

旺季在即供需反转，涨价落地盈利改善可期

-- 电动车行业2025年1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
2025年01月27日

- ◆ **国内24年销量1287万辆，同增36%，超市场预期，25年预期25%增长。**国内24年销量1287万辆，同增36%，渗透率40.9%，出口129万辆，同增24%，其中12月销量160万辆，同环比+34%/+6%，渗透率49.0%，同环比+11.3/+3.4pct，创历史新高，出口12万辆，同环比+22%/+53%，符合市场预期。25年“已旧换新”政策落地，补贴支持范围扩大，叠加高阶智驾下沉，电动化进一步提速，25年销量预期1600万辆，同增25%。
- ◆ **欧美24年销量符合预期，25H2新车周期在即，全球未来两年20%左右增长。**欧洲主流9国24年销量221万辆，同降4%，渗透率22%，其中12月销量23万辆，同环比-2%/+14%，渗透率26.9%，同环比-0.7/+1.7pct。美国24年销量162万辆，同增10%，渗透率10.1%，其中12月销量16.0万辆，同环比+10%/+10%，渗透率10.7%，同环比+0.8/0.0pct。欧美25年销量预期平稳增长15%，但25H2新车周期开启，26年接力国内增长。全球看，25年销量超2000万辆，同增22%，26年预计2500万辆，同增18%，26-30年复合增速维持10-15%。
- ◆ **Q1表现淡季不淡，3月排产预期新高，25年需求预期30%增长。**25年纯电占比趋稳，单车带电量提升，动力需求超1300gwh，同增25%，而海外大储持续爆发，预计增长45%至500gwh，同增50%，合计全球动储需求超1800gwh，同比增30%。季度看，Q1销量有政策托底，产业链淡季不淡，补库需求明显，Q1排产环降10-15%，同增50-70%，远好于往年，3月排产预期新高，Q2预计环增20%，后续全年需求有望进一步上修。
- ◆ **涨价预计近期落地，叠加高压密&快充迭代，后续盈利改善可期。**产业链看，涨价预计近期落地，叠加高压密&快充持续放量，一线厂商Q1盈利改善可期，而二三线厂商盈利依然较弱，预计加速出清，随着需求的持续回升，25H2预期供需拐点确定，价格持续向上可期，龙头厂商预计恢复合理盈利。价格弹性看铁锂正极>六氟>铜箔>负极>碳酸锂>隔膜。同时龙头新品增多、海外布局逐步见效，25-26年开始量利双升，成长空间打开。
- ◆ **投资建议：**行业估值底部，具备业绩支撑，旺季在即供需反转，强烈看好锂电产业链！首推格局和盈利稳定龙头电池（宁德时代、比亚迪、亿纬锂能）、结构件（科达利）；并看好具备盈利弹性的材料龙头，首推（湖南裕能、尚太科技、天赐材料、天奈科技），其次看好（璞泰来、新宙邦、容百科技、华友钴业、中伟股份、恩捷股份、星源材质、德方纳米等），关注（富临精工、中科电气、龙蟠科技）等；同时碳酸锂价格已见底，看好具备优质资源龙头，推荐（中矿资源、永兴材料、赣锋锂业、雅化集团）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。



国内12月创新高，24年销量超预期，欧美销量平稳

上游：供给量仍保持相对高位，锂价预计偏弱震荡

电池：龙头强化竞争力，全球份额稳中有升

中游：涨价近期落地，高压密&快充迭代，后续盈利改善可期

新技术：关注固态电池、复合集流体、硅碳负极等环节

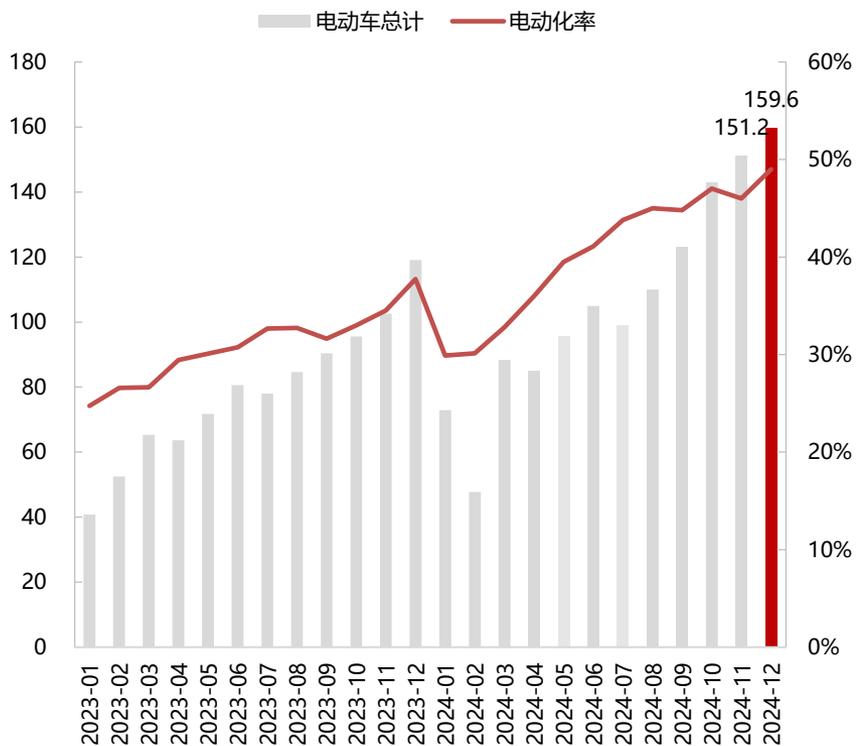
投资建议与风险提示

国内12月创新高，24年销量超预期，欧美销量平稳

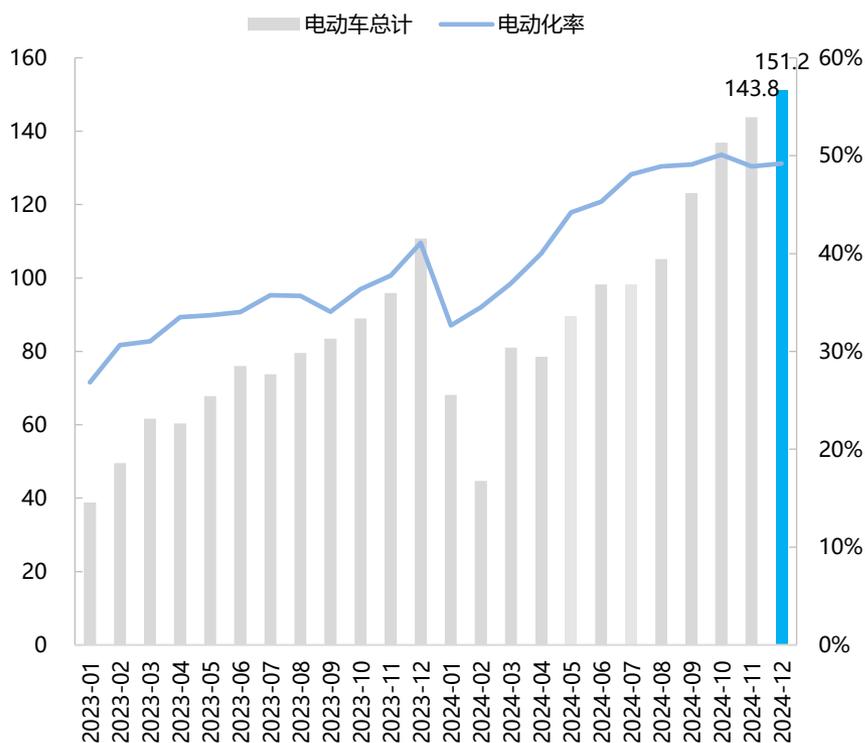
国内：24年销1287万辆，同增36%，渗透率40.9%

- ◆ **政策刺激+本土需求拉动，24年新能源车销1287万辆，同增36%，超市场预期。**根据中汽协数据，24年国内新能源车销量1287万辆，同增36%，渗透率40.9%，同增9.3pct，全年销量超预期，其中12月新能源车销量160万辆，同环比+34%/+6%，渗透率49.0%，同环比+11.3/+3.4pct，创历史新高。
- ◆ **24年新能源乘用车销1223万辆，同增38%。**根据乘联会口径，24年国内电动乘用车批发销量1223万辆，同增38%，零售1090万辆，同增41%。其中12月批发销量151万辆，同环比36%/5%，渗透率49.2%，同环比+8.4/+0.2pct，零售130万辆，同环比38%/3%，同环比+9.3/-3.0pct，符合市场预期。

图：国内电动车总销量（万辆，中汽协口径）



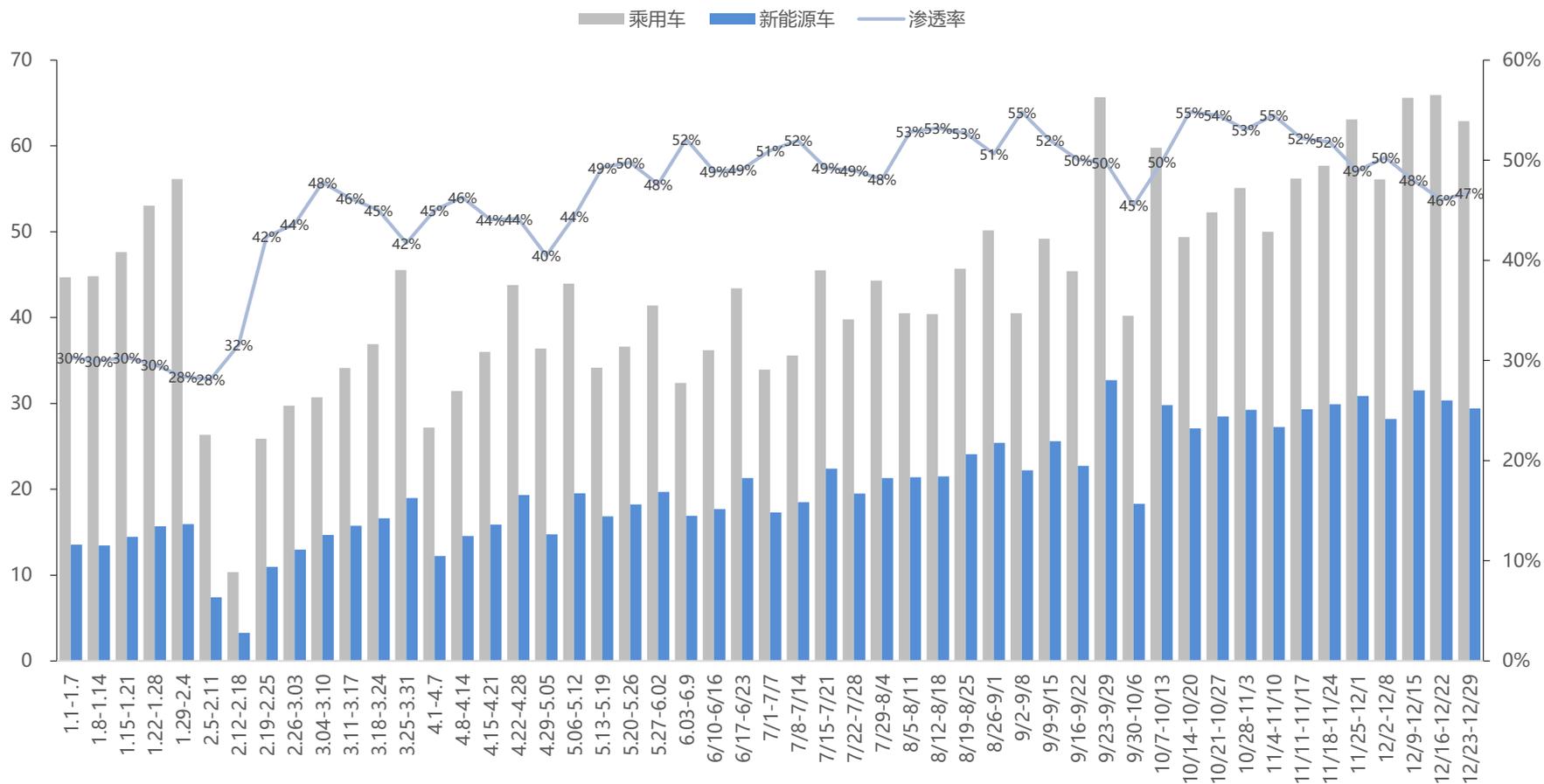
图：国内电动乘用车月度批发销量（万辆，乘联会口径）



国内：12月上险渗透率47.7%，环比下降4.0pct

◆ **12月新能源车上险渗透率47.7%，环比下降4.0pct。** 12月国内上险渗透率47.7%，环比下降4.0pct，月渗透率略有下降，12.23-12.29新能源车上险29万辆，环降3%，电动化率46.8%。此外，1月6日-1月19日主流车企乘用车上险量19万辆，环降15%，其中1月13日-1月19日11万辆，环增30%。

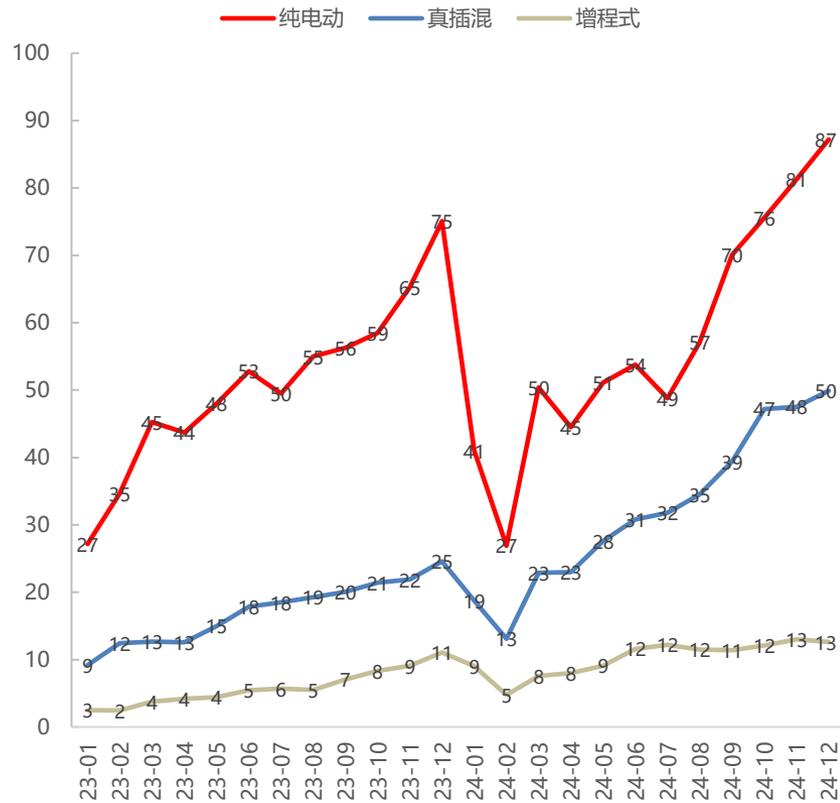
图：国内周度上险量（万辆）



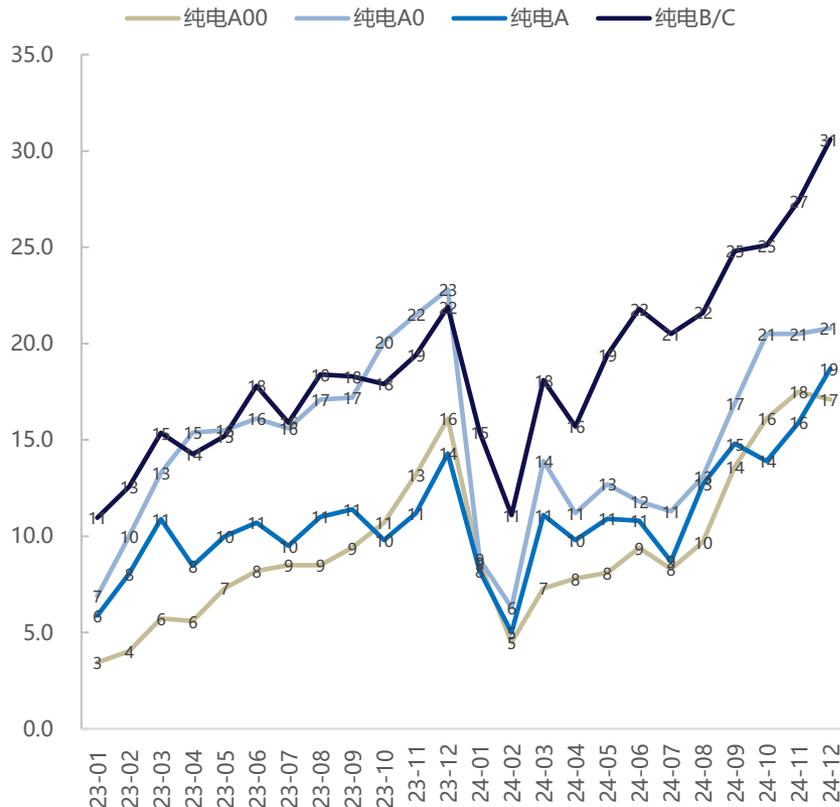
国内：24年插电同增91%，纯电占比下降至58%

- ◆ **24年纯电占比下降明显，插电贡献主要增量，年末增程增速下滑。** 24年国内纯电销711万辆，同增16%，占比58%，同降11pct；插电式混动汽车销394万辆，同增91%，增程式混动汽车销118万辆，同增77%。其中12月纯电销87万辆，同环比+18%/+7%；插电式混动汽车销50万辆，同环比98%/5%；增程式混动汽车销13万辆，同环比+17%/-4%。

图：乘联会分车型销量（单位：万辆）



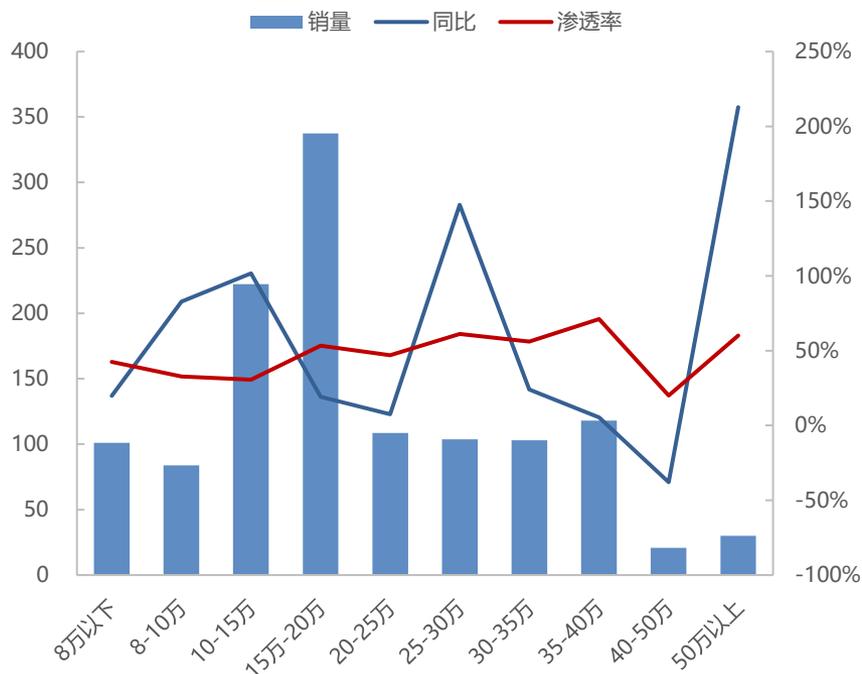
图：乘联会纯电分车型销量（单位：万辆）



国内：8-15万销量同增显著，贡献主要增量

- ◆ 分价格带看，8-15万元区间增量明显，50万元以上区间增速最快，40-50万元区间销量同比下滑。24年8万元以下销量101万辆，同增20%，8-10万元销量84万辆，同增83%，10-15万元销量222万辆，同增102%，15-20万元销量337.5万辆，同增19.2%，20-25万元销量108.5万辆，同增7.5%，25-30万元销量103.8万辆，同增148%，30-35万元销量103万辆，同增24%，35-40万元销量118万辆，同增5%，40-50万元销量21万辆，同降38%，50万元以上销量30万辆，同增213%。

图：24年新能源乘用车各价格区间销量及增长率（万辆）



图：24年乘用车零售价格分布

价格分布	常规	混合动力	真插混	增程式	纯电动	总计
40万以上	56%	1%	3%	27%	14%	100%
30-40万	52%	8%	11%	14%	14%	100%
20-30万	36%	8%	9%	9%	38%	100%
15万-20万	54%	4%	13%	5%	24%	100%
10-15万	53%	3%	23%	1%	20%	100%
5-10万	48%	1%	15%	0%	36%	100%
5万以下	14%	0%	0%	0%	86%	100%
总计	48%	4%	15%	5%	28%	100%
渗透率	常规	混合动力	真插混	增程式	纯电动	总计
40万以上	4.4%	1.1%	0.7%	19.5%	1.9%	4%
30-40万	10.9%	19.0%	7.6%	27.1%	5.2%	10%
20-30万	13.2%	35.7%	10.8%	31.1%	24.8%	18%
15万-20万	20.2%	19.0%	16.1%	15.6%	15.5%	18%
10-15万	36.6%	23.4%	50.5%	6.2%	24.5%	33%
5-10万	13.7%	1.7%	14.2%	0.5%	18.1%	14%
5万以下	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%	9.9%	3%
总计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100%

分车企：自主品牌增长显著，头部新势力销量亮眼

- ◆ **国内24年头部自主品牌增长显著，头部新势力销量亮眼，25年预计高增长维持。**受国内以旧换新政策刺激，叠加车企新车型推动，自主品牌中，比亚迪、吉利、奇瑞销量超预期，新势力中，小米、华为、零跑等销量亮眼，25年目标销量均为40%+以上增长。

表：主流车企新能源车月度销量（万辆）

车企	202412	本月同比	本月环比	4Q	同比	环比	24年	24年同比
比亚迪	50.9	50%	1%	151.4	61%	34%	424.8	41%
特斯拉中国	9.4	0%	19%	24.1	-3%	-3%	91.7	-3%
吉利汽车	11.1	84%	-9%	34.2	83%	52%	88.8	82%
长安汽车	8.5	57%	-10%	25.9	72%	86%	66.6	54%
上汽通用五菱	9.4	-20%	-10%	28.7	23%	95%	63.1	42%
奇瑞汽车	9.7	366%	34%	23.7	386%	72%	53.2	320%
理想汽车	5.9	16%	20%	15.9	20%	4%	50.1	33%
赛力斯	3.8	4%	1%	11.0	47%	-5%	42.6	246%
广汽埃安	6.8	47%	60%	14.8	15%	48%	37.5	-22%
长城汽车	4.2	41%	17%	11.0	20%	39%	32.1	23%
零跑汽车	4.3	128%	6%	12.1	118%	44%	29.1	102%
蔚来汽车	3.1	73%	51%	7.3	45%	18%	22.2	39%
小鹏汽车	3.7	82%	19%	9.2	48%	97%	19.0	32%
上汽乘用车	1.2	-66%	-9%	4.3	-49%	51%	14.6	-54%
上汽大众	1.2	-44%	-27%	4.3	-22%	12%	14.2	9%
小米汽车	2.6	-	11%	7.0	-	75%	13.7	0%
沃尔沃亚太	0.6	440%	-15%	2.1	545%	-22%	12.3	906%
一汽红旗	0.9	-3%	3%	2.8	7%	-34%	11.3	41%
华晨宝马	1.0	-8%	16%	2.6	-18%	0%	10.6	6%
哪吒汽车	0.0	-91%	-73%	0.9	-68%	-65%	8.8	-31%
极狐汽车	1.2	50%	8%	3.4	129%	19%	8.1	170%
一汽大众	0.4	-59%	-8%	1.3	-52%	-25%	7.0	-24%
合计	139.7	39%	5%	397.9	49%	35%	1121.3	57%

分车型：爆款车型持续推动，24年起量贡献主要增量

- ◆ **纯电车型中，小米SU7、小鹏MONA、智界R7、乐道L60等新车型快速起量，销量表现亮眼。** 24年Model Y销量排行第一，销售56万辆，同降14%，海鸥、宏光MINI等A00车型增速亮眼，Model 3销量36万辆，同增20%，小米SU7销量13.7万辆，超市场预期。12月看，小米SU7、小鹏MONA、智界R7、乐道L60等12月销量表现亮眼。
- ◆ **插电车型中，比亚迪王朝系列、理想L系列、银河星舰7销量表现亮眼。** 24年比亚迪宋销量排行第一，销售81万辆，同增52%，比亚迪驱逐舰05、问界M7/M9、理想L6等车型增速亮眼。12月看，比亚迪王朝系列、理想L系列、银河星舰7等车型销量表现亮眼。

表：新能源纯电主流车型月度销量（万辆）

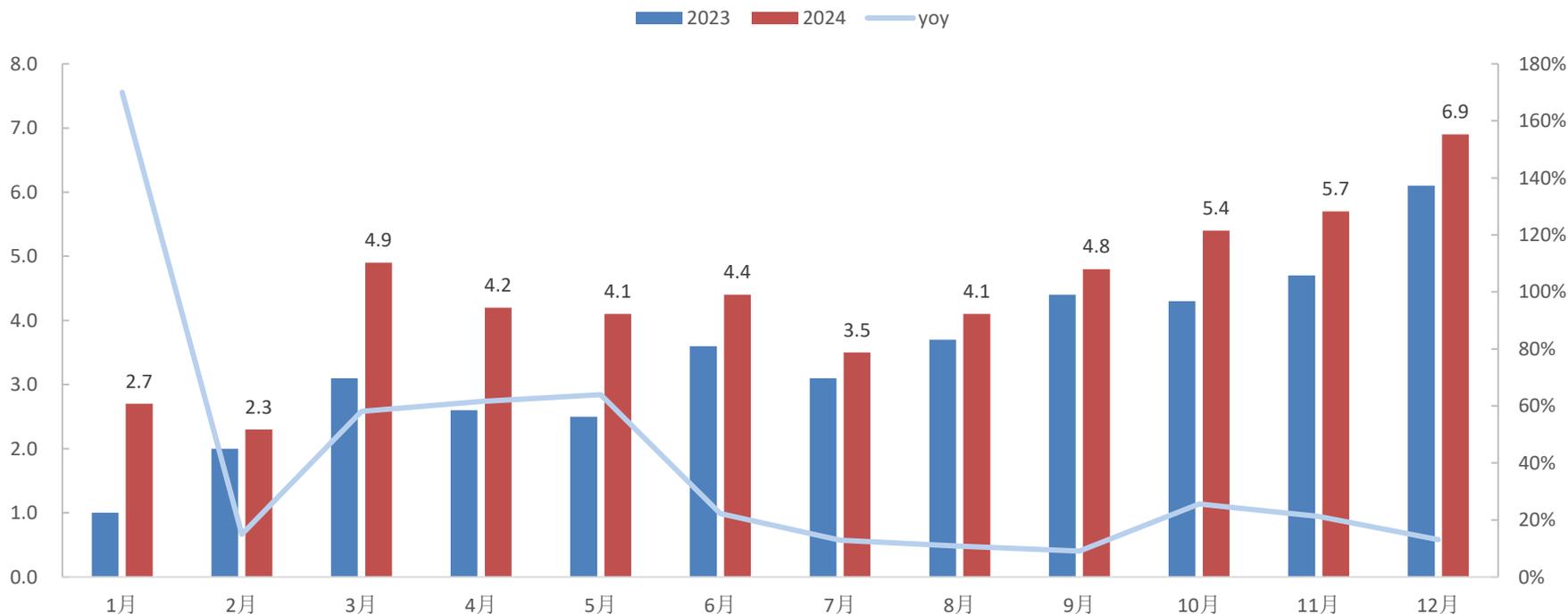
纯电动品牌	202412	同比	环比	24年	24年同比
ModelY	6.2	0%	33%	55.7	-14%
海鸥	5.7	13%	1%	47.9	71%
Model3	3.2	-1%	-1%	36.0	20%
比亚迪元	3.3	-21%	1%	31.1	-27%
宏光MINI	4.5	-11%	21%	22.5	90%
比亚迪海豚	2.2	-40%	0%	19.8	-46%
五菱缤果	2.4	-52%	-36%	19.1	-18%
比亚迪宋	2.1	-14%	5%	18.2	76%
元UP	2.5	-	2%	15.8	-
比亚迪秦	1.0	-39%	10%	14.7	-5%
埃安Y	1.7	-29%	50%	14.5	-36%
长安Lumin	1.5	10%	-13%	14.1	-2%
小米SU7	2.6	-	11%	13.7	-
熊猫mini	1.1	-15%	-44%	13.2	20%
埃安S	1.5	-4%	90%	12.3	-44%
沃尔沃EX30	0.4	-	-3%	10.1	-
极氪001	0.8	-4%	17%	10.0	31%
大众ID3	0.7	-55%	-31%	9.4	14%
比亚迪汉	0.9	12%	1%	8.9	-16%
红旗EQM5	0.4	-57%	-36%	8.7	14%
纯电汇总	88.7	18%	7%	613.8	0%

表：新能源插混主流车型月度销量（万辆）

插电品牌	202412	同比	环比	24年累计	24年累计同比
比亚迪宋	10.4	74%	5%	81.4	52%
比亚迪秦	3.1	4%	13%	30.1	-8%
秦L	4.3	-	-15%	28.4	-
比亚迪驱逐舰05	2.1	240%	-14%	26.4	187%
海豹06	2.7	-	-33%	23.6	-
问界M7	1.3	-47%	0%	19.4	183%
理想L6	2.8	-	14%	19.2	-
比亚迪汉	2.5	97%	17%	16.9	39%
问界M9	1.4	-	-8%	14.0	-
比亚迪唐	1.4	40%	6%	13.7	11%
理想L7	1.3	-36%	19%	13.4	0%
腾势D9	0.9	-5%	62%	9.8	-12%
理想L9	0.8	-48%	27%	8.6	-25%
深蓝S7	1.1	32%	-25%	8.6	58%
领克08	0.6	-43%	-43%	7.9	147%
理想L8	0.9	-43%	34%	7.8	-34%
银河L7	0.4	-49%	-47%	7.4	12%
海豹07	0.7	-	0%	7.4	-
风云T9	1.0	-	-3%	7.2	-
哈弗猛龙	1.3	117%	20%	7.1	310%
插电混动汇总	62.5	75%	3%	511.3	86%

- ◆ **新能源商用车24年逆势增长，电动重卡翻倍以上增长，销量超预期。** 24年商用车销量387.3万辆，同降3.9%，新能源商用车销量逆势增长，24年销量53.2万辆，同比增长28.9%，电动化率17.9%，同增7.7pct。24年12月新能源商用车销量7万辆，同增16.3%，电动化率达24.1%。
- ◆ **新能源重卡增长翻倍以上增长，超市场预期。** 24年新能源重卡销量8.2万辆，同增140%，其中24年12月销量1.52万辆，同环比+146%/+51%，单月渗透率首次突破20%，达22%，预计25年渗透率进一步提升。

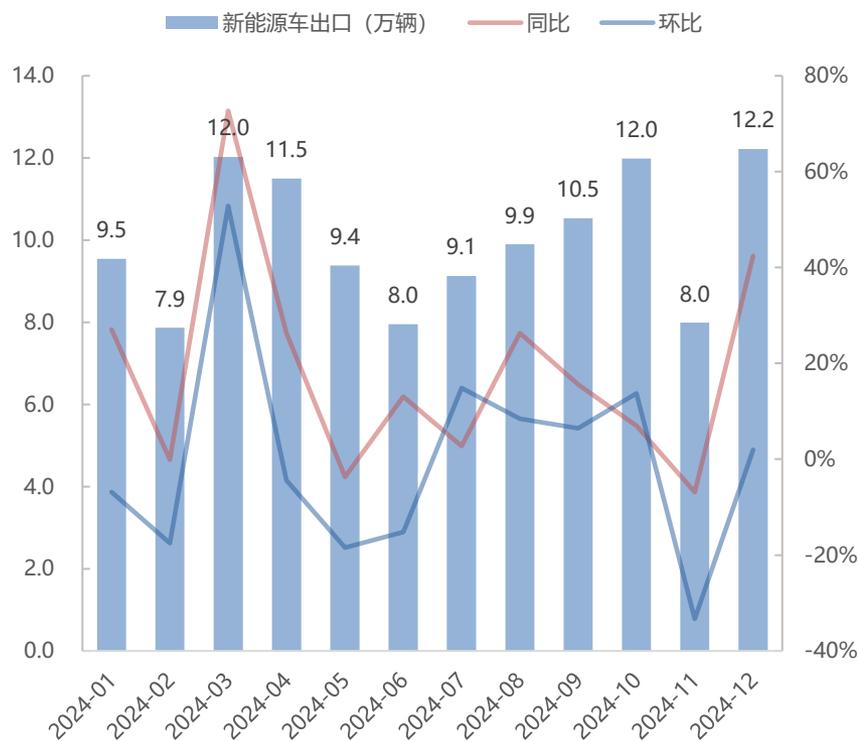
图：23-24年专用车销量情况（台，%）



国内：24年新能源车出口128.4万辆，同增7%

◆ **24年新能源车出口同增7%，新能源乘用车出口同增16%，特斯拉出口占比下滑明显。**根据中汽协数据，24年新能源车出口128.4万辆，同增7%；根据乘联会数据，24年新能源乘用车出口120万辆，同增16%，其中12月新能源乘用车出口12万辆，同环比+22%/+53%，符合市场预期。24年特斯拉出口25.9万辆，同降25%，出口占比21%，同降12pct。其余车企出口100万辆，同增34%，其中比亚迪出口41万辆，同增68%，12月出口恢复显著。

图：国内24年乘用车电动车出口情况（万辆）



表：国内24年新能源车企出口量（万辆）

车企	202411	202412	同比	环比	24累计	累计同比
比亚迪	28141	57154	58%	103%	407688	68%
特斯拉中国	5366	10736	-41%	100%	259455	-25%
沃尔沃亚太	5905	4085	-	-31%	134973	
上汽乘用车	5702	2354	-88%	-59%	80241	-64%
奇瑞汽车	5757	3586	330%	-38%	52771	796%
极星汽车	1656	812	-	-51%	41093	
上汽通用五菱	5190	3558	-27%	-31%	39165	63%
长城汽车	1934	958	-49%	-50%	26392	7%
吉利汽车	1557	1246	32%	-20%	24138	34%
长安汽车	2264	5	-100%	-100%	23786	501%
哪吒汽车	301	146	-95%	-51%	23297	46%
小鹏汽车	3602	1970	184%	-45%	22369	586%
华晨宝马	439	1726	-	293%	21233	
东风汽车	4043	2343	-	-42%	16107	
智马达汽车	676	734	-70%	9%	15636	-37%
汇总	79907	96482	21%	-6%	1264226	21%

◆ **25年消费补贴范围扩大，支持力度持续，符合此前预期。**1月8日，发改委、财政部发布25年“以旧换新”政策，乘用车方面，报废范围扩大至国四（11年7月-12年6月），单台补贴金额不变，新能源乘用车2万，2.0升及以下排量燃油乘用车的补贴1.5万；货车方面，报废范围扩大至国四（13年7月-14年6月），单台补贴金额不变；公交车方面，补贴金额由6万提升至8万。本次强化资金支持，符合补贴的乘用车保有量扩大（23年1600万辆→24年2100万辆），我们假设报废率维持40%，对应报废840万辆，对应补贴超1500亿左右，有望拉动100万增量需求，15万元以内的电动车更为受益。

表：25年以旧换新补贴政策

新旧政策对比	2024年	2025年
乘用车补贴	报废：报废范围国三及以下，购买新能源乘用车单台补贴2万元、购买2.0升及以下排量燃油乘用车单台补贴1.5万元	报废：报废范围扩大至国四（首年），购买新能源乘用车单台补贴2万元、购买2.0升及以下排量燃油乘用车单台补贴1.5万元 置换：给予汽车置换更新补贴支持，购买新能源乘用车单台补贴最高不超过1.5万元，购买燃油乘用车单台补贴最高不超过1.3万元
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	报废国四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8万元
中央承担比例	东部：85% 中部：90% 西部：95%	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	需在政策印发之日前登记在消费者本人名下

表：24年报废/置换更新补贴申请数量统计

	报废更新补贴申请/万份	置换更新补贴申请/万份	日均报废更新新增/份
4月25日	政策下放		
5月19日	0.47	—	196
5月29日	2		1530
6月6日	4		2500
6月25日	11.3		3842
7月25日	36		8233
7月25日	政策加码		
8月2日	45	—	11250
8月22日	68		11500
8月31日	80		13333
9月19日	107		14211
9月25日	113		10000
10月7日	127		11667
10月25日	157		126
11月7日	170	—	10000
11月11日	188.6	180	46500
11月18日	200	200	16286
12月9日	244	259	20952
12月31日	290	370	20909

- ◆ **新能源购置税减免利好持续至25年底，且政策覆盖目录逐渐扩大。** 24年与25年期间内购置的新能源汽车免征车辆购置税，每辆新能源乘用车免税额不超过3万元。根据最新的减免车辆购置税的新能源汽车车型目录（第十批），其中纯电动乘用车覆盖47种，客车覆盖54种，货车覆盖55种，专用车覆盖248种；插电混动乘用车覆盖19种，货车覆盖4种，专用车覆盖17种；燃料电池货车10种，专用车7种。与第九批覆盖的种类数目相比明显增加。
- ◆ **26年起购置税减免政策退坡较大，预计市场需求抓紧25年窗口期。** 26年起对新能源汽车减半征收车辆购置税，每辆新能源乘用车减税额不超过1.5万元，与25年政策相比将显著增加消费者购车成本。若目前减免政策日期不延长，预计购车需求持续集中在24-25年度。

图：国内购置税减免政策梳理

政策类型	时间	政策详情
新能源汽车购置税减免	2014年 - 2022年	首次实施新能源汽车免征车辆购置税政策，并经2017年和2020年两次延长
	2023年6月 - 2025年12月31日	对购置日期在此期间的新能源汽车免征车辆购置税，每辆新能源乘用车免税额不超过3万元
	2026年1月1日 - 2027年12月31日	对购置日期在此期间的新能源汽车减半征收车辆购置税，每辆新能源乘用车减税额不超过1.5万元
燃油车购置税优惠	2015年下半年 - 2017年	对1.6升及以下排量乘用车实施车辆购置税减半政策，2017年税率恢复至7.5%
	2018年1月1日起	燃油车购置税按10%的法定税率征收，小排量燃油车购置税优惠结束

- ◆ **主流车企已披露部分2025年新车型，支撑25年销量高增长。**新势力方面，25年理想纯电系列SUV将亮相，有望成为爆款；小鹏24年底发布P7+，单日大定超3万台，25年有望实现月均稳态1万台+销量；蔚来ET9将于25Q1开始交付；问界新发M8 SUV，定位M7与M9之间，M5大改款采用全新外形设计、应用图灵底盘及800V平台。自主车企方面，比亚迪25年将更新纯电平台，引入1000V高压平台及二代刀片电池，新发腾势N9、方程豹8两款新车，骁遥超级增混电池将上车吉利、奇瑞、广汽、岚图等在内的近30款增混车型。特斯拉ModelY改款25Q1发布，并于25年底前推出7座版本。

表：主流车企新车型情况

车企名称	新车型	价格区间	上市时间	车型亮点
问界	M8	预计30-40万元	2025H1	定位M7与M9之间
问界	M5大改款	现款24-27万元	2025H1	全新架构、图灵底盘以及800V平台
特斯拉	焕新版 Model Y	现款25-35.5万元	2025Q1	采用了与新款Model 3类似的最新的设计语言
理想	纯电SUV M7、M8、M9	预计30万元左右	2025H1	结合了L系列与MEGA的元素，800V平台
小鹏	P7+	18.68万元起	2024年11月	首发搭载小鹏自研的AI天玑5.4.0、端到端大模型以及AI鹰眼智驾方案
蔚来	ET9	预售80万元	2025Q1	四座行政期间轿车，超感系统天鹰座Aquila 2.0新增双侧广角激光雷达
比亚迪	腾势N9		2025Q1	续航165km插混，大型SUV
比亚迪	纯电平台更新		2025年	1000V高压SiC平台、第二代刀片电池
吉利	星愿	7-10万元	2024Q4	A0级小车，搭载吉利自研的银河Flyme Auto和行业首发的无界空间
吉利	增混新车型		2025年	配备宁德时代骁遥超级增混电池
阿维塔	E17	预计21万元起	2025Q1	尺寸会比阿维塔12小，提供纯电和增程两款动力
零跑	B10		2025Q1	已亮相巴黎车展，零跑B级车中的首款车型，定位与理想L7类似

- ◆ **低价车型智驾渗透率提升，车企竞争激烈。**根据乘联会统计，作为新能源车型的重要卖点，智能驾驶系统的配置率在10-20万元级的主流市场增速甚至高于新能源的渗透率。上半年，L2 (含L2+) 级智能驾驶辅助系统在15-20万元级别市场则达到60%，智驾正成为新能源车型的标配，比亚迪等头部车企与小鹏等新势力车企纷纷加入该行列。
- ◆ **特斯拉FSD入华可期。**特斯拉 AI 团队曾发布 FSD 全球部署路线图，预计25年第一季度在中国市场推出 FSD 功能。24年6月，上海临港新片区推动特斯拉FSD (全自动驾驶系统) 的落地试点，涉及10辆特斯拉车辆在上海开展路测。

表：主流车企低价位车型智驾情况

车企名称	车型名称	售价区间 (万元)	完整智驾系统介绍
比亚迪	比亚迪海豹 06GT (505 海浪版)	13.68	配备 DiPilot 智能驾驶辅助系统，提供 L2 级别辅助驾驶功能
吉利	新博越L (龙腾版)	11.57	在智驾配置方面搭载了 126 线激光雷达等 29 个传感器、英伟达 Orin-X 平台，最高算力可达 254TOPS，基于 Momenta5.0 大模型算法可实现全场景无图智驾领航、高速 / 城市领航及自动泊车等功能
奇瑞	iCAR 03 (四驱长续航智享版)	14.98	这套方案配备了7颗高清摄像头，包括2颗800万像素的前视立体摄像头、4颗300万像素的环视摄像头、1颗300万像素的后视摄像头，并搭载了32TOPS高性能域控制器。L2++级别辅助驾驶，可以实现城市记忆用车，即A点到B点的全场景领航辅助驾驶功能，记忆路线可达10条，单条路线最长能达到150公里。
小鹏	小鹏 M03 (515长续航)	11.98	顶配搭载高阶智驾功能，配备全场景智能辅助驾驶 XNGP 系统，采用纯视觉方案，能实现城市和高速场景全覆盖
埃安	埃安霸王龙 (激光雷达版)	16.98	搭载 1 颗激光雷达、5 个毫米波雷达和 11 个高清摄像头，可进行无图智驾，城市和高速路段都支持 NDA 智能领航辅助系统，具备一键遥控泊车功能
零跑	零跑 C10 (210舒享版)	13.58	配备 1 个 128 线激光雷达、5 个毫米波雷达、12 个摄像头和 12 个超声波雷达，Leapmotor Pilot 智能驾驶辅助系统和 NVIDIA DRIVE Orin X 高性能计算平台支持包括车道偏离预警、后方横向来车预警、全速自适应巡航、自适应弯道巡航系统、高速智能领航辅助以及 APA 自动泊车系统等多项智能驾驶功能

国内：25年销量预计超1600万辆，同增25%

- ◆ **24年国内电动车销量1286万辆，同增36%，电动化率40.9%，插电份额提升明显。**其中，本土销量1159万辆，同增40%，纯电增速放缓至16%，插电增速提升至91%，占比提升至40%，出口128万辆，同增7%。
- ◆ **25年国内电动车销量预计1611万辆，同增25%。**25年国内汽车“已旧换新”政策落地，补贴支持范围扩大，叠加高阶智驾下沉，25年销量预期超1600万辆，同增25%。

图：国内25年销量月度预测（万辆）

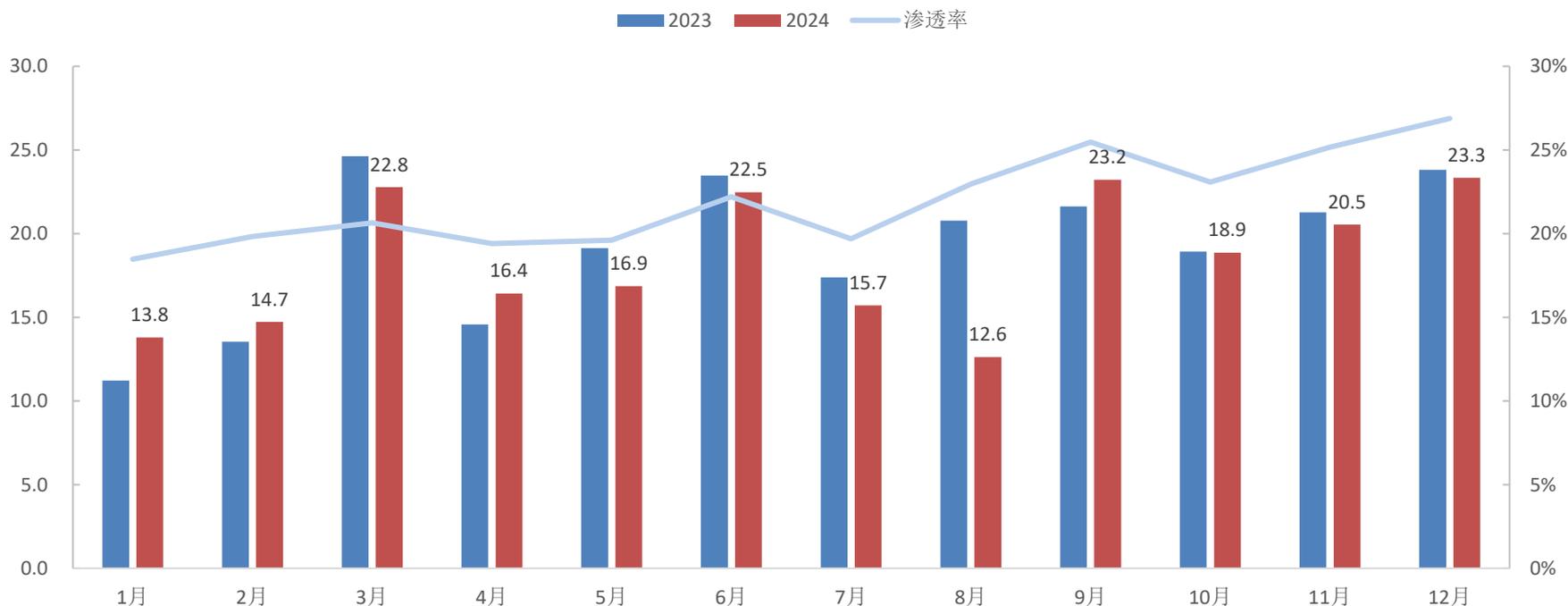
		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	合计
2024年	销量	73	48	88	85	96	105	99	110	129	143	151	160	1,286
	同比	79%	-9%	35%	34%	33%	30%	27%	30%	42%	50%	47%	34%	36%
2025年 (乐观)	销量	126	78	121	121	127	140	140	143	164	189	200	224	1,773
	同比	73%	64%	37%	42%	33%	33%	41%	30%	27%	32%	32%	40%	38%
2025年 (中性)	销量	115	71	110	110	116	127	127	130	149	172	182	204	1,611
	同比	57%	49%	25%	30%	21%	21%	28%	18%	16%	20%	20%	28%	25%
2025年 (悲观)	销量	103	64	99	99	104	114	114	117	134	154	164	183	1,450
	同比	41%	34%	12%	17%	9%	9%	15%	6%	4%	8%	8%	15%	13%

		Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2024年	销量	209	285	338	454	1,286
	同比	32%	32%	34%	43%	36%
2025年 (乐观)	销量	325	388	447	613	1,773
	同比	56%	36%	32%	35%	38%
2025年 (中性)	销量	296	353	406	557	1,611
	同比	42%	24%	20%	23%	25%
2025年 (悲观)	销量	266	318	365	501	1,450
	同比	27%	11%	8%	10%	13%

欧洲：24年主流9国销量同降4%，略低于市场预期

- ◆ **欧洲市场24年销量微降，25年新车型周期开启，销量有望恢复向上增长。** 24年欧洲主流9国新能源注册量221.4万辆，同降4%，渗透率22%，同降1pct。其中24年12月电动车注册量23.3万辆，同环比-2%/+14%，渗透率26.9%，同环比-0.7pct/+1.7pct。分国家看，24年德国补贴退坡后销量下滑明显，英国23年已消化退补影响，24年增长明显。德国12月销售5.3万辆，同环比-27%/-6%，24年共销售57.3万辆，同比-18%，24年渗透率同比大幅下滑4pct至20.3%。法国12月销5.4万辆，同环比0%/+56%，24年共销售43.8万辆，同比-5%，24年渗透率25.5%，同比微降。英国12月销5.6万辆，同环比+41%/+4%，单月渗透率增至40%，24年共销售54.9万辆，同比增20%，24年渗透率28.1%，同增4pct。24年英法德三国合计销售160万辆，占主流9国70%销量，其余国家销量较平淡。

图：欧洲主流九国电动车销量（万辆）&渗透率（右，%）



- ◆ **特斯拉销量同比下滑，本土车企相对平淡。** 24年1-11月特斯拉在欧销售28万辆，同比-13%，份额10.9%，较23年同期降1.5pct。本土车企中，大众相对稳健，1-11月销58万辆，同增3%，份额22.4%，较23年同期增0.8pct；宝马销26万辆，同增8%；奔驰销24万辆，同增11%；Stellantis、雷诺、现代起亚下滑较多。
- ◆ **非本土车企有所增长：** 中国车企中，吉利1-11月销25万辆，同比增31%，市占率9.5%，较23年同期增2.3pct；比亚迪表现亮眼，24年1-11月销量4万辆，同增206%；上汽销8万辆，同降28%，受关税冲击7月起下滑明显。丰田销7万辆，同增63%。
- ◆ **24Q4欧洲电动车迎来降价潮：** 德国10月宝马i4降价20%，名爵MG4降价11.5%，低价车型Dacia Spring降价11%；英国Stellantis旗下菲亚特500和标致208e降价20%+，大众ID3降价12%。

图：欧洲分车企销量（万辆）及市占率（%）

	2024年1-11月	23年	同比	24年1-11月市占率	23年市占率	市占率较23年
大众	58	56	3%	22.4%	21.6%	0.8pct
宝马	26	24	8%	10.1%	9.3%	0.8pct
Tesla	28	32	-13%	10.9%	12.4%	-1.5pct
梅赛德斯-奔驰	24	22	11%	9.5%	8.5%	1.0pct
吉利	25	19	31%	9.5%	7.2%	2.3pct
Stellantis	28	35	-21%	10.7%	13.5%	-2.8pct
雷诺-日产联盟	13	16	-19%	5.0%	6.2%	-1.1pct
现代-起亚	18	22	-17%	7.0%	8.3%	-1.3pct
福特	7	7	8%	2.9%	2.6%	0.2pct
比亚迪	4	1	206%	1.6%	0.5%	1.1pct
上汽	8	12	-28%	3.2%	4.4%	-1.2pct
丰田	7	4	63%	2.7%	1.6%	1.1pct
塔塔	5	4	21%	2.0%	1.6%	0.4pct
其他	6	6	8%	2.5%	2.3%	0.2pct
合计	258	260	-1%	100.0%	100.0%	0.0pct

- ◆ 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349万辆，增长29.4%，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年末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

- ◆ **新平台新车型多集中于25H2推出。**2024年以欧洲为主的海外市场面临较大挑战，尤其在特斯拉和中国车企的激烈竞争压力下，欧洲车企的电动化战略逐渐回归务实。预计2025-2026年将迎来新车发布高峰期，Stellantis将率先推出新车型，而大众、现代起亚、雷诺日产、宝马及奔驰将在2025年下半年发布全新纯电动平台及相关车型。我们预计到2026年，伴随新车周期的到来，销量将出现明显回升。

图：欧洲车企新平台及新车型梳理

车企	电动化战略及新车进度
大众	<p>2025年经济型车型多数需25H2上市：到2025年底，在西班牙生产四款售价低于25,000欧元的小型汽车，包括大众 ID.2、Cupra Raval、斯柯达 Epiq和大众 ID.2 SUV。其中ID.2将于24年底发布。并计划推一款低于2万欧元电动车，于2027年上市。大众CEO表示25年电动化率有挑战，更看好26年电动化率。</p> <p>延期SSP平台15-33个月，主要由于软件等方面原因。SSP平台在整个集团内首先将在奥迪上使用，电动奥迪A4预计将在2028年底推出。电动版高尔夫 (ID.Golf) 预计在2029年秋季开始生产。Trinity (是一款全新开发的紧凑型SUV，具有较长的续航里程) 将于2032年底开始生产 (原计划2026年)。</p>
Stellantis	<p>引进零跑欧洲销售，24Q4开始发力：零跑国际于24年9、10月在欧洲国家销售零跑T03和C10 SUV两款电动车型，二者起售价分别为18900欧元和36400欧元。T03最初从中国进口，也将在欧洲的 Stellantis 波兰 Tychy 工厂组装。此外，10月巴黎车展零跑B10亮相。有逾200家欧洲经销商启动了零跑汽车产品在欧洲的销售。</p> <p>STLA平台24H2开始发力：24年推出众多基于STLA的首批产品。其中STLA Medium中型平台：已推出标致3008和5008，且即将推出欧宝Grandland (纯电紧凑SUV)，标致E-408改款上市 (4.3万欧元)，还将发布C4、C5。全新3008订单那7.5万辆，纯电占比25%。智能汽车平台：雪铁龙C3 Aircross和Basalt、欧宝Frontera，以及菲亚特Grande Panda。雪铁龙C3今年9月开始向经销商批售，订单5万，纯电50%。</p>
雷诺	<p>25-26年2款小车发力：紧凑型电动汽车R4 E-Tech在2024巴黎车展首次亮相，将于25H1开始销售，预计售价将低于3.5万欧元。并计划在26H1推出2万欧元的Twingo E-Tech纯电动汽车。</p>
现代起亚	<p>起亚：24H2突出EV3，售价3.6万欧。EV2售价或低于2万美金，计划25-26年欧洲上市。</p> <p>现代：24年6月在欧洲推出Instar EV，起价不到2.75万美金，成为欧洲市场上最经济实惠的电动车之一。</p>
宝马	<p>全新平台Neue Klasse 25H2上市：第一款车型代号NA5的SUV，是宝马首款采用第六代圆形电池的车型，与现有的第五代棱柱电池相比将提高30%的续航里程和充电速度，能量密度提高超过20%；其次会是一款四门轿车。宝马将在匈牙利的Debrecen建立一家新工厂，该车将于2025年下半年在欧洲上市销售。</p>
奔驰	<p>25年底推出MMA平台，但该平台纯电、燃油可同时使用：暂停了MB.EA中型平台和MB.EA大型平台的研发，继续沿用EVA2。但坚定推进MMA (紧凑型电动车)、MB.AMG (跑车) 和MB.VAN (商用车) 平台的研发。MMA平台将同时支持电动和燃油动力系统，覆盖了20-40万左右走量的车型。全新奔驰C级轿车将基于该平台首款车型，25年底发布，26年上市。</p>

欧洲：24年销量同比微降，预计25年H2开始改善

- ◆ **综合考虑车型周期、政策变化，欧洲24年预计销量290万辆，同比微降，25年H2开始改善。**1-11月欧洲电动车销量248万辆，同降1%，全年预计销量持平。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，25年销量预计332万辆，同增15%，26年销量将明显向上。

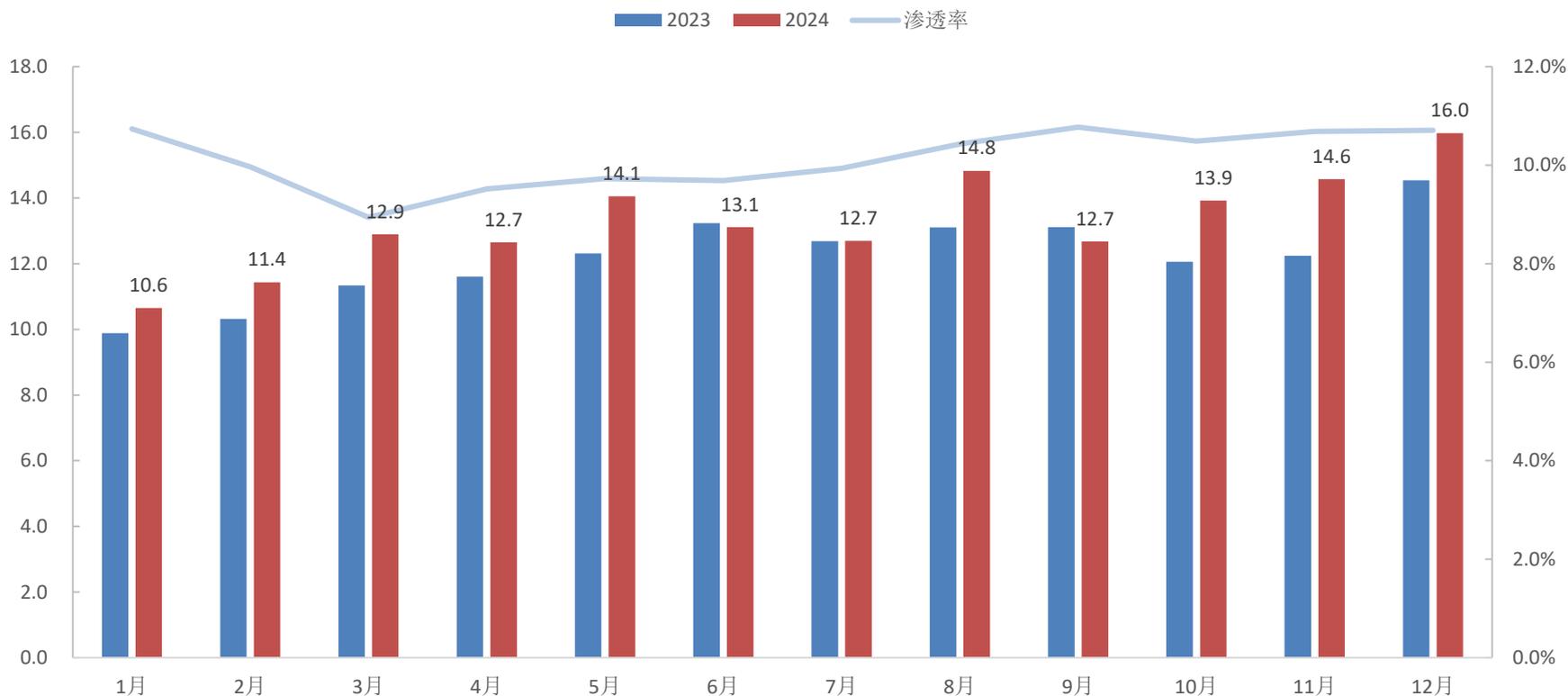
图：欧洲25年销量月度预测（万辆）

		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
2024年	销量	19	20	29	21	22	29	21	17	29	25	26	32	290
	同比	28%	12%	-6%	12%	-9%	-1%	-6%	-32%	8%	5%	-3%	14%	0%
2025年 (乐观)	销量	25	26	34	25	27	34	29	29	34	28	33	43	365
	同比	30%	32%	16%	19%	20%	14%	39%	66%	18%	11%	30%	35%	26%
2025年 (中性)	销量	22	24	31	23	24	31	26	26	31	25	30	39	332
	同比	18%	20%	6%	8%	9%	4%	26%	51%	7%	1%	18%	23%	15%
2025年 (悲观)	销量	20	21	28	21	22	28	23	23	28	23	27	35	299
	同比	6%	8%	-5%	-3%	-2%	-6%	14%	36%	-3%	-9%	6%	10%	3%

		Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2024年	销量	68	73	67	82	290
	同比	7%	0%	-10%	5%	0%
2025年 (乐观)	销量	84	86	92	104	365
	同比	25%	17%	37%	26%	26%
2025年 (中性)	销量	77	78	83	94	332
	同比	13%	7%	24%	14%	15%
2025年 (悲观)	销量	69	70	75	85	299
	同比	2%	-4%	12%	3%	3%

- ◆ **美国24年新能源车销量162万辆，同增10%，渗透率10.1%**。12月电动车注册16.0万辆，同比+10%，环比+10%。其中纯电注册12.9万辆，同比+12%，环比+9%，占比81%，纯电占比环比持平，插混注册3.0万辆，同比+0.1%，环比+11%，占比19%，电动车渗透率10.7%，同比+0.8pct，环比持平。1-12月电动车累计销162万辆，同增10%，渗透率10.1%。

图：美国电动车销量（万辆）&渗透率（右，%）



- ◆ **特斯拉24年美国销量微增，份额下降，本土传统车企提升。** 24年1-12月特斯拉在美销60万辆，同增1%，全年市占率37.4%，较23年下降3.5pct；其余本土车企均增长，其中福特销量10.9万辆，同比+38%，市占率6.8%；通用销量11.4万辆，同比+67%，市占率7.1%；Stellantis销13.1万辆，同比+9%，市占率8.1%。
- ◆ **日韩车企销量均提升。** 现代24年1-12月销量14.8万辆，同比+28%，市占率9.1%；丰田销7.8万辆，同比+46%，市占率4.8%；雷诺日产销3.1万辆，同增63%；本田销4.0万辆。

图：美国分车企销量（万辆）及市占率（%）

	24年	23年	同比	24年市占率	23年市占率	市占率较23年
Tesla	60.4	59.8	1%	37.4%	40.9%	-3.5pct
现代-起亚汽车集团	14.8	11.5	28%	9.1%	7.9%	1.3pct
Stellantis	13.1	12.0	9%	8.1%	8.2%	-0.1pct
通用集团	11.4	6.8	67%	7.1%	4.7%	2.4pct
福特集团	10.9	7.9	38%	6.8%	5.4%	1.4pct
丰田集团	7.8	5.4	46%	4.8%	3.7%	1.2pct
其他中小整车集团	6.9	5.4	26%	4.3%	3.7%	0.5pct
宝马集团	6.7	6.8	-2%	4.1%	4.7%	-0.5pct
大众集团	6.4	7.2	-11%	3.9%	4.9%	-1.0pct
吉利控股集团(Geely)	5.0	4.5	12%	3.1%	3.1%	0.0pct
本田	4.0	0.0	-	2.5%	0.0%	2.5pct
梅赛德斯-奔驰集团	3.5	4.1	-15%	2.1%	2.8%	-0.6pct
雷诺-日产联盟	3.1	1.9	63%	1.9%	1.3%	0.6pct
其他	7.5	13.0	-42%	4.7%	8.9%	-4.2pct
合计	161.6	146.4	10%	100.0%	100.0%	0.0pct

- ◆ **特斯拉**：预计2025H1推出2.5万美金低价车型，Semi 25年开始大规模量产，Cybercab预计26年实现量产，目标25年销量增长20%-30%。
- ◆ **其余车企重心转向盈利**：**福特**计划基于现有产品线扩大PHEV、HEV的选择，推迟部分EV车型计划，重点具有优势的大型SUV、皮卡及商用车细分领域。**通用**取消与本田的低价EV车型合作，转向使用成本更低的磷酸铁锂电池，电动车业务重心转向盈利。**Stellantis**此前美国道奇/RAM电动化相对落后，对标福特F150/通用Silverado的RAM1500将于2025年起提供电动选项。**新势力**方面，24Q3盈利好于预期，预计稳步发展：Lucid、Rivian 24Q3亏损均大幅收窄，目标进一步改善盈利质量，并将于25-26年进一步扩充产品线。

图：美国车企电动化及新车型规划

车企名称	新车型	定位	上市时间	车企规划
特斯拉	Cybercab	自动驾驶汽车	2026年	预计2025年销量实现20%-30%增长，2.5万美元低价车2025H1有望推出，Cybercab将于2026年实现量产，Semi将于2025年开始大规模生产，Roadster进度加速
	Model 2	2.5万美元低价车型	2025H1	
	焕新版 Model Y	中大型SUV	2025Q1	
	Roadster	跑车	2025H1	
通用	2025款Blazer	紧凑型SUV	2024H2	2024年电动车销售目标到20万至25万辆，预计不再大力推广Ultium电池品牌，而是转向使用成本更低的磷酸铁锂电池，电动车业务重心转向盈利
	2025款Euinox	中型SUV	2024H2	
	2025款Silverado	全尺寸皮卡	2024H2	
福特	2025款Mustang Mach-E	中型SUV	2024H2	将把下一代电气化和数字化汽车的重点放在具有竞争优势的车型和细分市场——商用货车、中型和大型皮卡以及长续航 SUV，并将根据客户需要进行降本和增加续航里程
	Aviator EV	中大型SUV	2025年	
	Explorer EV	中大型SUV	2025年	
	新电动皮卡	中型皮卡	2025年	
Lucid	Gravity	豪华旗舰SUV	2025Q4	24年预计销9000台，将于年底推出全新中型平台
Stellantis	Ram 1500 Revolution	全尺寸皮卡	2025年	当前电动化水平靠后，道奇/RAM将于2026年发布多款车型的电动/插混版本，并计划于2026年合作伙伴Factorial开发的固态电池上车
	Grand Wagoneer EV	中大型SUV	2025年	
Rivian	R2	中大型SUV	2026年	24年交付5万辆+，目标24Q4毛利转正

美国：25年销量预计185万辆，同比增长15%

- ◆ 综合考虑美国短期需求放缓、新车型延期，我们中性预期2025年美国销量185万辆，同增15%；悲观下有望达到167万辆，同增3%。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2025年销量月度预测（万辆）

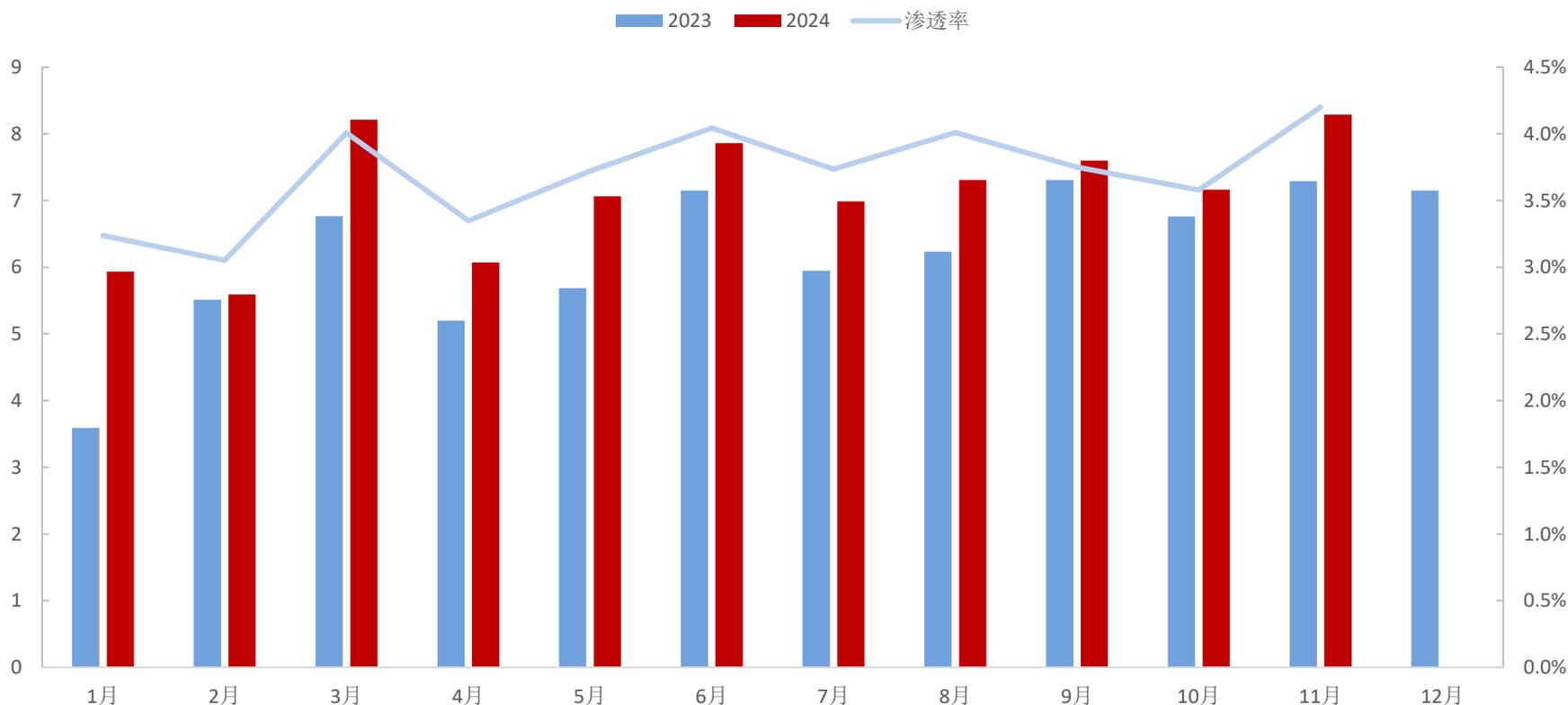
		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	合计
2024年	销量	11.6	12.6	13.0	12.6	14.1	13.0	12.7	14.8	12.7	13.9	14.6	16.0	161.6
	同比	17%	18%	15%	9%	14%	-2%	0%	13%	-3%	15%	19%	10%	10%
2025年 (乐观)	销量	13.3	13.5	15.2	14.8	15.9	17.5	17.1	17.1	18.8	17.9	19.7	22.6	203.5
	同比	14%	8%	16%	17%	13%	34%	35%	16%	49%	29%	35%	42%	26%
2025年 (中性)	销量	12.1	12.3	13.8	13.5	14.4	15.9	15.6	15.6	17.1	16.3	17.9	20.6	185.0
	同比	4%	-2%	6%	7%	3%	22%	23%	5%	35%	17%	23%	29%	15%
2025年 (悲观)	销量	10.9	11.1	12.4	12.1	13.0	14.3	14.0	14.0	15.4	14.6	16.1	18.5	166.5
	同比	-7%	-12%	-5%	-4%	-7%	10%	10%	-5%	22%	5%	11%	16%	3%

		Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2024年	销量	37.2	39.7	40.2	44.5	161.6
	同比	17%	7%	3%	14%	10%
2025年 (乐观)	销量	41.9	48.2	53.1	60.2	203.5
	同比	13%	21%	32%	35%	26%
2025年 (中性)	销量	38.1	43.8	48.3	54.8	185.0
	同比	3%	10%	20%	23%	15%
2025年 (悲观)	销量	34.3	39.5	43.4	49.3	166.5
	同比	-8%	-1%	8%	11%	3%

其他国家：1-11月销量同增16%，24年补贴大幅下滑

- ◆ **其他国家24年1-11月销量同增16%**。其他国家新能源汽车1-11月累计销量78.1万辆，同增16%，累计渗透率3.7%，同增0.6pct。其中11月销8.3万辆，同环比+14%/+16%，渗透率4.2%，同环比+0.6/+0.6pct。补贴来看，其他国家24年呈大幅下降趋势，对销量影响较为明显。

图：其他国家电动车销量（万辆）&渗透率（右，%）



其他国家：传统市场销量放缓、新兴市场开始起量

- ◆ **日韩、泰国、澳大利亚等传统市场销量放缓，巴西、印尼、墨西哥等新兴市场开始起量。** 2024年11月销量看，**加拿大**销量1.4万台，同环比+15%/-5%，渗透率9.1%，同环比+1pct/0pct；**日本**销量1.3万台，同环比+13%/+20%，渗透率3.43%，同环比+1pct/+1pct；**韩国**销量1.7万台，同环比+49%/+30%，渗透率15.61%，同环比+5pct/+4pct；**泰国**销量0.6万台，同环比-36%/+10%，渗透率15.06%，同环比-1pct/+2pct；**巴西**销量0.9万台，同环比+136%/+10%，渗透率3.7%，同环比+2pct/0pct。

表 主流国家电动车月度销量 (辆)

	202411	11月同比	11月环比	2023年	2024年1-11月	较23年同期同比
韩国	1.7	49%	30%	14.8	14.4	5%
加拿大	1.4	15%	-5%	11.5	12.4	20%
日本	1.3	13%	20%	13.9	12.0	-7%
巴西	0.9	136%	10%	2.0	7.6	450%
泰国	0.6	-36%	10%	8.8	7.2	-8%
印度尼西亚	0.6	195%	23%	1.7	3.8	171%
澳大利亚	0.4	-49%	-18%	7.8	6.5	-9%
土耳其	0.9	1%	72%	5.4	5.4	20%
马来西亚	0.1	25%	32%	0.8	1.3	88%
以色列	0.0	-86%	-44%	4.6	4.8	6%
印度	0.1	29%	2%	1.6	1.1	-32%
墨西哥	0.1	17%	-11%	0.7	1.4	136%
合计	8.3	14%	16%	73.7	78.1	16%

其他国家：25年销量预计107万辆，同比增长20%

- ◆ 我们中性预期2024年其他国家销量89万辆，同增19%。其中拉美、中东、及除泰国以外的东南亚市场24年维持高增长。
- ◆ 预计25年销量107万辆，同增20%。其他国家电动化率低、国内车企出口优势明显，印尼、马来西亚、拉美、中东等新兴市场中国车企出口占比高，部分国家有望加速渗透。

图：其他国家25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
2024年	销量	6.0	5.7	8.5	6.2	7.3	8.2	7.3	7.5	7.6	7.2	8.3	9.1	88.8
	同比	66%	3%	26%	20%	28%	15%	23%	21%	4%	6%	14%	27%	19%
2025年 (乐观)	销量	7.7	7.9	9.5	8.5	9.1	10.0	9.8	9.8	10.7	10.2	11.2	12.9	117.2
	同比	29%	39%	12%	36%	24%	21%	34%	30%	41%	42%	35%	42%	32%
2025年 (中性)	销量	7.0	7.1	8.6	7.7	8.2	9.1	8.9	8.9	9.8	9.3	10.2	11.7	106.5
	同比	18%	26%	2%	24%	13%	10%	22%	18%	29%	29%	23%	29%	20%
2025年 (悲观)	销量	6.3	6.4	7.8	6.9	7.4	8.2	8.0	8.0	8.8	8.3	9.2	10.6	95.9
	同比	6%	14%	-8%	11%	2%	-1%	10%	6%	16%	17%	11%	16%	8%

		Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2024年	销量	20.1	21.7	22.4	24.6	88.8
	同比	27%	21%	15%	16%	19%
2025年 (乐观)	销量	25.1	27.5	30.3	34.3	117.2
	同比	25%	26%	35%	40%	32%
2025年 (中性)	销量	22.8	25.0	27.5	31.2	106.5
	同比	13%	15%	23%	27%	20%
2025年 (悲观)	销量	20.5	22.5	24.8	28.1	95.9
	同比	2%	3%	11%	14%	8%

- ◆ 23年国内爆款车型持续，海外新车周期在即，未来两年维持20%左右增长。我们预计24年全球电动车销量1697万辆，同增27%，全球电动化率21%；我们预计25年2077万辆，同增22%，电动化率25%。

图：全球电动车销量预测

	2023	2024 E	2025 E	2026 E	2027 E	2028 E	2029 E	2030 E
海外：新能源乘用车销量 (万辆)	510	538	624	787	979	1,143	1,338	1,575
YoY	30%	6%	16%	26%	24%	17%	17%	18%
海外汽车销量 (万辆)	5,271	5,429	5,592	5,759	5,932	6,110	6,293	6,482
-海外电动化率	9.7%	9.9%	11.2%	13.7%	16.5%	18.7%	21.3%	24.3%
-欧洲新能源车销量 (万辆)	289	289	332	425	510	561	617	678
-YoY	15%	0%	15%	28%	20%	10%	10%	10%
-欧洲电动化率	19%	19%	21%	26%	30%	32%	34%	37%
-美国	147	161	186	232	302	377	472	589
-YoY	50%	10%	15%	25%	30%	25%	25%	25%
-美国电动化率	9%	10%	11%	14%	17%	21%	25%	31%
-其他国家	75	88	106	130	167	205	250	307
-YoY	76%	18%	20%	22.4%	28.7%	22.4%	21.9%	22.9%
-其他国家电动化率	3.4%	3.9%	4.5%	5.4%	6.7%	8.0%	9.5%	11.3%
国内：新能源车合计销量 (万辆，本土销量)	829	1,159	1,453	1,661	1,807	1,965	2,129	2,308
YoY	34%	40%	25%	14.3%	8.8%	8.8%	8.3%	8.4%
国内新能源车销量合计 (含出口，万辆)	950	1,287	1,607	1,846	2,029	2,232	2,449	2,691
YoY	38%	36%	24.91%	15%	10%	10%	10%	10%
-国内电动化率	31.6%	42.2%	51.9%	58.4%	65.5%	72.2%	79.2%	86.9%
全球新能源车销量 (万辆)	1,339	1,697	2,077	2,448	2,785	3,108	3,467	3,882
YoY	33%	27%	22%	18%	14%	12%	12%	12%

- ◆ 储能市场高速增长，全球储能出货24年预计增长60%+，25年维持50%增长，2027年-2030年复合增速25%，至2030年需求1300gwh+。2024储能电池出货量337gwh，增长60%，国内保持同环比55%+增长，美国恢复至翻倍，欧洲和新兴市场开始爆发，翻番增长。25年全球储能需求预计505gwh，同增50%。光储平价，配储时长持续增加，至2030年储能电池出货量预计仍维持复合25%左右增长，至2030年预计储能电池出货量1300gwh+。

图：全球储能电池需求测算

全球市场	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
全球储能装机需求 (Gwh)	126.8	197.7	288.2	376.5	476.8	605.5	761.7	957.2
-储能装机增速	106%	56%	46%	31%	27%	27%	26%	26%
-放大比例	166%	171%	175%	161%	152%	147%	143%	140%
全球储能出货量 (Gwh)	211	337	505	608	727	887	1,092	1,340
-储能出货增速	66%	60%	50%	20%	20%	22%	23%	23%
其中储能出货量：分区域								
美国 (Gwh)	65	104	149	158	186	232	292	370
-增速	45%	59%	43%	6%	18%	25%	26%	26%
-占比	31%	31%	29%	26%	26%	26%	27%	28%
中国 (Gwh)	77	121	145	169	198	231	266	305
-增速	99%	56%	20%	17%	17%	17%	15%	15%
-占比	37%	36%	29%	28%	27%	26%	24%	23%
欧洲 (Gwh)	31	47	73	90	114	140	168	203
-增速	33%	48%	56%	24%	26%	23%	20%	21%
-占比	15%	14%	14%	15%	16%	16%	15%	15%
其他地区 (Gwh)	36	66	138	191	229	285	366	462
-增速	91%	82%	110%	38%	20%	24%	28%	26%
-占比	17%	20%	27%	31%	31%	32%	33%	35%

锂电需求：24-25年需求30%增长，后续增速维持15-20%

- ◆ 24年预计全球动力储能需求1406GWh，同增30%，预计25年需求1846GWh，同增30%，若考虑25年补库，实际需求增速有望超30%，同时26-27年海外动力放量+储能需求高增，预计总体仍维持15-20%增长。

图：动力及储能需求增速预期

	2023	2024 E	2025 E	2026 E	2027 E	2028 E	2029 E	2030 E
海外：乘用车动力电池装机需求 (Gwh)	311.3	325.6	369.9	451.8	541.1	624.9	722.5	837.2
-海外平均单车带电量 (kwh)	61.1	60.5	59.3	57.4	55.3	54.7	54.0	53.2
国内：动力电池装机需求 (Gwh)	389	537	683	775	856	946	1,045	1,155
-国内平均单车带电量 (kwh)	46.9	46.3	47.0	46.7	47.4	48.1	49.1	50.0
全球动力电池装机需求 (gwh)	715	882	1,086	1,287	1,479	1,683	1,920	2,201
YoY	39%	23%	23%	18.6%	14.9%	13.8%	14.1%	14.6%
-全球平均单车带电量 (kwh)	53.4	52.0	52.3	52.6	53.1	54.2	55.4	56.7
全球动力电池实际需求 (gwh)	873	1,076	1,347	1,584	1,805	2,054	2,343	2,685
YoY	25%	23%	25%	17.6%	14.0%	13.8%	14.1%	14.6%
全球储能电池合计 (gwh)	211	330	500	625	753	900	1,077	1,293
YoY	67%	57%	51%	25%	20%	20%	20%	20%
国内储能电池 (gwh)	77	120	151	181	213	247	285	327
海外储能电池 (gwh)	133	210	349	445	540	654	792	966
全球动力+储能电池实际需求合计 (gwh)	1,083	1,406	1,846	2,209	2,558	2,954	3,420	3,978
YoY	32%	30%	30%	19.6%	15.8%	15.5%	15.8%	16.3%

材料：Q1淡季不淡，1月排产同比增长40%+，符合预期

排产：受春节影响，1月排产环降10%左右，同比高增长

- ◆ **25年1月受春节影响，预计排产环比下降10-15%，符合预期。**其中龙头电池开工好于二三线电池，电池好于材料。2月春节+天数少，预计环比再略微下降，3月恢复正常。整体Q1环比下降10-15%，同比大增50-70%，远好于往年。此外近期价格谈判密集，铁锂、6F上涨确定性高，负极部分品类或调涨。
- ◆ **Q4电池、结构件龙头盈利稳定超预期，铁锂、电解液及负极龙一受年底费用影响单位盈利基本稳定。**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，Q4价格维持稳定，龙头单位盈利稳定，二线亏损扩大，铁锂、负极等高端产品需求旺盛，受年底费用影响单位盈利基本稳定。电池、结构件龙头依托客户结构、成本优势，盈利稳定超预期。

表 各环节分季度盈利情况

环节	代表公司	单位	2021A	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4E
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	0.10	0.12	0.11
	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	0.01	0.02	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	0.00	0.00	0.00
	孚能科技	元/Wh	-0.03	-0.20	0.01	-0.01	-0.22	-0.10	-0.17	-0.15	-0.05	-0.05	0.00	-0.06	-0.05
	派能科技	元/Wh	0.21	0.25	0.31	0.42	0.51	0.49	0.26	0.01	-0.91	0.02	0.03	0.02	0.00
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	0.60	0.60	0.60
	当升科技	万元/吨	1.43	2.30	3.90	3.92	3.52	2.98	3.95	3.00	2.80	1.10	0.96	1.00	0.60
	容百科技	万元/吨	1.65	1.60	2.45	0.73	1.40	1.20	0.36	0.88	-0.12	-0.12	0.20	0.40	0.50
磷酸铁锂	厦钨新能	万元/吨	0.71	0.82	1.38	1.35	1.25	0.92	0.75	0.70	0.42	0.42	0.57	0.55	0.55
	德方纳米	万元/吨	0.91	2.15	1.50	1.10	1.15	-2.11	-0.76	0.07	-1.29	-0.55	-0.69	-0.64	-0.50
	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	0.15	0.06	0.05
负极	万润新能	万元/吨	0.85	2.28	1.54	0.93	0.50	-0.15	-2.01	-0.20	-1.20	-0.42	-0.58	-0.40	-0.30
	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	0.00	0.00	0.00
	中科电气	万元/吨	0.53	0.59	0.47	0.51	-0.20	-0.54	0.07	0.21	0.29	0.08	0.11	0.17	0.20
隔膜	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	0.38	0.35	0.33	0.30
	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	0.09	0.08	-0.25
电解液	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	0.08	0.08	0.08
	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	0.08	0.08	0.10
铜箔	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	0.04	0.04	0.04
	嘉元科技	万元/吨	2.98	1.83	1.10	1.04	0.55	0.30	-0.20	0.02	-0.30	-0.57	-0.45	-0.26	-0.20
铝箔	诺德股份	万元/吨	1.13	1.23	1.00	0.50	0.80	0.15	-0.20	-0.46	-0.47	-0.93	-0.67	-0.50	-0.50
	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	0.20	0.13	0.15
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	0.30	0.30	0.30
结构件	科达利	净利率	12.2%	11.0%	9.7%	9.7%	11.0%	10.5%	10.0%	10.0%	14.1%	11.8%	11.6%	11.7%	12.0%
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	0.05	0.00	0.05

上游：底部有支撑，2025年价格中枢将抬升

- ◆ **1月锂价震荡上行，涨幅4%。** 电池级碳酸锂现货价格从25年1月1日的7.51万元震荡上行至25年1月17日的7.79万元，涨幅4%。
- ◆ **春节前锂盐厂检修+下游备库，拉动价格上涨，预计短期内维持震荡，底部有支撑。** 供应端，检修影响25年1-2月产量，周度产量由2024年12月中旬的1.6万吨下降至2025年1月中旬的1.4万吨，锂盐厂挺价意愿明显。需求端，2025年1月未出现明显的减产现象，且下游补库意愿较往年更强，带动碳酸锂采购量上升，但考虑春节前一周成交行为减少，预计锂价维持震荡。

图 国内碳酸锂周度库存 (万吨)

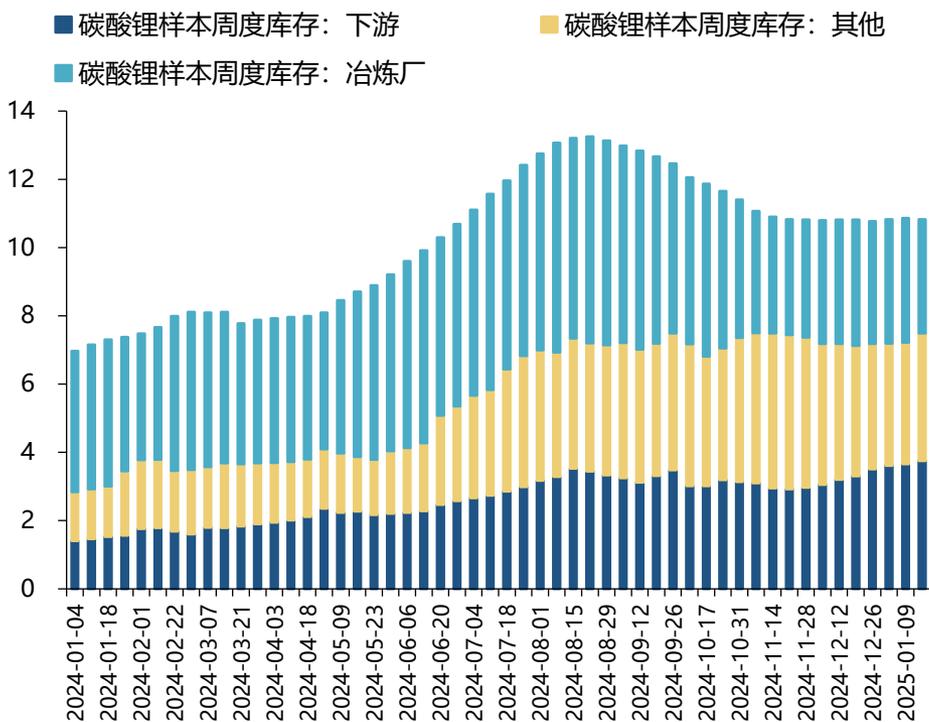
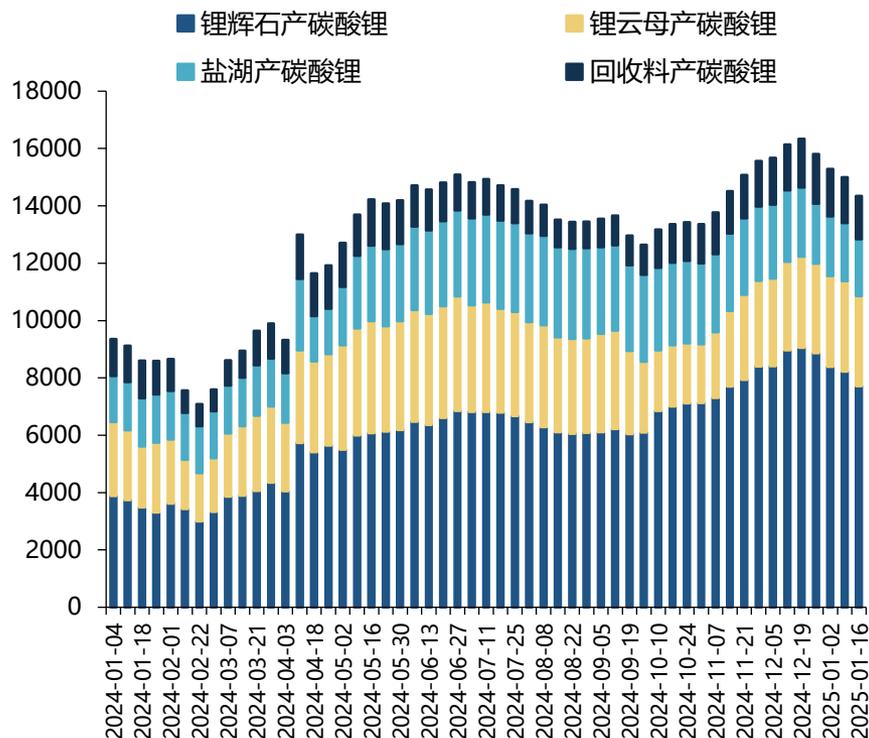


图 国内碳酸锂周度产量 (万吨)



上游：25年供给过剩收窄，锂价中枢有望抬升

- ◆ **海外项目及国内云母大规模减停产，25年总供给预计155.2万吨LCE，同增23.9%，新增供给24万吨左右。**我们预计2024/2025年全球碳酸锂供给量达到131/155万吨，增量分别为21/24万吨，25年国内锂资源供给增量近6万吨LCE，海外供给增量17万吨LCE，其中南美盐湖7.5万吨，非矿近7万吨。
- ◆ **25年行业存在补库空间，实际增速有望近30%，供给过剩收窄，锂价中枢有望回归8-8.5万元。**25年若维持1.2个月库存，我们预计碳酸锂需求140万吨，同增23%，供给过剩量近15万吨，同比略降；若库存水平提升至1.3个月，供给过剩量将收窄至10万吨。从现金成本曲线上看，25年需求对应成本线约7.3万元/吨LCE，对应含税锂价约8.2万元，我们预计25H2可能出现阶段性供给紧张，价格中枢有望上移。

图 锂供给量

产量 (万吨LCE)	2020年	2021年	2022年	2023年	2024E	2025E	25年增量	25年供给占比
国内盐湖	5.3	6.9	9.7	12.6	14.6	16.6	2.0	10.7%
国内辉石矿	0.9	1.1	1.5	1.8	2.0	5.3	3.3	3.4%
国内云母矿	3.8	4.7	5.6	8.5	11.8	12.2	0.4	7.9%
国内供给合计	10.0	12.7	16.8	23.0	28.4	34.1	5.7	22.0%
海外南美盐湖	15.7	19.8	26.6	31.6	38.2	45.7	7.5	29.4%
澳洲辉石矿	14.5	22.3	30.0	39.6	41.2	41.7	0.5	26.9%
非洲辉石矿	0.1	0.2	0.6	4.1	10.4	17.1	6.7	11.0%
美洲辉石矿	1.1	1.1	1.5	4.1	6.4	8.1	1.7	5.2%
欧洲辉石矿	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.4	0.4	0.3%
海外供给合计	31.4	43.4	58.6	79.3	96.1	113.0	16.9	72.8%
锂回收	1.5	2.2	4.9	8.4	6.8	8.2	1.4	5.3%
合计	42.9	58.4	80.4	110.7	131.3	155.2	23.9	

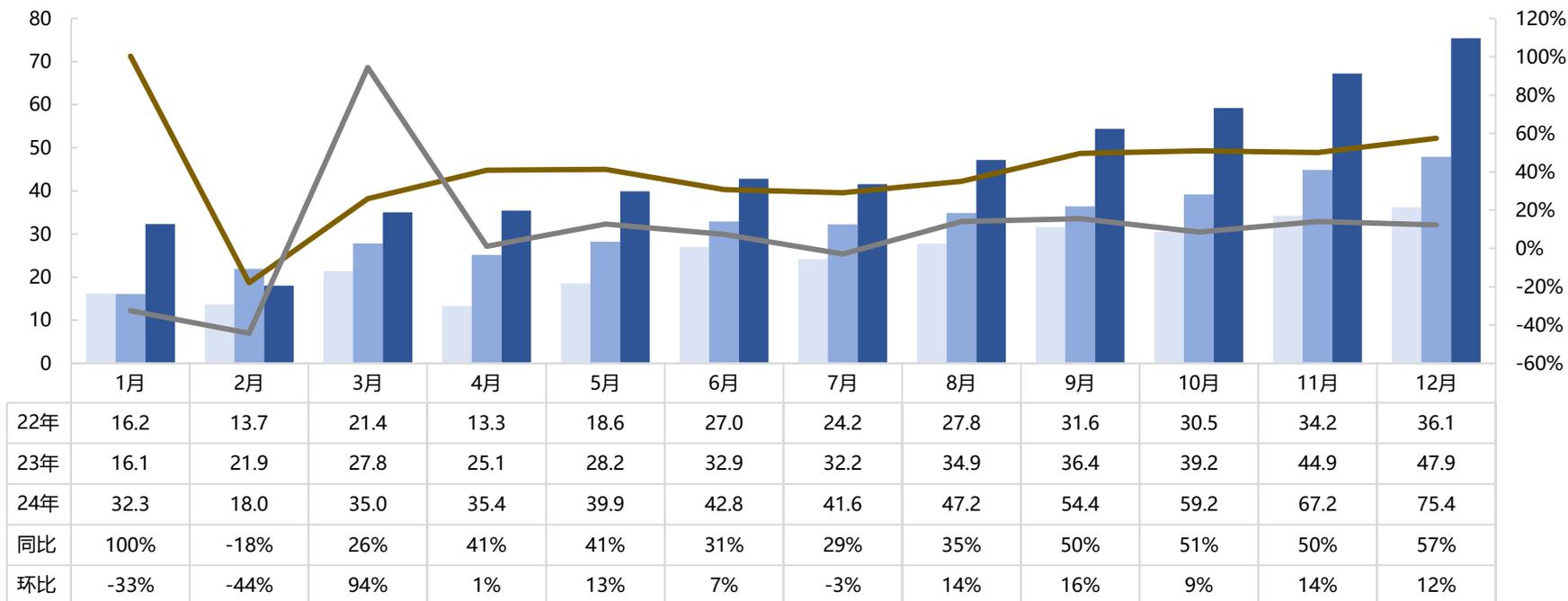
图 锂供需平衡测算

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
有效供给 (万吨LCE)	42.9	58.4	80.4	110.7	131.3	155.2
需求 (万吨LCE, 25年假设1.2个月库存)	38.1	56.2	76.7	93.7	114.1	140.3
过剩 (万吨LCE)	4.8	2.2	3.7	17.0	17.2	14.9
需求 (考虑补库, 25年假设1.3个月库存)	38.1	56.2	76.7	93.7	114.1	145.0
过剩 (万吨LCE)	4.8	2.2	3.7	17.0	17.2	10.2
需求 (考虑补库, 25年假设1.5个月库存)	38.1	56.2	76.7	86.7	114.1	154.4
过剩 (万吨LCE)	4.8	2.2	3.7	23.9	17.2	0.8

电池：龙头强化竞争力，全球份额稳中有升

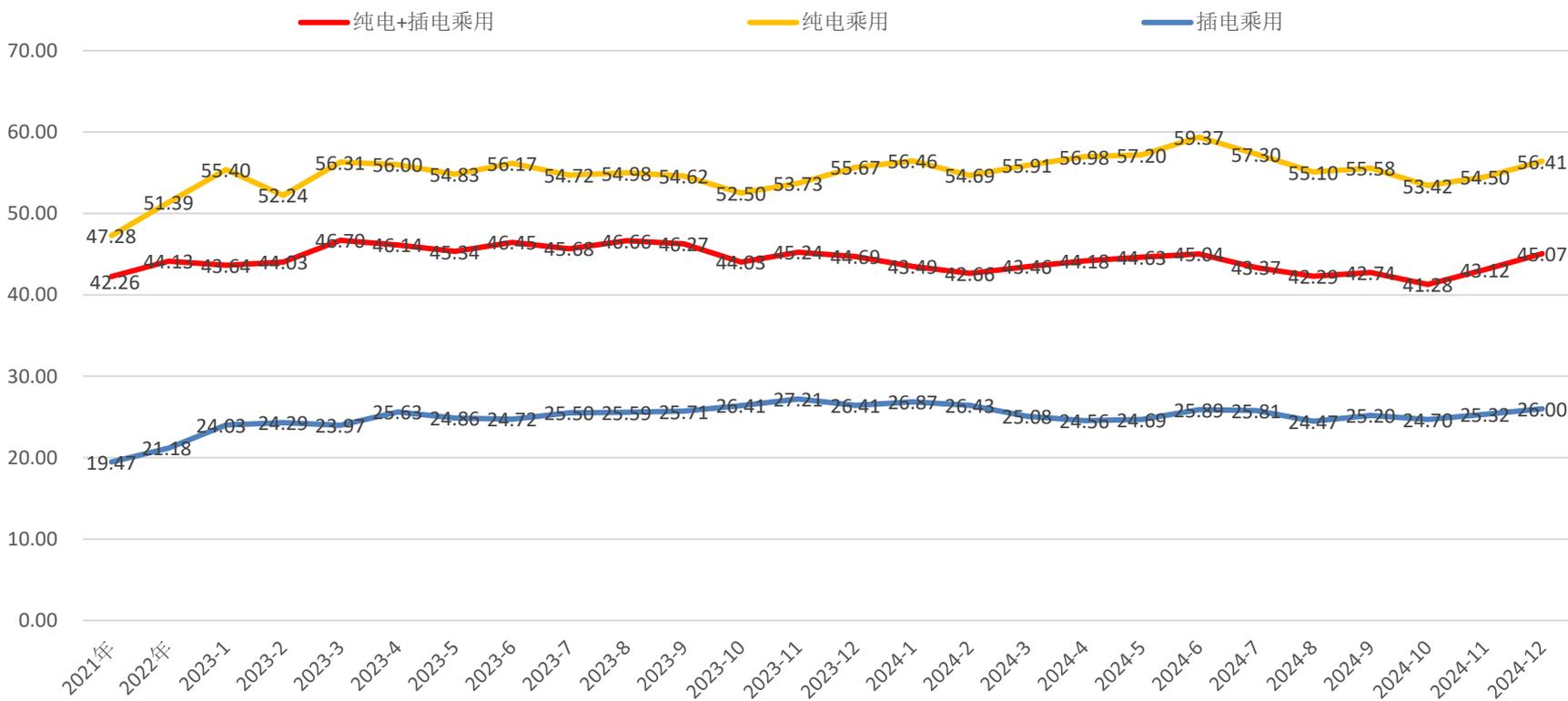
- ◆ **24年国内装机电量548GWh，同增42%，铁锂占比75%，同增7pct。** 24年国内动力电池装机548GWh，同增42%，其中三元139GWh，同增10%，占比25%，铁锂409GWh，同增57%，占比75%，同增7pct。12月国内动力电池装机75GWh，同环比+57%/+12%，其中三元装机14.3GWh，同环比-14%/+5%，占比19%；铁锂装机61GWh，同环比+95%/+14%，占比81%，环增1pct。
- ◆ **24年国内电池产量1090GWh，同增38%，铁锂占比75%，同增8pct。** 24年国内动力电池产量1090GWh，同增38%，其中三元275GWh，同增14%，占比25%，铁锂812GWh，同增54%，占比75%，同增8pct。12月产量125GWh，同环比+33%/+4%，其中三元26GWh，同环比+4%/+7%，铁锂98GWh，同环比+87%/+5%，占比79%，环比-1pct。

图：国内电动车月度电池装机量 (GWh)



- ◆ **24年1-12月国内纯电+插电乘用车累计平均带电量43.9kwh，同比-3.4%。** 24年1-12月纯电乘用车累计平均带电量为56.8kwh，同比+3.7%，插电乘用车平均带电量为25.7kwh，同比+0.4%，由于插电比例提升，新能源乘用车平均带电量43.9kwh，同比-3.4%。
- ◆ **12月国内纯电+插电乘用车平均带电量45.1kwh，同比+0.9%，环比+4.5%。** 24年12月纯电乘用车平均带电量56.4kwh，同比+1.3%，环增3.5%，插电乘用车平均带电量为26.0kwh，同比-1.6%，环增2.7%。

图 21年-24年月度车型平均电量 (kwh/辆)

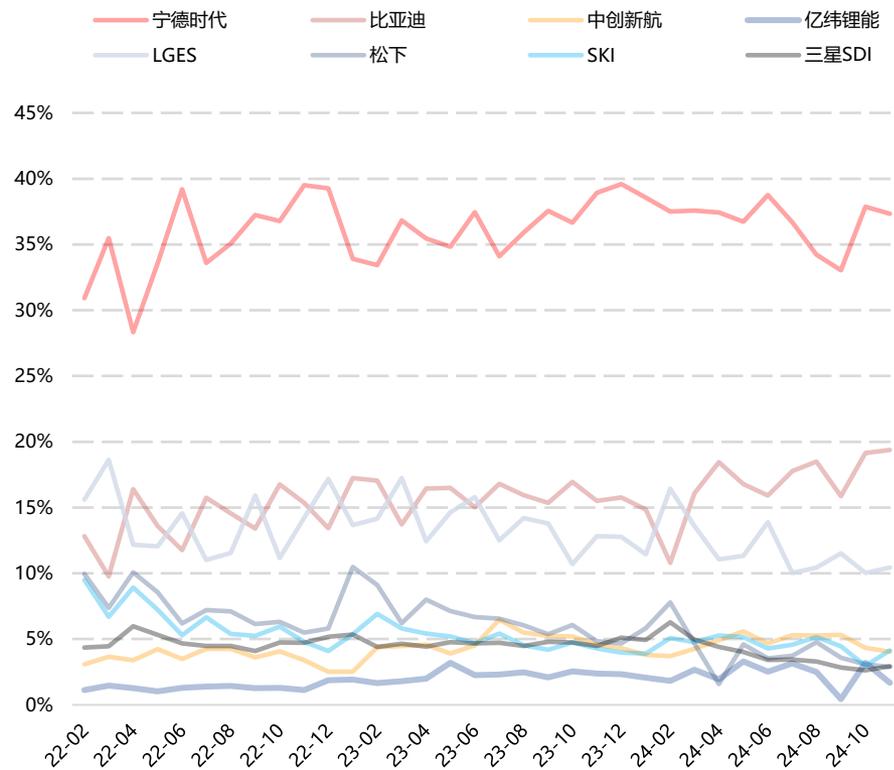


◆ **宁德时代全球份额稳固，24年累计市占率36.8%，同增0.6pct。** 24年1-11月，全球动力累计装机786GWh，同增27%，其中宁德时代份额36.8%，同增0.6pct，龙头地位相对稳固，日韩电池厂份额同比下滑6.1pct，国内电池厂份额进一步提升。24年11月，全球装机99GWh，环增13%，其中宁德时代份额37.3%，环增0.4pct，LG新能源份额10.4%，环增1.1pct，松下份额2.9%，环降0.7pct。

表：动力电池厂商全球装机量 (GWh)

Top10	简写	24年11月	占比	环比(pct)	24年累计	占比	同比 (pct)
1	宁德时代	36.8	37.3%	+0.4	289	36.8%	+0.6
2	比亚迪	19.1	19.4%	+0.1	134	17.1%	+1.2
3	LG新能源	10.3	10.4%	+1.1	91	11.6%	-2.2
4	SKI	4.1	4.2%	-0.2	35	4.5%	-0.6
5	中创新航	4.0	4.1%	-0.2	36	4.6%	-0.2
6	国轩高科	3.2	3.2%	+0.2	21	2.7%	0.0
7	三星SDI	2.9	2.9%	+0.2	29	3.7%	-1.0
8	松下	2.8	2.9%	-0.7	31	4.0%	-2.3
9	欣旺达	2.0	2.0%	+0.2	16	2.0%	0.0
10	亿纬锂能	1.7	1.7%	-0.1	18	2.3%	0.0
全球总量		98.7	100%	-	786	100%	-

图：动力电池厂商全球市占率

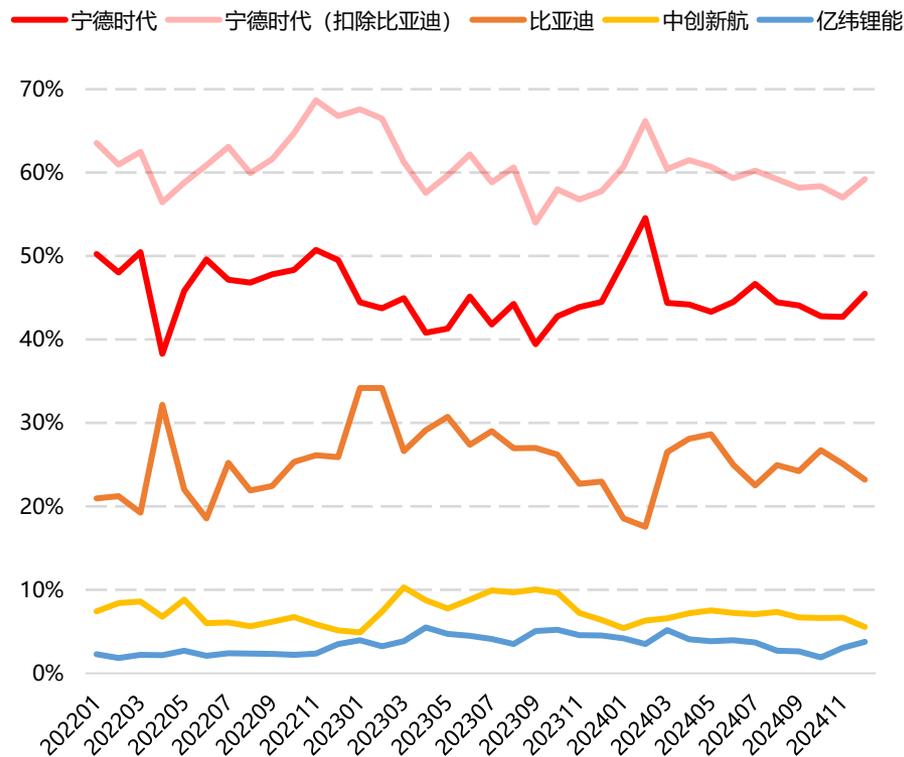


- ◆ **宁德时代国内份额有所恢复，24年累计市占率45.1%，同增1.9pct。** 24年1-12月，国内动力累计装机548GWh，同增42%，其中宁德时代份额45.1%，同增1.9pct，比亚迪位列第二，份额24.7%，同降2.5pct，中创新航、亿纬锂能、孚能科技份额有所下降，蜂巢能源、欣旺达、瑞浦兰钧、极电新能源份额增长。24年12月，国内装机总量75GWh，环增12%，其中宁德时代份额45.5%，环增2.8pct，比亚迪份额23.2%，环降1.9pct。

表：动力电池厂商国内装机量 (GWh，不含出口)

Top10	简写	24年12月	占比	环比(pct)	24年累计	占比	同比 (pct)
1	宁德时代	34.3	45.5%	2.8	246	45.1%	+1.9
2	比亚迪	17.5	23.2%	-1.9	135	24.7%	-2.5
3	中创新航	4.2	5.6%	-1.1	36	6.7%	-1.8
4	国轩高科	4.2	5.6%	0.3	25	4.6%	+0.5
5	蜂巢能源	3.2	4.2%	0.7	17	3.2%	+0.9
6	亿纬锂能	2.8	3.8%	0.7	19	3.4%	-1.0
7	瑞浦兰钧	1.9	2.5%	-0.1	12	2.2%	+0.9
8	欣旺达	1.7	2.3%	-0.4	16	2.9%	+0.8
9	正力新能	1.1	1.4%	-0.4	10	1.8%	+0.4
10	LG新能源	0.8	1.1%	-0.4	8	1.4%	-0.8
全球总量		75.4	100%	-	548	100%	-

图：动力电池厂商国内市占率 (%，不含出口)



- ◆ **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、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67%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	
	2023有效	2024E有效	2025E有效	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	Q3扣非净利润 (亿元)	盈利水平: 利润率%
宁德时代	552	680	780	390	485	620	71%	71%	79%	121	0.12
LG新能源	172	210	260	130	140	160	76%	67%	62%	-1	-0.3%
比亚迪	220	300	350	175	240	300	80%	80%	86%	109	-
中创新航	73	110	140	42	60	81	58%	55%	58%	-	-
松下	55	86	106	45	45	50	82%	52%	47%	5	4.3%
三星SDI	42	51	65	30	40	50	71%	78%	77%	3	1.7%
亿纬锂能	80	120	170	59	80	106	74%	67%	62%	10	0.02
国轩高科	91	120	160	44	64	80	48%	53%	50%	0.08	0.00
SK on	72	92	118	58	60	70	80%	65%	59%	-2	-2.6%
欣旺达	40	60	60	13	24	35	33%	40%	58%	3.5	-0.05
蜂巢能源	30	50	60	8	10	13	27%	20%	22%	-	-
孚能科技	30	50	60	17	15	20	57%	30%	33%	-1.4	-0.04
主流厂商合计	1,456	1,928	2,329	1011	1268	1595	69%	66%	68%	-	-

图：电池全行业供需平衡表

	2022年	2023年	2024年E	2025年E
全行业有效供给 (gwh)	1022	1602	2153	2761
需求 (动力+储能, gwh)	821	1083	1406	1846
过剩 (gwh)	200	519	747	915
产能利用率	80%	68%	65%	67%

图：电池盈利产能供需平衡表

	2022年	2023年	2024年E	2025年E
盈利厂商供给 (gwh)	868	1284	1696	2151
需求 (动力+储能, gwh)	821	1083	1406	1846
过剩 (gwh)	46	201	290	304
产能利用率	95%	84%	83%	86%

- ◆ **电池价格已见底，价格战接近尾声，不排除后续上涨可能。**行业当前维持年降2-3%，24年价格战激烈，目前除龙一龙二外均亏损，后续行业格局进一步好转，且碳酸锂、中游材料均见底回升，价格长期看有向下游传导可能。
- ◆ **原材料上涨预计带动电池成本上涨0.3-0.5分/wh，影响较小，若考虑合格率提升、产能利用率提升等，预计可基本消化成本上涨影响。**

图：原材料涨价对电池成本的影响

电芯原材料成本	材料涨价前：NCM532					材料涨价后：NCM532					材料涨价前：铁锂					材料涨价后：铁锂					材料涨价后：高压密铁锂				
	单位用量 (/gwh)	单位	单位价格 (万)	单位成本 (元/wh)	占比	单位用量 (/gwh)	单位	单位价格 (万)	单位成本 (元/wh)	占比	单位用量 (/gwh)	单位	单位价格 (万)	单位成本 (元/wh)	占比	单位用量 (/gwh)	单位	单位价格 (万)	单位成本 (元/wh)	占比	单位用量 (/gwh)	单位	单位价格 (万)	单位成本 (元/wh)	占比
正极材料	1700	t	11.8	0.18	18%	1700	t	11.7	0.18	18%	2000	t	3.4	0.06	6%	2000	t	3.5	0.06	6%	1900	t	3.7	0.06	6%
正极导电剂 (CNT)	500	t	3.0	0.01	1%	500	t	3.0	0.01	1%	600	t	3.0	0.02	2%	600	t	3.0	0.02	2%	600	t	3.0	0.02	2%
正极黏贴剂 (PVDF)	23	t	11.6	0.00	0%	23	t	11.6	0.00	0%	30	t	5.3	0.00	0%	30	t	5.3	0.00	0%	30	t	5.3	0.00	0%
正极集流体 (铝箔)	330	t	3.1	0.01	1%	330	t	3.1	0.01	1%	350	t	3.1	0.01	1%	350	t	3.1	0.01	1%	333	t	3.1	0.01	1%
负极活性物质 (石墨)	970	t	2.0	0.02	2%	970	t	2.05	0.02	2%	1200	t	1.5	0.02	2%	1200	t	1.7	0.02	2%	1140	t	2.0	0.02	2%
负极黏结剂1(SBR)	29	t	10.0	0.00	0%	29	t	10	0.00	0%	36	t	10.0	0.00	0%	36	t	10.0	0.00	0%	36	t	10.0	0.00	0%
负极集流体 (铜箔)	600	t	8.1	0.04	4%	600	t	8.4	0.04	5%	700	t	8.1	0.05	5%	700	t	8.4	0.05	5%	665	t	8.1	0.05	5%
电解液	850	t	2.1	0.02	2%	850	t	2.2	0.02	2%	1200	t	1.9	0.02	2%	1200	t	1.9	0.02	2%	1140	t	2.2	0.02	2%
隔膜	1500	万m2	1.2	0.02	2%	1500	万m2	1.5	0.02	2%	2000	万m2	0.4	0.01	1%	2000	万m2	0.40	0.01	1%	1900	万m2	0.40	0.01	1%
壳体&银压膜及其他	1	套	0.04	0.04	4%	1	套	0.04	0.03	4%	1	套	0.04	0.04	4%	1	套	0.04	0.03	4%	1	套	0.04	0.03	4%
电芯材料成本合计(元/wh)	0.332					0.337					0.218					0.224					0.222				
折旧(元/wh)	0.05					0.05					0.05					0.05					0.05				
电费、人工费等(元/wh)	0.04					0.04					0.05					0.05					0.05				
合格率	96.0%					96.0%					97.0%					97.5%					97.0%				
成本合计 (wh/元, 不含税)	0.437					0.441					0.325					0.329					0.329				
<i>其中：钴锂成本占比</i>																									
钴 (从金属含量口径)	212	t	20.0	0.04	4%	212	t	20.00	0.04	4%															
碳酸锂 (正极+电解液含量)	710	t	7.5	0.05	5%	710	t	7.5	0.05	5%	520	t	7.5	0.04	18%	520	t	7.5	0.04	17%	520	t	7.5	0.04	18%
六氟磷酸铁锂	102	t	5.5	0.00	0%	102	t	6.10	0.01	1%	144	t	5.50	0.01	3%	144	t	6.00	0.01	3%	136.8	t	6.10	0.01	3%
镍	517	t	13.0	0.07	7%	517	t	13.00	0.07	7%															

- ◆ **Q4业绩符合市场预期。**公司预告24年收入3560-3660亿元，同降8-11%，归母净利490-530亿元，同增11%-20%，扣非净利440-470亿元，同增10%-17%；对应Q4收入970-1070亿元，同比-9%~+1%，环比+5%~+16%，归母净利130-170亿元，同比0%~+31%，环比-1%~29%，中值150亿；扣非净利118-148亿元，同比-10%~+13%，环比-3%~+22%，中值133亿，业绩符合市场预期。
- ◆ **Q4出货预计140-145GWh，25年Q1高景气，奠定全年高增长。**我们测算公司Q4产能利用率近90%（单月产能60GWh），对应排产约160GWh，对应出货量140-145GWh，同增约20%，环增约15%，我们预计发出商品新增10GWh+，将增厚25年Q1利润。我们预计24年全年出货470-475GWh，同增20%+，其中储能出货105-110GWh，同增50-60%。25年国内动力+海外储能持续高景气，其中公司已获得中东19GWh储能大项目，我们预计公司出货量有望同增35%+至近650GWh，且25年Q1行业淡季不淡，排产环比大增50%+，奠定全年高增长。
- ◆ **神行麒麟持续放量，盈利水平维持稳定。**盈利端看，我们测算Q4均价0.7元/wh（含税），基本稳定，神行麒麟新品放量，预计单wh利润维持0.1元+，与国内二三线差距维持，与海外电池厂领先优势扩大。25年看，我们测算中游材料涨价对应成本上涨不足0.5分/wh，预计单wh利润维持0.1元/wh+。此外，26年海外占比提升，单wh折旧减少，叠加超级拉线迭代升级，储能系统比例提升，公司盈利能力持续性强。
- ◆ **投资建议：**我们预计24-26年归母净利润为508/661/802亿，同增15%/30%/21%，给予25年30x，对应目标价450元，维持“买入”评级，继续强推！ **风险提示：**销量和盈利不及预期。

表：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)	328594	400917	365648	459584	536021
同比(%)	152.07	22.01	(8.80)	25.69	16.63
归母净利润(百万元)	30729	44121	50804	66065	80231
同比(%)	92.89	43.58	15.15	30.04	21.44
EPS-最新摊薄(元/股)	6.98	10.02	11.54	15.00	18.22
P/E(现价&最新摊薄)	37.86	26.37	22.90	17.61	14.50

- ◆ **事件：**公司公告与美洲某集团客户签署合作协议，公司及亿纬马来西亚为客户提供电芯。
- ◆ **海外储能产能具备稀缺性，公司海外产能投产盈利弹性显著。**公司在马来西亚规划10-15GWh储能产能（314电芯为10GWh，转628可提升至15GWh），预计25年年底投产，26Q1开始贡献产量。海外电池厂铁锂产能进展较慢，目前美国储能系统仍依赖于国内铁锂电芯，国内厂商海外储能产能较为稀缺，亿纬海外产能进展最快，此前已拿到powin10GWh订单，当前马来工厂产能供不应求，按照马来工厂26年出货10GWh左右计算，预计北美储能市占率提升至5-10%左右。马来工厂主供海外市场，预计单位盈利高于当前的储能盈利0.03元/wh，按照0.05-0.07元/wh估算，预计26年贡献5-7亿利润。
- ◆ **公司储能市占率快速提升，大铁锂竞争优势显著。**公司储能份额全球第二，24年预计出货50GWh+，25年预计仍可保持40%+增长，出货70-80GWh，其中大铁锂开始出货，预计贡献7GWh左右，占比接近10%，并持续开拓海外市场，预计26年海外市场大规模放量。单位盈利端，受益于系优质订单比例提升及产能利用率提升，公司24Q3储能单位盈利预计0.03-0.04元/wh，25年公司大铁锂单位净利预计更高，且海外订单逐步起量，预计25年整体单位净利可进一步提升，贡献25-30亿利润。
- ◆ **公司25年动力客户放量，大圆柱开始出货。**公司动力进入小鹏P7+供应链，24Q4起动力产能利用率逐步提升，并获零跑等车企定点，后续配套新车型增加，预计25年Q2产能利用率大幅提升，预计25年动力出货30GWh+，同增15%，其中大圆柱开始放量，预计出货5GWh左右，26年大圆柱有望维持翻倍增长。盈利端，公司24Q3动力毛利率10%左右，由于产能利用率较低，整体盈亏平衡，预计25Q2起动力盈利将逐步改善。
- ◆ **盈利预测：**考虑股权激励费用影响，我们预计24-26年归母净利41/55/75亿元，同增2%/33%/36%，对应PE 23/18/13倍，给予25年26倍，目标价70元，维持“买入”评级。 **风险提示：**行业竞争加剧。

表：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)	36,303.95	48,783.59	47,801.13	60,491.14	74,717.82
同比(%)	114.82	34.38	-2.01	26.55	23.52
归母净利润(百万元)	3,508.96	4,050.17	4,131.49	5,502.79	7,505.78
同比(%)	20.76	15.42	2.01	33.19	36.40
EPS-最新摊薄(元/股)	1.72	1.98	2.02	2.69	3.67
P/E(现价&最新摊薄)	27.44	23.77	23.30	17.50	12.83

- ◆ **Q4业绩超市场预期。**公司预告24年归母净利4.2-5.0亿元，同增198%-255%，扣非净利3.6-4.4亿元，同增223%-295%；对应Q4归母净利1.4-2.2亿元，同增264%-474%，环增20%-90%，扣非净利3.6-4.4亿元，同增244%-460%，环增17%-90%，全年归母中值4.6亿元，超此前市场预期。
- ◆ **Q4出货超市场预期，24年实现翻倍增长。**锂电池方面，我们测算Q4出货1.5亿颗，环增25%，24年出货4.4亿颗，同比翻倍，海外客户去库存结束恢复采购，叠加智能出行等领域的拓展，25年有望30%+增长至6亿颗；盈利方面，锂电Q4单颗净利0.7元，环增223%，24年单颗净利0.45元，同增300%，全年贡献2亿利润，随着规模效应的提升，马来工厂产能的释放，盈利预计进一步提升，25年有望贡献3-3.5亿利润。
- ◆ **LED业务盈利亮眼，金属物流保持稳健。**LED方面，我们测算Q4利润0.3-0.4亿元，环比略降，24年贡献1.1亿利润，同比大幅提升，消费电子持续回暖，高端产品占比提升，25年有望贡献1.5亿利润，同增35%；金属物流方面，预计Q4利润0.4-0.5亿元，环比微增，24年贡献1.5-1.6亿利润，同增5%+，25年有望贡献1.6-1.7亿利润，同增35%，持续贡献稳定现金流。
- ◆ **BBU开拓新赛道，有望打造第二曲线。**AI服务器方面，英伟达GB200选配BBU，GB300后开始标配BBU，BBU电芯使用高倍率小圆柱，我们预计需求有望从23年的3亿颗增长至30年的20亿颗，市场空间较为广阔。公司主打倍率型产品，具备技术积累优势，25年出货百万颗，市占率仅千分之几，但随着26年新品放量，后续份额有望实现突破，且盈利能力大幅优于主业，有望打造第二增长曲线。
- ◆ **盈利预测：**考虑到下游需求持续向好，我们上修公司24-26年归母净利至4.7/6.5/8.0亿元（原预期4.0/6.0/6.9亿元），同比+234%/+38%/+23%，对应PE为29x/21x/17x，维持“买入”评级。 **风险提示：**行业竞争加剧。

表：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)	6285	5222	6955	8083	9440
同比(%)	(5.92)	(16.92)	33.18	16.22	16.79
归母净利润(百万元)	378.34	140.82	470.76	651.24	800.64
同比(%)	(43.54)	(62.78)	234.31	38.34	22.94
EPS-最新摊薄(元/股)	0.33	0.12	0.41	0.57	0.69
P/E(现价&最新摊薄)	36.69	98.58	29.49	21.32	17.34

中游材料：涨价预计近期落地、叠加高压密&快充迭代、后续盈利改善可期

- ◆ **24年行业市占率进一步集中，龙头厂商产能利用率预计维持80%+。**湖南裕能2024年市占率预计31%，较23年份额明显提升，25年预计进一步满产，产能利用率35%+。二线有所分化，龙蟠、富临市占率提升，产能利用率预计维持90%+，25年万润市占率预计提升，产能利用率80%+，德方下滑。此外，三线中融通、丰元等市占率下滑明显。

图 23年（上）&24年（下）铁锂产量份额占比（%）

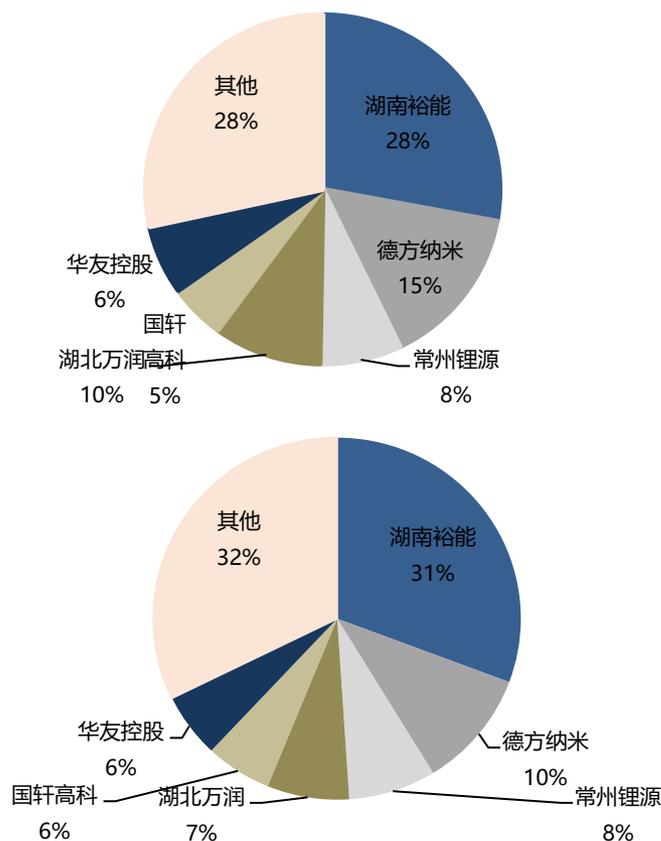


表 磷酸铁锂厂商产能情况

	2022有效	2023有效	2024有效	2025有效	2025出货E	2025产能利用率E
德方纳米	20.4	31.5	37.5	45.5	30.0	66%
龙蟠科技	9.2	17.2	24.0	27.0	25.0	93%
北大先行	2.0	6.0	8.0	8.0	4.0	50%
比亚迪	2.0	4.0	4.0	4.0	3.0	75%
国轩高科	7.0	10.0	15.0	17.0	12.0	71%
万润新能	12.0	18.7	34.0	48.0	40.0	83%
湖南裕能	34.8	55.3	75.3	100.0	100.0	100%
贵州安达	9.0	14.0	15.0	15.0	8.0	53%
富临精工	6.0	20.5	14.5	25.0	25.0	100%
厦钨新能		0.1	1.6	2.0	1.5	75%
中伟与当升		0.2	8.0	15.0	10.0	67%
长远锂科		0.5	4.8	6.0	3.0	50%
合计	126.3	219.7	318.1	410.9	-	-

- ◆ **24Q4起主流公司实现满产，行业产能利用率出现拐点。**24年Q4起裕能、龙蟠、富临等相继满产，万润、安达等陆续获得比亚迪加单产能利用率快速提升，行业产能利用率提升至65%+。预计25年行业产能利用率66%，25H2提升至70%+，涨价预计可持续。
- ◆ **行业挺价意愿强，加工费上涨2-3k，考虑成本上涨，盈利提升1-2k。**当前主流厂商均满产，大家没有降价抢份额的诉求，电池厂议价时联合挺价，比亚迪价格上涨2-3k，宁德普通产品有望跟涨，高压密铁锂厂商诉求加工费涨1k，尚未完全敲定。成本端，磷酸一铵价格上涨300元左右，硫酸亚铁涨价导致铁锂涨价500元左右，整体成本上涨1k左右，考虑加工费上行，预计盈利可提升1-2k。

表 磷酸铁锂正极年度供需测算

	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年E	2025年E
供给 (万吨)	24.7	43.1	114.6	230.7	416.1	521.9
-同比	145%	75%	166%	101%	80%	25%
需求 (万吨)	12.7	39.2	100.3	165.8	251.8	346.9
-同比	48%	208%	156%	65%	52%	38%
过剩 (万吨)	11.9	3.9	14.2	64.9	164.3	175.0
产能利用率	52%	91%	88%	72%	61%	66%

表 磷酸铁锂正极季度供需测算

	24Q4E	25Q1E	25Q2E	25Q3E	25Q4E
铁锂需求 (万吨)	81.8	72.8	83.3	93.7	97.1
-环比	-	-11%	14%	13%	4%
铁锂供给 (万吨)	120	125	132	132	132
-环比	-	4%	5%	0%	0%
产能利用率	68%	58%	63%	71%	74%

表 磷酸铁锂成本变化 (万元/吨)

	吨耗	价格	成本	涨价前价格	涨价前成本
碳酸锂	0.24	7.5	1.80	7.5	1.80
磷酸一铵	1.05	0.59	0.62	0.56	0.59
七水硫酸亚铁	1.76	0.03	0.05	0.01	0.01
硫酸	0.5	0.07	0.04	0.07	0.04
原材料合计		2.50		2.43	

- ◆ **磷酸铁锂传统产品多采用一烧技术，生产高压实的问题有：**1) 颗粒分布无法精准控制，较高的焙烧温度容易产能磷化铁杂相；2) 产气量大，损坏碳包覆结构，导致比表与阻抗大，铁溶出升高等问题。
- ◆ **龙头高端产品工艺壁垒高，领先1年年以上：**高压实产品主流供应采用二烧，颗粒更均匀，湖南裕能二烧工艺较友商领先2-3年，有适合的温度，包覆均匀，降低大颗粒的比例和尺寸，性能更好。

表：二烧工艺的技术壁垒难点

类别	壁垒	具体说明
技术壁垒	1. 材料制备工艺复杂性	材料需要严格的工艺控制，如精确配比、颗粒形貌控制、烧结温度和时间等，工艺要求较高，难以快速掌握。
	2. 稳定的电化学性能	长期稳定的循环寿命和较高的倍率性能需要大量实验和长期积累的数据模型支持。
	3. 高能量密度与安全性之间的平衡	涉及材料结构设计、导电性和离子传输的优化。

表：二烧工艺流程

步骤	内容	参数
配料	混合锂盐、铁化合物、磷化合物，按摩尔比(0.98-1.02):1:1，粒度为1-20微米	锂盐、铁化合物、磷化合物粒度：1-20微米
一次烧结	以1-5°C/min的升温速度加热至350°C-550°C，保温5-15小时，冷却并破碎形成磷酸铁锂粉末	升温速度：1-5°C/min；温度：350°C-550°C；保温时间：5-15小时
二次烧结	磷酸铁锂粉末与碳源、溶剂混合，干燥后以2-8°C/min升温至650°C-850°C，保温10-20小时，冷却破碎	升温速度：2-8°C/min；温度：650°C-850°C；保温时间：10-20小时
最终	破碎、过筛、分级，筛下物即为最终磷酸铁锂产品	

◆ **高端产品供不应求，预计加工费可上涨500-1000元左右。** 2.6压实目前仅裕能、富临可满足，25年行业供给预计48万吨，与需求基本匹配，行业供需明显好于铁锂行业，高端产品供不应求，此外二线厂做高端产品预计26年才可实现大规模量产，产线将打60-70%折扣，行业供需进一步改善，预计高端产品加工费可维持1-2k左右溢价。

表 磷酸铁锂高压实密度需求测算

	2024E	2025E	2026E	2027E
宁德时代出货量 (gwh)	480	650	800	849.6
动力出货量 (gwh)	370	490	592	589.6
动力三元 (gwh)	196	245	296	294.8
动力铁锂 (gwh)	174	245	296	294.8
动力高端铁锂 (gwh)	52	172	237	236
-占比	30%	70%	80%	80%
动力高端铁锂正极需求 (万吨)	13.1	42.9	59.2	59.0
比亚迪动力出货量	220	275	358	465
动力高端铁锂 (gwh)	0	55	143	232
-占比	0%	20%	40%	50%
动力高端铁锂正极需求 (万吨)	0	12.1	31.5	51.1
其他电池厂高端铁锂正极需求 (万吨)	0	0.0	10.0	20.0
头部厂商高端铁锂正极需求 (万吨)	13	55	101	130

表 磷酸铁锂高压实密度供给测算 (万吨)

	2024E	2025E	2026E
裕能	70	100	130
-高端铁锂出货	1.4	23	52
占比	2%	23%	40%
万润	22	36	50
-高端铁锂出货	0	0	10
占比	0%	0%	20%
德方	26	30	35
-高端铁锂出货	0	0	1.75
占比	0%	0%	5%
高端铁锂供给合计	13	48	103

- ◆ 25Q1B客户全型号涨价0.2-0.3万元落地，其余客户有望跟随上涨，盈利拐点将至，且考虑涨价后二线铁锂厂仍难盈利，后续仍有涨价空间，叠加规模效应降本降费，预计铁锂行业盈利弹性明显，25年涨价后估值预计15X以内。

表 主流公司盈利弹性测算

		2024E	中性		乐观	
			2025E	2026E	2025E	2026E
湖南裕能	出货 (万吨)	71	100	135	100	135
	单位盈利 (万元/吨)	0.09	0.20	0.20	0.25	0.25
	归母净利 (亿元)	6	20	27	25	34
	PE	55	17	13	14	10
德方纳米	出货 (万吨)	24	28	38	28	38
	单位盈利 (万元/吨)	-0.28	-0.10	0.10	0.10	0.20
	归母净利 (亿元)	-7	-3	4	3	8
	PE	-28	-69	50	33	25
万润新能	出货 (万吨)	23	35	45	40	50
	单位盈利 (万元/吨)	-0.35	-0.15	0.05	0.05	0.10
	归母净利 (亿元)	-8	-5	2	2	5
	PE	-19	-29	68	31	30

- ◆ **事件：**公司预告24年归母净利5.6至-6.6亿元，同降58%-65%，扣非净利5.2-6.2亿元，同降59%-66%，对应Q4归母净利0.7-1.7亿元，Q4归母净利中值1.2亿元，同环比+207%/+18%，Q4扣非净利0.44至1.44亿元，受新产能爬坡+减值影响，业绩基本符合预期。
- ◆ **24年出货同增近40%，25年有望维持40%增长。**我们预计公司24年铁锂出货70.6万吨，同增近40%，其中24Q4出货23万吨，环增38%，云南新产能爬坡贡献增量，其中高端产品占比预计30%+。国内动力和海外大储需求旺盛，叠加高压密产品起量，公司份额持续提升，预计25年出货100万吨，同比维持40%增长。
- ◆ **Q4单吨盈利环比微降，25年加工费上涨盈利弹性大。**我们预计Q4铁锂单吨盈利0.05-0.06万元，环比微降，主要系Q4未涨价，且受股权激励费用（2500w左右）及云南新基地爬坡影响。25Q1第二大客户全型号涨价0.2-0.3万元落地，其余客户有望跟随上涨，盈利拐点将至，预计25Q1单吨盈利提升至0.2万元。25年预计公司高端产品占比有望提升至40%，磷矿起量增厚正极单吨利润，25年单吨利润有望达0.25-0.3万元。
- ◆ **投资建议：**预计25-26年归母净利6.2/25/35亿元，对应PE为55/14/10倍，给予25年20x，对应目标价67元，维持“买入”评级。 **风险提示：**电动车销量不及预期。

表：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)	42790	41358	22307	33443	42816
同比(%)	505.44	(3.35)	(46.06)	49.92	28.03
归母净利润(百万元)	3,007.21	1,580.63	623.90	2,531.30	3,544.88
同比(%)	153.96	(47.44)	(60.53)	305.72	40.04
EPS-最新摊薄(元/股)	3.97	2.09	0.82	3.34	4.68
P/E(现价&最新摊薄)	11.51	21.89	55.46	13.67	9.76

- ◆ **负极厂商格局分化，中科、尚太份额提升，璞泰来、凯金下滑。** 24年贝特瑞份额22%，同比持平，仍居第一；其余厂商分化进一步加剧，璞泰来出货同比下滑，市占率同降4pct，凯金份额同降1pct，尚太、中科份额分别同比提升2pct，出货同比增长40%+；三线厂商部分掉队，金汇能、翔丰华等同比下滑，东岛、坤天、中晟等表现相对较好。

图 23年（上）&24年（下）负极产量份额占比及变化（%）

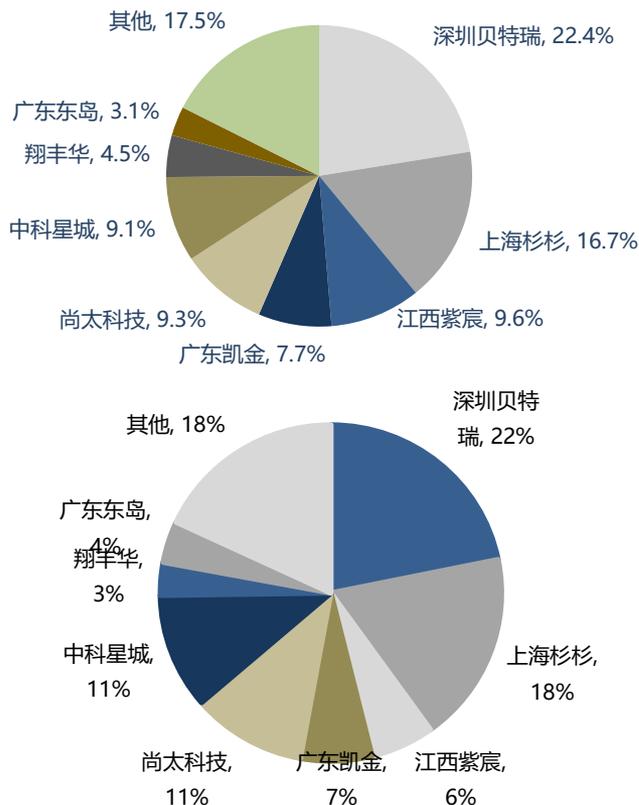


表 负极厂商产能情况

企业名称	2022有效产能 (万吨)	2023有效产能 (万吨)	2024有效产能 (万吨)	2025有效产能 (万吨)	2025出货E (万吨)	产能利用率E (万吨)
璞泰来	15	18	20	25	19.0	76%
杉杉股份	18.0	27.0	35.0	35.0	30.0	86%
贝特瑞	29.5	39.0	49.5	55.8	50.0	90%
东莞凯金	15.5	15.5	21.5	23.5	20.0	85%
中科电气	13.0	17.4	25.7	30.2	27.0	89%
翔丰华	3.0	6.0	8.0	10.0	7.0	70%
尚太科技	10.0	20.0	20.0	30.0	30.0	100%
坤天新能源	1.0	5.0	12.0	15.0		
国轩高科		5.0	5.0	5.0		
中晟新材		1.0	10.0	13.0		
索通发展		1.5	5.0	7.5		
金汇能		5.0	10.0	20.0		
广东东岛		10.0	15.0	15.0		
合计	124.4	219.8	318.6	406.4		

- ◆ **行业总体过剩，厂商分化，头部厂商满产，25年市占率预计进一步提升。**我们测算24年负极需求212万吨，25年272万吨，同增28%。供给端，24年供给331万吨，同增42%，25年供给419万吨，同增27%。24年产能利用率64%，25年产能利用率维持相同水平。头部厂商产能利用率高，从24年3-4月开始，尚太、中科、贝特瑞、杉杉基本开始满产，25年尚太新增10万吨产能，中科新增3.5万吨产能，璞泰来四川10万吨25Q1开始贡献增量，其余主流厂商扩产稳健，其中杉杉原计划新增20万吨，目前扩产暂停。
- ◆ **B客户负极价格上涨，涨幅超越成本上涨，C客户价格稳定，负极企业自行承担成本波动。**低硫焦底部上涨1000元左右，中硫焦底部上涨500元左右，对应负极成本上涨1000元左右，我们预计比亚迪一次颗粒负极平均涨价1500，二次颗粒和快充产品平均涨价2000左右，可消化原材料价格上涨，单位盈利恢复至正常水平；宁德时代负极价格不变，负极企业需消化原材料价格波动。

表 年度供需格局预测

负极	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年E	2025年E
全行业有效供给 (万吨)	57	96	137.1	232.5	331.2	419.2
同比	40%	69%	43%	70%	42%	27%
需求 (万吨)	45	78	119.8	164.3	212.3	272.4
同比	29%	74%	54%	37%	29%	28%
过剩 (万吨)	12	18	17.3	68.2	118.9	146.8
产能利用率	79%	81%	87%	71%	64%	65%

图 石油焦价格走势



- ◆ 考虑原材料成本上行，预计25年负极盈利表现分化，低端负极盈利略有修复。行业扩产放缓，产能利用率提升，负极行业产品差异化大，其中低端负极接近全线亏损，年底供应商价格谈判，顺利上涨，且涨幅超越成本上行，预计盈利可提升1k左右，C客户成本维持稳定，预计主流供应商自行消化，成本上行下Q1盈利承压，负极厂商预计盈利表现分化。

表 负极环节成本拆分 (万元/吨)

		单位用量 (吨)	价格 (万/吨)	成本 (万/吨)	占比	
涨价前	原材料	石油焦	2	0.22	0.39	31%
		沥青	0.2	0.2	0.04	3%
	委外加工费	石墨化		0.62	59%	
	制造费	粉碎、造粒		0.1	4%	
		人工		0.1	4%	
		合计成本		1.24	100%	
		价格		1.5		
	毛利率		7%			
涨价后	原材料	石油焦	2	0.3	0.53	31%
		沥青	0.2	0.2	0.04	3%
	委外加工费	石墨化		0.60	59%	
	制造费	粉碎、造粒		0.1	4%	
		人工		0.1	4%	
		合计成本		1.37	100%	
		价格		1.65		
	毛利率		7%			

表 主流公司盈利弹性测算

	2024E	中性		乐观		
		2025E	2026E	2025E	2026E	
尚太科技	出货 (万吨)	21	28	37	31	38
	单位盈利 (万元/吨)	0.36	0.35	0.35	0.37	0.37
	归母净利润 (亿元)	8	10	13	12	14
	PE	21	16	13	14	12
贝特瑞	出货 (万吨)	40	49	59	50	65
	单位盈利 (万元/吨)	0.22	0.20	0.20	0.22	0.22
	归母净利润 (亿元)	10.8	12.8	14.7	14.0	17.3
	PE	19	16	14	15	12
璞泰来	出货 (万吨)	13	17	21	19	23
	单位盈利 (万元/吨)	-0.20	0.00	0.10	0.10	0.10
	归母净利润 (亿元)	17	22	28	24	28
	PE	19	15	11	13	12

六氟：24年行业格局稳定，CR3份额稳中有升

- ◆ 全球六氟产能集中于头部3家公司，小厂产能已陆续关停，天赐25年产能利用率恢复至70%+，多氟多预计80%，天际满产。

图 23年（上）及24年（下）电解液产量份额占比及变化（%）

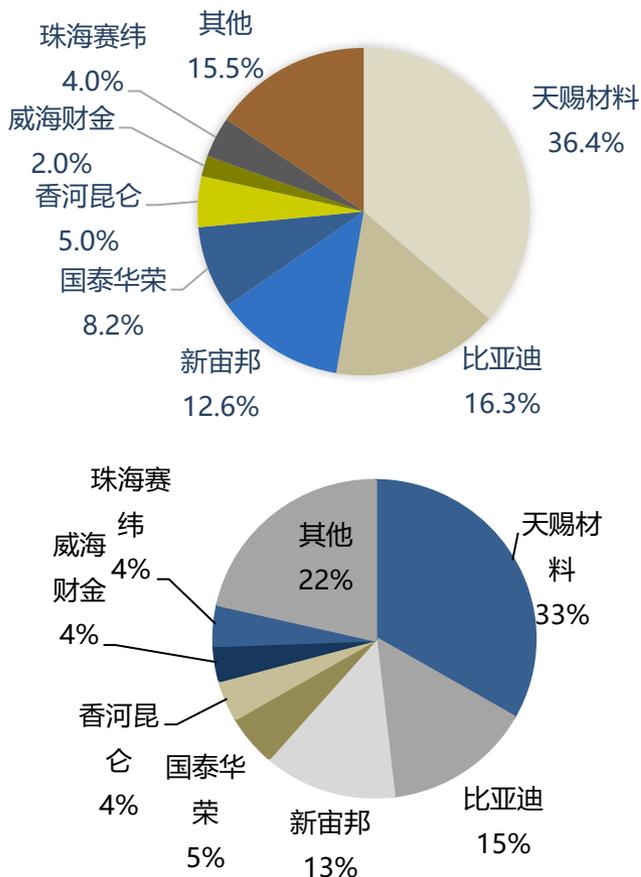


表 六氟厂商产能情况

公司	2023年底 (万吨)	2024年底 (万吨)	2025年底 (万吨)	2025出货E (万吨)	产能利用率E (万吨)
天赐材料	11.0	11.0	11.0	8.0	73%
多氟多	6.5	7.5	7.5	6.0	80%
江苏新泰	2.2	3.7	3.7	4.0	108%
赣州石磊	1.0	1.5	1.5	1.0	67%
永太科技	1.8	1.8	1.8	0.6	34%
湖北宏源	1.2	1.2	1.2	1.0	83%
九九久	0.6	0.6	0.6	0.3	50%
韩国厚成	0.6	0.6	0.6		
森田张家港	0.7	0.7	0.7		
关东电化	0.5	0.5	0.5		
瑞星化工	0.2	0.2	0.2		
金牛化工	0.2	0.2	0.2		
石大胜华	3.2	3.2	3.2		
东莞杉杉	0.2	0.2	0.2		
滨化股份	0.1	0.1	0.1		
深圳新星	0.5	0.5	0.5		
其他	4.0	6.0	6.0		
合计	25	30	30	21.0	69%

六氟：当前价格上涨至6万元，龙三恢复盈利

- ◆ **24年产能利用率60%，25年产能利用率提升至67%。**供给端，24年供给35万吨，同比增长39%，25年供给40万吨，同比增长14%。24年六氟需求21万吨，25年26.5万吨，同比增长27%。头部三家产量占比70-80%，其中多氟多产能利用率80%+，天际满产。
- ◆ **当前价格上涨至6万元，在成本上涨的基础上超涨3-4k，预计25H2六氟价格有望进一步上涨。**天赐目前产能利用率60%左右，具有定价话语权，当前天赐具备挺价意愿，龙二龙三跟随，目前涨价幅度5k左右，加工费4.1w，最终价格6-6.1w，成本端上涨2k左右（碳酸锂涨1k，氢氟酸涨1k），预计盈利上涨3-4k，25H2起供需将进一步改善，六氟价格有望再次上涨。

表 供需格局预测

六氟	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年E	2025年E
全行业有效供给 (吨)	60,240	87,190	145,070	251,120	349,230	396,690
-同比		45%	66%	73%	39%	14%
需求 (吨)	46,702	81,059	124,228	166,676	209,274	264,934
-同比		74%	53%	34%	26%	27%
过剩	13,538	6,131	20,842	84,444	139,956	131,756
产能利用率	78%	93%	86%	66%	60%	67%

图 季度产能利用率

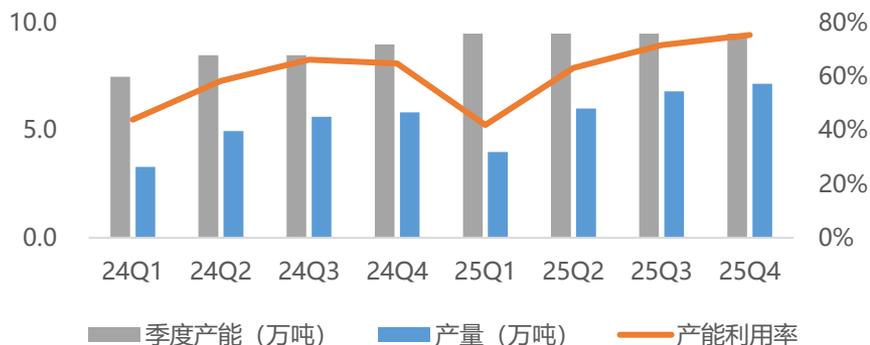


表 固体六氟磷酸锂成本变化

原材料	涨价前			涨价后	
	单吨用量 (吨)	单价 (万元/吨)	单吨成本 (万元/吨)	单价 (万元/吨)	单吨成本 (万元/吨)
无水氟化氢	1.90	1.0	1.96	1.1	2.09
碳酸锂	0.25	7.1	1.78	7.5	1.88
五氯化磷	1.40	0.48	0.67	0.48	0.67
氢氧化钠	0.09	0.4	0.04	0.4	0.04
原材料成本 (万/元)			4.44		4.67

六氟：主流公司盈利弹性测算

- ◆ 当前材料价格下，六氟价格上涨至6万，多氟多净利0.3-0.4万，天赐净利0.7-0.8万（折电解液单吨0.1万，若考虑产能利用率提升及降费，有望达0.15万）；六氟价格上涨至6.5万，预计天赐电解液单吨净利0.2万，多氟多单吨1.5万，弹性明显。

表 主流公司盈利弹性测算

原材料	天赐			原材料	多氟多		
	单吨用量 (吨)	单价 (万元/吨)	单吨成本 (万元/吨)		单吨用量 (吨)	单价 (万元/吨)	单吨成本 (万元/吨)
多聚磷酸	0.80	0.60	0.48	无水氟化氢	1.90	1.0	1.96
高纯碳酸锂	0.25	7.80	1.95	碳酸锂	0.25	7.3	1.83
发烟硫酸	3.00	0.05	0.15	五氯化磷	1.40	0.48	0.67
无水氟化氢	1.50	1.0	1.55	氢氧化钠	0.09	0.4	0.04
原材料成本 (万/元)		4.1		原材料成本 (万/元)		4.5	
单位折旧 (万/吨)		0.3		单位折旧 (万/吨)		0.3	
单位制造费用 (万/吨)		0.4		单位制造费用 (万/吨)		0.6	
单位员工费用 (万/吨)		0.1		单位员工费用 (万/吨)		0.1	
六氟成本合计(万元/吨, 含税)		5.0		六氟成本合计(万元/吨, 含税)		5.5	
六氟售价(万元/吨, 含税)		6.0		六氟售价(万元/吨, 含税)		6.0	
六氟单位毛利		0.9		六氟单位毛利		0.5	

	中性			乐观	
	2024E (万吨)	2025E (万吨)	2026E (万吨)	2025E (万吨)	2026E (万吨)
天赐材料					
出货	50	66	83	70	88
单位盈利	0.10	0.15	0.25	0.20	0.30
归母净利润	5	12	24	17	30
PE	71	28	14	21	12

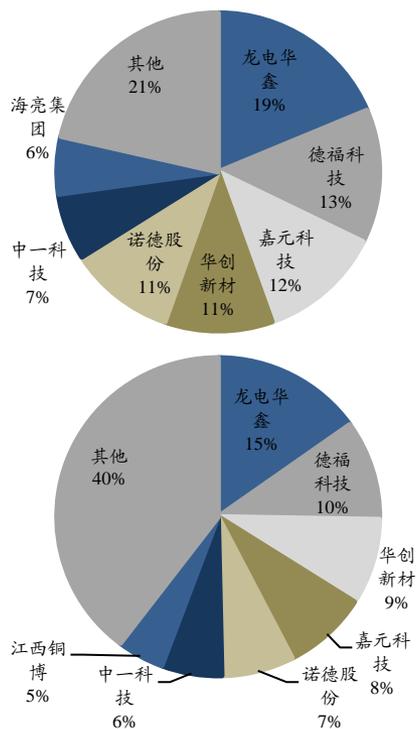
- ◆ **事件：**公司发布业绩预告，24年归母净利4.4至5.2亿元，同降72.5%至76.7%，扣非净利3.8-4.6亿元，同降74.8%至79.2%，对应Q4归母净利1.02至1.82亿元，同比-27%至+31%，环增1%至80%，Q4归母净利中值1.42亿元，同环比+2%/+41%，Q4扣非净利0.93-1.73亿元。其中我们预计Q4冲回股权激励费用，对冲计提减值影响。
- ◆ **24年电解液出货约50万吨，25年有望增长40%。**我们预计24年公司电解液出货约50万吨，同增约25%，其中24Q4出货16万吨+，环增约20%，我们预计25年有望出货70万吨，同增40%。24年外售锂盐我们预计约0.8-0.9万吨，折电解液约7万吨，合计总出货有望达约57万吨，同增约40%，24年市占率同比提升2pct至38%。此外，25年LiFSI有望出货近2万吨（含自供）。
- ◆ **Q4电解液盈利微增，25Q2起有望改善。**我们预计24Q4电解液板块贡献利润约1.4亿元，其中产能利用率提升带动电解液单吨净利环比微增至0.08万元+，外供锂盐折固单吨利润约0.3万元，预计24全年电解液单吨净利约0.09万元。六氟行业产能利用率提升明显，龙头挺价意愿强，价格上涨即将落地，考虑大客户价格传导时滞，我们预计盈利25Q2有望反转。
- ◆ **正极板块持续减亏，日化业务稳定贡献利润。**我们预计24Q4磷酸铁及铁锂业务环比进一步减亏，预计24年合计影响利润2亿元+。日化业务我们预计24Q4贡献0.5亿元+利润，预计24年贡献利润2亿元+。
- ◆ **公告股权合作及代工协议，美国产能进一步明朗。**公司公告与Honeywell股权合作，Honeywell将以0.17亿美元认购德州天赐49%股权，计划建设年产20万吨电解液项目，公司将认购Honeywell子公司AEM 49%股权，计划建设年产10万吨液体六氟项目，总投资额预计为4亿美元，双方将按持股比例投资。同时公司与Duksan Electera签署电解液代加工协议，Duksan Electera现在田纳西州有10万吨电解液产能，双方约定25-27年代工不低于1万吨电解液。
- ◆ **投资建议：**我们预计24-26年利润4.8/15.3/23.6亿，对应PE为73/23/15倍，维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**价格上涨不及预期。

表：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)	22,316.94	15,404.64	13,890.99	18,415.94	23,337.45
同比(%)	101.22	-30.97	-9.83	32.57	26.72
归母净利润(百万元)	5,714.44	1,890.62	484.53	1,525.37	2,360.85
同比(%)	158.77	-66.92	-74.37	214.81	54.77
EPS-最新摊薄(元/股)	2.98	0.99	0.25	0.79	1.23
P/E(现价&最新摊薄)	6.19	18.72	73.03	23.20	14.99

- ◆ **铜箔加工费略有上涨，主流厂商处于亏损状态，24Q4低价订单开始恢复，25年有望进一步改善。**24年铜箔加工费下行，下半年主流厂商基本处于亏损状态，加工费基本见底，年底加工费略有上涨，行业低价订单加工费目前上涨至1.5万/吨+。
- ◆ **25年产能利用率仍维持低位，高端品类占比提升，盈利有望得到修复。**铜箔行业格局分散，仍处于产能过剩状态，我们预计25年供给新增38万吨，需求新增32万吨，产能利用率预计小幅提升至65%。此外，25年硅碳负极等新产品有望催化中高强、极薄等高端产品需求，头部厂商盈利有望得到修复。

图：23年（上）及24年（下）铜箔产量份额占比及变化（%）



图：供需格局预测

	2021年	2022年	2023年	2024年E	2025年E
全球供给 (万吨)	50.2	109.7	153.7	199.5	237.8
全球需求 (万吨)	41.7	69.0	93.8	121.8	154.0
过剩 (万吨)	8.5	40.7	59.9	77.7	83.8
产能利用率	83%	63%	61%	61%	65%

结构件：24年龙头盈利稳定超预期，25年稳定年降

- ◆ **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。
- ◆ **24年降价明显，25年预计价格趋稳正常年降，龙头盈利能力稳定，显著领先二线厂商。**24Q3结构件行业降价3-5%，且6月起铝价开始向下，跌至1.9万左右，较5月底高点已下跌10%，可对冲部分降价影响，且公司持续做成本管控，产能利用率、良率、自动化率均有提升，当前铝价在2万左右震荡，预计Q4盈利水平仍可维持10%+。长期看，二线厂商已微利，进一步降价空间有限，且公司资本开支放缓，后续产能利用率提升，盈利水平可维持。

表：结构件厂商归母净利率对比

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
科达利	10%	10%	10%	15%	12%	12%	12%
震裕科技	1%	1%	1%	-1%	4%	4%	3%
斯莱克	13%	6%	10%	5%	6%	3%	-1%
东山精密	7%	5%	6%	6%	4%	3%	4%
金杨股份	6%	8%	5%	4%	4%	4%	4%

新技术：关注固态电池、复合集流体、硅碳负极等环节

- ◆ **国内24年开始加大支持力度，全固态电池产业化节奏加快。**国内液态电池技术大幅领先于海外，海外加码全固态电池希望弯道超车，频繁宣传后续量产计划，引发国内危机意识，24年政府加大相关研发和支持力度，国内全固态电池产业化节奏加快。半固态电池技术先行，23-24年开启小批量装车发布，全固态电池预计27年开启小批量量产，主要以示范运营为主，规模在0.5GWh左右，目标成本降至2元/wh，随着规模效应释放，成本的持续下降，30年规模有望达3-5GWh，35年规模有望突破300GWh。
- ◆ **硫化物路线未来潜力最大，头部电池厂商均重点布局，其中前驱体硫化锂为降本关键。**固态电解质是实现全固态电池性能的关键，其中硫化物发展潜力最大，降本的关键在于前驱体硫化锂，多因素导致其价格昂贵，目前报价在500万元/吨以上，后续随着工艺、设备突破后，成本有望大幅降低。此外，全固态电池的工艺难点在于前道成膜环节，目前生产设备仍不成熟，无法达到量产要求，需要定向开发相关设备和技术，才能保证电池性能的一致性。整体看，全固态电池量产需解决两大问题，持续降低固态电解质的成本，提升生产设备的精度和能力，建议关注相关产业公司，未来突破后有望开启商业化进程。

表 部分国家地区全固态电池路线

国家	公司	技术路线	进展
中国	宁德时代	硫化物	进入20Ah样品试制阶段，27年小批量量产，能量密度500wh/kg
	清陶能源	卤化物+硫化物	26年装车验证，27年小批量量产，能量密度400-500wh/kg
	卫蓝新能源	聚合物、硫化物	26年装车验证，27年小批量量产，能量密度400-500wh/kg
日本	丰田	硫化物	26年小批量产，10分钟即可充满，续航里程1000-1200km
	本田	硫化物	25年试生产，30年量产装车
韩国	三星SDI	硫化物	27年小批量量产，能量密度500wh/kg
	LG新能源	聚合物、硫化物	30年小批量量产
	SK on	聚合物+氧化物、硫化物	25-26年试生产，28-29年商业化
美国	QuantumScape	氧化物、硫化物	进入B样测试阶段，
	Solid Power	硫化物	A样品交付宝马，30年量产装车
	ION	氧化物	25年产能10MWh，28年产能500MWh

- ◆ **复合铜成本优势凸显，产业化进程或加快，25年有望迎来规模装机。**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，目前价格7.7万元/吨。铜铝箔材不参与电池价格联动机制，根据我们测算，6 μ m传统铜箔年初价格4.9元/平，最高价格涨至近5.5元/平（原材料增加1元/平，加工费下降0.3元/平），整体价格涨幅10-15%，而复合铜箔目前报价仍低于5元/平，相比6 μ m传统铜箔已具备成本优势，可降低电池成本0.008元/Wh，已具备亮眼的成本优势，复合铜箔产业化进程或加速，25年有望迎来规模装机。

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%	
	pet	单位面积成本 (元)	0.11	0.09	0.08	0.08	
		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	
	设备	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	
		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m ²)	415.1	1050.2	1112.0	1334.4	
		折旧年限	10	10	10	10	
单位面积折旧 (元/m ²)		0.29	0.19	0.17	0.14		
直接人工		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/m ²)	0.17	0.07	0.07	0.06		
电费	用电量 (度)	1,400,000	2,000,000	2,000,000	2,000,000		
	工业电价 (元/度)	0.65	0.65	0.65	0.65		
	单位面积电费 (元/m ²)	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%	
	设备	单位面积成本 (元)	1.26	1.19	1.13	1.13	
		售价 (万元/台)	1,200	1,200	1,200	1,176	
		宽幅 (mm)	1,200	1,300	1,365	1,433	
	直接人工	线速 (m/min)	9	10	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m ²)	223.5	354.4	467.0	662.0	
		折旧年限	10	10	10	10	
		单位面积折旧 (元/m ²)	0.54	0.34	0.26	0.18	
		直接人工	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/m ²)			0.32	0.21	0.17	0.13	
电费		用电量 (度)	700,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	
		工业电价 (元/度)	0.65	0.65	0.65	0.65	
	单位面积电费 (元/m ²)	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		

- ◆ **BBU开拓新赛道，市场空间广阔，有望打造第二曲线。** AI服务器方面，英伟达GB200选配BBU，GB300后开始标配BBU，BBU电芯使用高倍率小圆柱，需求有望从23年的3亿颗增长至30年的20-30亿颗，市场空间较为广阔，国内厂商有望实现国产替代化，建议关注蔚蓝锂芯、亿纬锂能。

表：全球BBU需求增速测算

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
全球等效GB200片数 (万片)	175	450	713	1139	1696	2446	3476	4903
增速		157%	58%	60%	49%	44%	42%	41%
BBU (渗透率)								
不配	100%	100%	37%	16%	8%	4%	2%	1%
选配	0%	0%	63%	28%	14%	7%	3%	2%
标配	0%	0%	0%	55%	79%	89%	95%	97%
18650需求 (万颗)								
标配								
18650	0	0	0	17500	37000	60729	91398	132512
21700	0	0	0	7000	14800	24291	36559	53005
选配+标配								
18650	0	0	12563	26429	43378	65284	94651	134836
21700	0	0	5025	10571	17351	26114	37861	53934
此前存量 (金融、通信、医疗等数据服务器)								
18650	30000	36000	43200	49680	57132	62845	69130	76043
总需求 (仅计算标配)								
18650	30000	36000	43200	67180	94132	123574	160527	208555
21700	0	0	0	7000	14800	24291	36559	53005
小圆柱合计	30000	36000	43200	74180	108932	147865	197086	261559
增速		20%	20%	72%	47%	36%	33%	33%

投资建议和风险提示

◆ **投资建议：**行业估值底部，具备业绩支撑，旺季在即供需反转，强烈看好锂电产业链！首推格局和盈利稳定龙头电池（**宁德时代、比亚迪、亿纬锂能**）、结构件（**科达利**）；并看好具备盈利弹性的材料龙头，首推（**湖南裕能、尚太科技、天赐材料、天奈科技**），其次看好（**璞泰来、新宙邦、容百科技、华友钴业、中伟股份、恩捷股份、星源材质、德方纳米**等），关注（**富临精工、中科电气、龙蟠科技**）等；同时碳酸锂价格已见底，看好具备优质资源龙头，推荐（**中矿资源、永兴材料、赣锋锂业、雅化集团**）等。

表 相关公司估值表（截至2025年1月15日股价）

板块	名称	总市值 (亿元)	股价	归母净利润 (亿元)			PE			评级	总股本 (亿股)	
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E			
电动车	电池	宁德时代	11,047	251	504	655	801	22	17	14	买入	44.03
		比亚迪	7,599	275	400	510	611	20	16	13	买入	29.09
		亿纬锂能	881	43	41	55	75	21	16	12	买入	20.46
		欣旺达	388	21	17	21	27	23	18	14	买入	18.46
		蔚蓝锂芯	132	12	4	6	7	33	22	19	买入	11.52
		派能科技	95	39	1	2	5	112	43	20	买入	2.45
	结构件	珠海冠宇	170	15	5	9	14	32	19	12	买入	11.27
		科达利	250	92	14	17	21	18	15	12	买入	2.71
	电解液	天赐材料	351	18	5	15	23	73	23	15	买入	19.19
		新宙邦	262	35	11	14	20	25	18	13	买入	7.54
	负极	璞泰来	324	15	17	23	30	19	14	11	买入	21.37
		贝特瑞	221	20	12	16	20	18	14	11	买入	11.27
		尚太科技	155	59	8	10	13	19	15	12	买入	2.61
	隔膜	信德新材	30	29	0	1	1	397	46	23	买入	1.02
		恩捷股份	306	32	6	9	15	51	34	20	买入	9.71
		星源材质	128	10	5	6	8	28	22	16	买入	13.43
	正极	壹石通	39	19	0	1	2	112	34	21	增持	2.00
		华友钴业	500	29	44	48	52	11	10	10	买入	16.97
		中伟股份	325	35	18	23	28	18	14	12	买入	9.37
		德方纳米	95	34	-9	1	5	-10	163	20	买入	2.80
		万润新能	69	54	0	3	6	457	20	11	买入	1.26
		容百科技	152	31	3	7	10	60	22	15	买入	4.83
		振华新材	52	10	1	2	4	79	21	15	买入	5.09
		当升科技	196	39	7	8	10	29	24	19	买入	5.07
		厦钨新能	183	43	6	8	10	32	24	19	未评级	4.21
		湖南裕能	333	44	9	22	35	37	15	10	买入	7.57
		天奈科技	131	38	3	4	5	48	37	28	买入	3.45
铝箔	鼎胜新材	76	9	3	5	8	25	15	10	买入	8.93	
	曼恩斯特	77	53	1	2	3	138	43	25	买入	1.44	
设备	骄成超声	43	38	0	1	2	117	37	19	买入	1.15	
	天齐锂业	524	33	-58	16	23	-9	35	24	买入	16.41	
锂	赣锋锂业	640	35	-6	12	18	-117	59	39	买入	20.17	
	永兴材料	218	40	11	7	12	19	29	18	买入	5.39	
	藏格矿业	466	30	25	27	43	18	17	11	买入	15.80	
	中矿资源	273	38	7	10	16	39	27	17	买入	7.21	
	雅化集团	147	13	5	11	16	29	13	9	买入	11.53	
	盛新锂能	125	14	0	1	5	3606	159	27	买入	9.15	

- ◆ **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

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