

国内本土电动车销量亮眼，产业链Q3需求改善

--电动车行业2024年8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

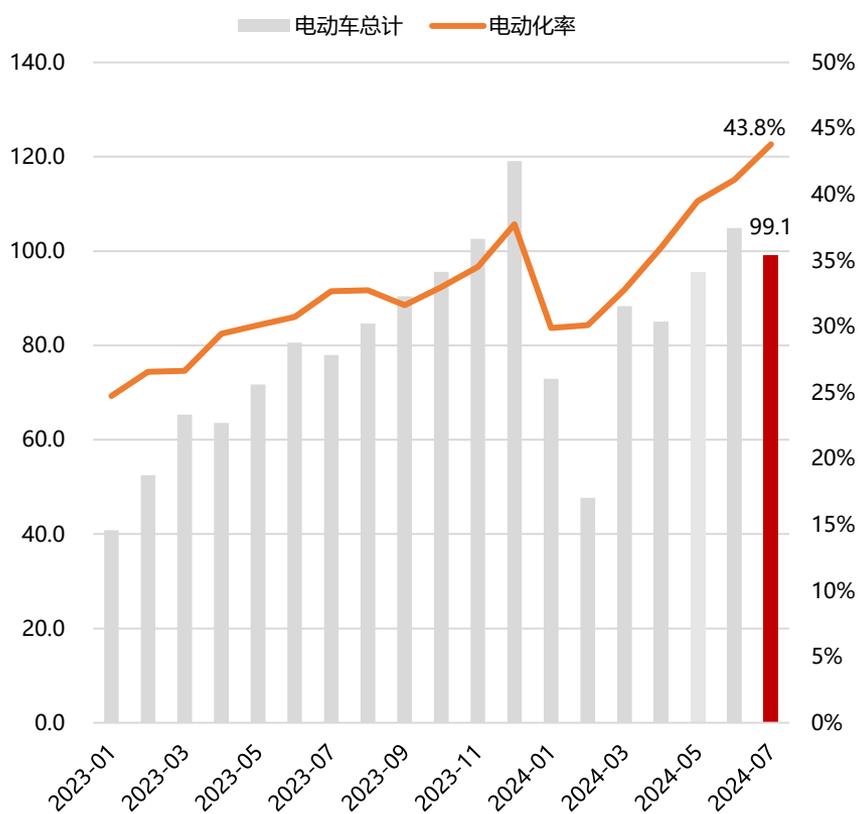
联系电话：021-60199793
2024年8月25日

- ◆ **7月国内电动车销量符合预期，全年维持25%左右增长预期，欧美和其他地区销量增速持续偏弱。**国内7月销量99万辆，同环比+27%/-5.5%，渗透率44%，符合市场预期，全年维持25%增长至1180万辆+。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%，国内销量强劲，24年维持销量25%增长预期至1181万辆。**欧洲**主流9国7月销15.7万辆，同环比-10%/-30%，电动车渗透率19.7%，24年销量预计增长5%至302万辆。**美国**7月销12.7万辆，同比0%，环比-3%，渗透率9.9%，24年销量预计同增10%至161万辆；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。
- ◆ **8月行业排产环比提升5%左右，为汽车金九银十备货，叠加国内外储能需求旺盛，预计9月进一步向上，行业Q3环比增10-20%，预计景气度将延续至11月。**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%。8月行业排产环比提升5%左右，为汽车金九银十备货，叠加国内外储能需求旺盛，预计9月进一步向上，行业Q3环比增10-20%，预计景气度将延续至11月。由于供给侧改革、扩产放缓，预计25H2确定性反转盈利角度看，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：**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、尚太科技、科达利、湖南裕能**，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。

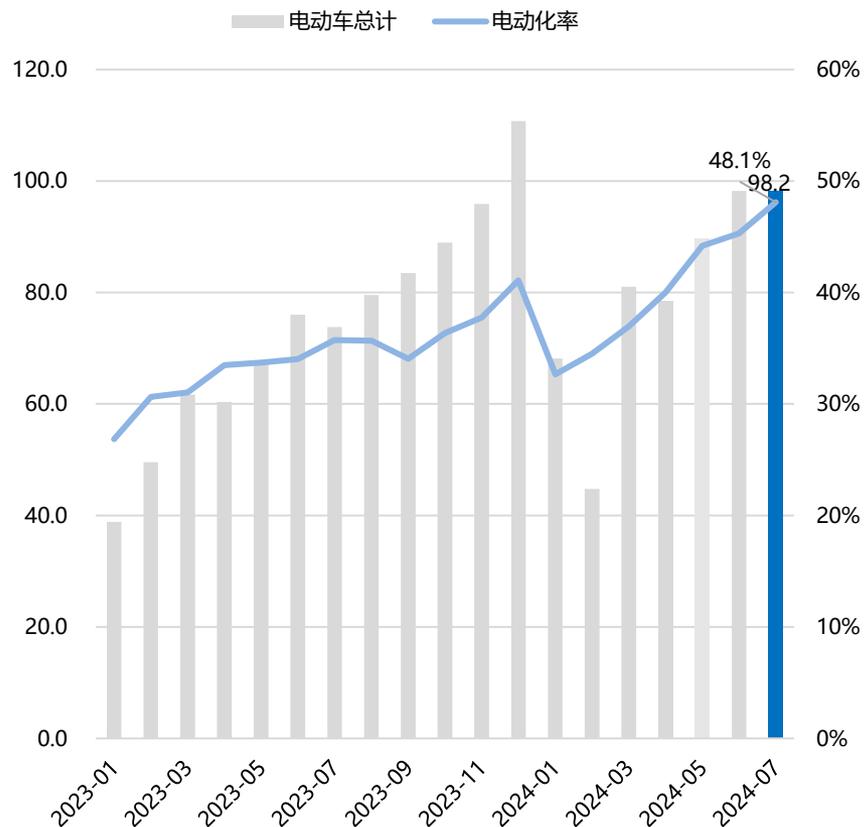
7月销量符合预期，“以旧换新”加大力度

- ◆ **中汽协数据，7月新能源汽车销量99万辆，同环比+27%/-5.5%，渗透率44%，同环比+11.1/+2.7pct，符合市场预期。** 24年1-7月累计电动车销593.5万辆，同比增31.1%。
- ◆ **乘用车零售端渗透率7月同比提升12pct。** 乘联会口径，7月国内新能源汽车批发98.2万辆，同环比33%/0%，渗透率48.1%，同环比+12.4/+2.8pct；7月乘用车零售渗透率51.1%，同环比+36.9pct/+2.8pct。

图：国内电动车总销量（万辆，中汽协口径）



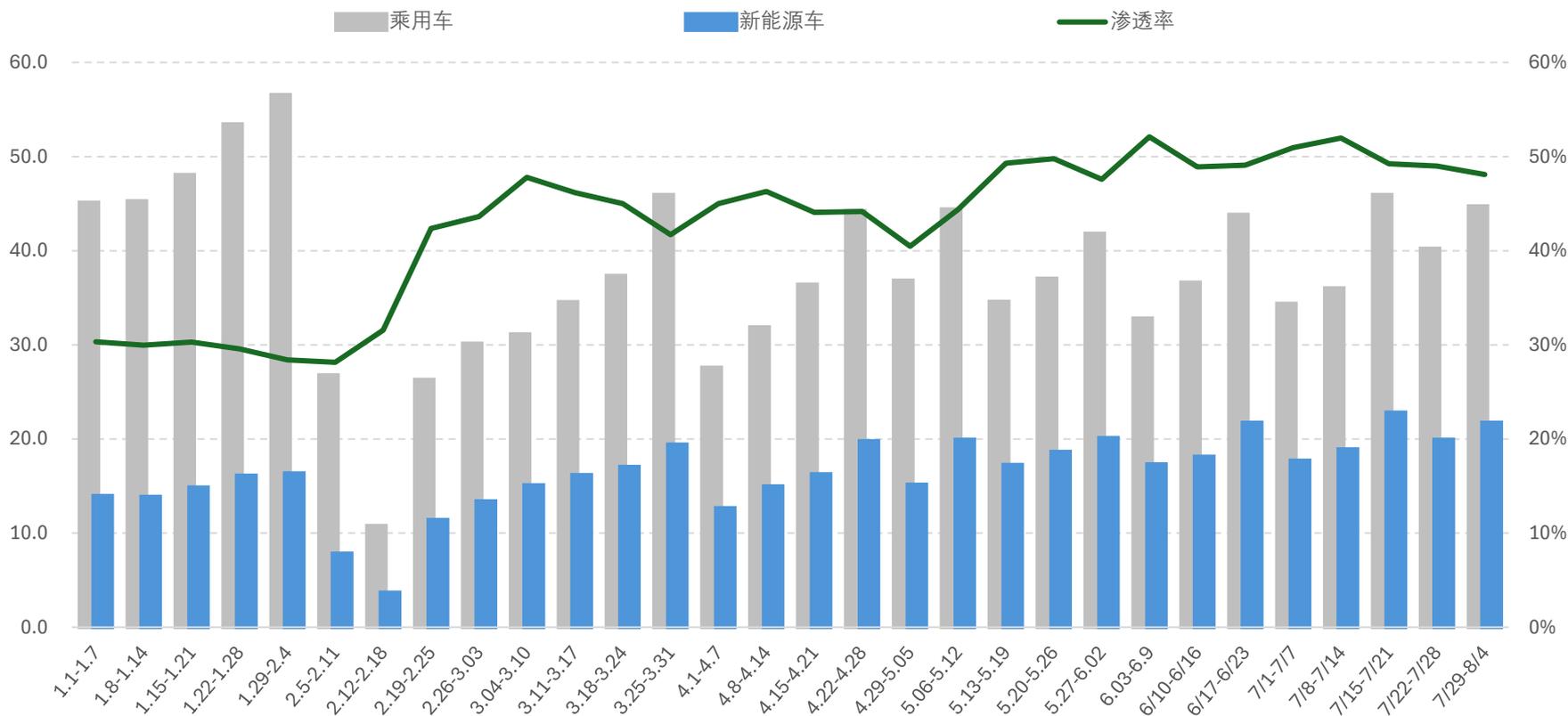
图：国内电动乘用车月度批发销量（万辆，乘联会口径）



国内：7月上险渗透率维持在50%，单周需求恢复

- ◆ **7月周度单周渗透率维持在50%，新能源车需求进一步恢复。** 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，7月国内上限渗透率51.97%，环比提升2pct，月渗透率继续维持，7.29-8.4新能源车上险21.3万辆，环比+9%，电动化率48.08%，单周需求进一步恢复。

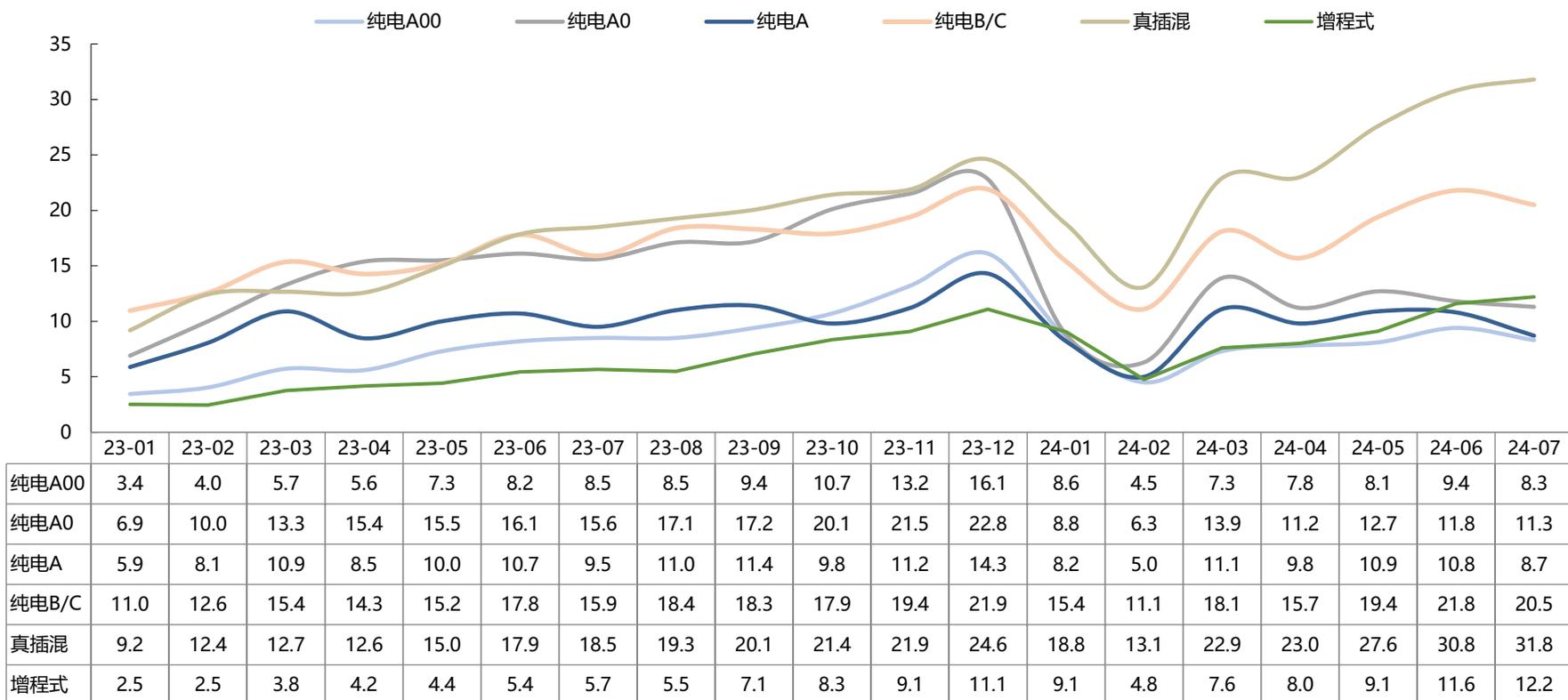
图：国内周度上险量（万辆）



国内：纯电份额下降至53%，混动与增程大幅增长

- ◆ **7月混动占比47.41%，环比增3.7pct，纯电占比53%，混动占比进一步提升。**7月新能源批发结构中，纯电动53%，同比下降1pct，环比降9pct；真插混34%，同比增72pct；增程式13%，同比大幅提升115pct。
- ◆ **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。**7月A00级别占比8.94%，A0级占12.18%，A级占比9.38%，B级占比22.09%。

图：分车型月度销量（万辆）



国内：7月比亚迪销量环比持平，自主表现亮眼

- ◆ **比亚迪7月销量高位维持，其余自主品牌7月销量低于1月。**7月比亚迪销售34.2万辆，同环比31%/0%；同比来看，7月长城、广汽负增长，吉利、长安同比增长100%以上。
- ◆ **问界、零跑、理想增速亮眼，小米进一步起量。**7月蔚来销量2万辆，同环比0%/-3%，极氪1.6万辆，同环比30%/-22%，零跑2.2万辆，同环比54%/10%，问界4.0万辆，同环比850%/-7%，理想5.1万辆，同环比49%/7%，鸿蒙智行销量4.4万辆，同环比940%/-4%。小鹏、哪吒、阿维塔、岚图均表现一般。小米7月销量1万辆，智界0.4万辆。

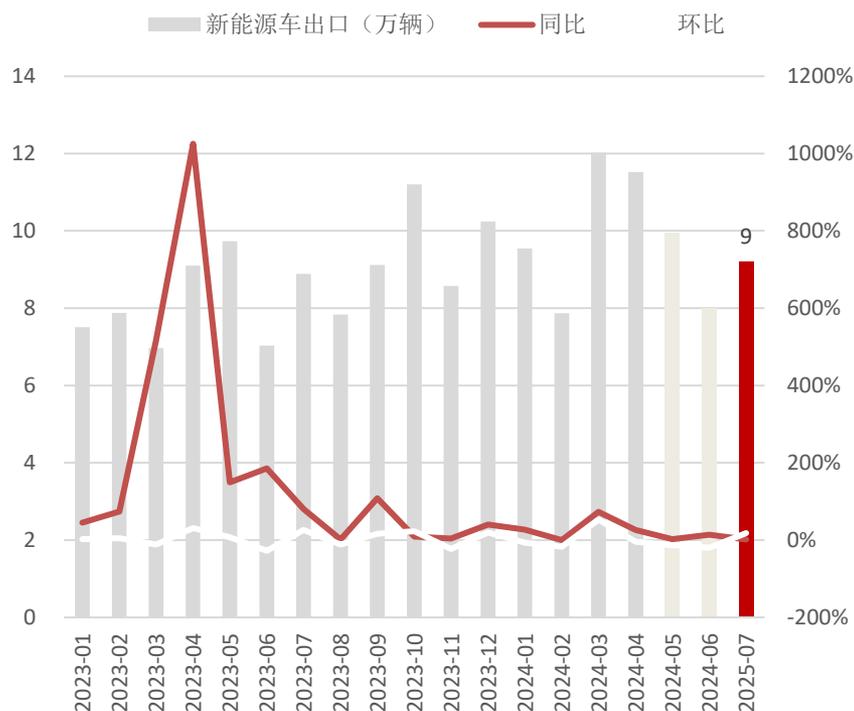
表：国内重点车企电动乘用车月度销量跟踪（万辆，乘联会口径）

单位：万辆	2306	2401	2402	2403	2404	2405	2406	2407	环比	同比	24年累计	同比
比亚迪	25.3	20.1	12.2	30.2	31.2	33.0	34.2	34.2	0%	31%	195.5	29%
吉利汽车	3.9	6.6	3.5	4.5	5.1	5.9	6.6	5.9	-10%	44%	38.0	91%
小米					0.7	0.9	1.0	1.0	0%	-	3.6	-
鸿蒙智行	0.6	3.3	2.1	3.2	3.0	3.1	4.6	4.4	-4%	940%	23.6	688%
问界	0.6	3.3	2.1	3.2	2.5	2.7	4.3	4.0	-7%	850%	22.2	638%
智界					0.5	0.3	0.3	0.4	27%	-	1.5	-
理想汽车	3.3	3.1	2.0	2.9	2.6	3.5	4.8	5.1	7%	49%	24.0	39%
长城汽车	2.7	2.5	1.2	2.2	2.2	2.5	2.6	2.4	-8%	-16%	15.6	28%
广汽埃安	4.5	2.5	1.7	3.3	2.8	4.0	3.5	3.5	1%	-22%	21.3	-17%
深蓝	0.8	1.7	1.0	1.3	1.3	1.4	1.7	1.7	0%	27%	10.1	84%
极氪	1.1	1.3	0.8	1.3	1.6	1.9	2.0	1.6	-22%	30%	10.4	89%
零跑汽车	1.3	1.2	0.7	1.5	1.5	1.8	2.0	2.2	10%	54%	10.9	85%
蔚来汽车	1.1	1.0	0.8	1.2	1.6	2.1	2.1	2.0	-3%	0%	10.8	44%
哪吒汽车	1.2	1.0	0.6	0.8	0.9	1.0	1.0	1.1	8%	10%	6.5	-11%
小鹏汽车	0.9	0.8	0.5	0.9	0.9	1.0	1.1	1.1	4%	1%	6.3	20%
阿维塔	0.2	0.7	0.2	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4	-23%	103%	3.3	453%
岚图	0.3	0.7	0.3	0.6	0.4	0.5	0.6	0.6	8%	76%	3.6	98%
主流车企合计	45.9	45.3	26.8	53.0	54.9	61.2	66.2	65.7	-1%	34%	373.1	41%
主流车企占比	-	66%	60%	65%	70%	68%	67%	-	-	-	-	-
新能源乘用车		68.2	44.7	81.0	78.6	89.7	98.2	-	-	-		

国内：电动车7月出口环增18.2%至9.2万辆

- ◆ **7月电动车出口9.2万辆，同环比1.3%/18.2%，抢装后环比有所改善，但同比增速偏低。**7月电动车出口占乘用车出口26%，同比下降5.8pct，插电占比28%。1-7月电动车乘用车累计出口67万辆，增18%，插电14.4万辆，同比增285%，占比提升至21%。我们预计全年出口增长20%+，销量预期140万辆+。
- ◆ **比亚迪出口回升，新势力逐步起量，上汽环比回落，其余自主品牌稳健。**7月比亚迪出口3万辆，全年预计翻番以上达到45万辆，特斯拉中国出口2.79万辆，占比回升；其余自主品牌中，上汽出口4.2万辆，环比提升亮眼，奇瑞出口0.32万辆，环比提升，吉利、长城、上汽通用五菱环比向上；新势力中，极星出口亮眼，7月出货0.68万辆，小鹏环比提升至0.19万辆。

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	7月	6月	5月	4月	3月	2月	1月	7月占比
比亚迪	3.00	2.70	3.75	4.10	3.84	2.33	3.62	33%
特斯拉中国	2.79	1.18	1.74	3.07	2.67	3.02	3.16	30%
上汽乘用车	4.18	6.79	0.65	0.60	1.86	0.24	0.28	45%
哪吒汽车	0.10	0.12	0.28	0.50	0.42	0.17	0.28	1%
奇瑞汽车	0.32	2.83	0.72	0.43	0.54	0.24	0.14	3%
长安汽车	0.11	0.09	0.29	0.32	0.24	0.15	0.28	1%
广汽乘用车		0.88	0.04	0.24	0.24	0.13	0.12	0%
广汽埃安		0.00	0.02	0.24	0.24	0.13	0.12	0%
华晨宝马	0.17	0.33	0.10	0.23	0.32			2%
吉利汽车	0.18	0.24	0.25	0.23	0.30	0.21	0.15	2%
长城汽车	0.30	0.33	0.29	0.20	0.24	0.11	0.15	3%
上汽通用五菱	0.07	0.24	0.23	0.20	0.20	0.29	0.29	1%
极星汽车	0.68	0.57	0.15	0.14	0.15			7%
小鹏汽车	0.19	0.18	0.16	0.10	0.09	0.07	0.04	2%

- ◆ **事件：发改委、财政部发布加力支持“以旧换新”政策，自印发之日起至24年底，提高乘用车报废补贴至2万，新增货车补贴，预计催化需求进一步向上。**
- ◆ **乘用车最高补贴提升至2万，明确资金总盘子及渠道，催化力度增强。**本次政策报废标准不变，消费者购买新能源乘用车的，补贴由1万提升至2万；购买2.0升及以下排量燃油乘用车的，补贴0.7万提升至1.5万，且前期申请补贴的消费者也可按照本政策标准享受补贴。本次明确将直接向地方安排1500亿元左右超长期特别国债资金，东部、中部、西部中央承担比例为85%、90%、95%，总盘子及中央承担比例较此前明显加大，且要求相应报废机动车须在印发之日前登记在本人名下，预计有效催化下半年汽车需求。我们测算今年国三及以下报废率提升至40%，对应报废560万辆，有望拉动100万辆左右增量需求，预计15万元以内的电动车更为受益。
- ◆ **新增货车、公交车以旧换新补贴，力度及范围大超预期。**报废国三及以下排放标准营运类柴油货车，并更新购置符合条件的货车，平均每辆车补贴8万元；无报废只更新购置符合条件的货车，平均每辆车补贴3.5万元；只提前报废老旧营运类柴油货车，平均每辆车补贴3万元。此外，更新车龄8年及以上的新能源公交车及动力电池，平均每辆车补贴6万元。以旧换新政策力度及补贴范围超出预期，有望有效拉动重卡、客车等内需，今年碳排考核压力加大，24H1电动重卡销量实现翻倍以上增长，有望带动电动重卡渗透率进一步提升。
- ◆ **锂电行业底部确立，Q3旺季即将来临，销量、排产均有望持续向上。**排产7月环比基本持平，8月将有旺季补库需求，电动车金九银十，海外大储需求旺盛，大订单频繁落地，预计8月排产5-10%增长，景气度延续11月；盈利端Q1触底Q2企稳，Q3价格招标基本稳定，供给侧改革扩产放缓，预计25H2确定性反转。

图：新旧政策对比

新旧政策对比	旧	新
乘用车补贴	新能源乘用车：最高补贴1万 购买2.0升及以下排量燃油乘用车：最高补贴0.7万	新能源乘用车：最高补贴2万元；购买2.0升及以下排量燃油乘用车：最高补贴1.5万元
货车/公交车补贴		报废国三及以下排放标准营运类柴油货车：报废并更新购置符合条件的货车：平均补贴8万元；只更新购置符合条件的货车：平均补贴3.5万元；只提前报废老旧营运类柴油货车：平均补贴3万元。 更新车龄8年及以上的新能源公交车及动力电池：平均补贴6万元
中央承担比例		东部：85% 中部：90% 西部：95%
报废车辆登记时间		需在政策印发之日前登记在消费者本人名下

享界S9发布：40万起售，标配ADS 3.0高阶智驾+800V平台



- ◆ **价格：40万起售、符合市场预期。** 售价39.98万元-44.98万元，分别为816km&721km续航，标配华为ADS 3.0高阶智能驾驶，800V碳化硅平台，100kWh华为巨鲸电池（宁德时代），高配版本为后驱。
- ◆ **智能化：座舱搭载鸿蒙 HarmonyOS4系统，超级桌面2.0实现手机应用双向无缝流转、全面支持手机桌面布局。** 智驾搭载ADS 3.0 高阶智能驾驶系统，采用端到端全新架构，超强云端算力，智能驾驶、智能泊车和主动安全能力全面提升，如自动泊车无需记忆都可以开进地下车库停车位，首发自适应AEB，首发eAES自动紧急避让。
- ◆ **快充：800V高压快充+碳化硅。** 搭载DriveONE 800V高压碳化硅平台，单电机百公里加速5.98s，双电机百公里加速3.9s；全新华为“巨鲸”800V 高压电池平台，风阻系数Cd=0.193下百公里电耗13.2KWh。
- ◆ **搭载华为D级轿车专属途灵底盘。** 全系标配CDC+空簧，前独立双叉臂、后五连杆悬架，前后弹减一体架构。
- ◆ **尺寸等其他参数：** 定位D级轿车，车长宽高分别为5160/1987/1486mm，轴距为3050mm，舱内可用空间高达3460mm，车内空间利用率67%，较宝马7系及奔驰S级优势明显。

图：新车配置

	享界 S9 Max	享界 S9 Ultra
驱动形式	单电机后驱	双电机四驱
0 - 100 km/h 加速时间 (s) ¹	5.98	3.9
电池容量 (kWh)	100	
充电时间	快充: 15 分钟 (30% - 80%) 慢充: 11 小时 (20% - 90%)	
CLTC 综合工况续航里程 (km)	816	721
电动机最大功率 (kW)	后: 230	前: 160 后: 230
电动机最大扭矩 (N·m)	后: 396	前: 160 后: 230
智能驾驶辅助系统	HUAWEI ADS 高阶智能驾驶	
轴距 (mm)	3050	
长 × 宽 × 高 (mm)	5160 × 1987 × 1486	
驾驶模式	节能、舒适、运动、个性化	
全国建议零售价	¥ 399,800	¥ 449,800

国内：维持25%增速预期，24年预计销1181万辆

- ◆ **24年国内电动车预计销1181万辆左右，同比增速25%，电动化率超38%，插电占比再提升。**我们预计24年国内电动车预计销1181万辆左右，同比增速25%，其中本土市场销售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）

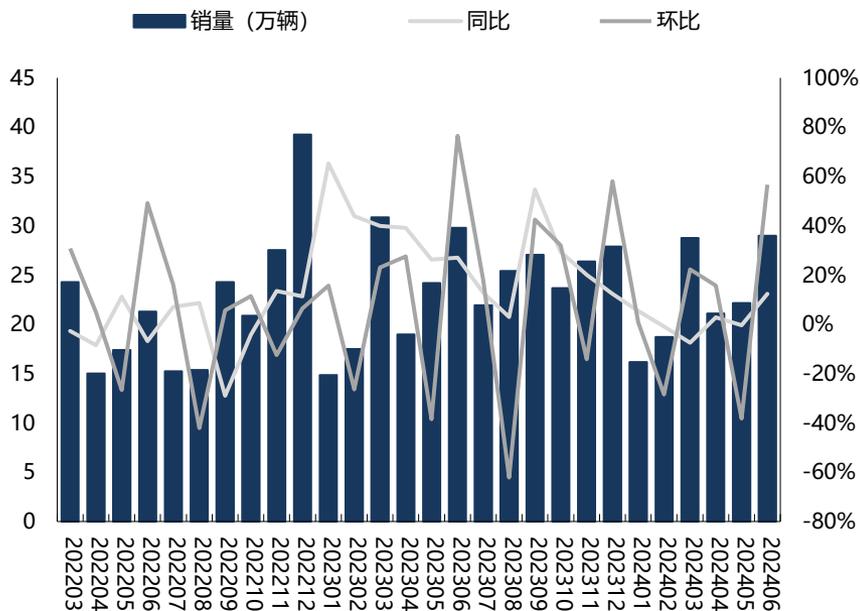
		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	合计
2023年	销量	40.8	52.5	65.3	63.6	71.7	80.6	78.0	84.6	90.4	95.6	102.6	119.1	944.8
	同比	-5%	57%	34%	113%	61%	35%	32%	27%	28%	34%	31%	46%	37%
2024年 (乐观)	销量	72.9	47.7	88.3	85.0	95.5	104.9	99.1	114.5	121.3	127.4	139.8	156.6	1,253.1
	同比	79%	-9%	35%	34%	33%	30%	27%	35%	34%	33%	36%	32%	33%
2024年 (中性)	销量	72.9	47.7	88.3	85.0	95.5	104.9	99.1	104.1	110.3	115.8	121.6	136.2	1,181.4
	同比	79%	-9%	35%	34%	33%	30%	27%	23%	22%	21%	19%	14%	25%
2024年 (悲观)	销量	72.9	47.7	88.3	85.0	95.5	104.9	99.1	93.6	99.3	104.2	109.4	122.6	1,122.6
	同比	79%	-9%	35%	34%	33%	30%	27%	11%	10%	9%	7%	3%	19%

		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	285.4	334.9	423.9	1,253.1
	同比	32%	32%	32%	34%	33%
2024年 (中性)	销量	208.9	285.4	313.5	373.6	1,181.4
	同比	32%	32%	24%	18%	25%
2024年 (悲观)	销量	208.9	285.4	292.0	336.3	1,122.6
	同比	32%	32%	15%	6%	19%

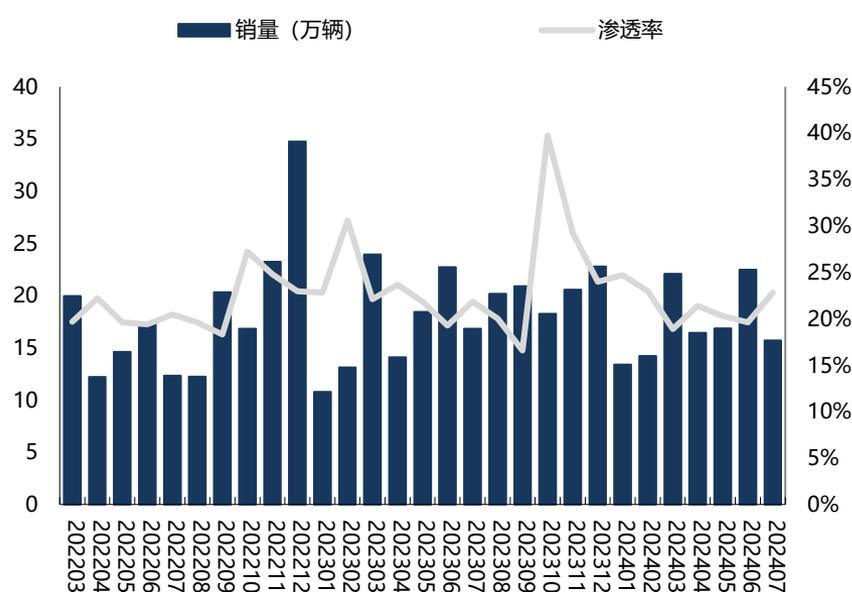
欧洲：短期销量仍偏弱，基本符合此前预期

- ◆ 欧洲主流9国7月销量合计15.7万辆，同环比-10%/-30%，电动车渗透率19.7%，同环比-0.1/-0.1pct。其中纯电注册10.2万辆，占比65%，同比-11%。1-7月累计销量122.8万辆，同比-1%，累计渗透率20.1%，全年预计销量微增至300万辆+。
- ◆ 主流国家中，德国、意大利等同比持续下滑。德国7月电动车注册4.6万辆，同环比-28%/-22%，渗透率19.1%；英国7月电动车注册4.0万辆，同环比+17%/-20%，渗透率27.4%；法国7月电动车注册2.6万辆，同环比-13%/-40%，渗透率20.8%；意大利7月电动车注册0.9万辆，同环比-3%/-52%，渗透率7.3%。

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	奥迪Q6 e-tron : 中型SUV, 基于PPE平台, 搭载800v, 23年9月发布, 24年上市 奥迪A6 e-tron : 中型轿车, 基于PPE平台, 有望24年发布 保时捷Macan
	MEB+平台	2025年	重点改善了续航里程、充电效率、座舱空间等部分。续航里程升级至700km, 充电功率提升至175-200kw。且在该平台打造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池, 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
单车关税 (万元)	1.6	7.7
单车毛利 (万元)	4	-2
毛利率	27%	-11%
费用率	0%	0%
单车利润 (万元/辆)	3.67	-1.48

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
单车关税 (万元)	-	2.7	7.6
单车毛利 (万元)	2.53	10	6
毛利率	17%	36%	21%
费用率	12%	12%	12%
单车利润 (万元/辆)	0.61	5.43	2.09

- ◆ **24年预计影响欧洲5-10万辆销量，全年出口欧洲销量或微降。**23年中国车企（扣除特斯拉）出口欧洲28万辆，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，24H2出口5.7万辆，同降4%，我们预计全年销量或下滑1-2万辆；其次吉利出口近6万辆，1-6月下48%至1.8万辆，预计减少2-3万辆。而比亚迪影响小，24年出口目标50万辆，欧洲市场占10%+，1-6月实现1.6万辆（注册量），同比增449%，全年有望达到5万辆。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20%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1-6月	YOY	占比
上汽集团	131,003	47%	57,419	-4%	51%
吉利集团	58,509	21%	17,859	-48%	16%
比亚迪	15,655	6%	16,539	449%	15%
东风汽车	63361	23%	15090	-52%	13%
小鹏汽车	1,089	0%	2084	8236%	2%
长城汽车	6,352	2%	1,934	86%	2%
蔚来汽车	2,371	1%	830	-1%	1%
一汽集团	214	0%	374	278%	0%
零跑汽车	513	0%	163	-1%	0%
江淮汽车	437	0%	144	-6%	0%
奇瑞集团	549	0%	114	10%	0%
福建汽车	4	0%	51	-	0%
赛力斯	372	0%	51	-69%	0%
总计	280,429	100%	112,652	-14%	100%

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）在巴西北卡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；
吉利	海外已拥有13座工厂： 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年同比增速放缓至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。

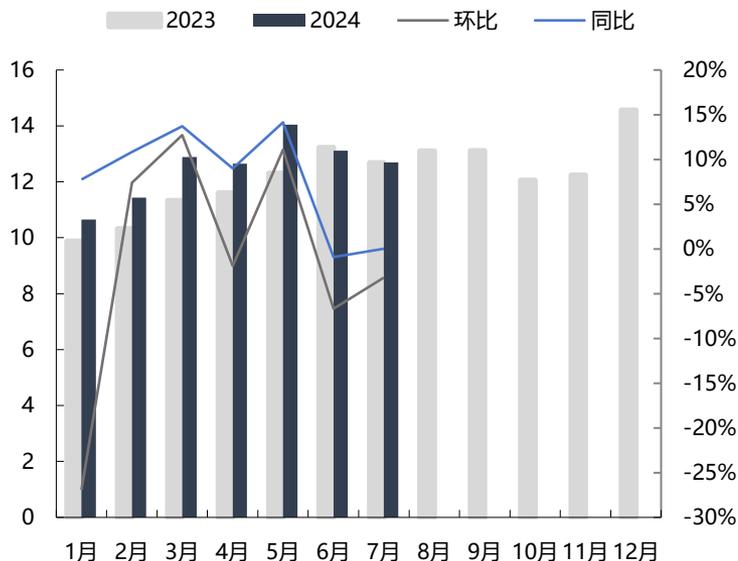
图：欧洲24年销量月度预测（万辆）

		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%

- ◆ **7月电动车注册12.7万辆，同比0%，环比-3%**。其中纯电注册10.4万辆，同比+3%，环比-3%，占比81.7%，插混注册2.3万辆，同比-10%，环比+1%，占比18.3%，插电占比环比下降2.1pct。乘用车注册127.7万辆，同比-3%，环比-5%，电动车渗透率9.9%，同环比+2.1/+2.1pct。1-7月美国电动车销71.2万辆，同比增9%。
- ◆ **分车企看，美国特斯拉、现代起亚销量环比下降，而丰田、福特、通用份额提升明显**。7月特斯拉美国销量4.8万辆，同环比-11.7%/-11.4%，市占率同比下降5.0pct至37.8%；而现代起亚销量1.0万辆，同环比-32%/-23%，市占率同比下降3.8pct；福特份额同比提升1.1pct；通用份额同比提升2.3pct；丰田份额同比提升1.1pct。

图：美国市场电动车2023-2024年月度销量（万辆）



图：2024年7月美国电动车注册（分车企，辆）

	7月销量	销量同比	市占率	市占率同比	1-7月累计销量	1-7月累计市占率
Tesla	48000	-12%	38%	-5.0pct	341200	39.0%
Stellantis	9267	-12%	7%	-1.0pct	94852	10.8%
现代-起亚	10123	-32%	8%	-3.8pct	82484	9.4%
宝马集团	5779	3.5%	-4.5%	+0.2pct	37719	4.3%
福特集团	8915	19.6%	13.2%	+1.1pct	58068	6.6%
大众集团	4684	-25.5%	-0.9%	-1.3pct	34668	4.0%
丰田集团	6186	28.9%	2.2%	+1.1pct	43498	5.0%
通用集团	9073	48.8%	16.2%	+2.3pct	47428	5.4%
梅赛德斯	3970	15.8%	3.8%	+0.4pct	23949	2.7%
吉利集团	3988	-8.5%	9.9%	-0.3pct	25446	2.9%

美国：24年销量预计161万辆，同比增长10%

- ◆ 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161万辆，同增10%；悲观下有望达到154万辆，同增5%。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）

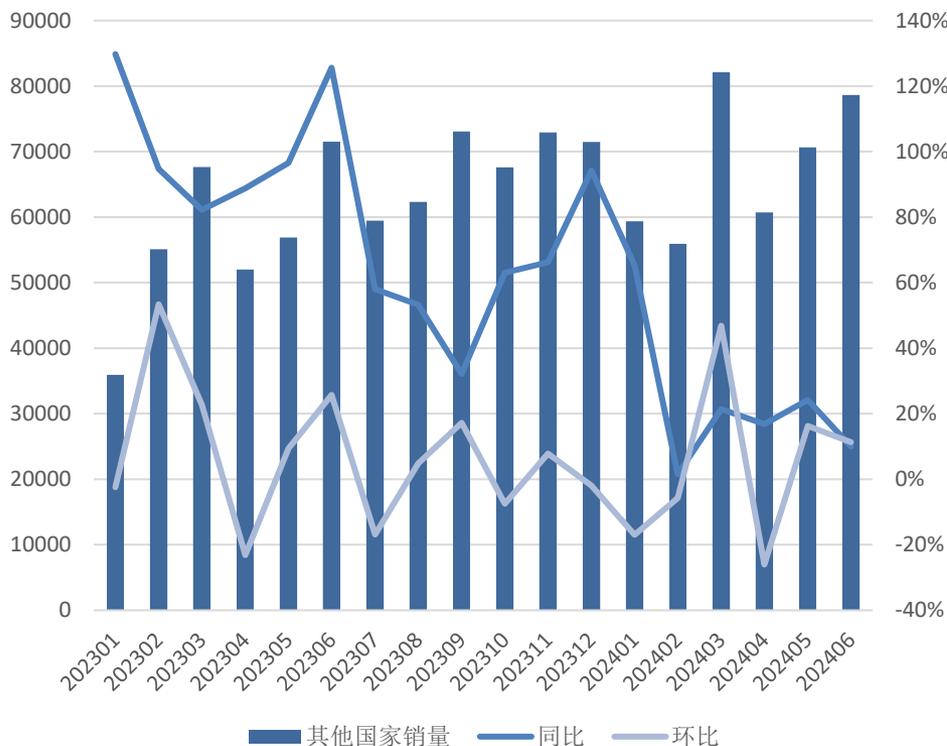
		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	合计
2023年	销量	9.9	10.6	11.3	11.6	12.3	13.2	12.7	13.1	13.1	12.1	12.2	14.5	146.8
	同比	62%	58%	38%	40%	51%	63%	50%	58%	62%	38%	38%	40%	49%
2024年 (乐观)	销量	10.6	11.4	12.9	12.7	14.1	13.1	12.7	14.7	16.1	16.1	16.6	17.4	168.4
	同比	7%	7%	14%	9%	14%	-1%	0%	12%	23%	34%	36%	20%	15%
2024年 (中性)	销量	10.6	11.4	12.9	12.7	14.1	13.1	12.7	13.3	14.7	14.7	15.1	15.9	161.1
	同比	7%	7%	14%	9%	14%	-1%	0%	2%	12%	22%	23%	9%	10%
2024年 (悲观)	销量	10.6	11.4	12.9	12.7	14.1	13.1	12.7	12.0	13.2	13.2	13.6	14.3	153.7
	同比	7%	7%	14%	9%	14%	-1%	0%	-8%	1%	9%	11%	-2%	5%

		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	39.8	43.5	50.2	168.4
	同比	10%	7%	12%	29%	15%
2024年 (中性)	销量	35.0	39.8	40.7	45.6	161.1
	同比	10%	7%	5%	17%	10%
2024年 (悲观)	销量	35.0	39.8	37.9	41.0	153.7
	同比	10%	7%	-3%	6%	5%

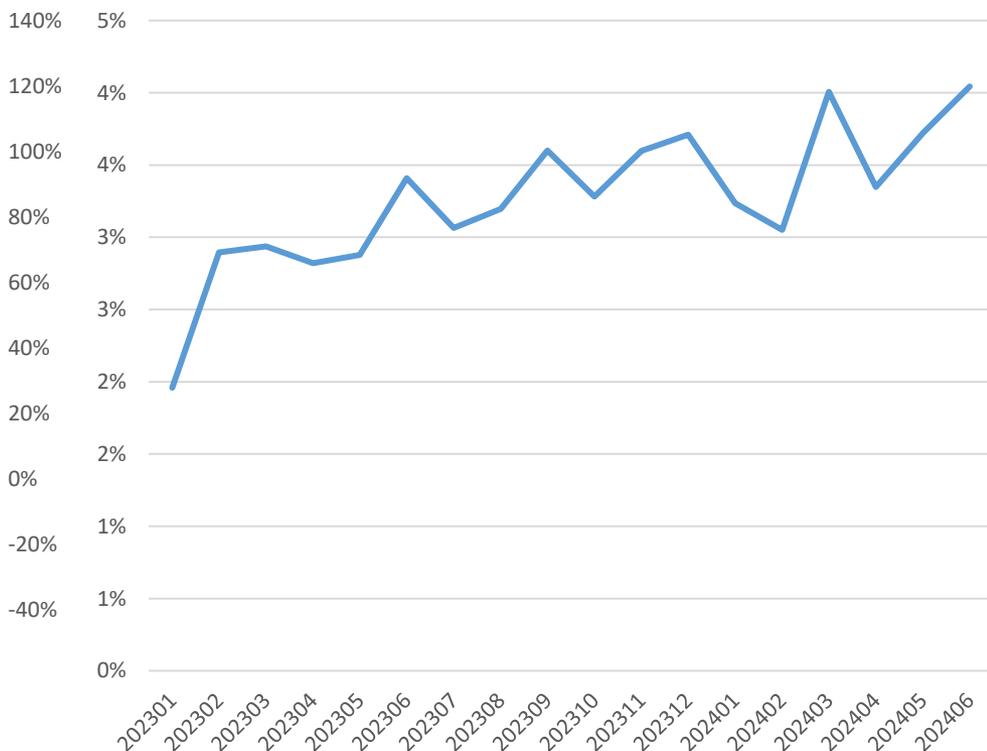
其他国家：6月销量同减7%，增减分化较为明显

- ◆ **其他国家6月销量同比下滑。**除中国、美国、欧洲各国以外的其他国家6月共销售6.7万台新能源汽车，同环比-7%/+9%，渗透率4.04%，同环比+0.6/+0.3pct。1-6月其他国家累计销量40.7万辆，同比增20%，累计渗透率3.6%。

图表 其他国家月度销量及同环比（万辆）



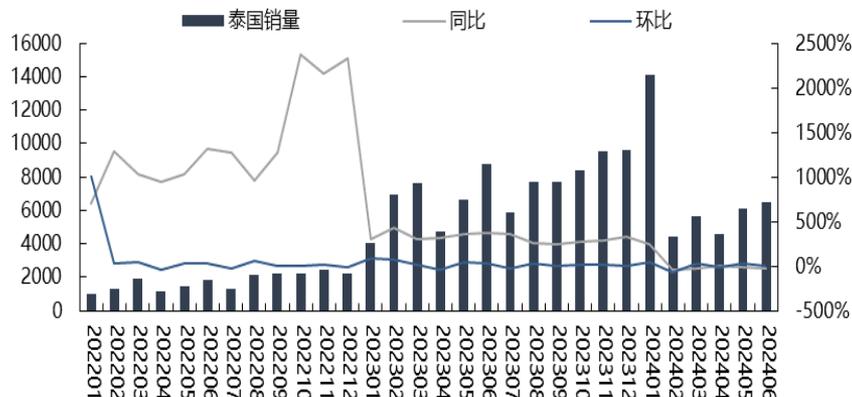
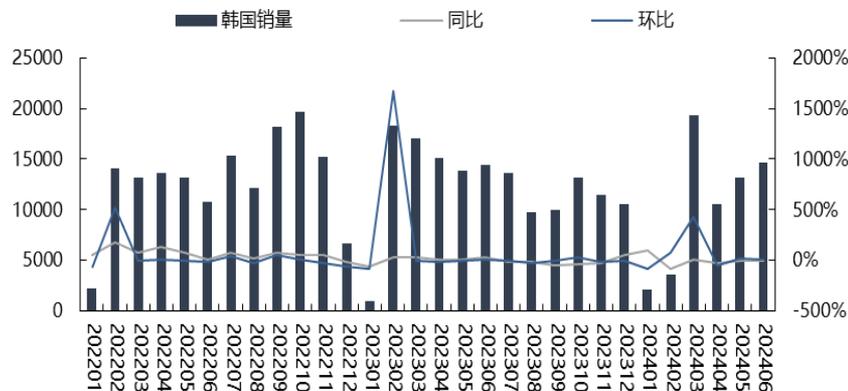
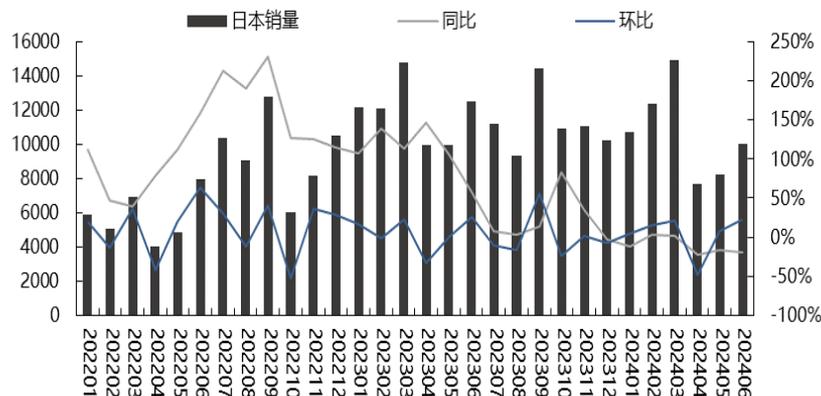
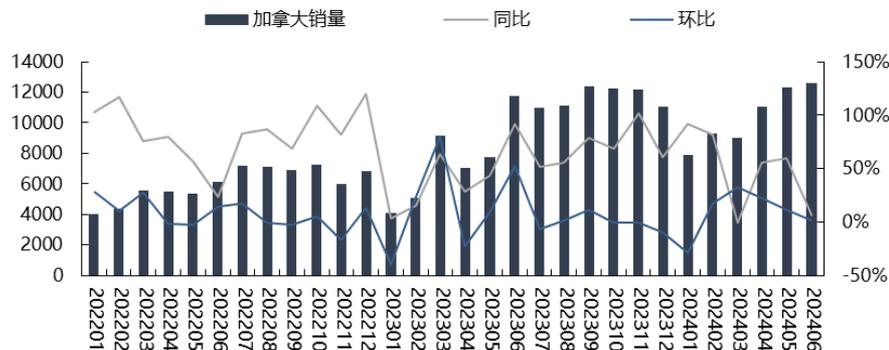
图表 其他国家月度渗透率



其他国家：6月销量同减7%，增减分化较为明显

- ◆ 其他国家中，日本、泰国下滑较多，巴西增长明显。加拿大销量12562台，同环比+7%/+2%，渗透率8%，同环比+1pct/+1pct；日本销量10039台，同环比-20%/+22%，渗透率3%，同环比0/0pct；韩国销量14646台，同环比+2%/+11%，渗透率15%，同环比+3pct/+2pct；泰国销量6503台，同环比-26%/+7%，渗透率12%，同环比+0pct/+1pct；巴西销量6650台，同环比+1033%/+6%，渗透率3.3%，同环比+3pct/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89万辆，同比增长20%

- ◆ 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89万辆，同比增长20%。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	8.2	6.1	7.1	7.9	7.5	8.2	10.3	8.7	9.6	9.1	94.1
	同比	65%	2%	21%	17%	24%	10%	27%	32%	40%	29%	32%	28%	26%
2024年 (中性)	销量	5.9	5.6	8.2	6.1	7.1	7.9	6.8	7.5	9.3	7.9	8.7	8.3	89.3
	同比	65%	2%	21%	17%	24%	10%	15%	20%	28%	17%	20%	16%	20%
2024年 (悲观)	销量	5.9	5.6	8.2	6.1	7.1	7.9	5.8	6.3	7.9	6.7	7.4	7.0	82.0
	同比	65%	2%	21%	17%	24%	10%	-2%	2%	9%	0%	2%	-1%	10%

		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

扩产：新增供给减少，25H2供需格局开始反转

- ◆ 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
	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	99.0	111.8
	产能利用率	83%	89%	74%	70%	65%	63%
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
	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	198.4	257.4
	产能利用率	49%	86%	83%	76%	75%	84%
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
	产能利用率	73%	93%	91%	82%	76%	76%
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
	产能利用率	78%	92%	86%	64%	71%	82%

盈利：Q2-Q3单位盈利磨底，25H2盈利反转可期

◆ Q2-Q3预期电池单位盈利相对稳定，铁锂、电解液及负极单位盈利磨底，结构件降价预计单位盈利微降。Q2起铁锂、电解液六氟、铜箔及部分辅材维持除龙头外全行业亏损，盈利磨底行业逐步出清，结构件Q2单位盈利稳定，Q3降价影响预计环比微降，负极龙头成本优势显著，Q3起低端产品占比提升预计单位盈利小幅下行，前驱体受镍价上涨盈利反弹，电池龙头依托客户结构、成本优势，盈利仍好于二线。

表 各环节Q2及Q3盈利预期情况

环节	代表公司	单位	2021A	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	24Q2E	24Q3E
电池	宁德时代	元/Wh	0.08	0.07	0.11	0.07	0.08	0.08	0.12	0.10	0.10	0.10
	亿纬锂能	元/Wh	0.03	0.04	0.06	0.03	0.02	0.04	0.03	0.02	0.02	0.02
	国轩高科	元/Wh	0.00	0.01	-0.02	0.00	0.00	0.00	0.005	0.00	0.00	0.00
	派能科技	元/Wh	0.21	0.42	0.51	0.51	0.65	-0.01	-0.56	0.05	0.05	0.05
三元前驱体	中伟股份	万元/吨	0.52	0.52	0.60	0.45	0.55	0.70	0.75	0.55	0.70	0.70
	当升科技	万元/吨	1.43	3.92	3.52	2.90	3.95	3.00	2.50	1.0	1.0	1.00
三元正极	容百科技	万元/吨	1.65	0.73	1.40	1.20	0.36	0.80	0.50	-0.14	0.20	0.20
	振华新材	万元/吨	1.21	2.30	1.80	1.00	-1.35	0.70	0.50	0.50	-0.50	0.00
	厦钨新能	万元/吨	0.71	1.35	1.25	0.92	0.75	0.70	0.40	0.40	0.30	0.30
	德方纳米	万元/吨	0.91	1.10	1.15	-2.11	-0.76	0.07	-1.30	-0.48	-0.20	-0.20
磷酸铁锂	湖南裕能	万元/吨	0.98	0.44	0.81	0.28	0.83	0.20	0.05	0.10	0.15	0.15
	万润新能	万元/吨	0.85	0.93	0.50	-0.14	-1.96	-0.22	-1.20	-0.40	-0.20	-0.20
	璞泰来	万元/吨	1.14	1.30	0.90	0.85	0.35	-0.55	-0.40	0.00	0.01	0.05
负极	中科电气	万元/吨	0.53	0.51	-0.20	-0.50	0.07	0.20	0.25	0.05	0.08	0.08
	尚太科技	万元/吨	0.81	1.20	0.95	0.95	0.60	0.40	0.35	0.37	0.35	0.30
	恩捷股份	元/平	0.85	0.90	0.70	0.60	0.60	0.50	0.30	0.13	0.08	0.10
隔膜	星源材质	元/平	0.28	0.47	0.43	0.40	0.30	0.33	0.05	0.15	0.10	0.10
	天赐材料	万元/吨	1.44	1.27	1.05	0.75	0.65	0.40	0.30	0.11	0.10	0.10
电解液	新宙邦	万元/吨	0.97	0.85	0.40	0.20	0.12	0.10	0.07	0.00	0.00	0.00
	嘉元科技	万元/吨	2.98	1.04	0.55	0.30	-0.20	0.02	-0.30	-0.57	-0.30	-0.30
铜箔	诺德股份	万元/吨	1.13	0.50	0.80	0.15	-0.20	-0.46	-0.47	-0.93	-0.50	-0.50
	铝箔	鼎胜新材	万元/吨	0.62	0.65	0.65	0.50	0.40	0.35	0.30	0.20	0.20
导电剂	天奈科技	万元/吨	0.79	0.90	0.80	0.30	0.30	0.40	0.41	0.30	0.30	0.30
勃姆石	壹石通	万元/吨	0.50	0.40	0.30	0.00	0.20	0.13	0.10	0.00	0.05	0.05
结构件	科达利	净利率	12.2%	9.7%	11.0%	10.5%	10.0%	10.0%	12.0%	11.8%	10%	10%
包覆材料	信德新材	万元/吨	0.67	0.50	0.50	0.30	-0.1	0.2	-0.15	-0.1	0.05	0.1

上游：碳酸锂价格超预期下跌，下游需求缺少支撑

- ◆ **8月现货价格跌幅明显，市场成交价格重心持续下移。**8月碳酸锂价格持续下跌，截至8月15日已经跌至7.5万元附近，较月初下跌8%，正朝着7万元的水平滑落。
- ◆ **本轮锂价下跌超预期主要由于需求端支撑较弱，以及供给端减产较少、成本下降。**从需求端来看，8月行业排产有所提升，但幅度较小5%左右，且市场对于后续提升的持续性预期不强，因此囤货意愿不强。从供应端来看，价格下跌后实际减产停产的企业不多，供需格局依然过剩，SMM预计8月国内碳酸锂产量6.3万吨，环比下降3%；且中矿、华友、宁德等的矿成本均出现明显下降，成本曲线出现下移。我们预计短期锂价仍将持续偏弱运行，下半年锂价范围位于7-10万元。

图 锂价格趋势图 (万元/吨)

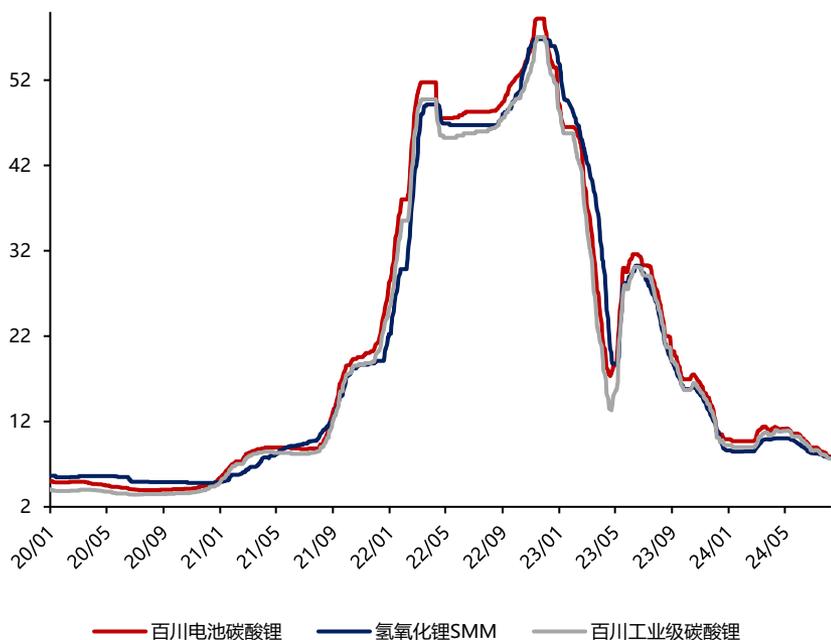
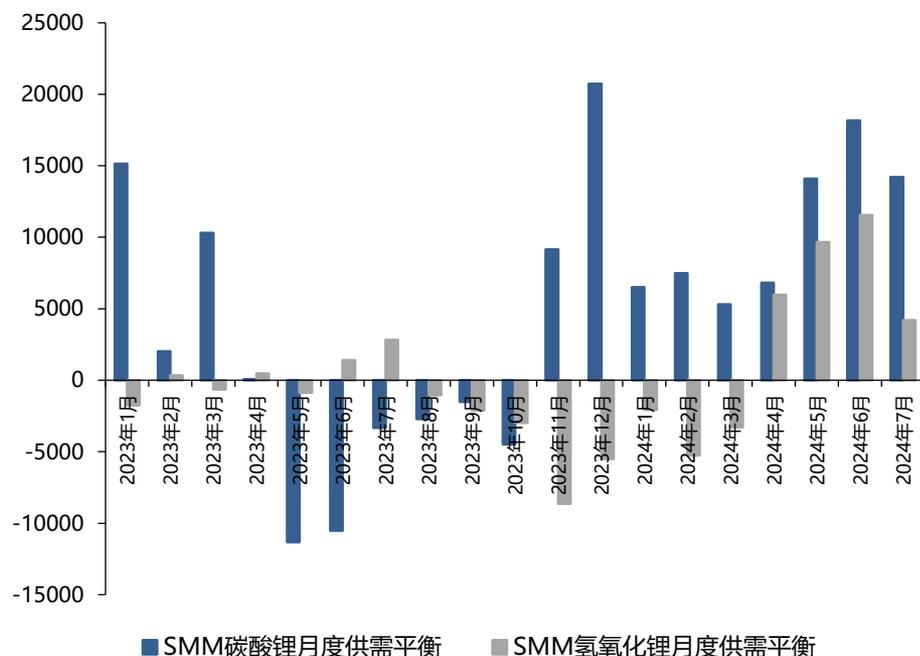


图 中国碳酸锂和氢氧化锂月度供需平衡 (供-需, 吨)



上游：部分项目明确延期，25年供给过剩47万吨

- ◆ **25年碳酸锂新增供给40万吨左右，国内锂矿公司部分项目明确延期。**我们预计2024/2025年全球碳酸锂供给量达到132/173万吨，同比+29%/31%。部分项目出现进展不及预期或推迟建设的情况，藏格矿业麻米错盐湖采矿证尚未落地，目前取得时间无法确定，原计划24年底建成25年投产；中矿资源Tanco矿山100万吨选厂建设放缓，原计划2025年建成，目前预计2026年建成。
- ◆ **25年碳酸锂总需求预计126万吨，对应新增需求20万吨，供给过剩47万吨左右。**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25/47万吨左右。

图 锂供需平衡测算

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
有效供给 (万吨)	40.9	55.5	74.7	101.9	131.5	172.8
需求 (万吨)	37.9	55.7	75.5	91.5	106.1	125.6
过剩 (万吨)	3.0	-0.3	-0.8	10.4	25.4	47.2
产能利用率	93%	101%	101%	90%	81%	73%

图 锂供给量

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	17.8
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	45.3	54.0
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	8.6
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	66.1	89.9
合计	40.9	55.5	74.7	101.9	131.5	172.8

- ◆ **澳矿公司24Q2产销量环增，成本下降去库显著，25财年预期产量同比10%左右增长，成本小幅提升。** Pilbara 25财年产量预计80-84万吨，同增10-16%，但低于24Q2年化产量；FOB成本436-469美元，中值453美元，与24Q1一致。Greenbushes 25财年产量预计135-155万吨，中值145万吨，同增5%；现金成本214-255美元，中值235美元，同比小幅提升。Arcadium下调24年销量预期，24年氢氧化锂和碳酸锂的销量将同增25%，25年将进一步增加25%，而锂精矿销量将逐年下降。

图 澳矿25财年指引

矿山	指标	单位	FY24	FY25指引
Pilgangoora	产量	万吨	72.53	80-84
	FOB成本	美元/吨	438	436-469
Greenbushes	产量	万吨	138.3	135-155
	现金成本	美元/吨	221.1	214-255

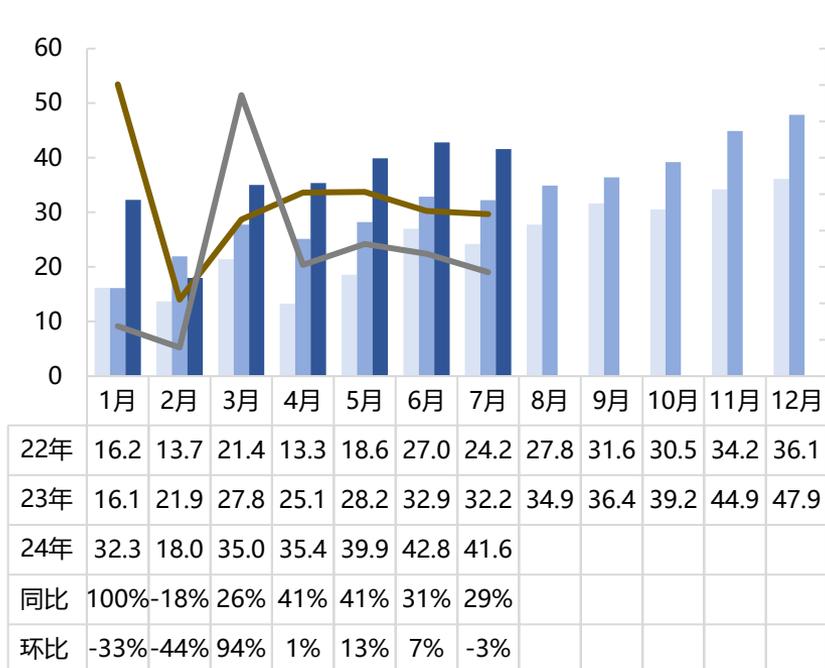
图 Arcadium2024年销售预期调整

产品	单位	2023年	2024原预期	2024现预期
长协	万吨LCE	1.5	1.6	1.5-1.6
散单	万吨LCE	0.25	0.8-1	0.4-0.5
氢氧化锂	万吨LCE	1.75	2.4-2.6	1.9-2.1
碳酸锂	万吨LCE	1.95	2.5-2.8	2.5-2.8
其他锂化合物	万吨LCE	0.25	0.26	0.27
锂化合物合计	万吨LCE	4	5.2-5.7	4.7-5.1
外销锂精矿	万吨	20.5	13	12

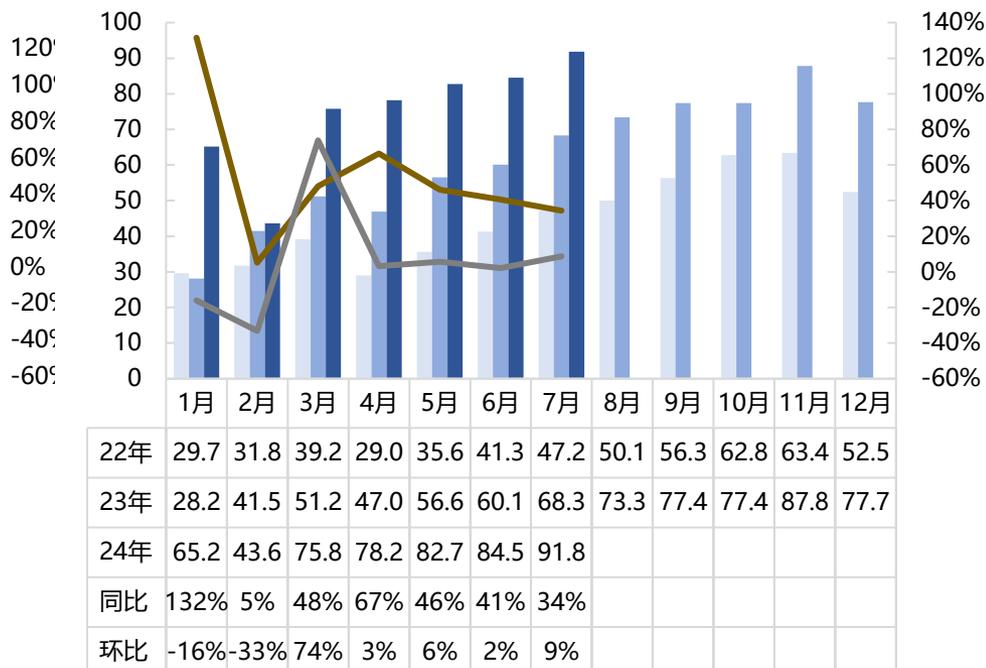
电池：龙头强化竞争力，全球份额稳中有升

- ◆ **7月国内装机电量42GWh，同增29%，铁锂占比73%，环比减2pct。** 24年6月国内动力电池装机42.8GWh，同环比+31%/+7%。装机结构看，三元装机11GWh，同环比+8%/+2%，占比27%；铁锂装机30GWh，同环比+39%/-5%，占比73%，环比减2pct。**1-7月累计装机电量245GWh，同增33%**；其中三元74GWh，同比+26%，占比30%；铁锂171GWh，同比+36%，占比70%。
- ◆ **7月国内动力电池产量92GWh，同增34%，铁锂占比75%，环比-1pct。** 24年7月动力电池产量92GWh，同环比+34%/+9%，其中三元23GWh，同环比+10%/+12%，铁锂69GWh，同环比+43%/+8%，占比72%，环比-1pct。**1-7月累计产量达522GWh，同比+37%**；其中三元150GWh，同比+24%，占比29%；铁锂371GWh，同比+42%，占比71%，同比+3pct。

图表：国内电动车月度电池装机量 (GWh)

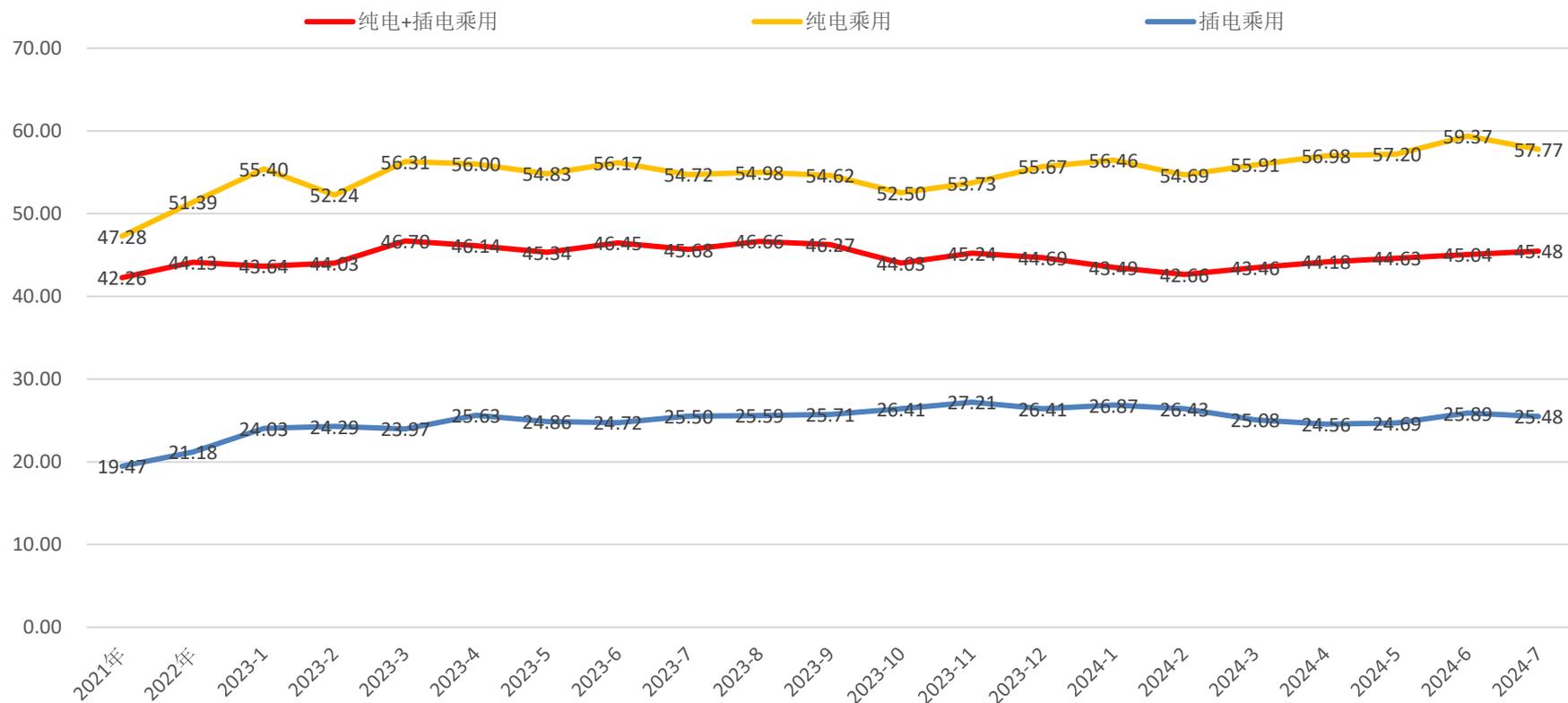


图表：国内电动车月度电池产量 (GWh)



- ◆ **7月国内纯电+插电乘用车平均带电量45.5kwh，同比-0.4%，环比+1%**。24年7月纯电乘用车平均带电量为58kwh，同比+14.7%，环比-2.7%，插电乘用车平均带电量为25.5kwh，同比+65.2%，环比-1.6%。
- ◆ **24年1-7月国内纯电+插电乘用车累计平均带电量44.0kwh，同比-4%**。24年1-7月纯电乘用车累计平均带电量为56kwh，同比+16%，插电乘用车平均带电量为25.2kwh，同比+84.2%，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7月分月度车型平均电量 (kwh/辆)

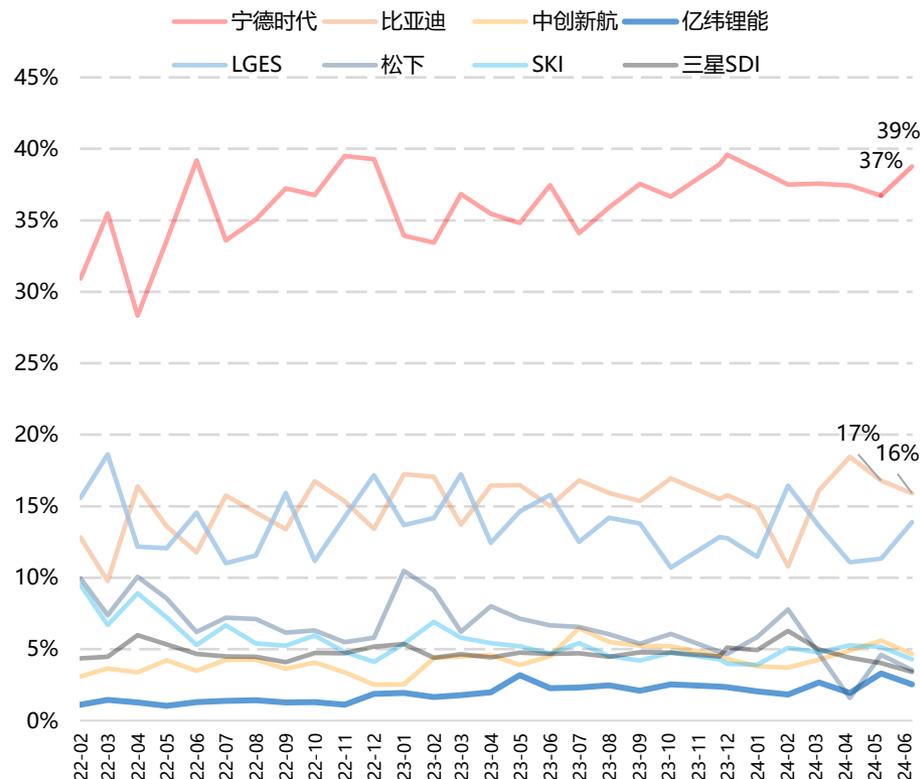


◆ **宁德时代6月装机份额38.8%，环比+2.1pct，龙头地位稳固。** 24年6月全球装机79.2GWh，其中宁德时代装机30.7GWh，市占率38.8%，环比+2.1pct，24年1-6月累计市占率37.8%，同比+2.2pct，龙头地位稳固；比亚迪位列第二，实现装机12.6GWh，市占率15.9%，环比-0.8pct，24年1-6月累计市占率15.8%，同比持平；LG新能源位列第三，实现装机11GWh，市占率13.9%，环比+2.5pct，24年1-6月累计市占率12.9%，同比-2pct。

图表：动力电池厂商全球装机量 (GWh)

Top10	简写	24年6月	占比	环比 (pct)	24年累计	占比	同比 (pct)
1	宁德时代	30.7	38.76%	2.1	137.7	37.77%	2.2
2	比亚迪	12.6	15.91%	-0.8	57.5	15.77%	0
3	LG新能源	11	13.89%	2.5	46.9	12.86%	-2
4	三星SDI	2.7	3.41%	-0.6	16.4	4.50%	-0.2
5	松下	2.8	3.54%	-1.1	16.2	4.44%	-3.2
6	SKI	3.4	4.29%	-0.9	17.3	4.74%	-0.7
7	中创新航	3.7	4.67%	-0.9	16.7	4.58%	0.4
8	亿纬锂能	2	2.53%	-0.8	9	2.47%	0.3
9	国轩高科	1.4	1.77%	-0.6	7.8	2.14%	0
10	欣旺达	1.6	2.02%	-0.1	7.5	2.06%	0.5
前十总量		71.9	90.78%	-1.3	333	91.33%	-2.8
其他		7.3	9.22%	1.3	31.6	8.67%	2.8
全球总量		79.2	100.00%	-	364.6	100.00%	-

图表：动力电池厂商全球市占率

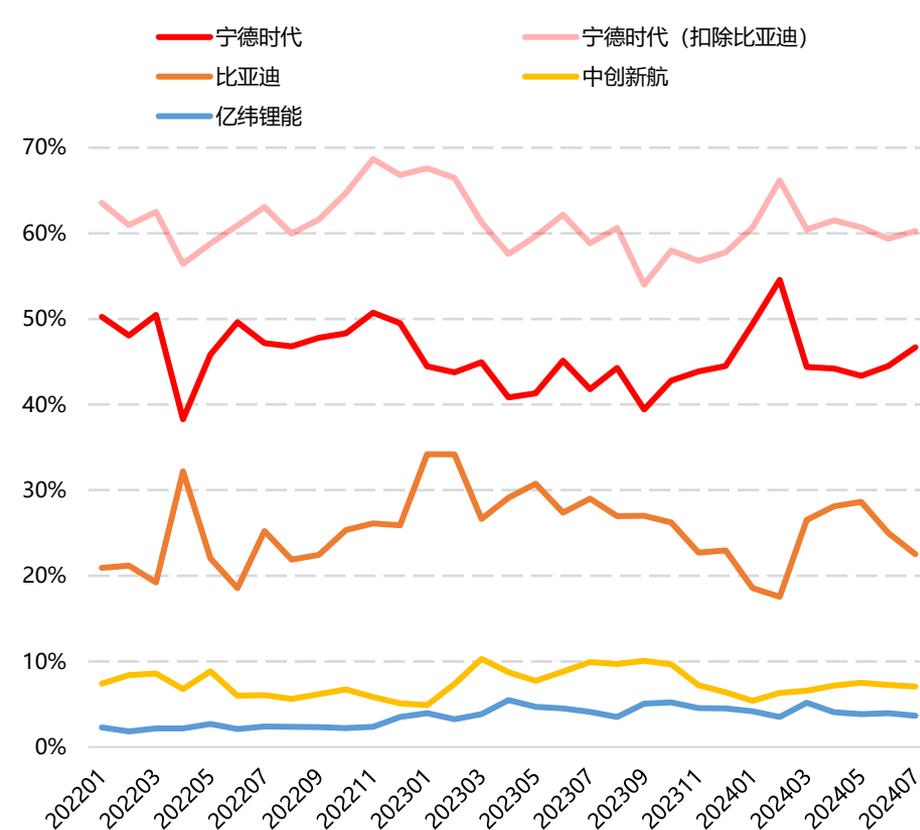


◆ **宁德时代7月装机份额47.3%，环比+2.2pct。**7月国内装机总量41.6GWh，其中宁德时代装机19.4GWh，市占率47.3%，环比+2.2pct，比亚迪仍位列第二，实现装机9.4GWh，市占率22.8%，环比-2.5pct，份额有所下降。中创新航仍位列第三，实现装机2.9GWh，市占率7.2%，环比-0.2pct。**宁德时代1-7月累计装机达112.7GWh，市占率46%，同比+2.9pct；**比亚迪位列第二，累计装机59.9GWh，市占率24.5%。

图表：动力电池厂商国内装机量 (GWh, 不含出口)

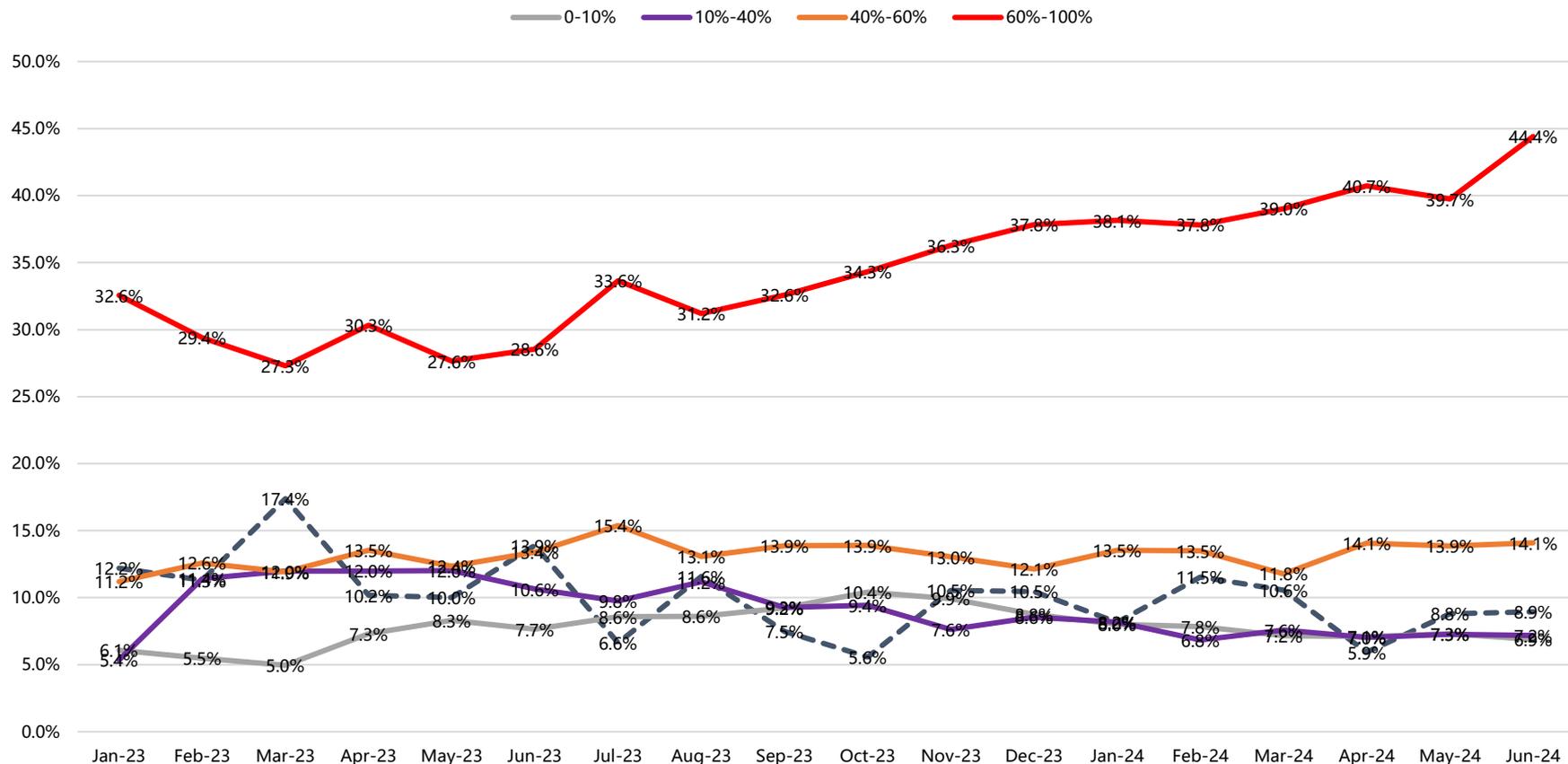
Top10	简写	24年7月	占比	环比(pct)	24年累计	占比	同比(pct)
1	宁德时代	19.4	47.30%	2.2	112.7	46.04%	2.9
2	比亚迪	9.4	22.83%	-2.5	59.9	24.46%	-5.3
3	中创新航	2.9	7.16%	-0.2	16.8	6.85%	-1.7
4	亿纬锂能	1.5	3.73%	-0.3	10.0	4.08%	-0.2
5	国轩高科	1.7	4.21%	0.8	8.9	3.64%	-0.3
6	蜂巢能源	1.3	3.13%	0.4	7.4	3.03%	1.6
7	欣旺达	1.4	3.29%	0.2	7.3	2.98%	0.6
8	正力新能	0.8	1.91%	-0.3	4.0	1.65%	0.7
9	LG新能源	0.6	1.36%	0	3.5	1.44%	-0.4
10	瑞浦兰钧	0.8	1.85%	-0.8	4.5	1.83%	1
前十总量		39.7	96.77%	-0.3	235.3	96.11%	-1.2
其他		1.9	3.23%	0.3	9.5	3.89%	1.2
国内总量		41.6	100.00%	-	244.8	100.00%	-

图表：动力电池厂商国内市占率 (不含出口)



◆ **综合结果看，国内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，稳定宁德国内市场份额。** 宁德时代的市占率为车企配套份额和车企装机量占比的综合结果，从车企配套份额来看，24年1-6月供应商进一步多样化，二三供应商份额略有提升，从**车企装机量占比**来看，按宁德配套份额为基准，24年1-6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23.5%/8.7%/7.2%/7.3%/13.4%/39.9%，相比23年变化-2.5/-1.7/-1.0/-2.6/+0.2/+7.6pct，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，因此随着宁德时代神行、麒麟等新产品的放量，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）



- ◆ 宁德时代与海外电池厂盈利差距扩大，剔除IRA补贴后，海外电池厂Q2平均营业利润率-2%，平均与宁德时代差距近15%。24年Q2看，宁德时代/LGES/三星SDI/松下/SK on营业利润率19%/3%/5%/10%/-30%，剔除IRA补贴后，LGES/三星/松下/SK on营业利润率分别为-4%/5%/2%/-37%，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，随着欧美需求短期持续偏弱，宁德时代与海外电池厂盈利差距预计扩大。

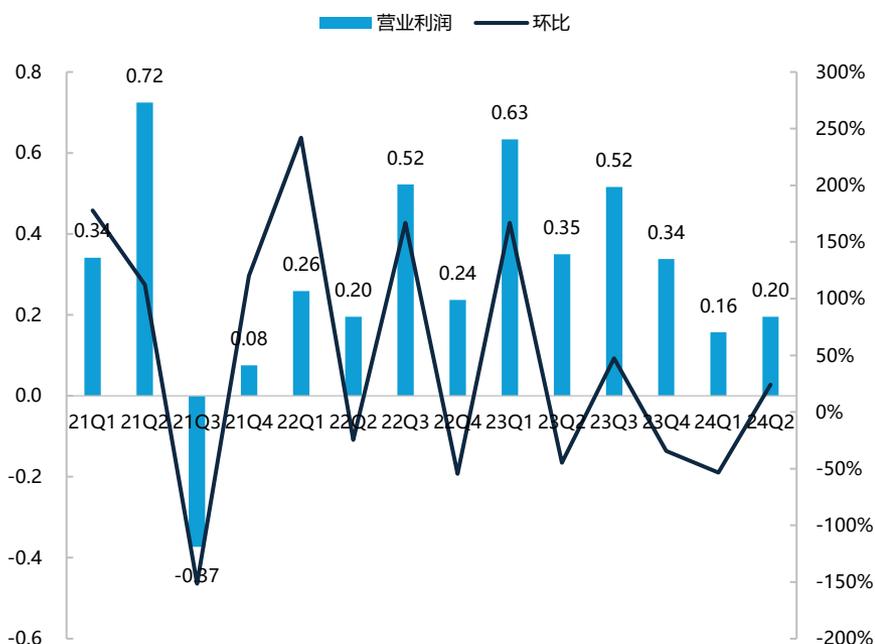
表：海外电池厂季度经营情况

公司	电池业务营收 (亿人民币)					营业利润 (亿人民币)				
	23Q2	24Q1	24Q2	同比	环比	23Q2	24Q1	24Q2	同比	环比
宁德时代	1002	798	870	-13%	9%	133	133	162	22%	22%
LGES	479	326	323	-30%	1%	25	8	10	-58%	24%
三星SDI	290	244	203	-27%	-15%	21	11	11	-46%	-3%
松下	120	105	99	-11%	1%	15	5	10	-28%	111%
SKI	203	90	81	-58%	-8%	-7	-18	-24	-250%	-39%

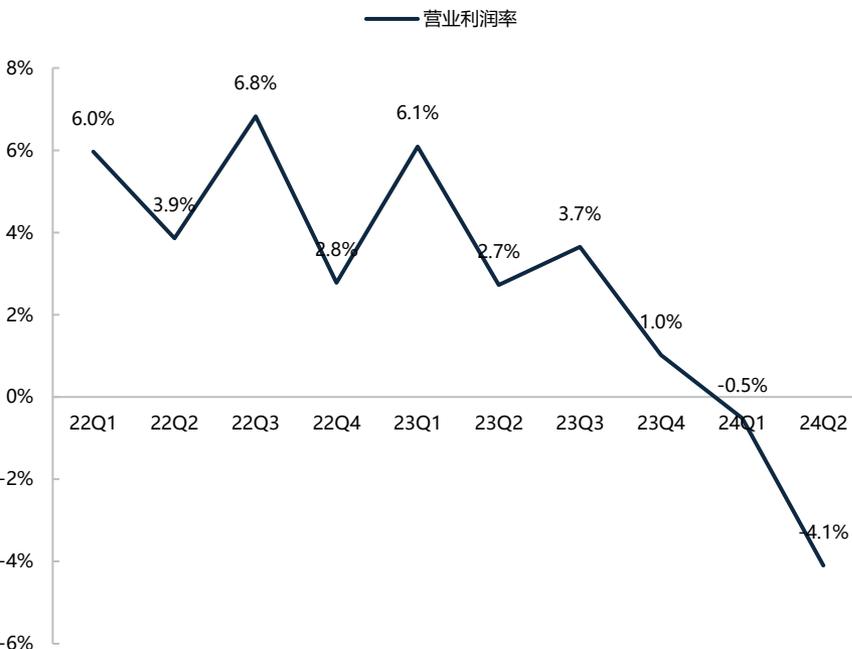
公司	营业利润率					营业利润(剔除IRA补贴, 亿人民币)					营业利润率(剔除IRA补贴)				
	23Q2	24Q1	24Q2	同比	环比	23Q2	24Q1	24Q2	同比	环比	23Q2	24Q1	24Q2	同比	环比
宁德时代	13%	17%	19%	5.3pct	1.9pct	133	133	162	22%	22%	13%	17%	19%	5.3pct	1.9pct
LGES	5%	3%	3%	-2.1pct	0.6pct	19	-1.7	-13	-172%	699%	4%	-1%	-4%	-8.1pct	-3.6pct
三星SDI	7%	5%	5%	-2.0pct	0.7pct	21	11	11	-46%	-1%	7%	5%	5%	-2pct	0.08pct
松下	13%	5%	10%	-2.4pct	5.3pct	4	0	2	-48%	-560%	4%	0%	2%	-1.6pct	2.6pct
SKI	-4%	-20%	-30%	-26pct	-9.9pct	-14	-20	-30	-128%	-55%	-7%	-22%	-37%	-26pct	-9.9pct

- ◆ **财务**：公司24Q2收入323亿RMB，同环比-30%/+1%；24Q2营业利润10亿RMB，同环比-58%/+24%，营业利润率3.2%，同环比-2.1/+0.6pct；24Q2 IRA补贴23亿RMB，环比+137%，北美客户新车型发布，补贴环比大幅增长，剔除补贴后，营业利润率-4.1%，同环比-8.1/-3.6pct，主要系原材料成本压力和产能利用率下降影响。
- ◆ **订单&产能**：①动力方面，降价以提高产品竞争力，拿到39GWh铁锂动力首单，已突破软包+CTP技术；②产能方面，印尼现代合资工厂一期10GWh投产，确认后续投建亚洲另一工厂；③储能方面，拿到美国亚利桑那州4.8GWh储能电池订单，逐渐从三元向铁锂体系转变，已覆盖电芯+系统等储能解决方案。
- ◆ **H2计划**：①调整产能爬坡速度，缩减资本开支，提升产能利用率；②确保产品具备差异化，引入4680和储能铁锂，并建立干电极中试线，目标获得铁锂、高压中镍和46系列等新产品的订单，并扩大储能和基于服务&软件的新业务；③扩大原材料采购范围，与成本领先的供应商加强合作，简化电池生产工艺流程，推进智能工厂建设。

图：LGES季度营业利润及环比增速（万亿韩元）



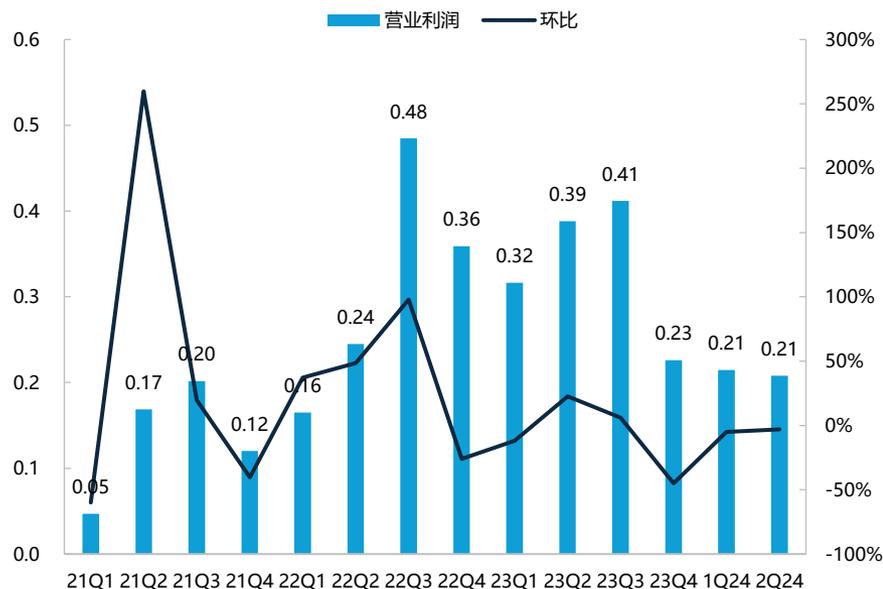
图：LGES季度剔除IRA营业利润率



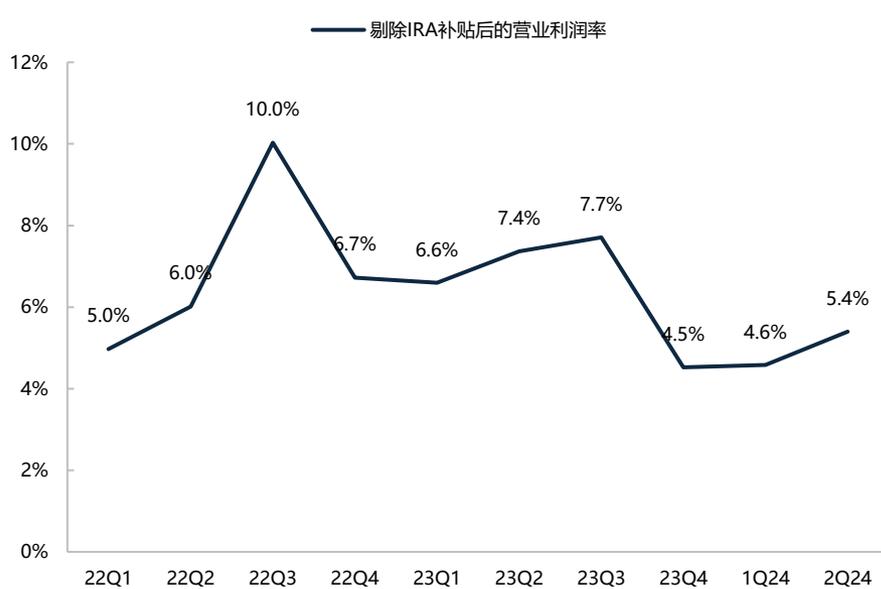
三星SDI：电池盈利能力稳健，签订韩国最大储能订单

- ◆ **电池业务**：营收203亿RMB，同环比-27%/-15%；24年1-5月SDI装机13.7GWh，市占率4.8%，同比+0.1pct；营业利润11亿RMB，同环比-46%/-3%；营业利润率5.4%，同环比-2.0/+0.7pct，动力业务需求放缓，业绩低于预期。
- ◆ **Q2业绩分析**：①动储业务：**动力下滑、储能强劲** 电动车市场需求放缓，动力电池销量和利用率下降；储能受益于公共事业和UPS，收入和利润均提升；②消费业务：**整体疲软** 电动工具和手机库存调整，收入有所下降，但此前签有长协，获得一次性补偿，利润仍有增长；软包需求放缓，收入有所下滑。
- ◆ **H1产品突破**：①固态电池：向5位潜在客户送样；②铁锂电池：建设一条试验线，为26年量产做准备；③储能项目：与NextEra Energy签署韩国最大规模储能订单，合同规模达6.3GWh，总计52.7亿RMB（单价约0.84元/Wh），产品为5.26MWh的集装箱（SBB 1.5），采用NCA三元电池，配备自动喷洒灭火剂技术。
- ◆ **H2经营预期**：①动储业务：**改善业绩** 推广P6新品在美国放量，与Stellantis北美合资工厂运营提前（此前计划25年Q1投运，一期33GWh，二期34GWh）；储能已从美国关键客户拿到新项目，收入和利润持续提升；②消费业务：**寻找新机会** 圆柱扩大差异化产品销售，如高功率等圆柱电池，增加与主要客户的长协，扩展到商用车/特种车领域。

图：三星SDI季度营业利润及环比增速（万亿韩元）

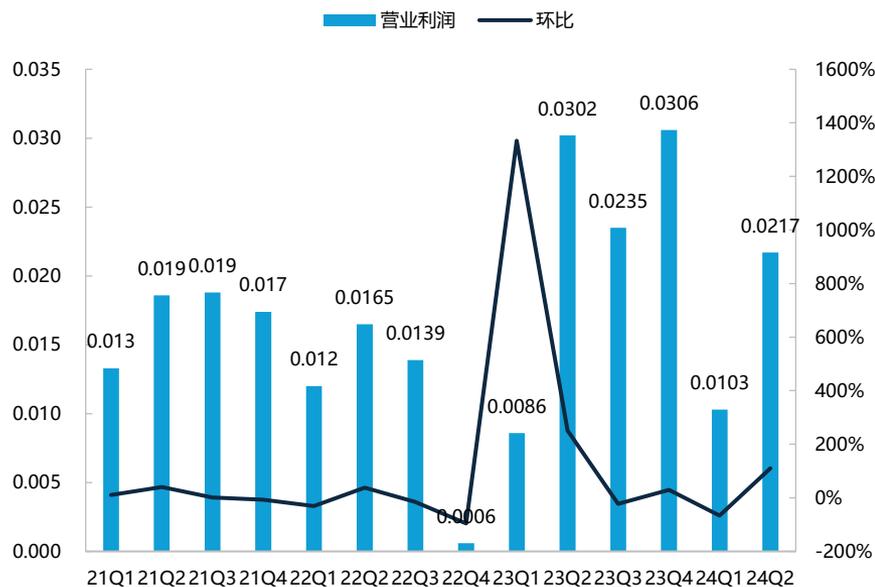


图：三星SDI季度剔除IRA营业利润率

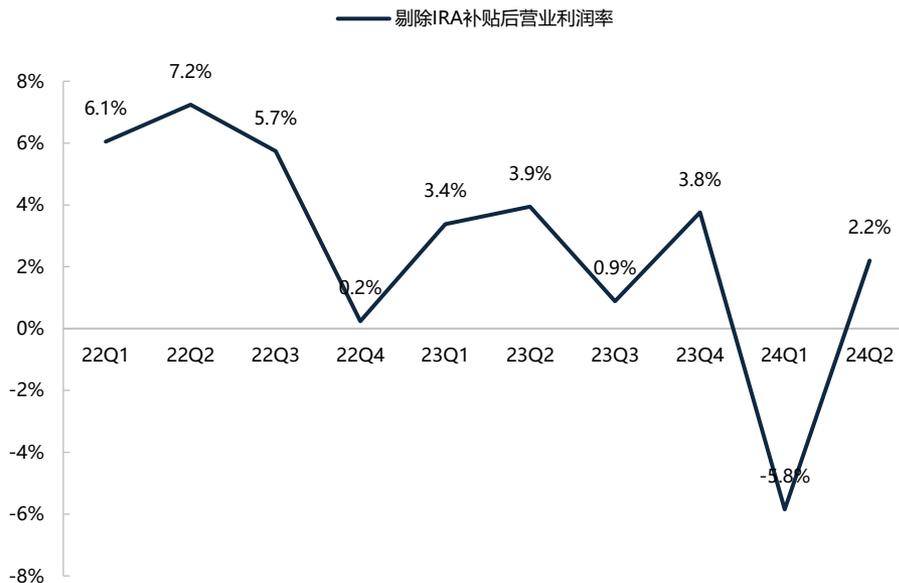


- ◆ **电池整体**：Q2收入99亿RMB，同环比-11%/+1%；营业利润10亿RMB，同环比-27%/+71%，营业利润率10.2%，同环比-2.2/+5.3pct；IRA补贴8亿RMB，同环比-22%/-28%，剔除补贴后，营业利润率2.2%，同环比-1.6/+2.6pct，业绩环比Q1有所改善。
- ◆ **动力**：日本工厂需求持续下降，Q2收入59亿RMB，同环比-25%/-4%；营业利润6亿RMB，同环比-54%/+135%，营业利润率9.4%，同环比-1.5/+5.6pct；北美IRA销量8.7GWh，同环比-7%/-6%，剔除补贴后，营业利润率-2.8%，同环比-5.5/+8.2pct，原材料利用优化，北美盈利有所提升。Q3符合IRA补贴的车型增加，北美产量回升，预计业绩有所改善。
- ◆ **储能&消费**：24Q2收入39亿RMB，同环比+26%/+9%；营业利润4亿RMB，同环比+132%/+17%，营业利润率10.5%，同环比+5.6/+0.7pct。受益于生成式AI市场驱动，数据中心储能系统销售较好。
- ◆ **FY2025电池业绩指引(24年Q2-25年Q1)**：电池收入408亿RMB(此前预计420亿RMB)，营业利润51亿RMB(此前预计53亿RMB)，营业利润率12.5%(此前为12.6%)，IRA补贴87亿RMB(此前预计90亿RMB)，剔除补贴后，营业利润率+2.6%(此前为-8.8%)。

图：松下季度营业利润及环比增速 (万亿日元)



图：松下季度剔除IRA营业利润率



SKI: Q2亏损持续扩大, 目标Q4盈亏平衡

- ◆ **Q2财务:** 电池收入80.6亿RMB, 同环比-58.0%/-7.7%, 24年1-5月全球装机13.9GWh, 同比+4.9%, 市占率4.9%, 同比-0.8pct; 营业利润-23.9亿RMB, 同比亏损扩大249.9%, 环比亏损扩大38.8%; 营业利润率-29.6%, 同环比-26.1/-9.9pct; 24Q2 IRA补贴5.8亿RMB, 环比+190.6%, 剔除补贴后, 营业利润率-36.8%, 同环比-37.8/-14.8pct。
- ◆ **业绩分析:** 由于产能利用率下降, 匈牙利工厂投产转固, Q2亏损继续扩大, 但美国地区销量复苏, IRA补贴大幅提升。下半年看, 由于新车型推出、利率的下调和电池价格下降, 需求预计恢复, 目标Q4实现盈亏平衡。
- ◆ **Q2变化:** 7月初, 公司宣布已陷入绝境, 冻结所有高管的薪酬, 直到扭亏为盈; 7月13日, 公司表示积极寻找方形电池订单, 不会削减今年的资本支出(374亿RMB); 7月17日, SK集团宣布将SKI与SK E&S合并, 以支撑持续亏损的电池业务SK On, 其中SK E&S为韩国第一大民营液化天然气企业, 盈利能力强劲。

图: SKI季度营业利润及环比增速 (万亿韩元)

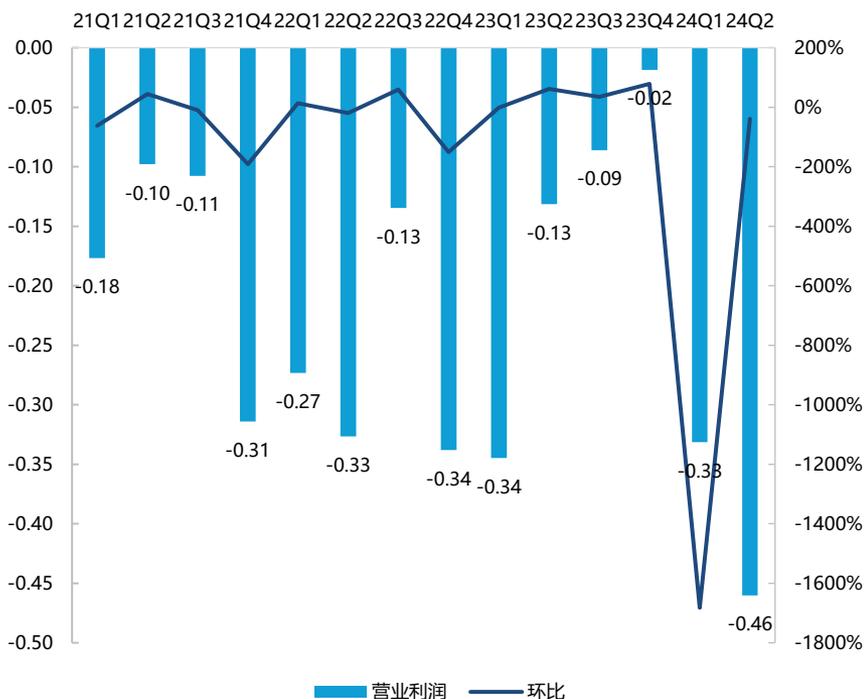
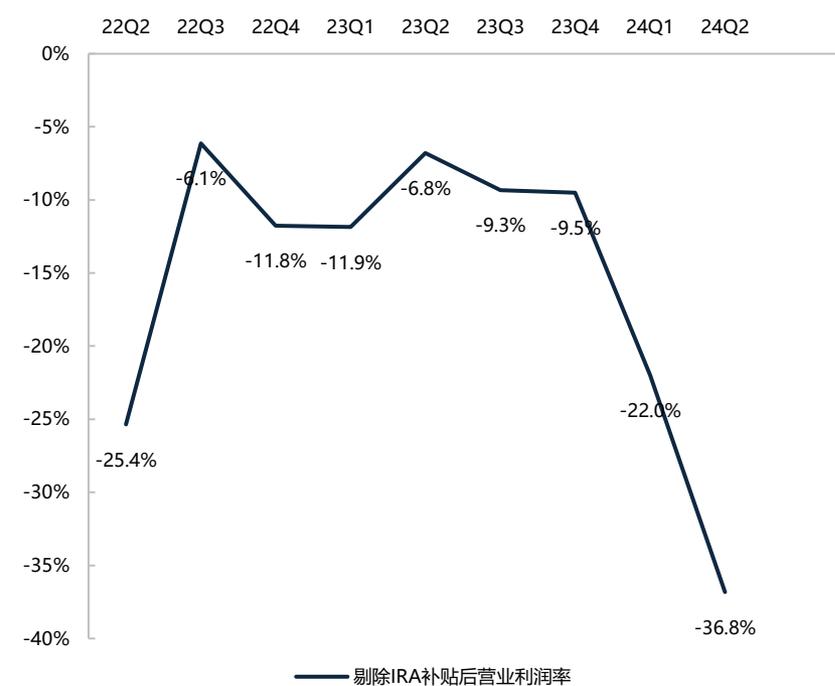
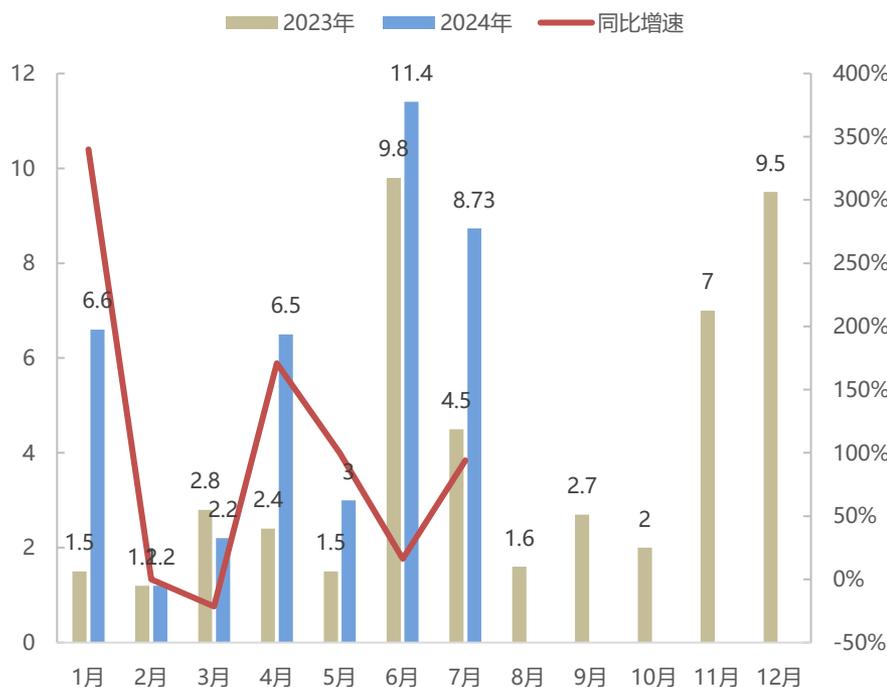


图: SKI季度剔除IRA营业利润率

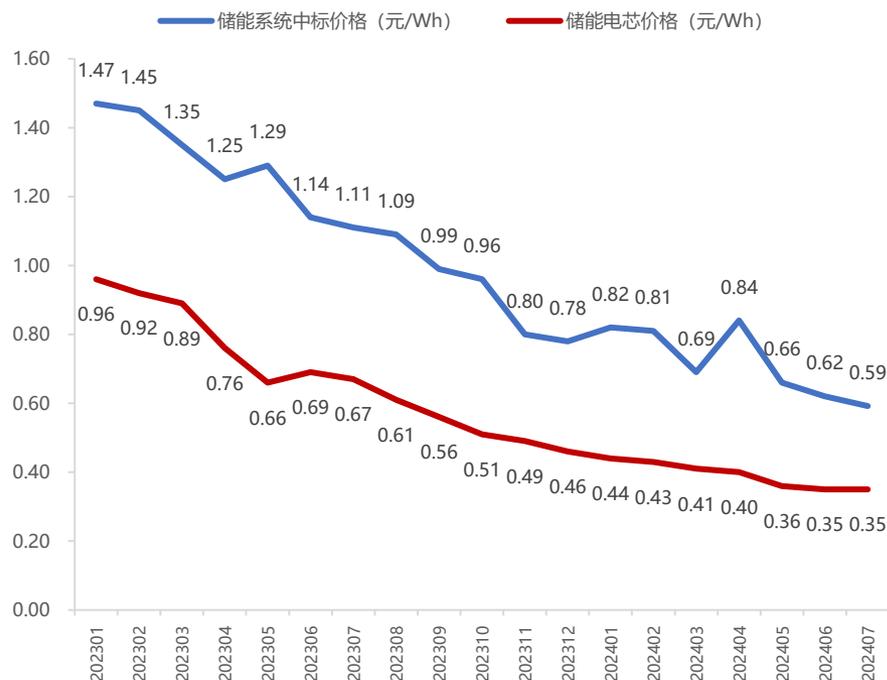


- ◆ **国内24年需求持续高增态势，光储平价空间打开，商业模式待完善。**国内新型储能24H1新增装机12.9GW/31gwh，同比增61%，其中锂电装机26.3gwh，占比86%，同增48.5%，大储为24gwh，同增40%，工商储为2gwh。7月看，新型储能装机8.7GWh，同增99%，大储装机8.3GWh，同增103%，维持高增态势。预计24年国内锂电大储装机增长40%至60gwh。
- ◆ **国内储能系统和电池招标价格触底，但产能出清仍需时间。**24年7月，国内2小时储能系统平均报价0.59元/Wh，环降5%，储能电池价格0.35元/Wh，环比持平，价格触底。整体看，储能电池产能仍处于过剩状态，低端产品价格战还在进行，产能出清仍需时间。

图：国内月度储能并网量 (MWh)

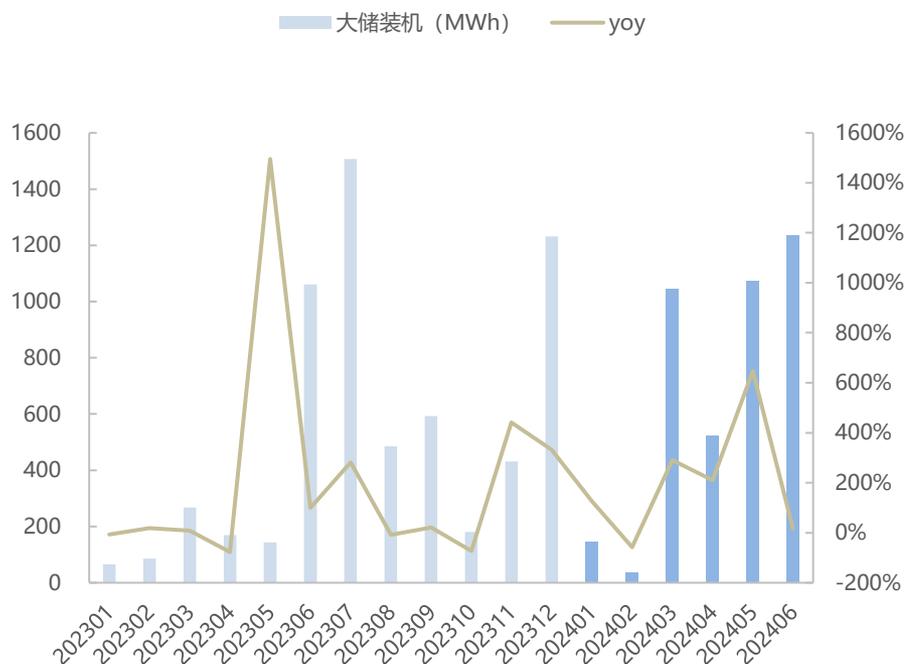


图：国内储能电池及储能系统价格走势 (元/Wh)

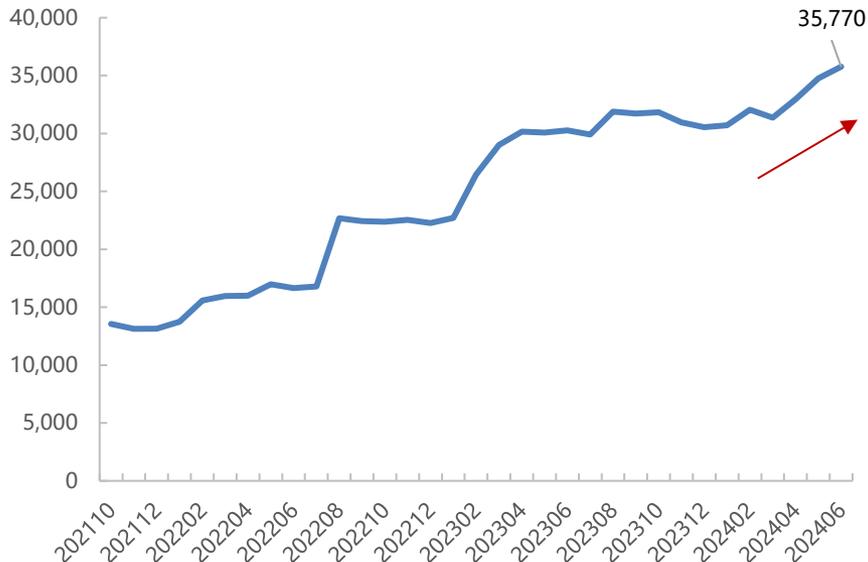


- ◆ **并网时间缩短+经济性提升，美国大储24H1装机增速回归。**美国FERC出台法规简化流程，并网加速，1-6月装机11.2GWh，同增201%，配储时长2.76h，较同期增加0.6h。且截至6月，大储储备项目已达36GW，其中拟24H2并网规模11GW（同增145%），按照备案量预期，预计24年美国大储装机35gwh，增100%+，25年40%增长至50gwh。
- ◆ **美国储能格局集中，特斯拉份额占比40%。**系统集成商看，24年特斯拉预计出货30-40gwh，份额40%左右，其次为阳光、fluence、阿特斯等，而电池厂商看，宁德为特斯拉的独供，并且也配套其余集成商，预计在美份额50%。且美国价格高，系统集成价格0.3美元/wh+。

图：美国月度大储装机 (MWh)

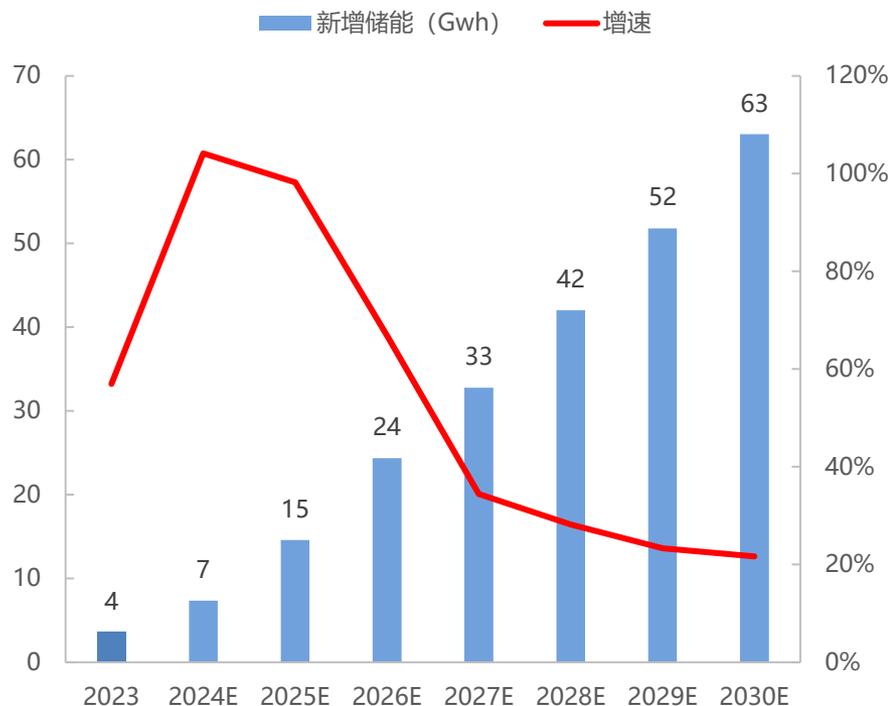


图：美国储能备案数据 (MW, 累计)

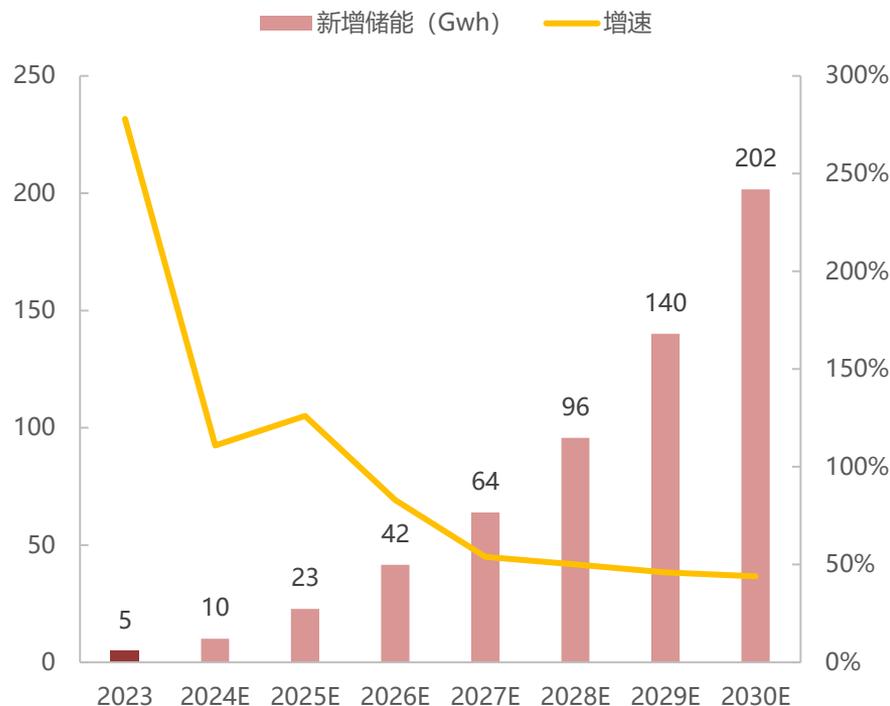


- ◆ **欧洲大储开始发力，新兴市场多点开花，24年起量，25-26年并网高峰。** 1) **欧洲市场**：欧洲市场受益于英国、意大利等需求爆发，预计24-25年大储装机7.4/14.6GWh，同增104%/98%； 2) **新兴市场**：受益于中东、智利、澳大利亚、智利、菲律宾、印尼等市场爆发，预计24-25年装机10.1/22.8GWh，同增111%/126%。
- ◆ **储能系统和价格分化较大。** 英国市场要求高，系统价格0.3英镑/wh，智利、澳大利亚市场基本为1-1.5元/wh，中东、印度地区1元/wh，竞争相对激烈，国内二线电池企业份额较高。而欧洲、澳大利亚等市场，宁德时代份额较高，国内二线份额相对较低。

图：欧洲大储装机预测（年度，GWh）



图：新兴市场大储装机预测（年度，GWh）



储能电池：宁德时代份额稳定，二线电池厂增量明显

- ◆ **从全球储能市场看，宁德时代24年全球份额预计40%，其中美国地区份额50%左右。** 宁德时代23年储能电池产量79GWh，市占率35%，出货69GWh，市占率40%，24年1-6月储能产量43.6GWh，同增24%，市占率35%，基本维持稳定，我们预计24年全球储能份额维持40%左右，其中美国地区份额50%左右。
- ◆ **二线电池企业中，亿纬、国轩、中创新航、瑞浦份额明显提升。** 24年1-6月，部分二线电池厂份额提升，其中亿纬锂电市占率提升明显，从23年10%左右提升至24H1的15%左右，此外中创新航、国轩等储能增量也较为明显，主要系宁德时代储能放弃国内低价单，集中海外项目所致，而比亚迪、鹏辉能源等份额有所下降。

表：全球储能份额变化（出货量口径，GWh）

	24年6月	单月占比	24年H1	累计占比	23年H1	累计占比	24年H1同比
宁德时代	10.2	31.4%	42.0	36.2%	31.1	32.3%	+3.9pct
比亚迪	1.9	5.8%	8.5	7.3%	12.4	12.9%	-5.6pct
亿纬锂能	4.5	13.8%	17.3	14.9%	8.5	8.8%	+6.1pct
国轩高科	2.3	7.1%	6.5	5.6%	3.0	3.1%	+2.5pct
鹏辉能源	1.0	3.1%	3.2	2.8%	5.1	5.3%	-2.5pct
瑞浦能源	3.5	10.9%	10.8	9.3%	7.5	7.8%	+1.5pct
派能科技	0.2	0.6%	0.5	0.4%	1.8	1.9%	-1.5pct
南都电源	0.1	0.3%	0.7	0.6%	2.2	2.2%	-1.7pct
中天储能	0.0	0.0%	0.0	0.0%	0.6	0.6%	-0.6pct
远景能源	1.1	3.4%	3.5	3.0%	3.4	3.5%	-0.5pct
ATL		0.0%	0.0	0.0%	1.3	1.3%	-1.3pct
力神电池	0.2	0.6%	0.6	0.5%	0.9	0.9%	-0.4pct
中创新航	3.6	11.1%	8.0	6.9%	3.3	3.4%	+3.5pct
双登富郎特	0.0	0.1%	0.1	0.1%	0.5	0.5%	-0.5pct
赣锋锂电	0.4	1.1%	2.0	1.7%	2.6	2.7%	-1.0pct
海辰储能	1.9	5.8%	8.1	7.0%	6.0	6.2%	+0.7pct
其他	1.6	5.0%	4.4	3.8%	6.3	6.5%	-2.8pct
合计	32.5	100.0%	116.2	100.0%	96.3	100.0%	-

- ◆ **储能铁锂向大容量方向持续演进，目前主流产品迭代至314Ah。** 储能产品进入新变革周期，大电芯、高电压、水冷/液冷等新技术逐渐登上舞台，储能电池向大容量方向持续演进，目前已迭代至314Ah，主要提升了电池材料的压实密度，进而提升能量密度，且产线仍可由280Ah产线迭代。此外，储能电池的循环寿命逐步提升，大储电芯从此前8千次循环，逐步向1万次，甚至1.5万次循环升级，主要使用补锂剂等材料实现。
- ◆ **从商业模式上看，电池企业开始向储能系统布局。** 储能系统价值量更高，整体成本以电池为大头，因此电池企业布局储能系统，打造的产品性价比更高，进一步丰富企业的收入来源。24年看，宁德时代发布5年零衰减的天恒系统，比亚迪升级魔方系统，亿纬锂能迭代Mr.Giant，均在储能系统加速布局。

表：24年储能电池发布产品梳理

企业	产品	电芯 (Ah)	能量密度 (wh/L)	容量 (MWh)	失效率
宁德时代	天恒系统	580	430	6.25	ppb
比亚迪	魔方系统	-	430	6.432	ppm
亿纬锂能	Mr.Giant	628	175 (Wh/kg)	5	ppm
瑞浦兰钧	问顶系统	625	430	7.03	ppm
国轩高科	Gotion GRID	314	-	5	ppm
海辰储能	HiTHIUM ∞ Block	1130	400	6	ppm
南都电源	Center L Plus	690	380-440	6	ppm
欣旺达	欣岳系统	625	430	6.5+	ppm

图：电池企业布局储能系统（宁德时代为例）

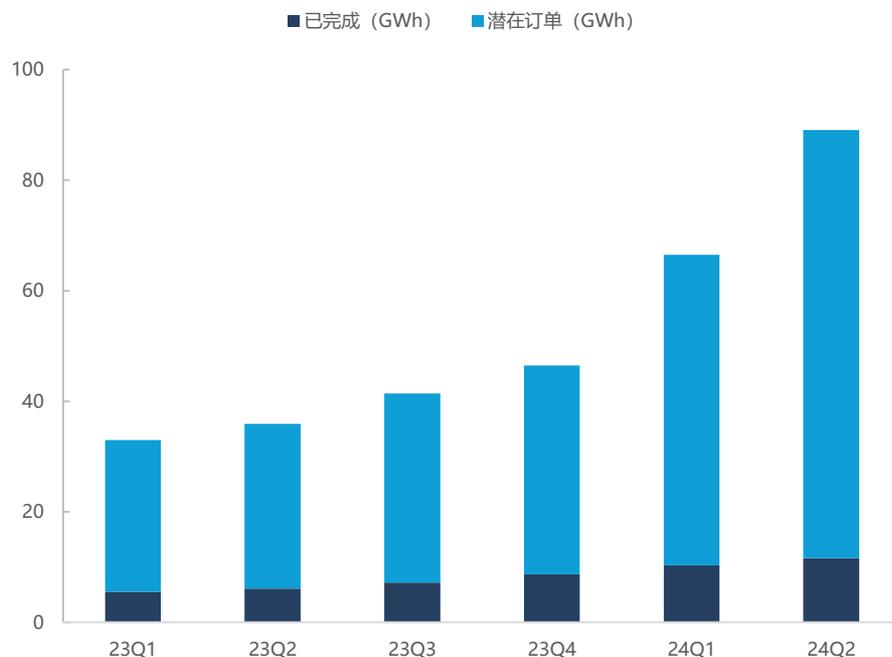


- ◆ **财务**：公司Q1-Q3营收14.7亿美元，同比-5%，毛利1.89亿美元，同比+173%，毛利率12.8%，同比+8.4pct，EBITDA -0.09亿美元，亏损同比缩小89%。其中#Q3 营收4.8亿美元（高于预期20%），同环比-10%/-22%，对应系统出货1.1GWh，同环比-27%/-39%，平均售价0.43美元/Wh，相比年初下降25%，毛利0.85亿美元，同环比+253%/+28%，毛利率17.5%，同环比+13.0/+6.9pct，盈利持续改善，EBITDA 0.156亿美元，12个月内首次转正。
- ◆ **订单**：Q3新签订单13亿美元，创历史新高，同环比+130%/+82%，含5.1GWh储能系统、1.4GWh售后服务和0.6GW数字软件；在手订单增长至45亿美金，同环比+55%/+22%；潜在订单204亿美元，同环比+65%/+25%，美国/欧洲中东非洲/亚太区域占比45%/28%/27%，其中美国约40%为数据中心相关，生成式AI相关需求强劲。24年收入预期27-28亿美元，同增22%-26%，Q4业绩兑现度高、前5周已交付46%、25年业绩信心较强，收入预期40.5-42亿美元，同增35-40%，毛利率长期预计维持10-15%水平。

图：Fluence季度储能新签订单及环比



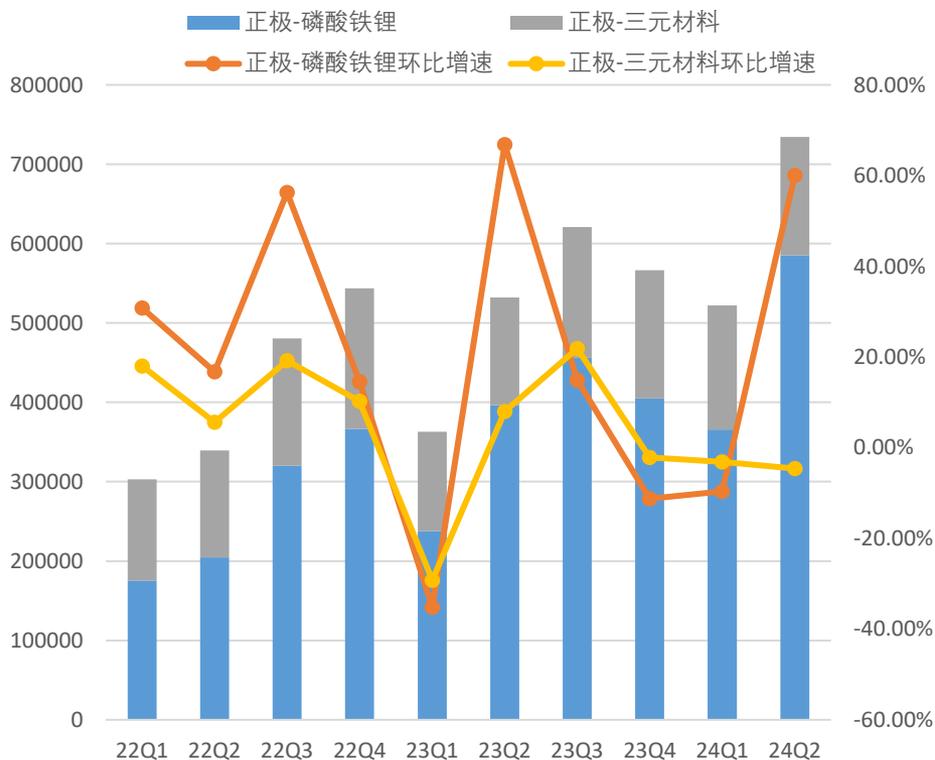
图：Fluence季度已完成订单和潜在订单



中游：持续磨底，加速产能出清

- ◆ **铁锂正极维持同比高增长，超过三元及正极材料增速。** 24年1-6月铁锂正极产量95万吨，同比增长50%，超过正极材料平均增速40%（三元同比增长17%），且月度环比增速高于三元材料，Q2铁锂环增60%，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，三季度招标价格再降0.1万元/吨，竞争趋于激烈。** 龙头份额持续提升，湖南裕能24年1-6月的市占率34%。较23年提升6pct，德方、万润24年1-6月份额较23年下滑3-4pct。电池企业招标三季度铁锂加工费，低端产品再降0.1万元/吨，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	1-6月 出货	市占率	市占率变 化 (pct)
湖南裕能	25.71	24%	41.75	28%	32.5	34%	6.3%
德方纳米	18.49	17%	22.3	15%	10.45	11%	-3.9%
常州锂源	9.74	9%	11.1	7%	7.8	8%	0.8%
湖北万润	8.53	8%	14.7	10%	5.9	6%	-3.6%
友山科技	0		0		5.31	6%	5.6%
国轩高科	6.53	6%	7.62	5%	4.97	5%	0.1%
江西升华	4.81	5%	4.84	3%	4.72	5%	1.7%
金堂时代	0		6.25	4%	3.53	4%	-0.5%
融通高科	10.09	9%	10.2	7%	3.35	4%	-3.3%
泰丰先行	1.88	2%	2.51	2%	2.61	3%	1.1%
安达科技	6.57	6%	6.21	4%	2.55	3%	-1.5%
四川朗晨	0		0.84	1%	1.55	2%	1.1%
比亚迪	3.45	3%	3.5	2%	1.33	1%	-0.9%
其他	10.87	10%	17.707	12%	8.534	9%	-2.9%

结构件：H2小幅降价，原材料降价可部分对冲

- ◆ **24H2价格小幅下降。**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%+，龙一净利率维持10%+，龙二盈亏平衡，下游客户小幅压价诉求下，Q3结构件行业降价3-5%。
- ◆ **Q3原材料降价对冲潜在降价影响，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，影响科达利Q2盈利约6000万元，而公司通过内部降本对冲，盈利维持稳定。Q3结构件行业降价3-5%，但6月起铝价开始向下，当前电解铝价格1.9万元/吨左右震荡，较5月底高点已下跌10%，已跌至24Q1低点，可降价影响，预计Q3盈利水平仍可维持10%+。

图：铝价走势（万元/吨）

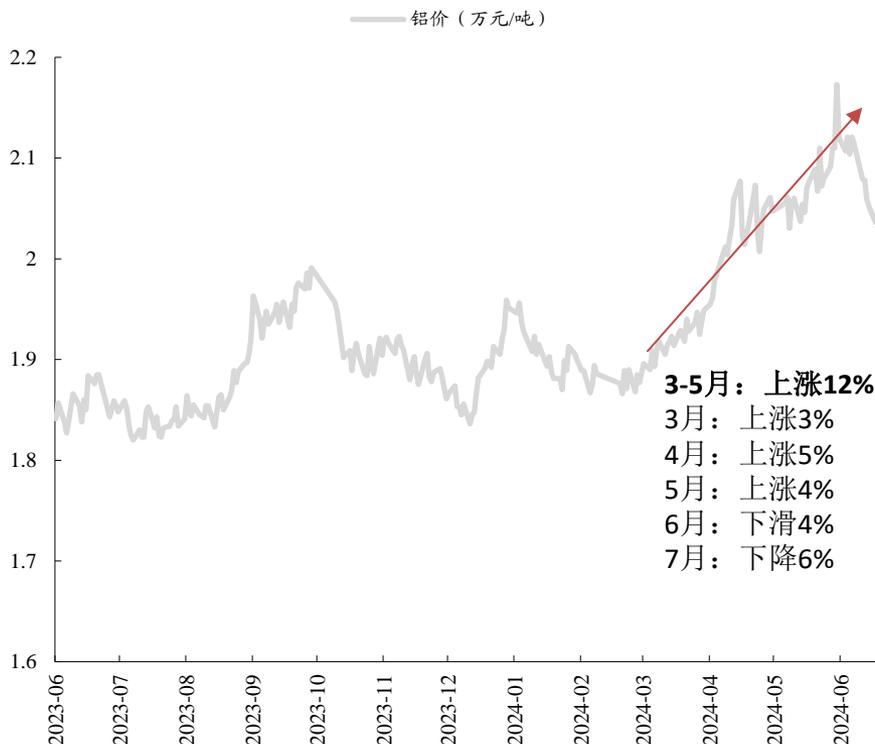
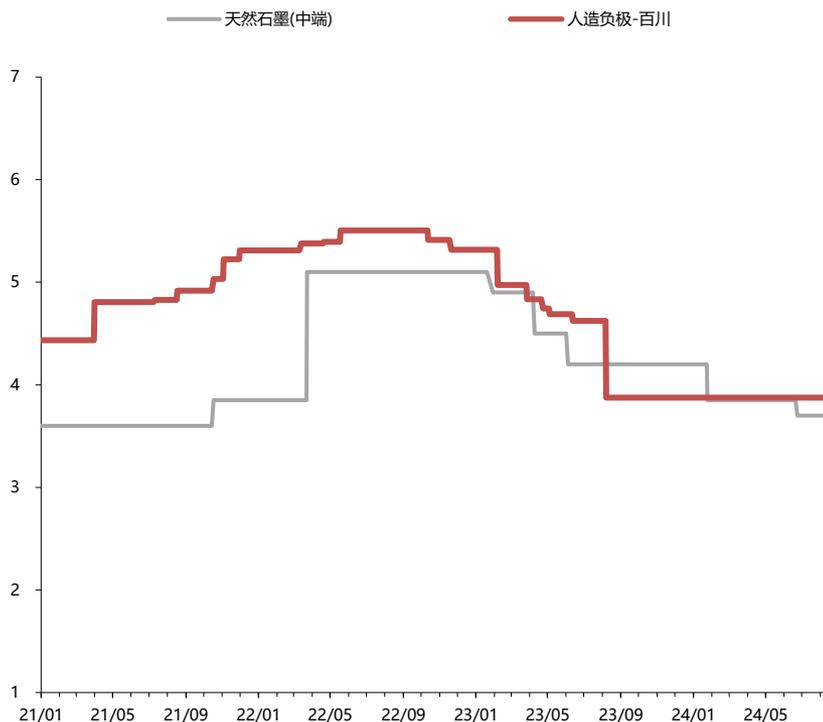


图 原材料对盈利影响测算（万元/吨）

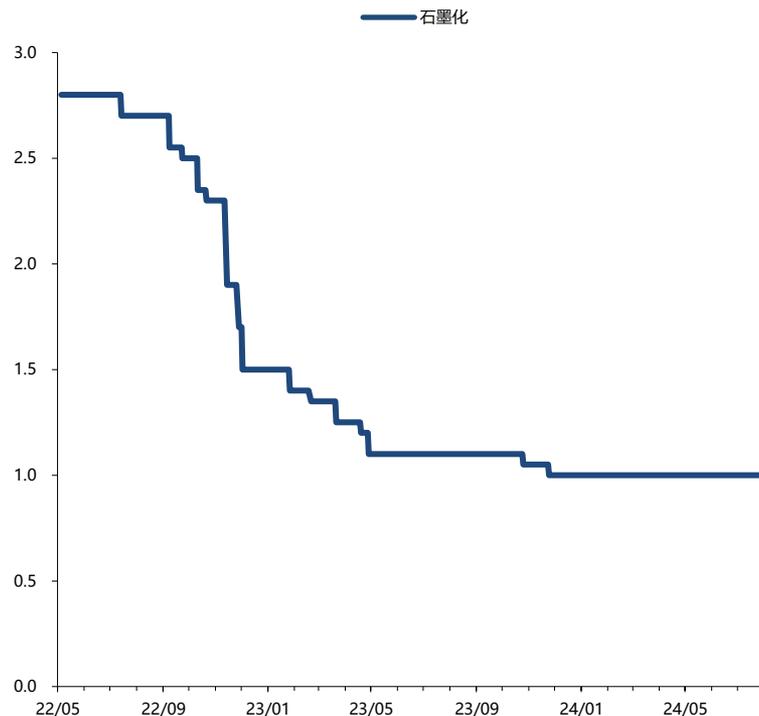
铝价	铝价1.86	铝价+5%	铝价+10%
产值（亿元）	1	1	1
毛利率	24%	22%	21%
毛利率变化		-1.1%	-2.3%
总成本（亿元）	0.76	0.78	0.79
材料成本（亿元，占比60%）	0.46	0.47	0.48
-铝（亿元）	0.23	0.24	0.25
铝价（万元/吨）	1.86	1.95	2.05
单耗(万吨)	0.14	0.14	0.14
-其他材料（亿元）	0.23	0.23	0.23
非材料成本	0.31	0.31	0.31
产能利用率	70%	70%	70%
产能利用率+5%			
毛利率		24%	23%
毛利率变化		2.0%	2.0%
总成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

- ◆ **1H24价格底部确认，2H预计处于磨底，行业新增扩产放缓。** 24Q1负极招标价格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，此前预计2H招标价格反弹未实际落地，我们预计三季度价格基本持平，行业仍处于磨底阶段，但行业新增扩产放缓，如杉杉云南30万吨投产延后，预计25年有望迎来改善。
- ◆ **Q1盈利底部确认，Q2伴随产能利用率提升小幅改善，预计下半年可底部维持。** 24Q1负极招标价格触底，Q2降价完全体现，但产能利用率提升部分对冲，尚太Q2单吨净利0.35万元，贝特瑞0.2万元，璞泰来盈亏平衡，杉杉、中科微利，小厂商基本全面亏损。24H2此前预期涨价不明显，价格我们预计底部维持，Q3我们预计行业单吨盈利环比基本持平。

图：负极价格变化趋势（万元/吨）



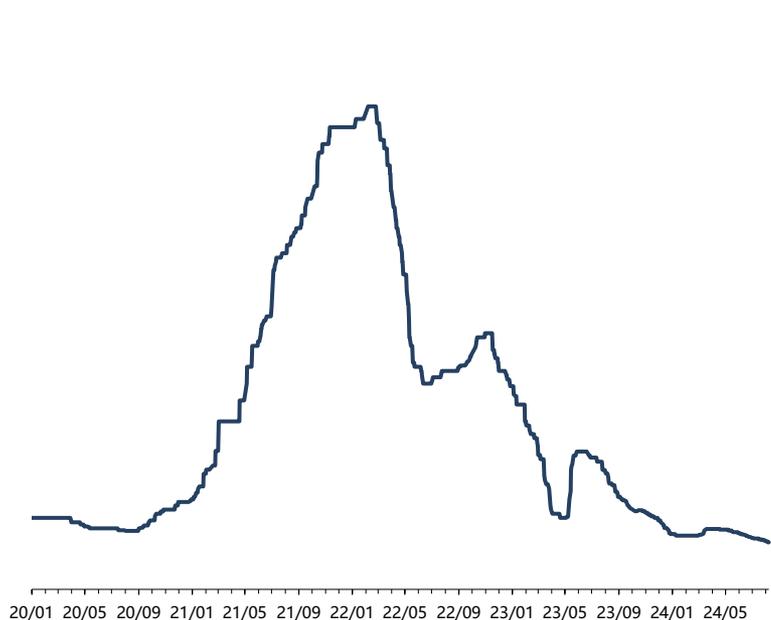
图：石墨化价格变化趋势（万元/吨）



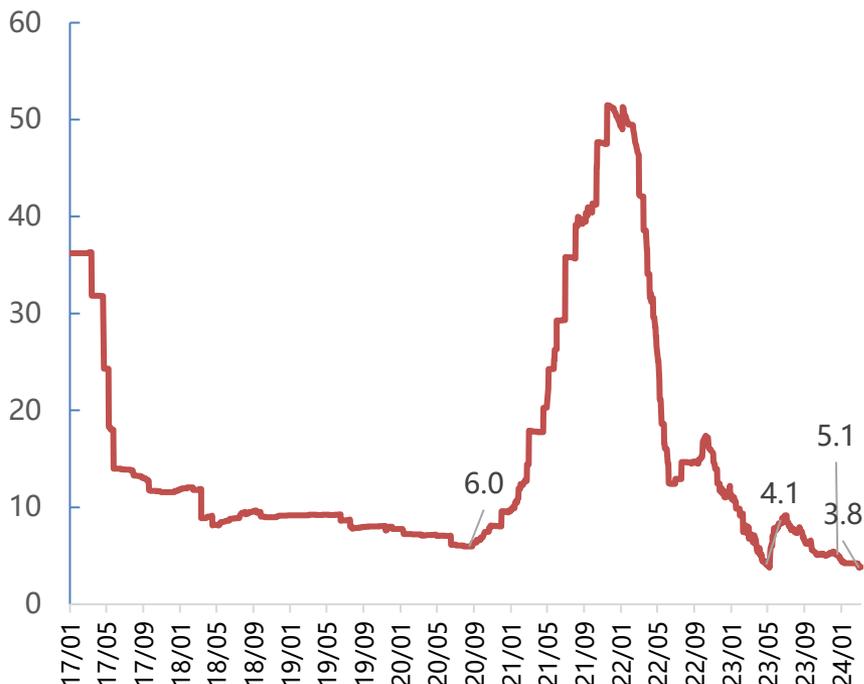
六氟：跟随碳酸锂下跌至6万元以下，2H预计底部维持

- ◆ **六氟7-8月伴随碳酸锂价格下跌，当前报价5.3-5.4万元/吨左右。**24年8月上中旬碳酸锂跌价至7万元/吨附近，六氟价格跟随波动下跌，8月已跌至5.3-5.4万元/吨左右。
- ◆ **下半年六氟加工费仍走弱，预计25年或改善。**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。此次与宁德长协，可消化天赐近40%产能，但对应24H2加工费进一步走弱，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。

图：6F价格变化趋势（万元/吨）

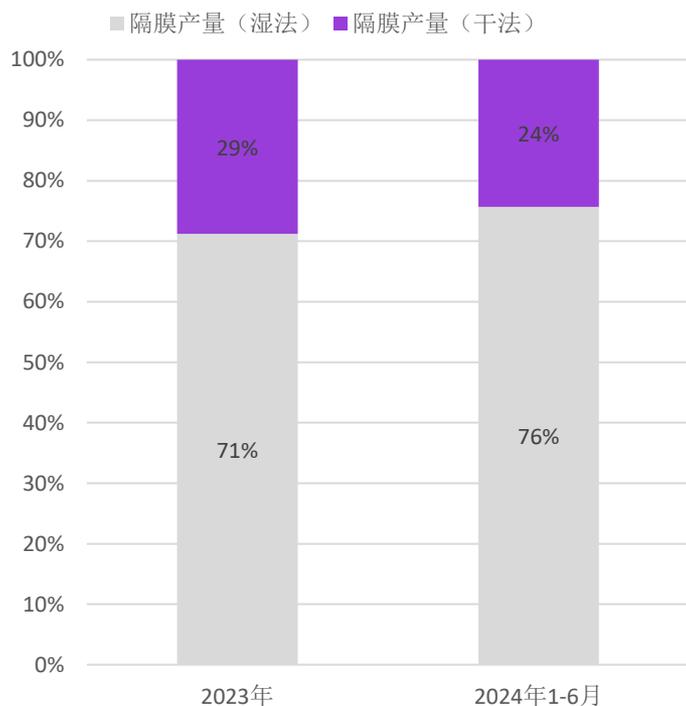


图：六氟加工费测算（万元/吨）（六氟价格-碳酸锂成本拟合）

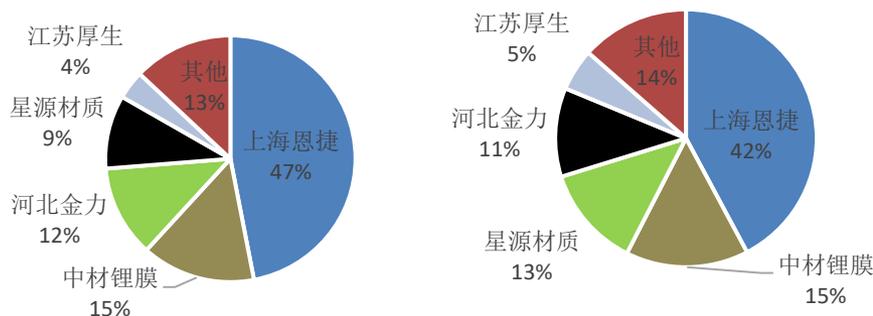


- ◆ **Q2干法隔膜份额有所下滑，预计24年湿法隔膜份额有望回升。** 24年前6月湿法份额较23年全年上升4pct至76%，23年干法份额受储能电池市场需求带动较大，且动力端铁锂电池逐渐加大干法用量，干法占比提升，24年随着新品电池起量，湿法份额有望回升。
- ◆ **24年加速洗牌，龙一地位稳固，二线放量崛起，龙头份额下降。** 24年隔膜竞争格局持续恶化，龙头份额下滑，星源、中材等二线份额进一步提升，中兴、金力、惠强等小厂快速放量。24年1-6月恩捷股份产量市占率33%，较23年下降1pct，仍居龙一，星源材质占比18%，较23年+4pct，排名第二，中材锂膜占比12%，较23年+1pct。湿法方面，2024年1-6月恩捷产量市占率42%，较23年-5pct，中材占比15%，与23年持平。

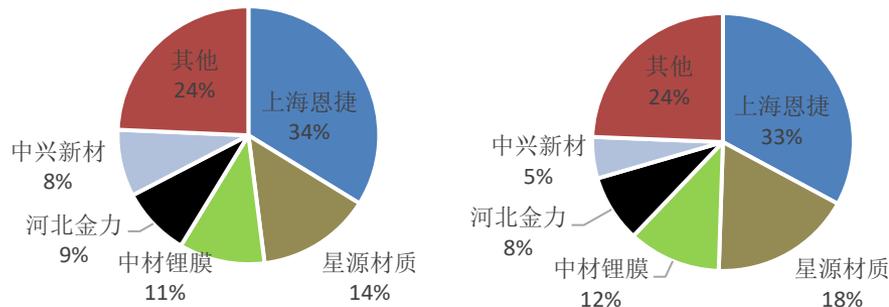
图：23年&24年前4月干湿法份额变化 (%)



图：23年&24年前6月分企业湿法份额变化 (%)

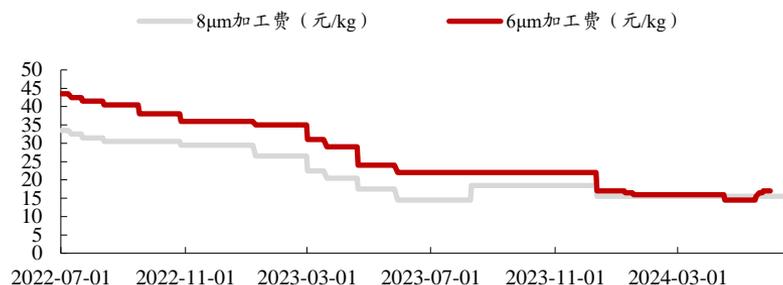


图：23年&24年前6月分企业隔膜总份额变化 (%)



- ◆ **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/吨左右，6um加工费1.7万元/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
产能利用率	84%	83%	82%	81%

图 铜价走势 (万元/吨)

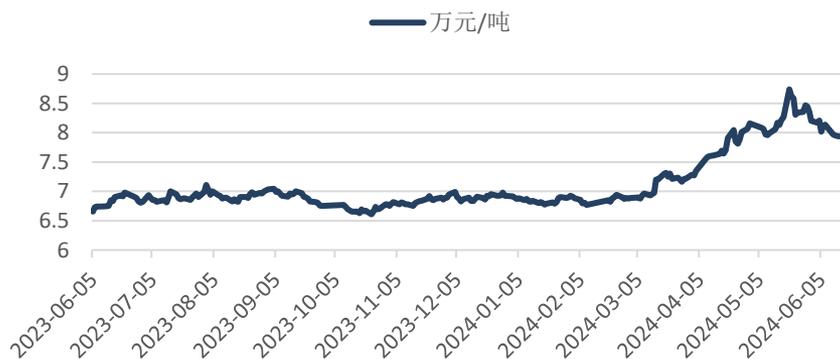


表 铜箔厂商分季度单吨盈利 (万元/吨)

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

- ◆ 公司24Q2营收255亿美元，同+2%，环+20%，毛利率17.95%，同-0.2pct，环+0.6pct，非GAAP净利润18.1亿美元，同降42%，环增18%，非GAAP净利率7%，环降0.1pct，储能交付超预期、Cybertruck交付及积分收入增长带动收入环增明显，降价、AI投入增加等因素影响利润水平。
- ◆ Q2汽车销售收入185.3亿美元，同环比-9%/+13%（不含积分收入8.9亿），汽车销售毛利率13.8%，同环比-4/-2pct。24Q2储能业务收入30.1亿美元，同增100%，环增84%，毛利率24.6%，环比持平。服务相关业务（售后车辆服务等业务）Q2收入26.1亿美元，同环比+21%/+14%，毛利率6.4%，环比+3pct。汽车租赁4.6亿美元，环比-4%，毛利率46.5%。
- ◆ 风险提示：电动车销量不及预期，行业竞争加剧。

图：特斯拉季度业绩

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
收入 (亿美元)	233.3	249.3	233.5	251.7	213	255
-同比	24%	47%	9%	3%	-9%	2%
成本 (亿美元)	188	204	192	207	176	209
利润 (亿美元)	45	45	42	44	37	46
毛利率	19.34%	18.19%	17.89%	17.63%	17.35%	17.95%
净利润 (Non-GAAP, 亿美元)	29.4	31.5	23.2	24.9	15.4	18.1
-同比	-21%	20%	-37%	-40%	-48%	-42%
-环比	-29%	7%	-26%	7%	-38%	18%
净利率	13%	13%	10%	10%	7%	7%
单车净利(万美元/ 辆)	0.69	0.68	0.53	0.51	0.4	0.41
自由现金流 (亿 美元)	4.4	10.1	8.5	20.6	-25.3	13.4

- ◆ **Q2交付44.4万辆，毛利率环比下滑。** 公司24Q2交付44.4万辆，同降5%，环增15%。Q2汽车销售收入185.3亿美元，同环比-9%/+13%（不含积分收入8.9亿），汽车销售毛利率13.8%，同环比-4/-2pct，公司Q2单车价格4.3万美金，环-2%，单车成本3.7万美金，环比持平，单车毛利0.59万美金，环-13%，单价下降及Cybertruck爬坡影响单车毛利，下半年随着公司降本及cybertruck爬坡影响减弱，成本有望下降。
- ◆ **下一代廉价车型25H1推出，Cybertruck爬坡顺利。** 产能方面，弗里蒙特工厂年产能65万辆，上海工厂年产能超95万辆；德州、柏林工厂产能分别超37.5/37.5万辆，其中德州Cybertruck产能超12.5万辆。我们预计24年销量仍将实现增长，公司Q2推出M3 Performance版，7月推出长续航版，CybertruckQ2生产环增3倍，有望年底前实现盈利，且公司预计明年上半年推出下一代廉价车型，Semi预计明年年底前量产。
- ◆ **FSD持续更新，4680逐季度起量：** 公司Q2 FSD注重减少接管频率，12.5版本将合并高速及城市的软件栈，进一步提高消费者体验，Roadster计划预计10月发布，FSD将在12.6版本发布后登陆中国、欧洲和其他国家，版本推出后公司将提交相关监管部门批准，预计年底前可以获批。4680Q2生产环增50%，7月第一台搭载自制干电极4680的Cybertruck开始测试验证，后续将持续降本。
- ◆ **风险提示：** 电动车销量不及预期，行业竞争加剧。

图：特斯拉分季度交付情况

销量：辆	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
Model3/Y	412,180	446,915	419,074	461,538	369,783	422,405
-环比	6.2%	8.4%	-6.2%	10.1%	-19.9%	14.2%
-同比	39.6%	87.4%	28.9%	18.9%	-10.3%	-5.5%
Model S/X	10,695	19,225	15,985	22,969	17,027	21,551
-环比	-37.6%	79.8%	-16.9%	43.7%	-25.9%	26.6%
-同比	-27.4%	19.0%	-14.4%	34.0%	59.2%	12.1%
销量总计	422,875	466,140	435,059	484,507	386,810	443,956
总销量环比	4.3%	10.2%	-6.7%	11.4%	-20.2%	14.8%
总销量同比	36.4%	83.0%	26.5%	19.5%	-8.5%	-4.8%

- ◆ **储能装机9.4gwh创新高，毛利率维持25%**。24Q2储能业务收入30.1亿美元，同增100%，环增84%，毛利率24.6%，环比持平。Q2储能电池装机9.4gwh，同增157%大超预期，对应单价0.32美元/wh，上半年装机13.4GWh，我们预计24年出货30-40GWh，25年有望进一步高增长。
- ◆ **储能产能**：当前加州40GWh产能满产满销，上海工厂预计25年Q1投产
- ◆ **Optimus机器人预计25年起生产**：公司第二代Optimus机器人预计在明年进行初步生产，年底前生产几千台供内部使用，26年预计二代会开始提供给外部客户，整体进度较此前预期略低。
- ◆ **风险提示**：电动车销量不及预期，行业竞争加剧。

图：特斯拉分季度储能业绩及交付量

		2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
储能	收入 (亿美元)	15.3	15.1	15.6	14.4	16.4	30.1
	-同比	148%	74%	40%	10%	7%	100%
	收入占比	7%	6%	7%	6%	8%	12%
	成本 (亿美元)	13.6	12.3	11.8	11.2	12.3	22.7
	毛利率	11.0%	18.4%	24.4%	21.8%	24.6%	24.6%
	太阳能装机 (MW)	67	66	49	41	-	-
	储能装机 (MWh)	3889	3653	3980	3202	4053	9400
	单价 (美元/wh)	0.39	0.41	0.39	0.45	0.40	0.32

◆ **Q2业绩亮眼，符合预期。** Q2收入870亿，同环比-13%/+9%，净利润123.6亿，同环比+13%/+18%，扣非净利润108.1亿，同环比+11%/+17%；毛利率27%，同环比+5pct/0.2pct，净利率14.2%，同环比+3pct/+1pct。

1) Q2出货量110gwh，其中储能超预期增长至25gwh。 Q2出货量110gwh，同环比+17%/+16%，其中储能出货25gwh，占比提升至25%，同环比+50%/+30%，且基本为海外大储，多点开花，持续性可期；动力85gwh，同环比+10%/+12%，公司动力全球份额仍维持37.5%，但欧美短期需求放缓，影响公司出货。1H公司电池产量211gwh，同比+37%，出货量205gwh，同比+13%，去库完成后销量增速高于产量。公司目前产能650gwh，H2产能利用率提升，预计全年出货量480gwh，同比23%，其中储能出货量100gwh，增长45%。

2) Q2均价基本稳定，单wh毛利稳定。 H1动力电池收入1126亿，同比-19%，毛利率26.9%，对应均价0.79元/wh，同比-30%，Q2环比基本持平，单wh毛利0.19元/wh，基本稳定。H1储能电池收入288亿，同比+3%，毛利率28.9%，对应均价0.74元/wh，同比-30%，预计Q2环比降10%，单wh毛利0.19元/wh，基本稳定。总体看，1H电池单wh利润0.9-0.95，同比持平，其中Q2由于费用率下降，单wh利润环比提升。由于电池价格已见底，预计全年单wh利润维持稳定。

3) 其他收入重回增长。 1H锂电材料回收收入143亿，同比+13%，毛利率8%，延续H2低毛利率；矿产资源26亿，同比-8%，毛利率8%，环比下降16pct。其他收入83亿，同比+32%，毛利率51%，贡献毛利28亿，占比13%。

4) H1投资收益大增，Q2减值损失增加。 H1投资收益21亿，其中Q2为12.6亿，预计主要为洛钼贡献；H1公司其他收益为54亿，同比+79%，其中Q2为22亿，基本为政府补助。Q2资产减值损失14亿，环比+6亿。

5) Q2费用率下降明显。 Q2期间费用85亿，同环比-5%/-18%，期间费用率9.7%，同环比+1pct/-3pct；其中销售费率4.2%，同环比+0.4/0pct，H1质保金51亿，费率3%+；管理费率2.4%，同环比-0.3/-0.5pct；研发费率4.9%，同环比-0.3/-0.5pct；财务费用率-1.7%，同环比1pct/-2pct，主要由于Q2基本没有汇兑损失（而Q1确认16亿）。

6) 预计负债持续增加。 Q2末预计负债为592亿，较年初75亿，其中质保金49亿，返利27亿。Q2预计负债新增19亿。Q2末存货481亿，较Q1末增加9%，仍维持较低库存；Q2经营性净现金流164亿，同环比+2%/-42%；资本开支67亿，规模略降，在建产能153gwh，其中70gwh为海外基地。

风险提示：电动车销量不及预期，行业竞争加剧。

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)	328,594	400,917	386,572	452,566	535,941
同比(%)	152.07	22.01	-3.58	17.07	18.42
归母净利润(百万元)	30,729	44,121	50,204	60,513	72,820
同比(%)	92.89	43.58	13.79	20.53	20.34
EPS-最新摊薄(元/股)	6.99	10.03	11.41	13.76	16.55
P/E (现价&最新摊薄)	27.11	18.88	16.59	13.76	11.44

- ◆ **公司发布24H1业绩预告、超市场预期。** 24H1归母净利15-18亿元，同降14%-28%，扣非净利15.7-18.7亿元，同比-15%~+2%。其中24Q2归母净利9.8-12.8亿元，同比-8%~+20%，环增87%~145%，预告中值11.3亿元，同环比+6%/+116%；24Q2扣非净利10-13亿元，同增19%-54%，环增76%~129%，业绩超市场预期。
- ◆ **前驱体Q2出货环比大增、盈利维持稳定。** 我们预计公司24H1前驱体出货5.5万吨+，同增5%左右，其中Q2出货3万吨+，环增50%+，增长显著，全年预计出货17-18万吨，同增30%+；盈利端，Q2加工单吨净利预计0.3万，贡献1亿+利润。我们预计公司24H1正极出货4-4.5万吨，同比下降5%左右，整体可维持微利，此外公司乐友、浦华等合资产能逐步释放，贡献部分投资收益。
- ◆ **Q2镍价上涨单位盈利提升、华飞项目达产贡献显著增量。** 镍冶炼端，我们预计公司上半年出货镍中间品8-9万金吨左右，其中华飞项目12万吨MHP于3月达产，全年镍冶炼出货有望24万金吨左右（权益13万金吨+）。由于镍价较高，公司24H1电镍出货4万吨+，其中Q2出货2万吨+，按照1.7万美金镍价计算，Q2电镍单吨净利0.4万美金+，贡献6-7亿利润；24H1硫酸镍出货3.5万吨，Q2出货近2万吨，单吨净利0.3万美金，贡献4-5亿利润，镍冶炼合计贡献10-12亿利润。当前镍价下跌企稳，考虑印尼镍矿额度审批收紧，及其他地区镍冶炼产能减产，整体镍价中枢上移，按照1.6-1.7万美金计算，全年镍冶炼预计可贡献25-30亿左右归母净利。
- ◆ **铜业务利润弹性显著、锂矿项目降本贡献利润。** 我们预计Q2铜产品出货2.5万吨左右，其中自有矿预计0.5万吨左右，单吨盈利0.3万美金+，叠加纯加工部分盈利，合计贡献2亿+利润，24年整体出货预计10万吨，其中自有矿预计2万吨左右，叠加加工部分盈利，合计贡献5-10亿左右利润。Arcadia锂矿项目全成本降至9-9.5万美元（含税），我们预计H1碳酸锂出货1.8万吨左右，Q2出货8000吨左右，全年预计出货2.5-3万吨；Q2钴产品出货1万吨+，自有矿可实现部分盈利，锂和钴共计贡献1亿利润。
- ◆ **风险提示：电动车销量不及预期，行业竞争加剧。**

图 盈利预测

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	63,033.79	66,304.05	70,624.16	82,307.39	94,710.38
同比 (%)	78.48	5.19	6.52	16.54	15.07
归母净利润(百万元)	3,907.62	3,350.89	3,529.06	4,577.74	5,740.94
同比 (%)	0.26	-14.25	5.32	29.72	25.41
EPS-最新摊薄(元/股)	2.29	1.96	2.06	2.68	3.36
P/E (现价&最新摊薄)	12.98	15.13	14.37	11.08	8.83

- ◆ **公司发布24H1业绩预告，业绩基本符合预期。**24H1归母净利2.1-2.6亿元，同降80%-84%，扣非净利1.7-2.1亿元，同降83%-87%；24Q2归母净利1.0-1.5亿元，同降75%-84%，环比-16%~+27%；24Q2扣非净利0.7-1.1亿元，同降81%-88%，环比-31%~+9%。其中股权激励费用影响利润0.1亿元，后续或冲回，计提减值0.1亿元+，业绩符合预期。
- ◆ **24Q2电解液出货11万吨+、全年预计25%增长。**出货方面，预计公司24Q2年电解液出货11万吨+，环增20%+，Q2外供锂盐折固近2000吨，环比接近翻番增长，折电解液1.5万吨，合计对应电解液出货近13万吨，同增40%+，24年电解液预计出货50万吨左右，同比25%增长，此外全年锂盐外供有望达0.5-1万吨，折电解液5万吨+，合计总出货有望达55万吨+，同增40%，市占率进一步提升。
- ◆ **24Q2电解液板块盈利1亿元+、单位利润已触底。**我们测算24Q2 电解液单吨净利约0.1万元，环比微降，外供锂盐单吨利润约0.5万元，电解液板块24Q2合计贡献利润1亿元+，预计24全年电解液单吨利润0.1万元左右。目前六氟价格已触底，散单报价6万+/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至80%+，价格有望反转。
- ◆ **磷酸铁24Q2亏损环比扩大、日化稳定贡献盈利。**我们预计24Q2磷酸铁及铁锂亏损约0.6亿元，环比亏损扩大20%，预计24年磷酸铁业务合计影响利润2亿元+。24Q2碳酸锂套保贡献利润约0.2亿元，计入资源回收板块。日化业务预计24Q2贡献0.5亿元+利润，预计24年贡献利润2亿元+。
- ◆ **风险提示：电动车销量不及预期，行业竞争加剧。**

图 盈利预测

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	22,316.94	15,404.64	14,031.78	17,977.34	22,445.30
同比(%)	101.22	-30.97	-8.91	28.12	24.85
归母净利润(百万元)	5,714.44	1,890.62	606.91	1,504.88	2,260.49
同比(%)	158.77	-66.92	-67.90	147.96	50.21
EPS-最新摊薄(元/股)	2.98	0.99	0.32	0.78	1.18
P/E(现价&最新摊薄)	5.32	16.08	50.08	20.20	13.45

- ◆ **24H1业绩预告略超市场预期。** 24H1归母净利6.1-6.8亿元，同增20%-34%，扣非净利5.9-6.6亿元，同增19%-33%；其中24Q2归母净利3.0-3.7亿元，同增13%-39%，环比-2%~+20%，中值3.4亿元，同环比+3%/+19%，24Q2扣非净利2.9-3.6亿元，同增12%-38%，环比0%~+24%，业绩略超市场预期。
- ◆ **预计Q2收入环比20%+增长、全年维持20%+增长预期。** 我们预计Q2收入30亿元+，环比20%+增长，同增30%+，其中5-6月行业需求走平，我们预计8月将恢复增长，Q3环比继续提升10-20%，我们预计24年全年收入近130亿元，同增20-25%，25年仍维持20%+增长。
- ◆ **Q2原材料上涨情况下、盈利超预期。** 假设Q2收入30亿元+，中值净利对应11%净利率，较24Q1仅环降1pct。考虑到Q2铝成本环比平均上涨10%+，预计成本增加3%，对应影响利润近6000万，但考虑到Q2公司产品价格稳定、产能利用率提升、成本管控加强，且海外开始盈利，对冲原材料涨价影响。6月起铝价开始向下，当前较5月底高点已下跌10%，预计Q3原材料价格下降可对冲潜在的降价影响，总体净利率仍有保持10%左右。
- ◆ **风险提示：电动车销量不及预期，行业竞争加剧。**

图 盈利预测

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)	26.32	19.72	16.37	12.97	10.57

- ◆ **公司发布24H1业绩预告、符合市场预期。** 24H1归母净利8.3-9.3亿元，同增8%-21%，扣非净利7.4-8.4亿元，同增22%-39%。其中24Q2归母净利4.5-5.5亿元，同增6%-29%，环增19%~45%，预告中值5.0亿元，环比+17%/+32%；24Q2扣非净利4-5亿元，同增13%-42%，环增18%~47%，符合市场预期。
- ◆ **Q2前驱体出货环比持平、镍钴加工贡献部分利润。** 公司24H1镍钴磷钠四系产品销量超14万吨，同比增长15%，其中我们预计三元前驱体上半年出货11.5万吨左右，Q2出货5.7万吨左右，环比持平，全年预计出货24-25万吨，同增5-10%；磷酸铁产能释放全年预计出货4-5万吨，合计出货28-30万吨，同增10%。盈利端，叠加外购钴镍加工利润，我们测算24Q2三元前驱体单吨净利维持0.5万元+，贡献2.5亿左右归母净利，其他产品亏损0.2-0.3亿左右。
- ◆ **Q2镍价上涨电镍盈利提升、中青和NNI达产下半年贡献增量。** 镍冶炼方面，公司24H1印尼镍产品整体产出超3.5万吨，其中Q2出货2万吨+，环增39%；公司印尼建成及在建产能达20万金吨，Q2翡翠湾5.5万吨镍铁项目满产运行，5月中青2条线+NNI 4条线达产，6月单月产量达到1万吨，NNI另4条线爬产中，我们预计24年镍产量13-14万吨（权益6-7万吨）。由于镍价较高，公司电解镍上半年产销量超3.7万吨（权益2万吨），其中我们预计Q2出货2万吨+（权益1万吨+），按照1.7万美金镍价计算，我们测算Q2电镍单吨净利0.3万美金+，贡献2.5亿左右归母净利；公司已建成电镍产能8万吨，下半年镍出货仍以电镍为主，按照1.6-1.7万美金计算，全年镍冶炼预计可贡献10-12亿归母净利，随着下半年自有镍矿持续放量，我们预计未来成本仍有1000美金下降空间。
- ◆ **风险提示：电动车销量不及预期，行业竞争加剧。**

图 盈利预测

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	30,343.74	34,273.22	39,620.07	46,393.98	52,945.92
同比(%)	51.17	12.95	15.60	17.10	14.12
归母净利润(百万元)	1,543.02	1,946.56	2,345.57	2,881.98	3,459.66
同比(%)	64.33	26.15	20.50	22.87	20.04
EPS-最新摊薄(元/股)	2.30	2.91	3.50	4.30	5.17
P/E(现价&最新摊薄)	21.40	16.96	14.08	11.46	9.54

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：**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、尚太科技、科达利、湖南裕能**，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8月22日股价)

	名称	总市值 (亿元)	股价 (元)	归母净利润 (亿元)			PE			评级	来源
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E		
电池	宁德时代	7,865	179	502	605	728	16	13	11	买入	东吴
	比亚迪	6,641	241	381	461	555	18	15	13	买入	东吴
	亿纬锂能	700	34	47	58	70	15	12	10	买入	东吴
	欣旺达	294	16	17	21	25	17	14	12	买入	Wind
	蔚蓝锂芯	87	8	4	5	6	22	18	16	买入	东吴
	派能科技	87	35	4	5	7	24	16	12	买入	东吴
	珠海冠宇	156	14	6	10	16	26	15	10	买入	东吴
结构件	科达利	190	70	14	18	22	13	10	8	买入	东吴
电解液	天赐材料	268	14	6	15	23	44	18	12	买入	东吴
	新宙邦	235	31	11	14	20	22	16	12	买入	东吴
负极	璞泰来	235	11	17	23	30	13	10	8	买入	东吴
	尚太科技	97	37	7	9	13	14	10	8	买入	东吴
	信德新材	23	22	1	2	2	19	12	10	买入	东吴
隔膜	恩捷股份	252	26	9	13	23	28	19	11	买入	东吴
	星源材质	97	7	6	9	12	15	11	8	买入	东吴
	壹石通	24	12	0	1	2	71	21	13	增持	东吴
正极	华友钴业	368	22	36	40	44	10	9	8	买入	东吴
	中伟股份	257	27	24	28	35	11	9	7	买入	东吴
	德方纳米	65	23	2	5	9	37	13	7	买入	东吴
	当升科技	153	30	9	11	16	18	14	10	买入	东吴
	湖南裕能	184	24	10	25	34	18	7	5	买入	东吴
导电剂	天奈科技	66	19	3	4	6	20	15	11	买入	东吴
铝箔	鼎胜新材	72	8	4	6	9	18	12	8	买入	东吴
设备	曼恩斯特	47	33	4	5	7	12	9	7	买入	东吴
	骄成超声	35	31	1	1	2	54	28	16	买入	东吴

- ◆ **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。

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

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

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

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

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

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证50指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园