产能规划 (GWh)

		产能规划	2022	2023E	2024E	2025E
宁德时代	德国	14		5	14	14
	匈牙利	100				10
	合计	114		5	14	24
LG	波兰	115	68	90	100	115
SKI	匈牙利-第一工厂	8	8	8	8	8
	匈牙利-第二工厂	10	10	10	10	10
	匈牙利-第三工厂	30			30	30
	合计	48	18	18	48	48
三星	匈牙利	60	30	30	40	60
松下	挪威	38 (搁置)				
Northvolt	瑞典	60		10	20	40
	瑞典-沃尔沃合资	50				-
	德国-大众合资	60			4	16
	合计	170		10	24	56
ACC	法国	40		13	30	38
	德国	40				
	意大利	40				
	合计	120		13	30	38

- ◆ **宁德时代Q1美国份额14.3%，份额略有下降，后续通过技术授权突破。** 24年1-3月，宁德时代/松下/LGES/三星SDI/SK on美国市场份额为14.3%/32.8%/22.2%/14.9%/10.3%，其中松下、宁德时代份额逐步下降，LG新能源份额大幅提升。宁德今年2月通过解除一致行动人协议，海外产能(无论持股比例)已无FEOC限制，可在美建全资产能、也可大规模推广LRS模式，目前已与福特/通用/特斯拉合作，后续预计推广至欧美其他车企/电池厂，未来在美份额有望从15%再提升。

图：美国动力电池厂份额变化



图：宁德时代技术授权进度

车厂	技术授权进展
福特	23年11月21日，福特宣布投资调整为20亿美元（原计划35亿美元），人员调整为1700名工人（原计划2500名），产能调整为20GWh（原计划35GWh），预计26年投产。
特斯拉	24年2月11日，彭博社宣布，特斯拉计划采购宁德的设备，扩建其美国内华达州斯帕克斯的电池工厂，宁德时代仅负责帮助安装设备，不会参与运营，为特斯拉的Megapack生产磷酸铁锂电池，初期产能规划10GWh，预计25年投产运营。
通用	24年3月28日，据晚点LatePost报道，宁德时代正在与通用汽车洽谈技术授权模式的合作，计划在北美共同建设一座磷酸铁锂动力电池工厂，可能选址美国或墨西哥，该工厂的计划年产能不低于宁德时代与福特合作建设的工厂。
stellantis	24年2月，已与宁德时代签署了初步协议，该协议或与其位于萨拉戈萨Figueroelas的工厂相关，该项目旨在建设电池超级工厂，预计投资超过30亿欧元。

- ◆ **原材料价格低位，动储电芯Q2已企稳，电池价格底部明确。**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，而海外定价较高，三元pack仍在1元/Wh以上，龙头产品价格仍有溢价5-15%，宁德时代预计仍盈利近0.1元/wh。二线厂商中，亿纬锂能储能电池已满产，对下游客户有涨价动作，预计维持盈利0.02-0.03元/wh，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）

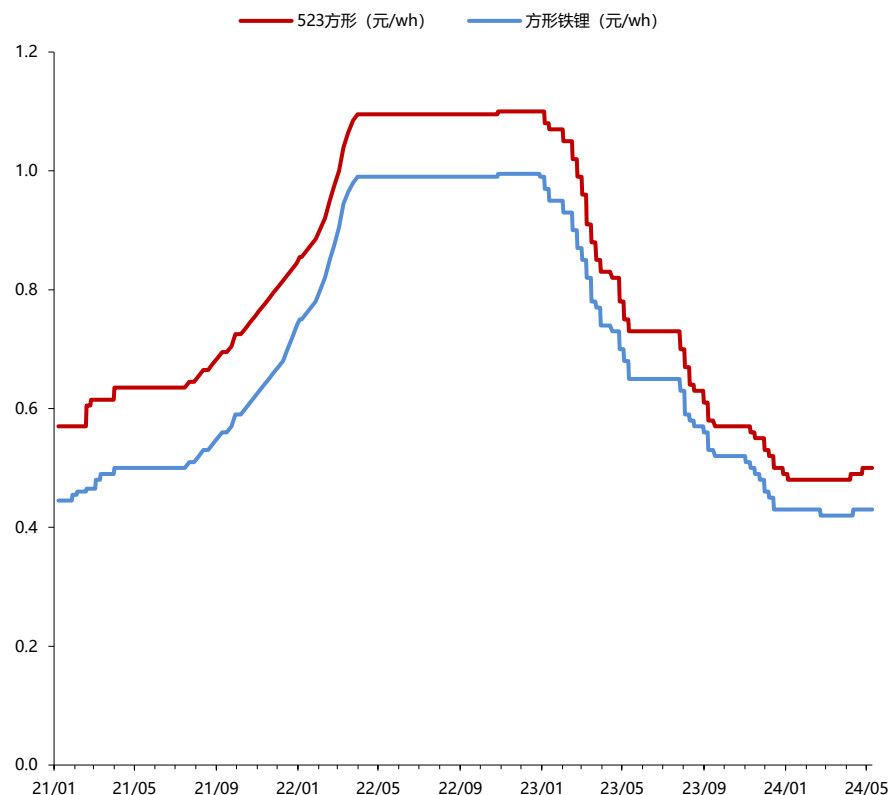


图 海外与国内盈利差异测算（碳酸锂价格9.5万/元）

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

电池供给：新增产能投产进度放缓，25年利用率进一步改善

◆ 24年全球电池有效产能预计1.9TWh，同比增加25-30%，25年预计增速降至15-20%。电池企业已开始根据行业需求情况调整产能释放节奏，新增产能投产进度放缓，后续扩产集中欧盟，厂商盈利分化明显，宁德、比亚迪、三星、lg为盈利第一梯队，头部厂商产能利用率显著高于二线企业，落后产能预计逐步出清，24H2-25年行业新增产能较预期减少，行业供需将有所改善，产能利用率25年预计升至74%水平。

图：主流电池企业产能、产能利用率、盈利情况

	产能 (gwh)			出货量 (gwh)			产能利用率 (%)			盈利情况	
	2023E 有效	2024E 有效	2025E 有效	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	Q1扣非 净利润 (亿 元)	盈利水平： 元/wh，营业 利润率%
宁德时代	503	600	700	390	491	625	78%	82%	89%	94	0.095
LG新能源	200	280	320	140	170	200	70%	61%	63%	8	3%
比亚迪	250	300	300	160	200	240	64%	67%	80%	38	-
中创新航	70	100	120	42	70	90	60%	70%	75%	-	-
松下	48	63	90	40	40	60	83%	63%	67%	5	5%
三星SDI	50	65	70	45	55	65	90%	85%	93%	11	5%
亿纬锂能	80	120	150	54	90	118	68%	75%	79%	7	0.025
国轩高科	91	106	126	44	55	70	48%	52%	55%	0.1	0.000
SKI	88	100	165	55	65	90	63%	65%	55%	-18	-20%
欣旺达	40	60	66	13	18	25	31%	30%	38%	2.8	-0.11
蜂巢能源	30	50	60	8	10	13	27%	20%	22%	-	-
孚能科技	30	50	60	17	23	30	57%	46%	50%	-1.8	-0.05
主流厂商合计	1,480	1,894	2,227	1008	1287	1626	68%	68%	73%		

图：电池全行业供需平衡表

	2022年	2023年E	2024年E	2025年E
全行业有效供给 (gwh)	962	1481	1864	2241
需求 (动力+储能, gwh)	821	1079	1323	1652
过剩 (gwh)	140	402	541	589
产能利用率	85%	73%	71%	74%

图：电池盈利产能供需平衡表

	2022年	2023年E	2024年E	2025年E
盈利厂商供给 (gwh)	868	1264	1572	1863
需求 (动力+储能, gwh)	821	1079	1323	1652
过剩 (gwh)	46	186	249	211
产能利用率	95%	85%	84%	89%

国内对比：龙头具备盈利优势，与二三线差距维持



◆ **宁德时代盈利维持近0.1元/Wh，与二三线盈利差距预计维持。** 宁德时代24Q1单wh盈利近0.1元，亿纬锂能单wh盈利0.02-0.03元，国轩高科电池盈亏平衡，其他电池厂基本处于亏损状态。从成本差异角度看，宁德时代与二线电池企业相比有0.05-0.06元/Wh的成本差异，从产品结构角度看，宁德时代海外占比高，海外市场盈利较国内高0.1元/Wh以上，因此我们预计龙头与二三线盈利差距后续可维持。

表：宁德时代与二线电池企业盈利水平差异

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

海外对比：海外电池厂盈利承压，平均与宁德时代差距近15%

◆ 剔除IRA补贴后，海外电池厂Q1平均营业利润率-2%，与宁德时代差距扩大。24年Q1看，宁德时代/LGES/三星SDI/松下/SK on营业利润率13.0%/2.6%/4.7%/4.9%/-19.7%，剔除IRA补贴后，LGES/三星/松下/SK on营业利润率分别为-0.5%/4.6%/-5.8%/-22%，动力电池仍维持微利水平。此外，海外电池厂退守美国市场，格局较好，价格竞争并不激烈，定价方式稳定，但盈利水平仍于宁德时代有较大差距。

表：海外电池厂季度经营情况

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
宁德时代	890	1062	798	-10%	-25%	98	130	105	7%	-19%	11%	12%	13%	2.1pct	1.0pct	98	130	105	7.00%	-19.00%	11.00%	12.00%	13.00%	2.1pct	1.0pct
LGES	463	479	326	-30%	-29%	34	19	8	-75%	-53%	7%	4%	3%	-4.7pct	-1.3pct	28	4.9	-1.7	-106%	-136%	6%	1.02%	-0.52%	-6.6pct	-1.5pct
三星SDI	254	276	244	-5%	-8%	17	12	11	-32%	-5%	7%	5%	5%	-1.9pct	0.2pct	17	12	11	-34%	-7%	6.60%	4.50%	4.60%	-2pct	0.06pct
松下	132	115	99	-17%	-8%	4	15	5	20%	-66%	3%	13%	5%	1.5pct	-8.5pct	4.4	4.3	-5.8	-243%	-243%	3.40%	3.80%	-5.80%	-9.2pct	-9.6pct
SK on	175	150	90	-49%	-38%	-18	-1	-18	-4%	-1682%	-10%	-1%	-20%	-9.3pct	-19.0pct	-21	-14	-20	-5.6%	-43%	-12%	-10%	-22%	-10pct	-12pct

图 欧洲2023年动力电池竞争格局

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

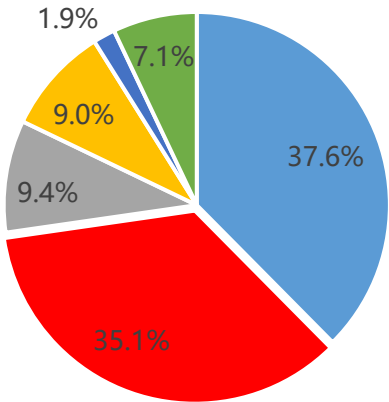
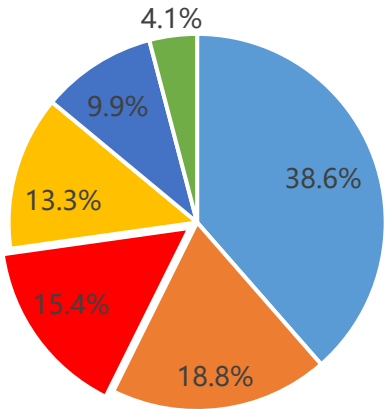


图 美国2023年动力电池竞争格局

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



◆ 从宁德时代客户结构拆分看，即便考虑国内盈利跌至0.02-0.03元/Wh，由于海外市场支撑，整体盈利仍可维持0.09-0.10元/Wh，合计电池利润维持稳定。根据我们测算，宁德时代23年动力电池出货321GWh，单Wh利润0.1元/Wh，24年预计动力电池增长近25%至400GWh左右，单Wh利润考虑国内市场盈利跌至二线厂商盈亏平衡线，为0.02-0.03元/Wh，海外客户微降，平均维持0.13元/Wh，对应24年单Wh利润0.09-0.10元/Wh，下降幅度可控，合计利润可维持稳定。

表 宁德时代分不同产品盈利预测

	出货量(gwh)		单位利润 (元/wh)		合计利润 (亿元)	
	2023	2024E	2023	2024E	2023	2024E
国内车企	127.5	152.6	0.06	0.05	71.3	71.3
-三元	67.7	74.9	0.07	0.06	47.4	48.0
-铁锂	59.8	77.7	0.04	0.03	23.9	23.3
合资车企	32.7	40.8	0.09	0.08	29.1	33.9
-三元	31.7	39.7	0.09	0.08	28.5	33.3
-铁锂	1.0	1.1	0.06	0.05	0.6	0.6
海外车企 (包含特斯拉)	160.8	204.5	0.14	0.13	220.6	272.7
-三元	115.0	151.8	0.16	0.15	184.0	233.7
-铁锂	45.8	52.7	0.08	0.07	36.7	39.0
动力合计	321.0	397.8	0.100	0.095	321.1	377.8
储能	69.0	94.5	0.10	0.09	71.8	87.1
-海外	55.2	80.0	0.12	0.11	68.4	85.6
-国内	13.8	14.5	0.02	0.01	3.3	1.4
电池合计	390.0	492.4	0.101	0.094	392.8	464.9

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

宁德时代：单位盈利稳定超预期，业绩彰显龙头风范

- ◆ **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，当前估值下确定性较强。
- ◆ **风险提示：市场价格竞争超预期。**

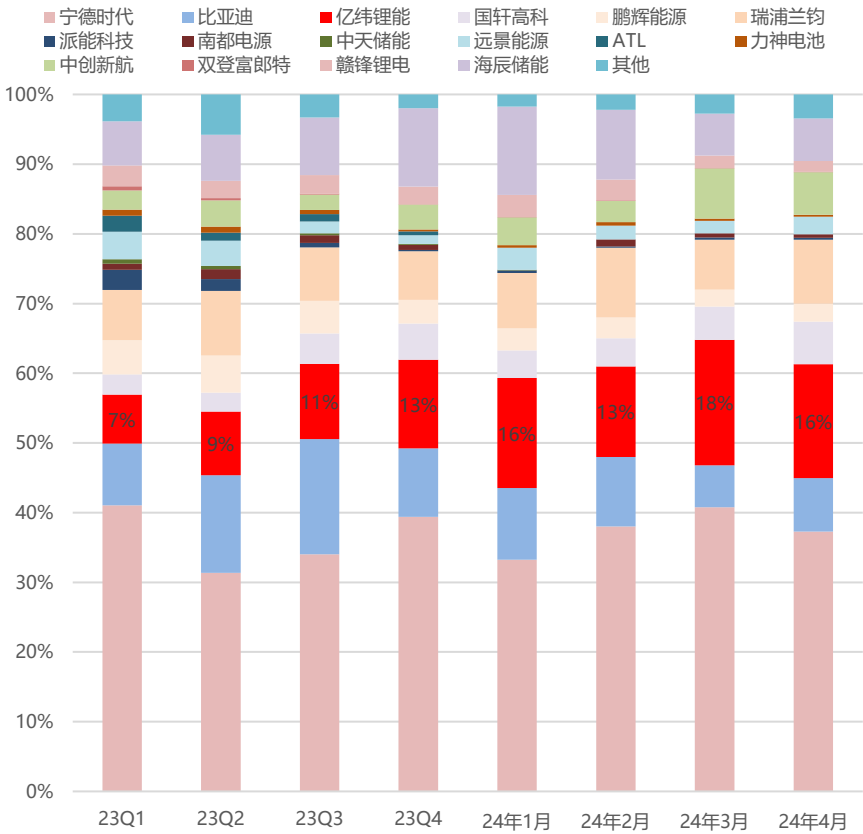
表：宁德时代业务拆分及预测

	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E	2030E
1.动力电池系统							
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
2.储能系统							
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
3.其他业务							
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%

二线厂商：Q2起大储满产满销，二线储能增量较为明显

◆ **24年碳酸锂价格企稳，储能需求开启恢复，Q2起大储满产满销，二线储能增量明显。**24年以来，碳酸锂价格企稳，但储能电芯价格Q1持续下降，280Ah大储电芯下探至0.35元/Wh，Q2起价格逐渐企稳，储能需求开启恢复，头部和二线电池厂已满产满销。从格局上看，亿纬锂能市占率提升明显，从23年10%左右提升至24年1-4月的15%左右，二线厂商储能增量较为明显。

图：国内储能电池厂份额变化（产量口径）



图：国内分厂商电池出货量及储能占比（GWh）

	24年Q1	24年Q2	24年	增速	24年 储能	占比
宁德时代	95	112	490	26%	90	18%
亿纬锂能	14	20	90	65%	50	56%
国轩高科	14	15	70	56%	25	36%
中创新航	9	17	70	75%	20	29%
瑞浦兰钧			30	50%	17	55%
鹏辉能源	2	3	10+	50%	10+	90%+

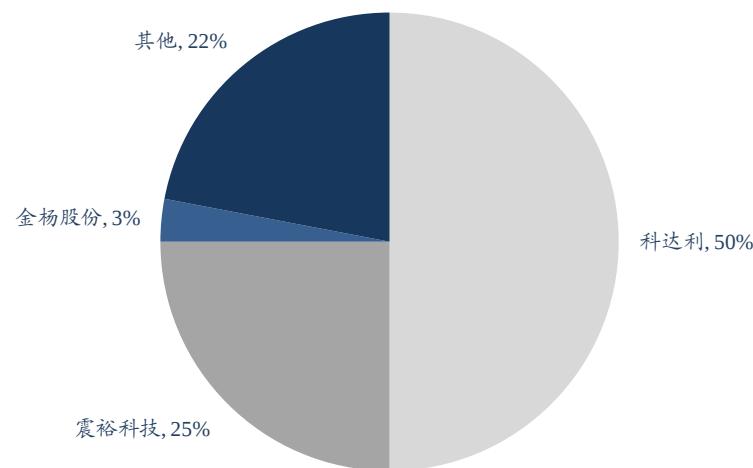
Part3 中游材料：价格H1见底，加速去产能，强者恒强

- ◆ **结构件行业竞争格局稳定，24年龙头全球市占率稳中有升。** 科达利23年国内份额约50%，全球份额30%左右。国内市场，宁德时代对科达利采购份额维持40%以上，同时科达利在亿纬、中航、欣旺达等二线厂商中均位于独供/主供地位，24年国内竞争格局维持稳定。海外市场，科达利绑定特斯拉，同时欧洲基地产能率先落地，配套三星、NV、法国ACC等并占主要份额，24年海外产能已明显起量，我们预计科达利全球份额有望进一步提升。

图：动力电池结构件采购结构

电池形状		结构件供应商
宁德时代	方形	40%以上科达利
比亚迪	方形	刀片电池基本自供
国轩高科	方形	合肥结构件厂、瑞德丰
力神	方形/圆柱	供应商分散
亿纬锂能	方形/圆柱	科达利、无锡金杨
中航锂电	方形	科达利、瑞德丰
蜂巢能源	方形	科达利
欣旺达	方形	科达利

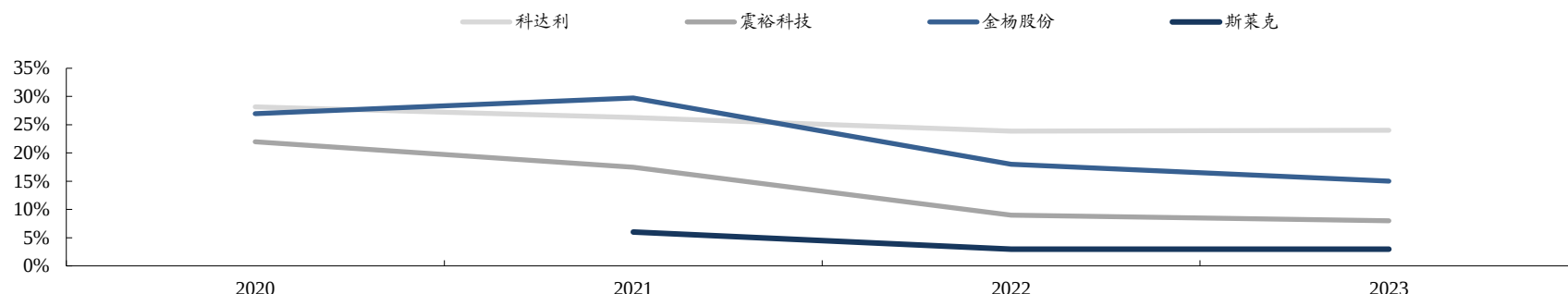
图 2023年科达利与震裕科技结构件市场份额（国内范围）



结构件：龙头盈利稳定，龙二盈利小幅改善

- ◆ **龙头盈利能力稳定，二线震裕盈利小幅改善，其余厂商仍亏损。**龙头降本增效对冲降价影响，24Q1盈利能力超预期，净利率12%，预计Q2及全年净利率维持10%+；二线震裕盈利有所改善，Q1结构件业务盈亏平衡，Q2规模提升盈利改善，收入增速超过行业；其余结构件厂商毛利率持续下行，若不考虑传统业务，结构件业务仍难盈利，与龙头差距明显。
- ◆ **设备布局及工艺造就生产效率、良率差异，行业成本曲线陡峭，龙头成本优势稳固。**生产效率及良率会带来成本端的差距，龙头锁定日本旭精机、日本山田精密高速冲床等进口设备，其生产效率及自动化程度显著高于国产设备；工艺层面，科达利普遍领先同行5年左右。目前，科达利老产品良率高达98-99%，领先竞争对手3-4%，高生产效率及良率共筑龙头成本优势，竞争对手短期难以追赶。

图 各厂商结构件业务毛利率对比



表：结构件厂商归母净利润率对比

	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%

- ◆ **铜铝成本占比40%+，Q2价格稳定，稼动率提升对冲成本影响，整体盈利可维持10%+。**结构件中铜铝成本占比40%+，公司为M-1定价方式，4月成本预计环比上涨2-3%左右，5-6月分别环比上涨4-5%，涨价影响逐步体现。Q2价格维持稳定，铝价上涨10%+，预计对应毛利率下滑2pct左右，公司降本增效及稼动率提升对冲部分原材料涨价影响，叠加海外工厂减亏，预计Q2净利率环比微降，但仍可维持10%+。
- ◆ **Q3原材料涨价将进一步体现，后续结构件降价空间很小，预计下半年盈利可维持稳定。**受原材料涨价影响，Q2结构件未进一步降价，目前看Q3原材料涨价将进一步体现，且考虑二线盈亏平衡或亏损，预计后续结构件进一步降价空间很小，24H2净利率可维持10%左右。

图：铝价走势（万元/吨）

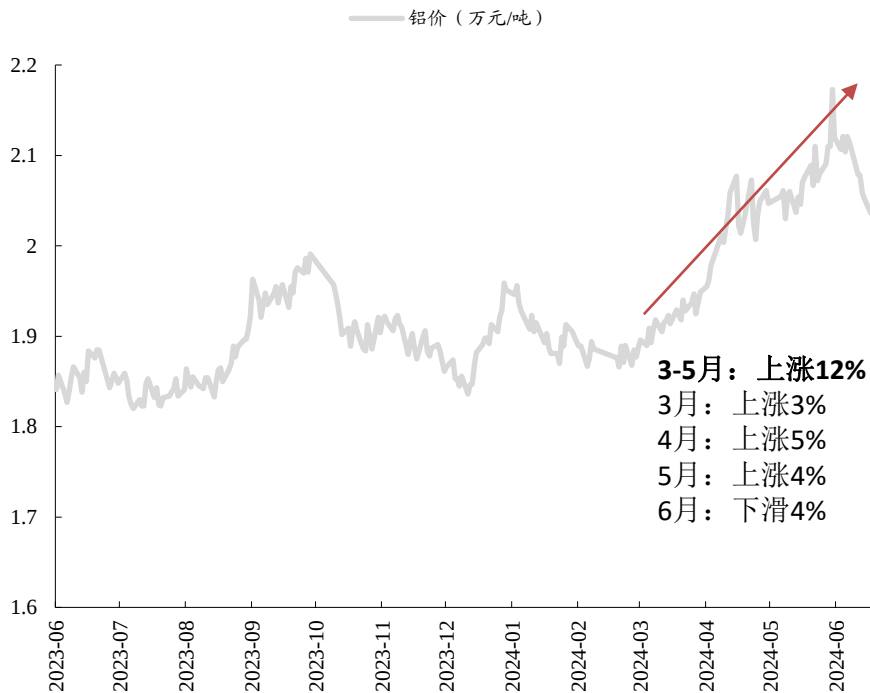
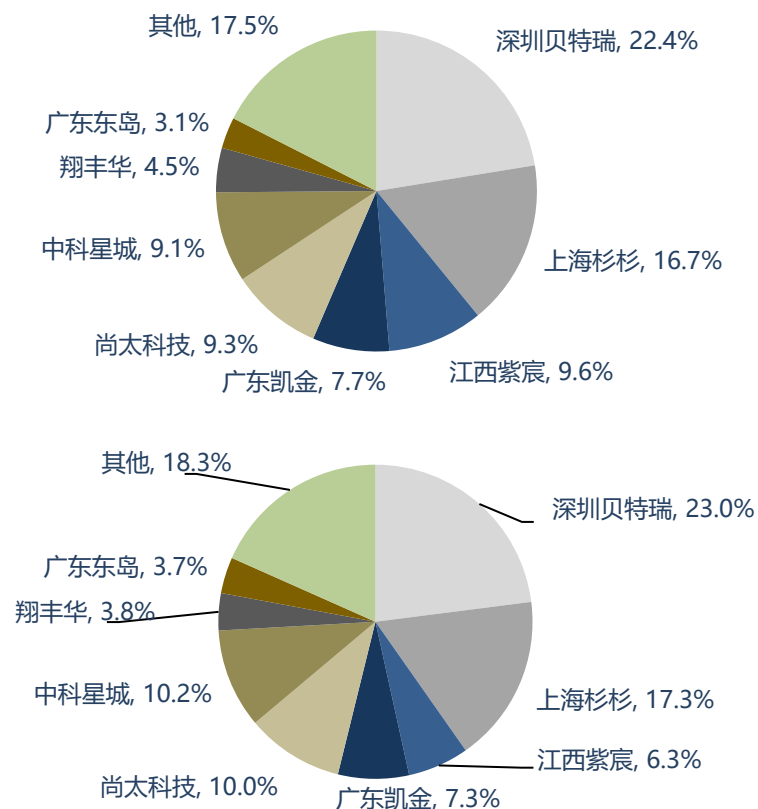
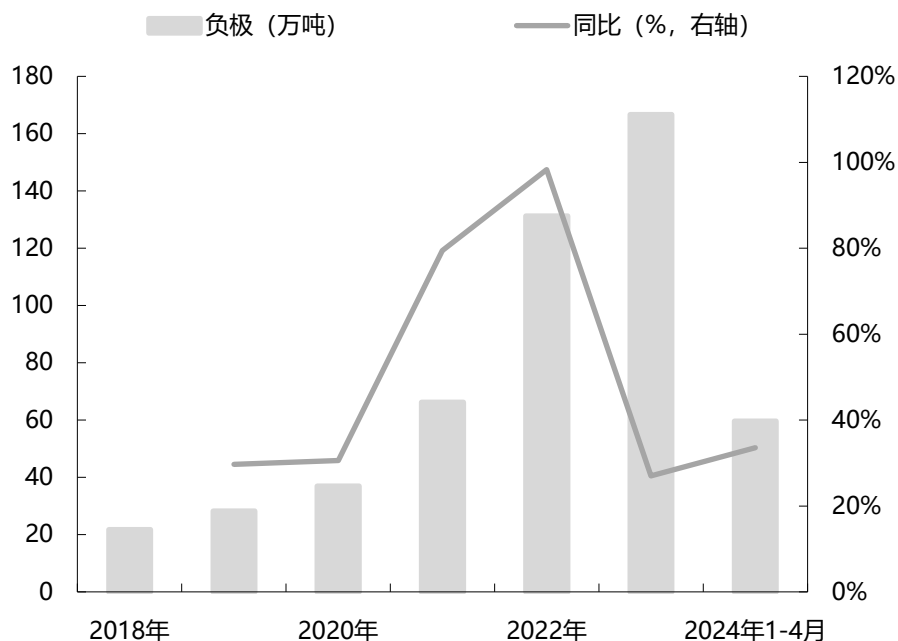


图 铝价走势（万元/吨）

铝价	铝价1.86	铝价+5%	铝价+10%
产值（亿元）	1	1	1
毛利率	24%	22%	21%
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%
产能利用率+5%			
毛利率		24%	23%
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%
产能利用率+10%			
毛利率		26%	25%
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%

- ◆ **负极龙头格局稳定，二线厂商分化。** 24年前4月贝特瑞份额23%，较23全年微升0.6pct，仍居第一；二线厂商分化进一步加剧，璞泰来市占率下滑3.3pct，份额丢失明显，广东凯金、翔丰华份额微降0.4-0.7pct，杉杉、尚太份额提升0.6-0.7pct，中科提升1.1pct；三线厂商东岛、坤天、金汇能等逐步起量。

图：负极总体产量变化（万吨）及同比增速（右轴，%） 图：23年&24年前4月负极产量份额占比及变化（%）



负极：24年行业供给过剩，但龙头厂商已率先满产

- ◆ **龙头厂商已率先满产，行业内新增产能24H2陆续释放，预计25年产能利用率拐点。**下游需求Q2起环比高增长，头部厂商如贝特瑞、杉杉、尚太科技、中科电气目前均基本满产，璞泰来老产能也已满产，而行业新产能大部分将于2H开始释放，其中，璞泰来10万吨、中科5万吨预计Q3释放，尚太10万吨、杉杉20万吨预计Q4释放，预计25年贡献新增量，我们测算24年负极全球有效供给228万吨，而需求164万吨，产能利用率72%；25年供给270万吨，同增25%，而需求200万吨，同增21%，产能利用率将升至74%。

表：负极主流厂商及全行业产能梳理（万吨）

企业名称	2022年底	2023年底	2024年底	2023有效产能	2024有效产能	2025有效产能
璞泰来	15	25	35	20	25	27
杉杉股份	33.0	33.0	43.0	27.0	32.0	42.0
贝特瑞	40.5	50.0	78.0	39.0	46.8	58.8
东莞凯金	18.5	28.5	28.5	15.5	21.5	28.5
中科电气	22.5	25.7	33.0	17.4	25.7	30.2
翔丰华	6.0	6.0	6.0	6.0	8.0	10.0
江西正拓	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4
深圳斯诺	3.5	3.5	3.5	3.0	3.0	3.0
尚太科技	13.0	24.0	34.0	20.0	18.5	26.0
四川金泰	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
安徽美锦碳材	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
坤天新能源	5.0	5.0	5.0	5.0	10.0	15.0
国轩高科	10.0	10.0	10.0	5.0	5.0	5.0
索通发展		2.5	5.0	1.5	5.0	7.5
合计	182.9	247.6	315.4	209.8	265.4	315.4

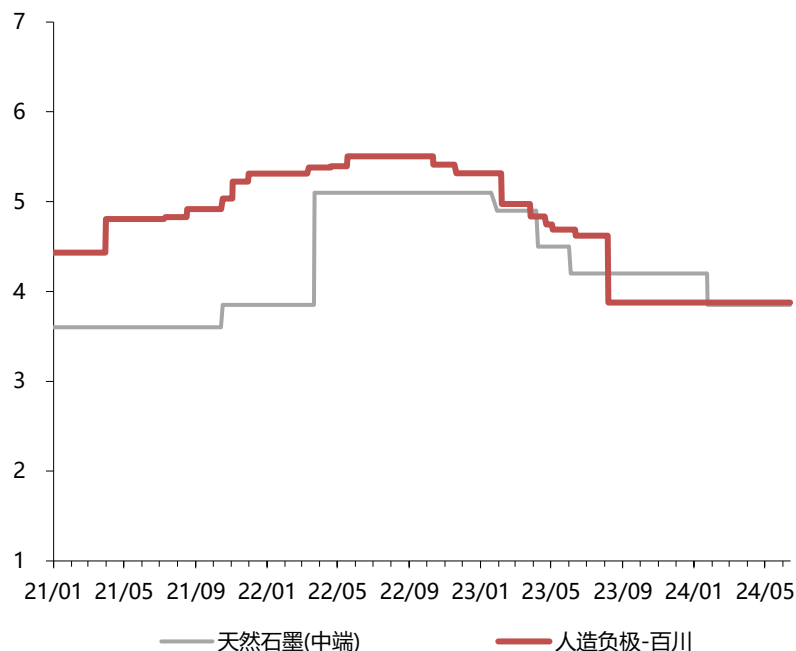
表：负极供需测算

	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年E	2025年E
全行业有效供给（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	163.8	200.0
过剩（万吨）	16.6	7.8	4.4	46.8	64.5	70.0
产能利用率	71%	90%	96%	74%	72%	74%

负极：2H负极招标价格上涨，预计盈利边际改善

- ◆ **1H24价格底部确认，2H头部厂商低端负极招标价格上涨。**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，行业内基本只有尚太盈利，部分龙头出现亏损，3月行业产能利用率回升后低端产品价格上涨10%，2H低端负极招标价格再普涨10-15%，行业底部信号明确。
- ◆ **Q1盈利底部确认，H2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）



表：负极主流企业单位盈利对比（万元/吨）

	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
璞泰来	1.3	0.9	0.9	0.35	-0.55	-0.62	0
尚太科技	1.2	0.95	0.95	0.6	0.38	0.35	0.43
中科电气	0.51	-0.02	-0.54	0.07	0.21	0.29	0.08
杉杉股份	0.60	0.40	0.40	0.30	0.00	-0.29	-0.40
贝特瑞	0.33	0.25	0.23	0.35	0.33	0.27	0.21

- ◆ **尚太石墨化工艺降本贡献成本差异，长期龙头成本优势维持。**尚太科技24年1月1日山西优惠电价已到期，单吨成本预计上升0.05-0.1万/吨，主要在Q2体现，但产能利用率提升摊薄成本，叠加单吨用电量优势维持，与二线仍可保持0.3万/吨+的成本优势，当前行业价格战见底，预计后续单吨净利仍可维持0.3万/吨以上。
- ◆ **快充负极需求起量迅速，硅碳负极布局推进。**负极技术迭代24年起开始兑现，如尚太4c新产品配套占比快速提升，璞泰来硅基负极产能24年完成安装，25年分批投放，远期看，技术积淀深厚的龙头仍可领先市场。

图：石墨化主流成本拆分测算

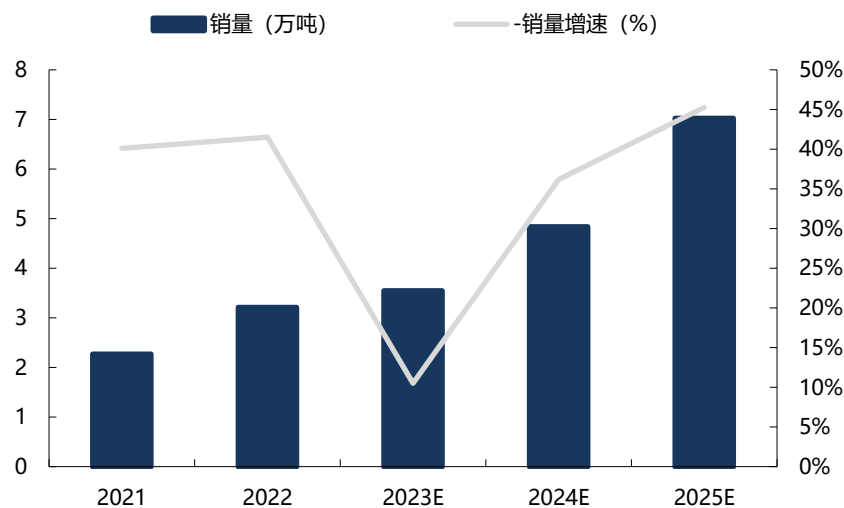
成本龙头				主流产能			
	单吨用量	单价 (元)	单吨成本 (元/吨)		单吨用量	单价 (元)	单吨成本 (元/吨)
电力 (kWh)	6,000	0.45	2,700	电力 (kWh)	10,000	0.45	4,500
石墨坩埚和电阻料 (元/吨)	2,600			石墨坩埚和电阻料 (元/吨)	3,500		
单位折旧 (元/吨)	500			单位折旧 (元/吨)	800		
单位员工费用 (元/吨)	400			单位员工费用 (元/吨)	400		
石墨化成本合计 (元/吨)	6,200			石墨化成本合计 (元/吨)	9,200		

- ◆ **宁德神行电池驱动平价快充落地，24年预计负极包覆材料添加比例提升至15%+。**24年Q1宁德神行电池开始装车，驱动平价快充落地，我们预计对包覆材料的添加比例将进一步提升至15%以上，带动负极包覆材料需求增速快于负极行业增速。
- ◆ **信德新材：公司低成本产能释放抢占份额，24年出货有望翻番增长。**公司为负极包覆材料龙头，23年价格战后市占率提升至60%+，公司Q2昱泰3万吨产能验证通过后抢占低温市场，公司已有产能7万吨，预计24年出货6-7万吨，同比翻番。看盈利，昱泰成本较北方低2000元左右，24年3月起已形成稳定出货，Q2预计可贡献利润，大连工厂产能利用率提升后高温产品单吨净利稳定，预计24年全年整体单吨净利可维持0.1万元左右。

图：包覆材料需求测算

	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
不同快充类型负极包覆技添加比例						
1C添加比例	5%	5%	5%	5%	5%	5%
2C添加比例	9%	9%	9%	9%	9%	9%
4C添加比例	13%	13%	13%	14%	14%	14%
包覆材料需求测算						
国内需求 (万吨)	4.12	5.57	7.05	9.81	11.81	13.96
海外需求 (万吨)	3.43	4.64	6.07	9.68	13.09	17.02
合计需求 (万吨)	7.5	10.2	13.1	19.5	24.9	31.0
添加比例	8%	9%	9%	10%	11%	11%

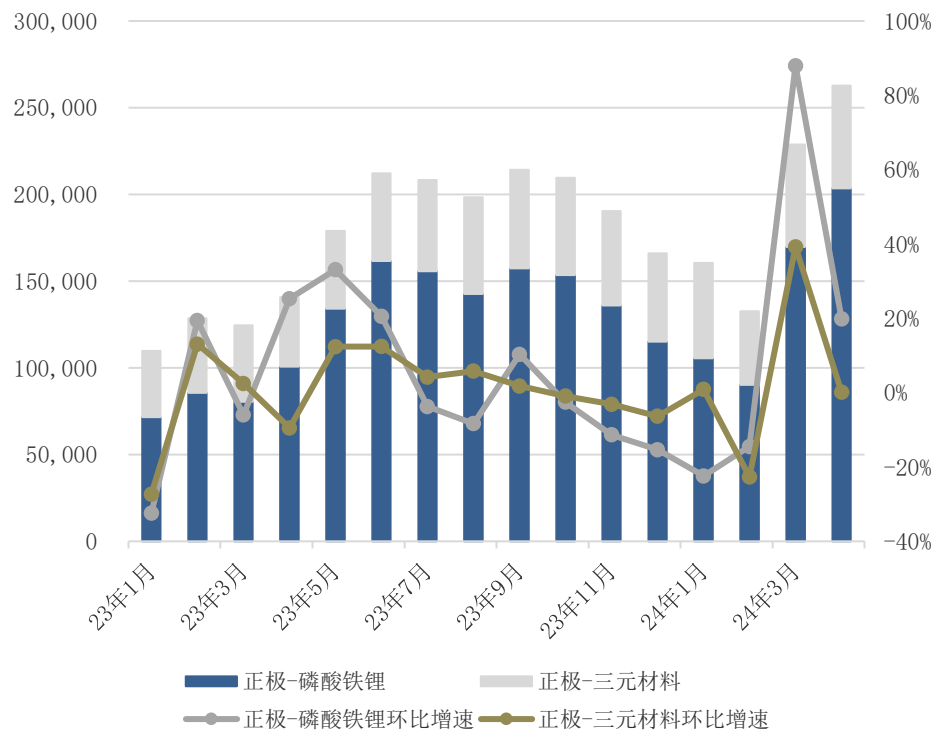
图：信德新材包覆材料出货（万吨）及增速（右轴，%）



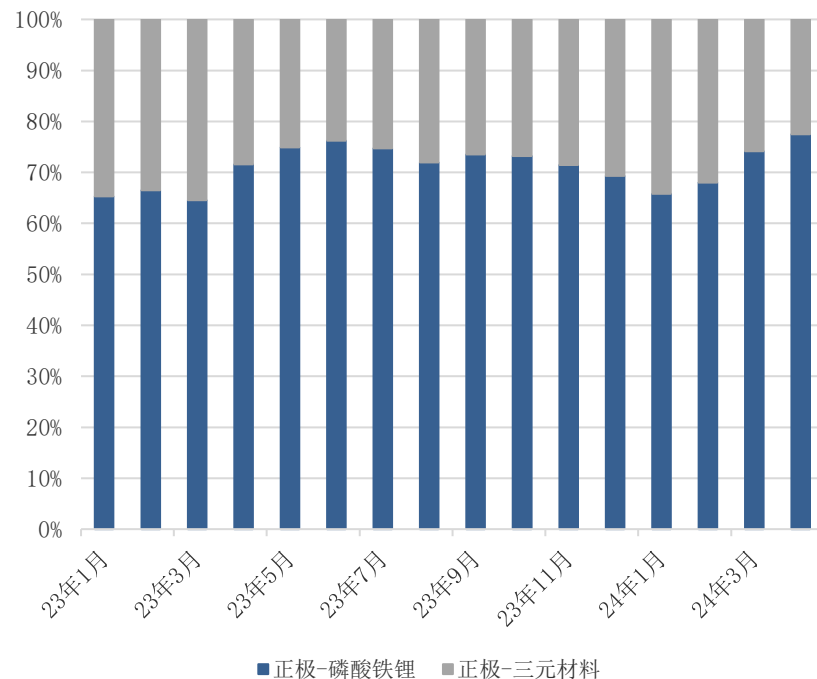
铁锂正极：产量维持同比高增长，全年预计同增40%+

- ◆ **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。
- ◆ **铁锂正极材料产量占总正极产量比例稳中有升。** 24年1-4月铁锂正极份额73%，较23年提升0.7pct。月度来看，年初以来铁锂份额逐月提升，4月份份额达77%。预计24年国内铁锂材料份额维持70%左右。

表：正极材料产量及环比增速（万吨）



表：正极材料份额变化



- ◆ **龙头份额持续提升，二线厂商分化，低端产品竞争趋于激烈。**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，低端产品竞争趋于激烈。

表 磷酸铁锂厂商竞争格局

单位：吨	2022年 出货量 (万吨)	市占率	2023年 出货量 (万吨)	市占率	2024年1-4月 出货量 (万吨)	市占率	市占率YoY 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

铁锂正极：行业扩产放缓，24H2供需格局改善

- ◆ **行业新增产能显著放缓，主流厂商海外扩产布局。** 24年新增产能来自23年底前投产，新建项目暂停，对应24年有效产能264万吨，同比增38%，而25年产能307万吨，同比仅增16%。后续扩产主要集中海外，裕能欧洲工厂一期5万吨预计25H2投产；龙蟠印尼规划12万吨，一期3万吨已投产，二期预计24年底建设。
- ◆ **行业产能利用率分化，尾部产能逐步出清，预计24H2供需格局改善。** 24年产能利用率74%，当前行业产能利用率分化，龙头厂商已满产，二线预计80%左右，尾部产能利用率较低，部分小厂未形成有效产能，24H2基本没有新增产能，预计行业产能利用率逐步提升，供需拐点前置。

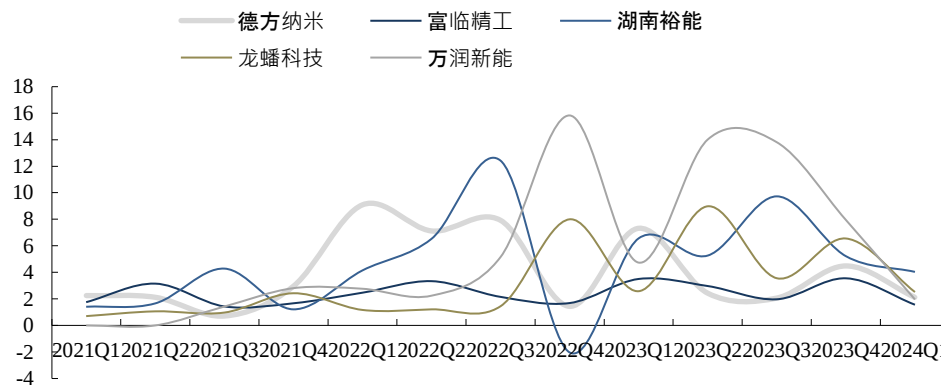
图：铁锂正极年底产能测算（万吨）

	2023年	同比	2024年E	同比	2025年E	同比
湖南裕能	55.3	37%	70.3	27%	80.3	14%
德方纳米	45.5	21%	56.5	24%	65.5	16%
万润新能	27.0	13%	36.0	33%	40.0	11%
龙蟠科技	30.15	99%	33.15	10%	39.15	18%
融通高科	30.5	205%	30.5	0%	30.5	0%
富临精工	15.0	0%	22.0	47%	22.0	0%
国轩高科	17.0	42%	17.0	0%	17.0	0%
贵州安达	15.0	67%	17.0	13%	17.0	0%
圣钒科技	10.0	33%	14.0	40%	14.0	0%
重庆特瑞	10.0	43%	10.0	0%	10.0	0%
丰元股份	8.5	143%	8.5	0%	8.5	0%
北大先行	8.0	0%	8.0	0%	8.0	0%
长远锂科	6.0	-	6.0	0%	6.0	0%
中伟与当升	5.0	-	5.0	0%	5.0	0%
比亚迪	4.0	0%	4.0	0%	4.0	0%
厦钨新能	2.0	-	2.0	0%	2.0	0%
合计	321.4	46%	383.4	19%	421.4	10%

图：铁锂国内供需测算

	2021年	2022年	2023年	2024年E	2025年E
供给（万吨）	43.1	114.6	191.8	264.4	307.2
需求（万吨）	37.1	94.6	145.1	196.9	255.4
过剩（万吨）	6.0	20.0	46.7	67.5	51.9
产能利用率	86%	83%	76%	74%	83%

图：铁锂国内厂商资本开支趋势（亿元）



铁锂正极：加工费底部确立，25年盈利拐点可期

- ◆ **24年Q1加工费跌至二线现金成本线，仅龙一赚钱，预计加工费底部明确。** 23年铁锂供给过剩，加工费持续下滑，24Q1铁锂加工费再降2-3k，低端产品加工费跌至1.5万以内，Q1行业不考虑碳酸锂价值损失情况下普遍亏损，仅龙头盈利，部分二线亏现金成本，加工费底部明确。
- ◆ **24H2低端产品价格小幅下行，预计高端产品加工费稳定，龙头企业产能利用率+一体化比例提升带动盈利恢复。** 24H2低端产品价格小幅下行1k左右，已亏现金成本，行业龙头已满产，预计高端产品加工费稳定，龙头24年单位盈利1-2k元，后续随着产能利用率提升，外加磷矿投产一体化比例提升，龙头净利有望恢复至0.2万元/吨左右。

图 铁锂正极加工费及价格走势（加工费为右轴）

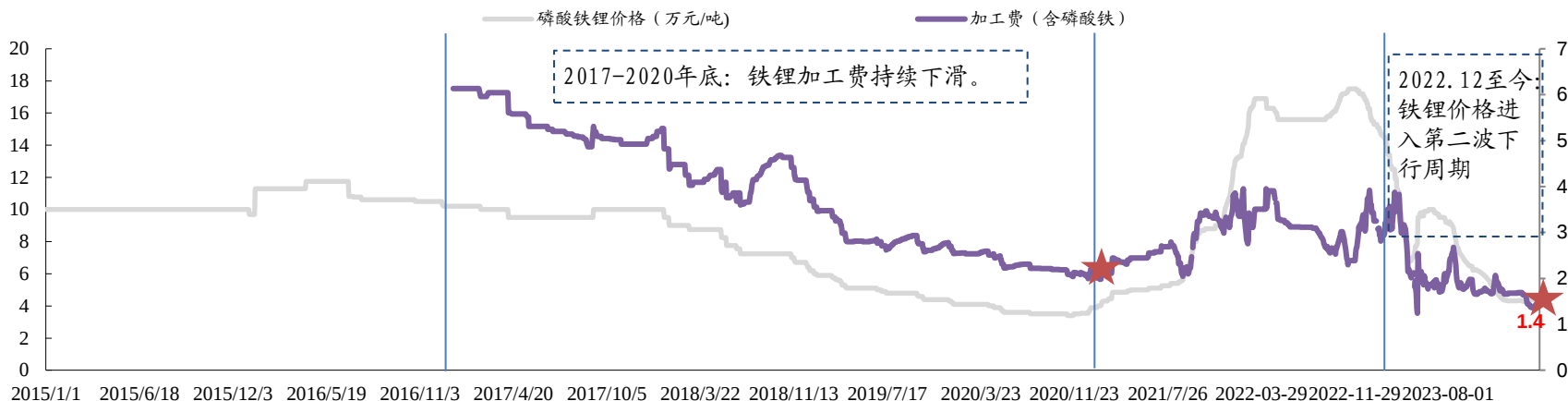
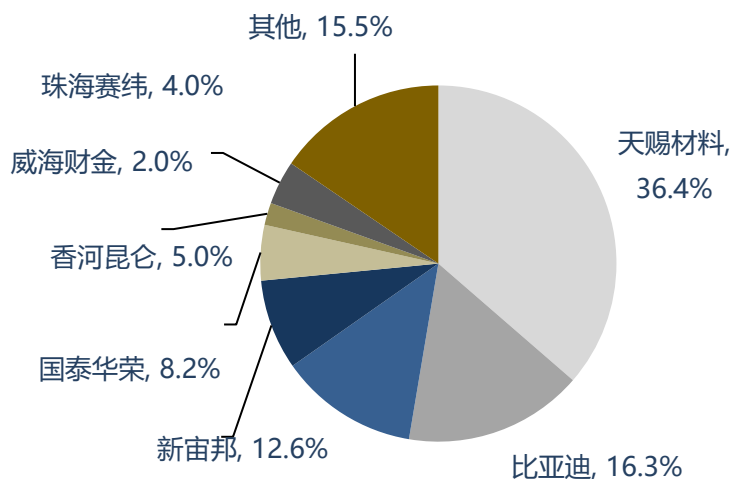


图 磷酸铁锂正极经营性单位盈利对比（万元/吨，不考虑资产减值损失）

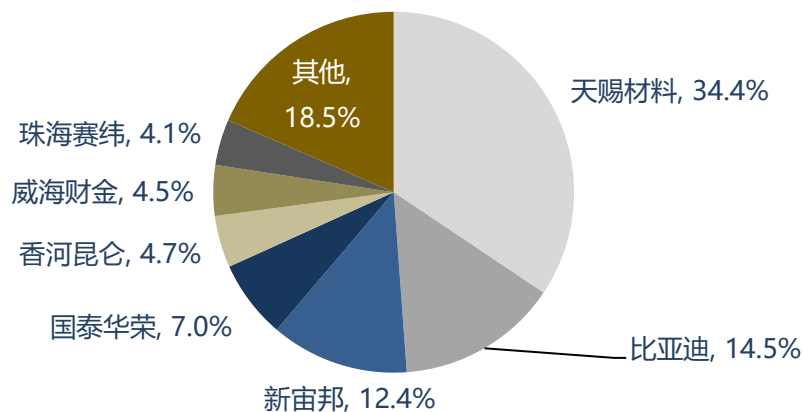
	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
德方纳米	-2.11	-0.76	0.07	-1.29	-0.1
湖南裕能	0.27	0.83	0.2	0.03	0.12
万润新能	-0.15	-2.01	-0.2	-1.2	-0.42

- ◆ **24年电解液竞争格局稳定，预计尾部出清，龙头份额稳中有升。** 24年电解液价格磨底中，龙头开始外售六氟，24年前4月天赐份额36%，较23全年降2pct，龙头地位仍稳固，比亚迪/新宙邦稳居前三，份额分别较23年降2pct至15%/12%。24年电解液价格处底部周期，新进入者如永太、石大胜华均亏损。天赐开始外供六氟，3月起产能利用率持续恢复。若考虑六氟折算电解液，我们预计24年天赐份额稳中有升，行业集中度进一步提高。

图：电解液2023年产量份额及变化（%）



图：电解液2024年1-4月产量份额及变化（%）



- ◆ Q2六氟头部三家产能利用率恢复明显，行业扩产普遍放缓，25年产能利用率将明显回升。我们预计24年行业有效供给27万吨，需求19万吨，产能利用率71%，其中天赐，多氟多Q2产能利用率已恢复60%+，天赐与宁德签订供货协议，Q3产能利用率预计可升至70%，天际满产；目前24年仅天际新增产能如期落地，其余均延期，我们预计25年行业有效供给30万吨，需求24万吨，产能利用率升至79%。

表：六氟磷酸锂行业产能（吨）

公司	2022年底	2023年底	2024年底	2025年底
韩国厚成	6,000	6,000	6,000	6,000
森田张家港	7,000	7,000	7,480	7,480
关东电化	4,500	4,500	4,500	4,500
瑞星化工	2,100	2,100	2,100	2,100
多氟多	55,000	65,000	75,000	95,000
天赐材料	62,000	110,000	110,000	110,000
金牛化工	1,500	1,500	1,500	1,500
江苏新泰材料	13,500	22,000	37,000	52,000
九九久	6,000	6,000	6,000	6,000
石大胜华	2,000	32,000	32,000	32,000
赣州石磊	4,000	4,000	4,000	4,000
永太科技	8,000	17,900	17,900	41,000
湖北宏源	8,000	8,000	8,000	8,000
东莞杉杉	2,000	2,000	2,000	2,000
滨化股份	1,000	1,000	1,000	1,000
其他	6,000	8,000	8,000	8,000
外资产能合计（吨）	19,600	19,600	20,080	20,080
国内自主合计（吨）	169,000	277,400	302,400	360,500
合计	188,600	297,000	322,480	380,580

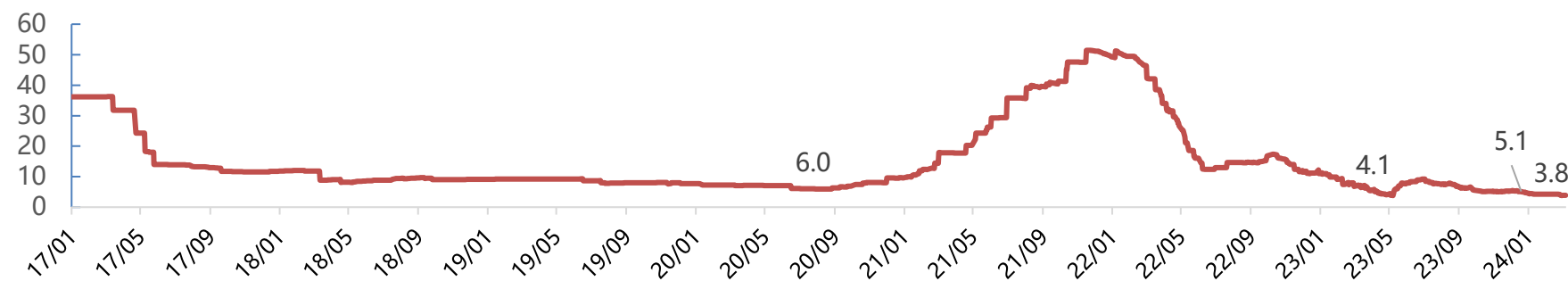
表：六氟磷酸锂行业供需测算（吨）

	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%

电解液：六氟加工费已降至二线现金成本

◆ 当前加工费4万元/吨，较年初下降1万元/吨+，低于上轮低点2万元/吨，已达到行业二线现金成本。考虑扣除碳酸锂成本的六氟加工费，我们用六氟价格-电池级碳酸锂价格*0.25拟合加工费变化，测算得当前加工费4万左右，与行业实际情况基本吻合，24年初电池厂议价，六氟加工费降低一万，龙二基本盈亏平衡，而上轮周期中龙二依然能保持盈利，本轮价格下跌较上轮周期更陡峭。我们测算当前龙一完全成本在6万/吨左右，加工成本（不含碳酸锂成本）接近3万/吨，龙二完全成本达6.6万/吨，当前六氟价格已达到龙二完全成本，龙三达到现金成本线，其余六氟厂商预计都将亏现金成本。

图：六氟加工费测算（万元/吨）（六氟价格-碳酸锂成本拟合）

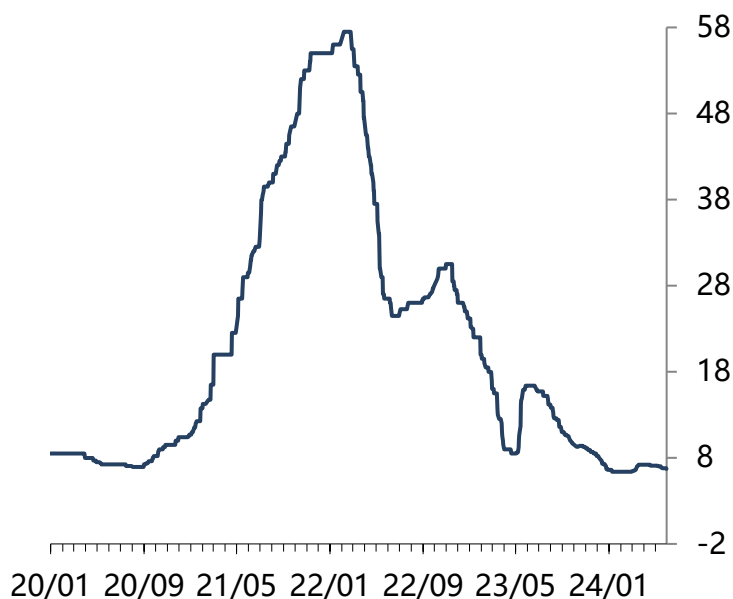


龙一				龙二				龙三			
原材料	单吨用量	单价	单吨成本	原材料	单吨用量	单价	单吨成本	原材料	单吨用量	单价	单吨成本
	(吨)	(万元/吨)	(万元/吨)		(吨)	(万元/吨)	(万元/吨)		(吨)	(万元/吨)	(万元/吨)
多聚磷酸	0.8	0.6	0.5	无水氟化氢	1.9	0.9	1.7	无水氟化氢	1.20	0.97	1.16
高纯碳酸锂	0.3	9.7	2.4	工业级碳酸锂	0.3	9.4	2.5	氟化锂	0.18	18.0	3.24
发烟硫酸	3.0	0.1	0.2	五氯化磷	1.4	0.6	0.8	五氯化磷	1.40	0.55	0.77
无水氟化氢	1.5	1.0	1.5	氢氧化钠	0.1	0.4	0.0	氢氧化钠	0.09	0.4	0.04
原材料成本 (万/元)	4.5			原材料成本 (万/元)	5.1			原材料成本 (万/元)	5.21		
单位折旧 (万/吨)	0.2			单位折旧 (万/吨)	0.3			单位折旧 (万/吨)	0.4		
单位制造费用 (万/吨)	0.5			单位制造费用 (万/吨)	0.7			单位制造费用 (万/吨)	0.8		
单位员工费用 (万/吨)	0.1			单位员工费用 (万/吨)	0.1			单位员工费用 (万/吨)	0.2		
六氟成本合计(万元/吨, 含税)	5.3			六氟成本合计(万元/吨, 含税)	6.2			六氟成本合计(万元/吨, 含税)	6.6		

数据来源：GGII，东吴证券研究所

- ◆ 六氟价格见底后已伴随碳酸锂涨价小幅反弹，至24年6月报价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原材料降价，需求端暂稳，六氟价格略有波动，至6月价格波动至6.5-6.6万元/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+。

图：6F价格变化趋势（万元/吨）



图：碳酸锂价格及六氟加工费敏感性测算（万元/吨）

加工费 碳酸锂价格	3.50	3.60	3.70	3.80	3.90	4.00	4.10	4.20
7.50	5.38	5.48	5.58	5.68	5.78	5.88	5.98	6.08
8.00	5.50	5.60	5.70	5.80	5.90	6.00	6.10	6.20
8.50	5.63	5.73	5.83	5.93	6.03	6.13	6.23	6.33
9.00	5.75	5.85	5.95	6.05	6.15	6.25	6.35	6.45
9.50	5.88	5.98	6.08	6.18	6.28	6.38	6.48	6.58
10.00	6.00	6.10	6.20	6.30	6.40	6.50	6.60	6.70
10.50	6.13	6.23	6.33	6.43	6.53	6.63	6.73	6.83
11.00	6.25	6.35	6.45	6.55	6.65	6.75	6.85	6.95

◆ **电解液龙头盈利好于竞争对手，后续产能利用率提升+六氟外供，预计单位盈利稳中有升。**24年电解液产能过剩持续，电解液Q2跌超二线盈亏平衡线，预计全行业盈利触底，天赐受益于液体六氟100%自供，单吨2万成本优势长期维持，且转售六氟及LIFSI领先布局增厚利润，24Q1单吨净利仍有0.11万元/吨微利。公司Q1起开始外供六氟，添加剂DTD、ODFP等新增产能落地，我们预计24H2起单位盈利有望回升，明年维持0.2万/吨+。

图：电解液厂商单位盈利差异（万元/吨）

电解液	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E
天赐材料	1.27	1.05	0.75	0.6	0.38	0.3	0.1	0.1
新宙邦	0.85	0.40	0.20	0.12	0.12	0.08	0.00	0.00

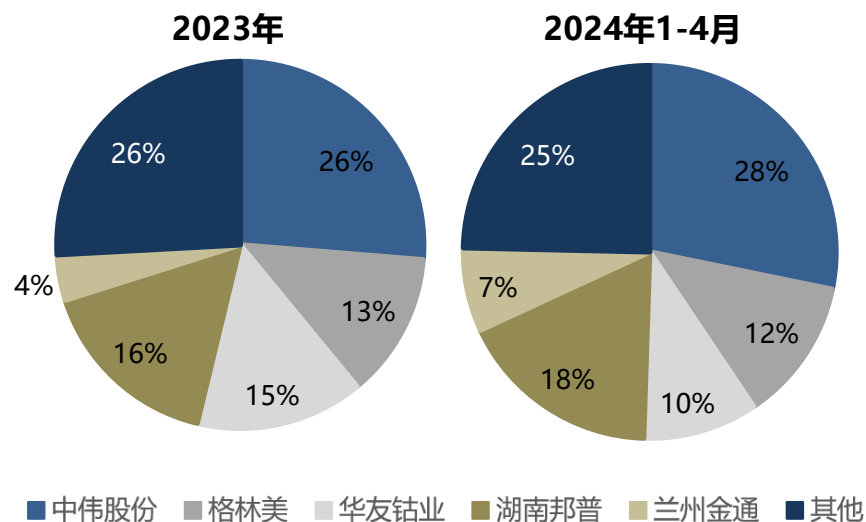
三元前驱体：受三元需求较弱影响，行业大幅过剩

- ◆ **24年产能利用率仍维持低位，但扩产有所放缓。** 24年新增供给23万吨+，新增需求约10万吨，产能利用率仍维持低位56%。24年产能扩建放缓，25年供需格局或有改善。
- ◆ **24年中伟和邦普份额提升，华友份额下降明显。** 24年1-4月中伟产量占比28%，相比23年提升2pct，邦普占比18%，提升2pct，华友占比10%，下降5pct。

图：前驱体厂商产能规划（万吨）

	2022有效产能	2023有效产能	2024有效产能	2025有效产能
中伟股份	30.0	40.0	40.0	44.0
格林美	19.0	26.0	26.0	26.0
华友钴业	11.8	27.0	37.0	50.0
邦普	8.0	15.0	20.0	30.0
芳源股份	4.0	6.0	8.0	10.0
帕瓦股份	1.6	2.5	4.3	5.0
长远锂科	3.0	4.0	6.0	8.0
容百	3.0	5.0	6.0	6.0
当升科技	0.5	0.5	0.5	0.5
长信优美科	5.0	6.0	6.0	6.0
金川集团	5.0	5.0	7.0	10.0
中冶瑞木	4.0	6.0	8.0	10.0
道氏技术	6.0	10.0	10.0	10.0
其他	15.0	20.0	20.0	20.0
合计	115.9	173.0	198.8	235.5

图：前驱体厂商份额及变化（按产量）



图：全球前驱体供需平衡测算

	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
供给（万吨）	65.7	104.3	155.7	178.9	212.0
需求（万吨）	68.1	85.5	90.0	99.8	112.7
过剩（万吨）	-2.4	18.9	65.7	79.2	99.3
产能利用率	104%	82%	58%	56%	53%

三元前驱体：镍冶炼产能释放，一体化比例提升

- ◆ **龙头厂商镍冶炼产能逐步释放，富氧侧吹项目进展顺利，一体化比例加速提升。**中伟股份5月中青2条线+NNI 4条线达标达产，6月产能达1万吨/月，自供率40-50%，9月NNI另4条线达产，月产能达1.4万吨；24年底到25年初新增中青二期4条线6万吨富氧侧吹产能，25年底NNI再扩产6-8条线10万吨富氧侧吹，25年底总产能30-34万吨，权益20万吨，自供率90%+。华友钴业24年华飞12万吨有望实现满产，全年镍冶炼出货有望24万金吨左右（权益13万金吨+）。格林美23年一期3万吨达产超产，预计24年贡献4万吨以上，二三期逐步投产，24年内总产能达到12万吨，25Q1产能达15万吨。

图：前驱体公司镍资源布局情况（镍金属量，万吨）

公司	项目	股权	技术	设计产能	权益产能	23年有效产能E	24年有效产能E	25年有效产能E	23年权益产能E	24年权益产能E	25年权益产能E	投产时间
华友钴业	华越	华友57%，青山10%	湿法	6	3.4	6	6	6	3.4	3.4	3.4	22年上半年已达产
	华飞	华友51%，亿纬17%	湿法	12	6.1	3.5	12	12	1.8	6.1	6.1	23年5-8月陆续投料
	华科	华友70%，青山30%	RKEF	4.5	3.2	4	4.5	4.5	2.8	3.2	3.2	22年11月开始产出高冰镍，23Q1末基本达产
	华山	华友68%，青山32%	湿法	12	8.2	-	-	-	-	-	-	待定
	Pomalaa	淡水河谷、福特、华友	湿法	12	-	-	-	-	-	-	-	待定
	Sorowako	淡水河谷、华友	湿法	6	-	-	-	-	-	-	-	待定
	合计			52.5	20.9	13.5	22.5	22.5	8.0	12.7	12.7	
中伟股份	中青一期	中伟70%，青山30%	富氧侧吹	2	1.4	-	1.3	2	-	0.9	1.4	24年5月达产
	中青二期		富氧侧吹	6	4.2	-	-	3	-	-	2.1	24年底-25年初投产
	NNI一期	中伟67%	RKEF	10	6.7	-	4.2	10	-	2.8	6.7	4条24年5月达产，4条9月达产
	NNI二期		富氧侧吹	10	6.7	-	-	-	-	-	-	25年底投产
	德邦和翡翠湾	中伟50.1%	RKEF	5.5	2.8	2	5.5	5.5	1.0	2.8	2.8	2023年1、2、3月三个阶段投产
	合计			18	12.6	2	11.0	20.5	1.0	6.5	13.0	
格林美	青美邦一期	格林美63%	湿法	3	1.9	2.7	4	4	1.7	2.5	2.5	23年达产
	青美邦二、三期	格林美55%	湿法	12	6.6	-	2	9	-	1.1	5.0	24年内投产9万吨，25年初投产3万吨
	合计			15	8.5	2.7	6	13	1.7	3.6	7.5	

◆ **龙头24年自供比例预计进一步提升，利润弹性明显。**按镍板算，中伟股份RKEF全成本1.35-1.4万美金，中青一期富氧侧吹全成本1.3-1.35万美金，二期成本有望下降1000美金左右，加工成硫酸镍成本相比镍板减少1200美金。假设镍价1.8万美金，镍板利润4000-4500美金，硫酸镍利润2500-3000美金（考虑折扣），24年以镍板为主，贡献12-14亿元利润。华友钴业湿法全成本1.3万美金左右，火法全成本1.6万美金左右，预计24年贡献20亿元+，利润弹性明显。

图：主流公司镍冶炼利润增量测算

	中伟股份		华友钴业	
	火法（RKEF）	火法（富氧侧吹）	湿法	火法
镍价（万美金/金吨）	1.8	1.8	1.8	1.8
硫酸镍折扣	85%	85%	85%	85%
镍矿到硫酸镍成本（万美金/金吨）	1.28	1.23	1.2	1.5
硫酸镍到镍板加工成本（万美金/金吨）	0.12	0.12	0.12	0.12
镍板全成本（万美金/金吨）	1.4	1.35	1.32	1.62
硫酸镍单吨利润（万美金/金吨）	0.25	0.3	0.33	0.03
镍板单吨利润（万美金/金吨）	0.4	0.45	0.48	0.18
24年镍权益出货量（万金吨）	5.6	0.9	9.5	3.2
24年镍板权益出货量（万金吨）	5		5	
24年镍板利润贡献（税前，亿元）	12.8		14.2	
24年硫酸镍利润贡献（税前，亿元）	3.6		13.7	
24年利润增量贡献（税前，亿元）	16.4		27.9	
所得税率	15%		15%	
所得税（亿元）	2.5		4.2	
24年利润增量贡献（税后，亿元）	14.0		23.7	

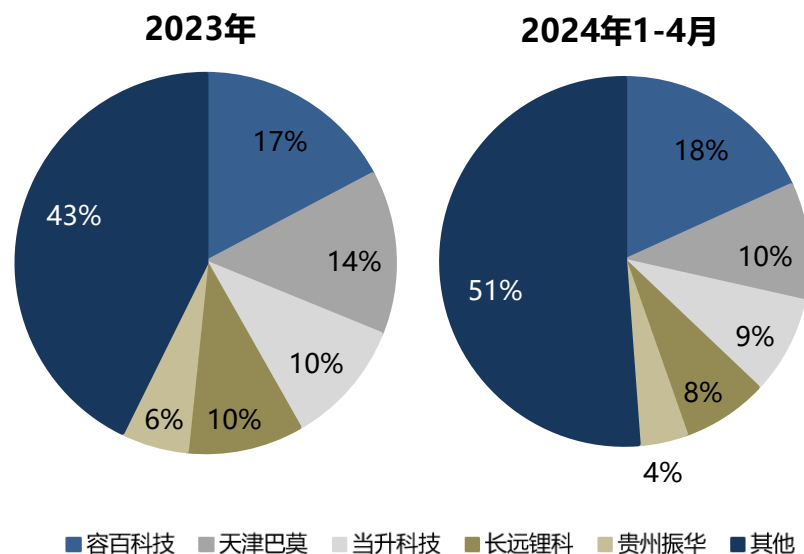
三元正极：24年供给过剩持续，加工费稳定年降

- ◆ **产能利用率维持低位，后续产能增量主要落地欧洲，加工费持续年降。**24年行业新增供给24万吨，且后续行业扩产主要集中在欧洲，行业产能利用率小幅下降至62%，25年产能利用率预计基本稳定。24H1加工费稳定年降1-3k/吨，目前中镍加工费1.5万左右，高镍加工费2.1万左右，进一步下降空间有限。

图：三元正极厂商产能规划（万吨）

	2022有效产能	2023有效产能	2024有效产能	2025有效产能
杉杉股份	5.0	7.0	7.0	7.0
长远锂科	8.0	10.0	12.0	12.0
天津巴莫	8.0	12.0	15.0	18.0
厦门钨业	5.0	6.5	8.0	10.0
当升科技	4.8	6.8	10.8	11.8
容百	12.0	17.0	19.0	23.0
格林美	1.1	1.1	1.1	1.1
振华新能源	5.0	6.6	8.2	8.2
贝特瑞	4.0	6.0	6.0	6.0
桑顿新能源	1.1	1.1	1.1	1.1
新乡天力	2.0	2.0	2.0	2.0
南通瑞翔	4.0	4.0	4.0	4.0
广东邦普	5.0	5.0	10.0	15.0
青岛乾运	0.5	0.5	0.5	0.5
科恒股份	1.1	1.1	1.1	1.1
合计	66.4	86.5	105.6	120.6

图：三元正极份额及变化（按产量）



图：全球三元正极供需平衡测算

	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
供给（万吨）	78.8	120.9	135.6	160.1	187.1
需求（万吨）	68.1	85.5	90.0	99.8	112.7
过剩（万吨）	10.7	35.5	45.6	60.3	74.5
产能利用率	86%	71%	66%	62%	60%

- ◆ **Q1单吨盈利见底，Q2产能利用率小幅提升，盈利有望逐步好转。** Q1部分厂商出现亏损，主要受到产能利用率下降影响。容百3月开工率提升后已实现扭亏，Q2起单吨利润开始好转，预计全年单吨利润有望达到0.5万元；当升盈利水平仍大幅领先行业平均，下半年部分新项目逐步放量，海外客户占比有望恢复，全年盈利水平维持1万元/吨；振华Q2起排产恢复，随着新产品放量，全年单吨利润有望实现0.2-0.3万元。
- ◆ **海外盈利水平明显高于国内，龙头加速海外布局。** 海外市场加工费高，且基本稳定，当升科技Q1由于国际客户项目换档导致海外占比降至30-40%，全年海外出货占比预计40%+，仍高于同行。容百Q1国际客户出货占比近20%，韩国工厂上半年完成核心客户认证且小批量产，月出货量达百吨级，预计Q3起大规模量产，至年底月出货量近千吨，海外出货占比将持续提升。

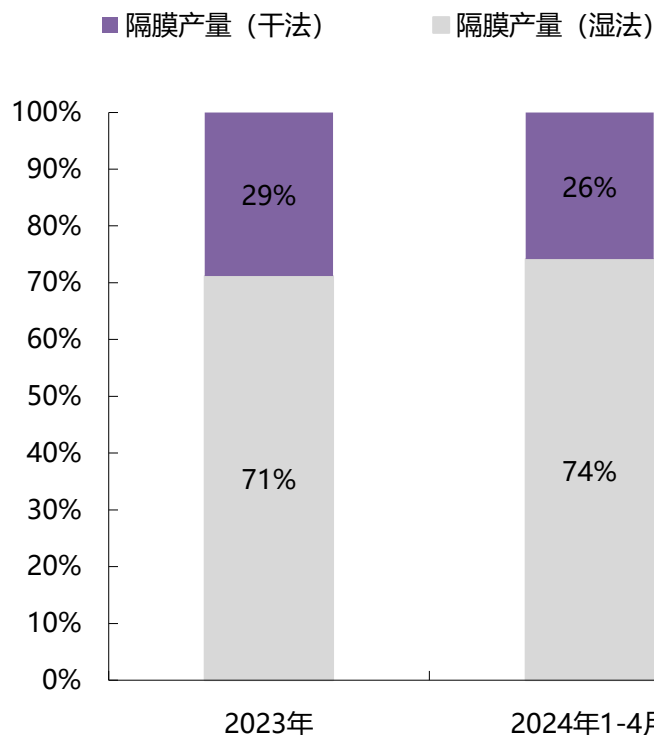
图：主流公司历史盈利趋势（万元/吨）

	2019	2020	2021	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
容百科技	1.29	0.60	1.49	1.60	2.45	0.78	1.40	1.20	0.36	0.88	-0.12	-0.12
当升科技	1.93	0.73	1.65	2.30	3.90	3.92	3.52	2.98	3.95	3.00	2.80	1.20
振华新材	0.19	-1.88	1.21	3.11	3.24	2.36	2.74	1.09	-1.77	0.73	0.50	-2.0
厦钨新能	0.38	0.51	0.71	0.82	1.38	1.35	1.25	0.92	0.75	0.70	0.42	0.42
长远锂科	1.03	0.65	1.58	1.85	2.97	1.85	2.08	-0.30	0.34	-0.03	-1.01	0.05

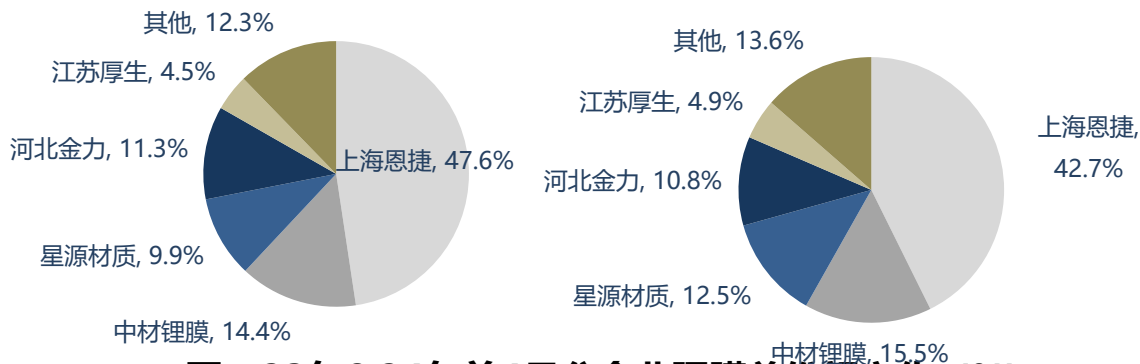
隔膜：24年1-4月湿法份额回升，竞争加剧

- ◆ **Q1干法隔膜份额有所下滑，湿法隔膜占比70-75%左右。**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，后续占比预计稳定。
- ◆ **24年加速洗牌，龙一市占率小幅下降，二线放量崛起，干法小厂竞争加剧。**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。

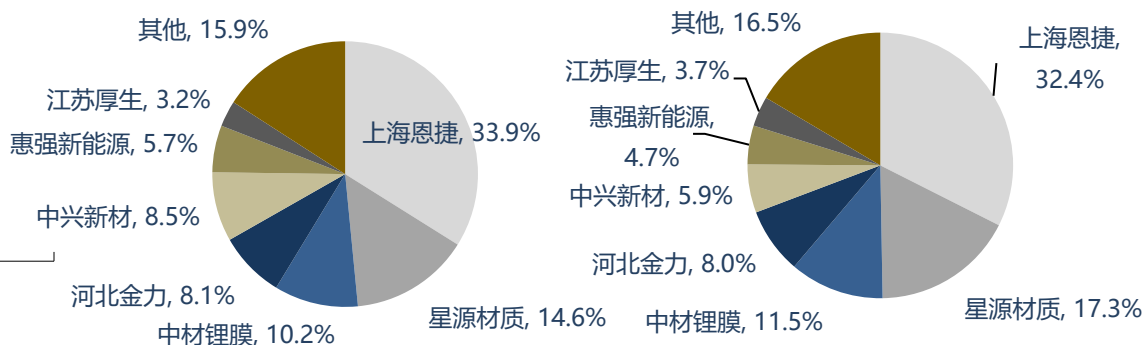
图：23年&24年前4月干湿法份额变化 (%)



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 (%)



隔膜：行业出清较慢，后续扩产预计将放缓

- ◆ **24年隔膜供给过剩加剧，且行业出清较慢，产能利用率预计降至76%。**24年预计供给超340亿平，增34%，需求260亿平，产能利用率76%，同降6pct；隔膜出清速度相对其他环节较慢，25年供需格局改善可能性小，25年预计供给420亿平，同增22%，需求316亿平，产能利用率微降1pct至75%。
- ◆ **24年龙头厂商放缓扩产节奏，后续新增产能逐步减少。**24年头部厂商规划较大，后续已逐步放缓扩产节奏，如恩捷新增16条线，主要放在下半年落地，有效新增产能10亿平，星源新增10亿平湿法及5亿平干法，较年初节奏也有放缓；蓝科涂，璞泰来等二三线厂商产能释放推后，后续新增产能将明显减少。

图：隔膜行业供需格局（亿平）

企业名称	2022有效产能（基膜成品）	2023有效产能（基膜成品）	2024有效产能（基膜成品）	2025有效产能（基膜成品）
上海恩捷	55.8	72.3	90.8	103.8
星源材质	16.9	33.8	53.5	59.8
中材科技	14.8	20.8	34.8	39.8
沧州明珠	2.8	3.3	4.3	5.3
璞泰来	1.2	3.0	10.0	15.0
比亚迪	2.1	2.1	2.1	2.1
北大先行	1.0	1.0	2.0	2.0
天津东皋	1.1	1.1	1.1	1.1
鸿图隔膜	2.5	2.5	3.5	5.5
中科科技	1.3	1.3	1.3	1.3
金辉高科	0.8	0.8	0.8	0.8
河南义腾	1.8	1.8	1.8	1.8
三门峡兴邦	0.1	0.1	0.1	0.1
河北金力	6.0	10.0	15.0	20.0
东航光科	0.4	0.4	0.4	0.4
中兴新材	10.7	20.0	25.0	30.0
南通天丰	0.6	0.6	0.6	0.6
康辉新材		0.1	5.0	10.0
中科华联	1.5	3.0	8.0	15.0
厚生新能源	5.0	10.0	10.0	15.0
博盛新材		6.0	9.4	12.4
武汉惠强	6.0	10.0	15.0	20.0
产能合计	131.9	204.0	282.0	343.3
	2022年	2023年	2024年E	2025年E
全行业有效供给（亿平）	176.5	256.3	342.7	419.6
需求（亿平）	159.9	210.1	259.4	316.0
过剩（亿平）	16.6	46.2	83.2	103.6
产能利用率	91%	82%	76%	75%

- ◆ **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预计价格处于历史底部企稳，单平利润随着产能利用率提升，预计恢复至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。
- ◆ **8m线落地降低生产成本，后续设备国产替代加速，为后续降本主要路径。**星源24年新增产能主要为8m大线，单线产出提升至2.5亿平，恩捷8m线预计25年落地，整体成本可降30%左右，此外湿法端恩捷自研设备首条产线预计25年上车，优化成本50%，稳态降本30%；星源后端涂覆分切进展顺利，24年湿法萃取环节可自供，长期看降本增效仍有空间。

图：隔膜价格变化趋势（万元/吨）

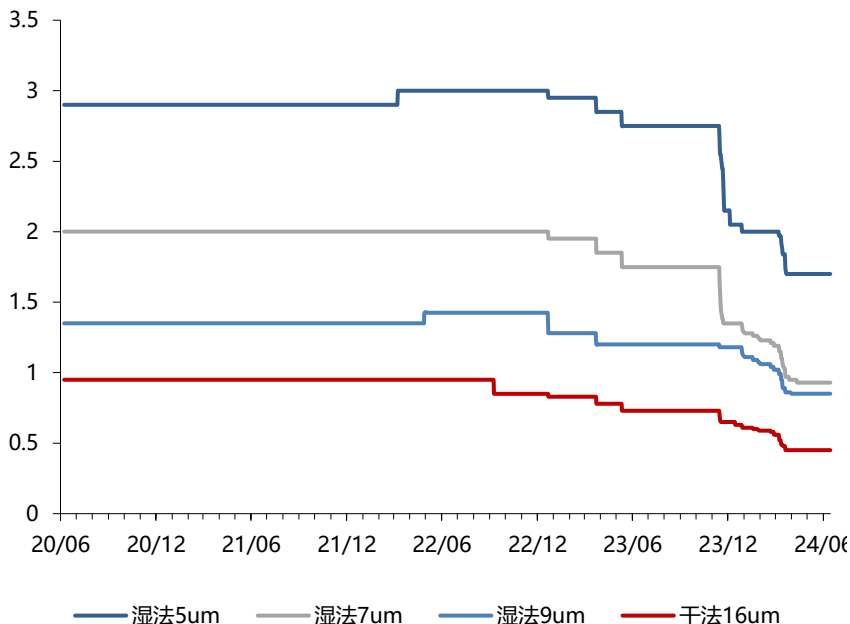


表 主流厂商隔膜厂商单平盈利对比（元/平）

	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E
恩捷股份	0.9	0.7	0.6	0.6	0.5	0.3	0.13	0.2
星源材质	0.46	0.43	0.4	0.33	0.33	0.05	0.15	0.2
璞泰来	0.217	0.21	0.22	0.22	0.22	0.2	0.2	0.2

- ◆ **产品价格稳定，单位盈利有望维持0.3万+，25年海外市场有望带动盈利提升。**天奈24H1一代产品占比40%左右，二三代各占30%，Q1由于客户结构变化，低价订单占比提升，单吨扣非净利3000元+，环降25%左右，下半年高盈利订单占比预计提升，单位盈利有望维持0.3万/吨+。公司积极布局海外市场，美国1万吨和欧洲3000吨碳管浆料项目筹建中，激励目标24-25年海外销量增长20%/40%。
- ◆ **天奈科技加码单壁碳纳米管预计25年开始贡献增量。**第五代单壁碳纳米管只需少量添加即可显著增强材料性能，22年6月公司公告新增450吨单壁碳纳米管，每期150吨。目前10吨产能已建成，有望下半年供货日本客户。

图：天奈科技季度价格和单吨利润（万元/吨）

天奈科技	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
均价（含税）	4.42	3.47	2.86	2.73	2.86	2.79	2.31
单吨利润	0.90	0.67	0.30	0.30	0.40	0.48	0.34

图：主要导电剂厂商产能规划（万吨）

	2022有效	2023有效	2024有效	2025有效
天奈科技	5.2	8.0	9.0	11.0
LG化学	2.2	4.6	5.8	8.8
卡博特	1.3	1.3	3.8	6.3
道氏技术	3.0	5.0	6.5	6.5
莱尔科技			1.0	1.8
黑猫股份		2.5	6.0	10.0
集越纳米	1.2	1.5	2.0	2.0
无锡东恒	0.6	0.8	1.0	1.0
捷邦科技	1.0	2.0	3.6	3.6
曲靖飞墨	1.3	1.3	1.3	1.3
Nanocyl SA	1.0	1.0	1.0	1.0
OCSiAl	0.2	0.2	0.3	0.4
主流厂商合计	17.0	28.2	41.3	53.7

图：导电剂供需平衡测算

	2022年	2023年	2024年	2025年
全行业有效供给（万吨）	19	34	50	59
需求（万吨）	19	26	32	40
过剩（万吨）	0	8	17	19
产能利用率	99%	77%	66%	68%

铝箔：加工费基本见底，后续盈利有望维持稳定

- ◆ **23H1电池箔加工费下降0.2万/吨，H2加工费保持稳定，盈利基本稳定。**上半年加工费降至1.2-1.3万，导致行业单位盈利进一步下行。鼎胜新材Q1单吨扣非利润降至0.2万元，环比下降0.1万元，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。
- ◆ **24年供给过剩加剧，25年供需格局改善。**我们测算24年行业新增供给约33万吨，高于新增需求量，产能利用率下滑至65%，行业竞争加剧，目前加工费已基本见底；25年产能利用率提升至73%，加工费有望恢复。

图：电池铝箔厂商产能规划（万吨）及供需平衡测算

	21年有效产能	22年有效产能	23年有效产能	24年有效产能	25年有效产能
鼎胜新材	5.5	12	28	28	28
华北铝业	3	3.5	5	5	5
南山铝业		2.1	2.1	2.1	2.1
万顺新材		1.5	3	12	17
天山铝业			4.5	19	22
神火股份		5.5	5.5	10	11.5
永杰新材	1	1	1	1	1
厦门厦顺	1	2	2	2	2
东阳光		1.2	3	6.2	8
国内其他	1	2	4	4	4
海外其他	5.16	5.54	6.05	7.70	10.50
合计	16.7	36.3	64.2	97.0	111.1

	2021年	2022年	2023年E	2024年E	2025年E
全球供给（万吨）	16.7	36.3	64.2	97.0	111.1
全球需求（万吨）	20.2	34.3	49.2	62.7	80.8
过剩（万吨）	-3.6	2.1	15.0	34.3	30.3
产能利用率	121%	94%	77%	65%	73%

图：鼎胜新材电池箔盈利

鼎胜新材	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
电池箔单吨利润（万/吨）	0.65	0.65	0.50	0.40	0.35	0.25	0.20

- ◆ **铜箔价格调整时间已近2年，但行业格局较分散，产能出清仍需时间。**2024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亏损，但由于行业为重资产出清较慢，预计24年将底部盘整。**截至24年6月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。

图 8um铜箔加工费、6um铜箔加工费下降

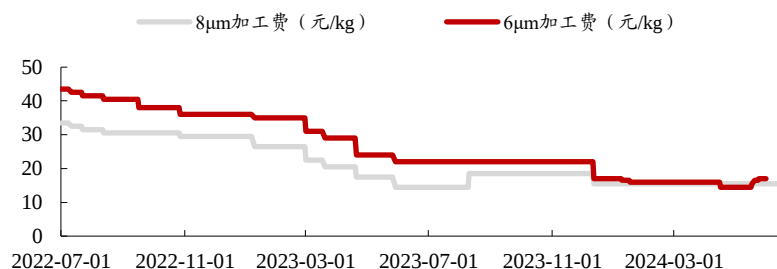
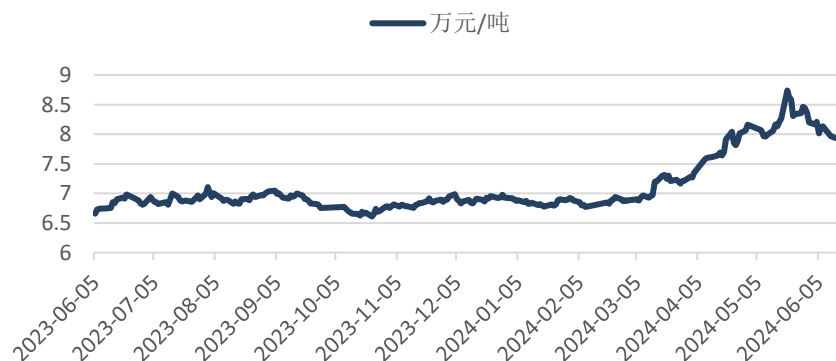


图 铜价走势 (万元/吨)



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
产能利用率	84%	83%	82%	81%

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

新技术：关注固态电池和复合集流体

- ◆ 从应用端看，半固态电池迎来产业化元年，从低空经济、手机消费、新能源汽车三大领域，均有持续催化因素。
- ◆ eVTOL：3月5日，低空经济首次纳入政府工作报告，标志着政策与产业共振，eVTOL迎来发展黄金期，对电池具备高能量密度、高倍率的诉求，3月27日，四部门发布《通用航空装备创新应用实施方案》指出，推动400Wh/kg级航空锂电池投入量产，实现500Wh/kg级航空锂电池产品应用验证。
- ◆ VIVO X Fold3：3月26日，vivo率先发布手机半固态电池技术，在二代硅技术加持下，显著提升能量密度，创下了大折叠机型的轻薄新纪录，此外身处低温甚至严寒南极，电池依旧稳定放电，手机电量持久耐用，标准版售价6999元起，产品价格足够优惠。
- ◆ 智己L6：4月8日，上汽智己L6发布光年固态电池，对应max光年版(133kwh)预售价不超过33万元，相比超强性能版(100kwh)预售价不超过29.99万元，仅加价3万元，定价好于市场预期。

图表 半固态电池装车进展汇总

品牌	车型	带电量 (kwh)	合作厂商	售价 (万元)	上市时间
东风风神	E70	-	赣锋锂电	14-15	202101
赛力斯	SERES-5	90	赣锋锂电	23.68	202303
东风岚图	追光	82.1-108.7	孚能科技	32.39-38.59	202304
上汽智己	L6	100	清陶能源	33	202404
蔚来	ET7	150	卫蓝新能源	50	2024Q2
福田	轻卡	-	-	-	2024
长安深蓝	-	-	赣锋锂电	-	2025
广汽埃安	昊铂	-	因湃电池科技（自主）	-	2026

- ◆ **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高容量电池。
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，由德国系统与创新研究所（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（包括电解液、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	德国系统与创新研究所发布《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池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，6μm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6μm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
		售价 (万元/台)	1,200	2,000	1,900	1,805
	设备	宽幅 (mm)	1,200	1,300	1,365	1,433
		线速 (m/min)	13	20	20	24
		年工作时间 (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㎡)	415.1	1050.2	1112.0	1334.4
		折旧年限	10	10	10	10
		单位面积折旧 (元/㎡)	0.29	0.19	0.17	0.14
		员工 (人)	6	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/㎡)	0.17	0.07	0.07	0.06
		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
		单位面积电费 (元/㎡)	0.22	0.12	0.12	0.10
		其他 (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
		年工作时间 (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㎡)	223.5	354.4	467.0	662.0
		折旧年限	10	10	10	10
		单位面积折旧 (元/㎡)	0.54	0.34	0.26	0.18
		员工 (人)	6	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/㎡)	0.32	0.21	0.17	0.13
		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
		单位面积电费 (元/㎡)	0.20	0.18	0.14	0.10
		其他 (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	5.25	3.81	3.13	2.60

Part4 投资建议与风险提示

◆ **投资建议：**看好Q3旺季排产再上台阶，Q1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盈利可维持稳定，且供给侧改革、扩产放缓，25年有望反转，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
	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

- ◆ **价格竞争超预期：**新能源汽车市场迅速发展，市场竞争日趋激烈。动力电池作为新能源汽车核心部件之一，吸引众多投资者通过产业转型、收购兼并等方式参与市场竞争，各大厂商产能扩大迅速，市场竞争十分激烈，市场平均价格逐年走低，压缩了公司的盈利水平。
- ◆ **原材料价格不稳定，影响利润空间：**原材料成本在整体成本中占比较高，原材料价格波动将会直接影响各板块的毛利水平。
- ◆ **投资增速下滑：**各板块投资开始逐渐放缓，对行业发展和核心技术的突破有直接影响。
- ◆ **疫情影响：**疫情影响海外需求不稳定因素。

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

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