

产业链排产稳步增长，材料涨价如期落地

-- 电动车行业2025年3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03月28日

- ◆ **国内2月销量89万辆，同增87%，淡季不淡，我们预计25年增长25%。** 25年2月新能源车销89万辆，同增87%，淡季不淡，同环比+87%/-6%，渗透率41.9%，同环比+11.8pct/+3pct；1-2月新能源车销量184万辆，同增52%，渗透率40.3%，同增10pct。出口13.1万辆，同增60%。25年“以旧换新”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，我们预期25年销量1600万辆，同增25%。
- ◆ **欧美2月销量略超预期，25H2新车周期在即，全球未来两年20%左右增长。** 25年2月欧洲主流9国新能源注册量17.4万辆，同环比+18%/+2%，渗透率23%，同环比3.2pct/-0.3pct。美国25年2月新能源车销量12万辆，同减4%，环比持平，渗透率9.6%，同环比-0.4pct/-1.2pct。我们预期欧美25年销量平稳增长14%，但25H2新车周期开启，26年接力国内增长。全球看，我们预计25年销量超2000万辆，同增23%，26年销量2408万辆，同增16%，26-30年复合增速维持10-15%。
- ◆ **Q1淡季不淡，4月环比稳步向上，25年需求预期30%增长。** Q1锂电产业链排产同增50-70%，环比下降5-15%，行业淡季不淡，4月锂电产业链排产我们预计环比增5%-10%，同比30-50%，稳步向上，预计Q2进一步向上，整体恢复24Q4水平，预计环增20%，同增30%+，全年我们预计行业排产增长30%左右，景气度持续向上。
- ◆ **涨价顺利落地，叠加高压密&快充迭代，后续盈利改善可期。** 产业链看，铁锂B端已顺利涨价2-3k，C端谈价顺利，涨价基本落地，Q2起盈利弹性明显，单吨盈利有望提升1-2k；负极原材料上涨较多，Q1有低价库存摊薄单吨盈利仅微降，好于此前预期，下一轮订单执行时我们预计原材料涨价可传导，盈利修复；干法隔膜节前价格上涨30%，单平净利改善7-8分左右；考虑涨价落地，一线厂商Q1盈利改善可期，随着需求的持续回升，25H2我们预期供需拐点确定，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。



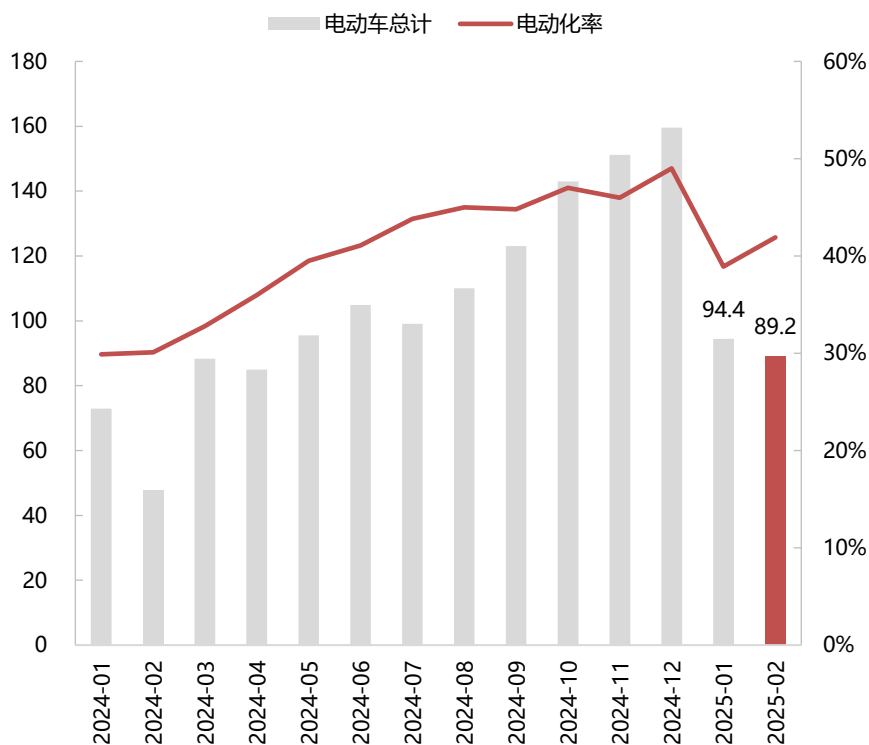
- 国内1-2月同比高增长，淡季不淡，欧洲销量恢复增长
- 车企：新车大规模推出，智能化加速渗透
- 材料：Q1淡季不淡，排产逐月提升
- 上游：锂价短期承压，钴供给侧收紧价格反弹
- 电池：龙头强化竞争力，全球份额稳中有升
- 中游：涨价如期落地，盈利改善可期
- 新技术：关注固态电池、复合集流体等环节
- 投资建议与风险提示

国内1-2月同比高增长，淡季不淡，欧洲销量恢复增长

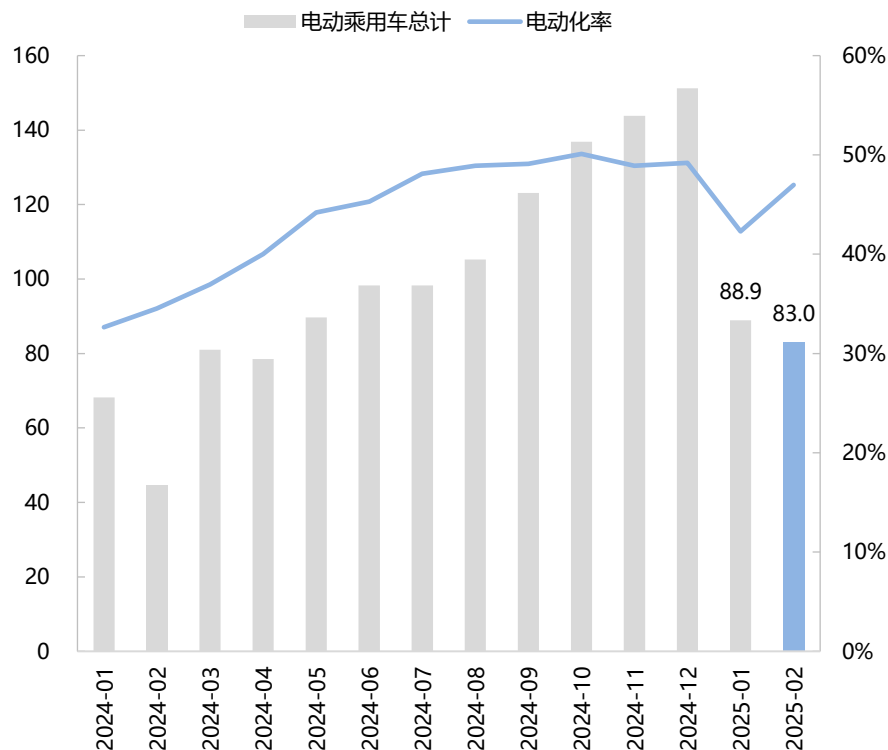
国内：25年2月销89万辆，同增87%，渗透率41.9%

- ◆ **政策刺激+本土需求拉动，25年2月新能源车销89万辆，同增87%，淡季不淡。**根据中汽协数据，25年2月国内新能源车销量89万辆，同环比+87%/-6%，渗透率41.9%，同环比+11.8pct/+3pct；1-2月新能源车销量184万辆，同增52%，渗透率40.3%，同增10pct。
- ◆ **25年2月新能源乘用车销83万辆，同增86%。**根据乘联会口径，25年2月国内电动乘用车批发销量83万辆，同环比+86%/-7%，超越当月历史最高增量，渗透率47%，同环比+12.5pct/+4.7pct，零售39万辆，同环比+77%/-8%，渗透率49.5%，同环比+14pct/+8pct。1-2月批发销量172万辆，同增52%，零售143万辆，同增35%。

图：国内电动车总销量（万辆，中汽协口径）



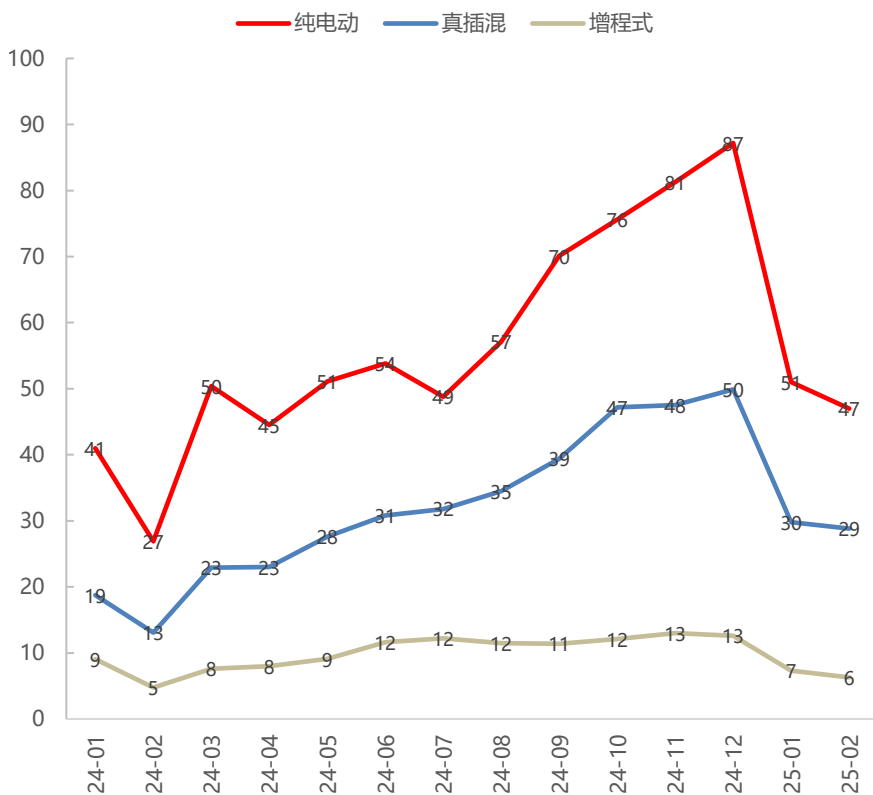
图：国内电动乘用车月度批发销量（万辆，乘联会口径）



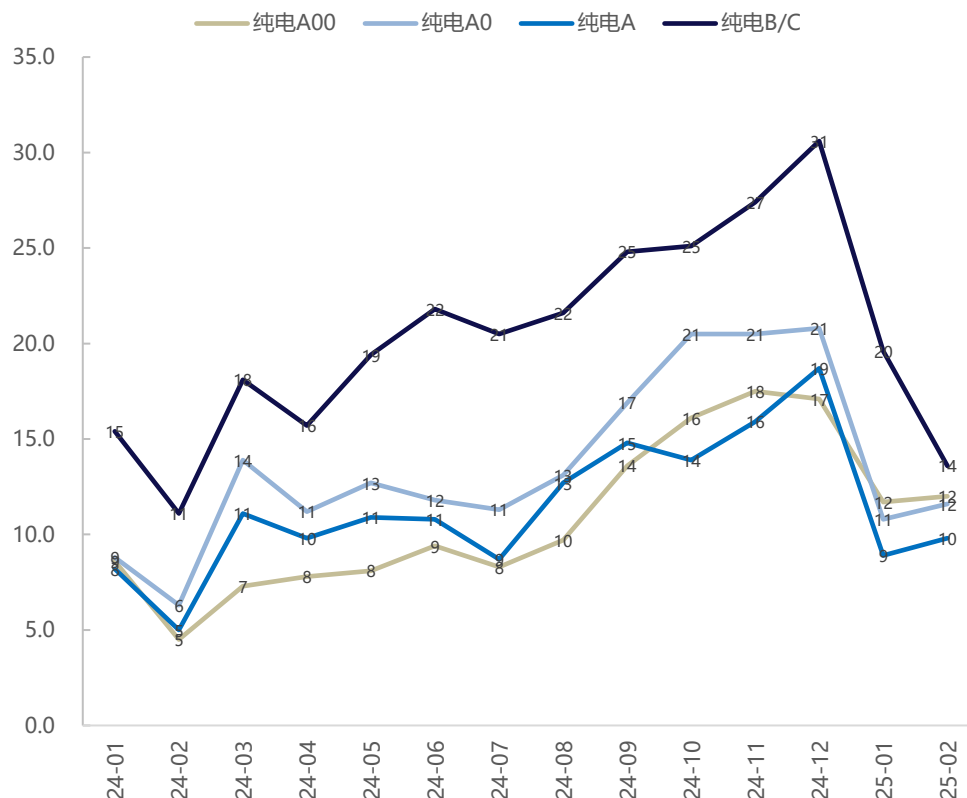
国内：25年2月插电同增120%，纯电占比下降至57%

- ◆ **25年2月纯电占比下降，插电贡献主要增量。** 25年2月国内纯电销47万辆，同环比+75%/-9%，占比57%，同降2.9pct；插电式混动汽车销29万辆，同环比+120%/-3%，占比35%，同增5.8pct；增程式混动汽车销6万辆，同环比+33%/-14%，占比8%，同减3pct。1-2月纯电销98万辆，同增44%，占比58%，同降2.2pct；插电式混动汽车销59万辆，同增84%，增程式混动汽车销14万辆，同减2pct。

图：乘联会分车型销量（单位：万辆）



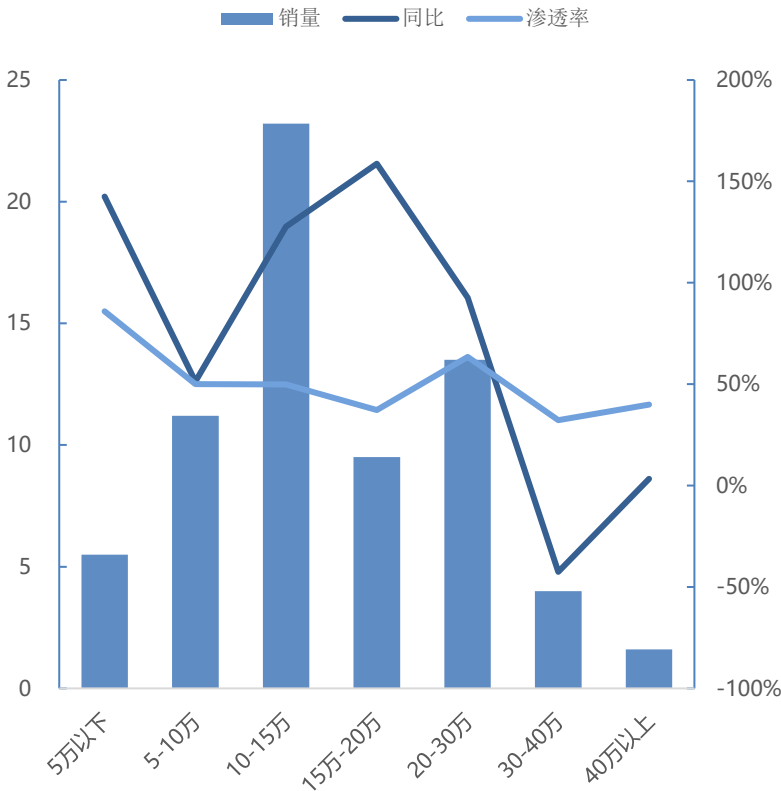
图：乘联会纯电分车型销量（单位：万辆）



国内：10-20万销量同增显著，贡献主要增量

◆ 分价格带看，10-15万元区间增量明显，15-20万元区间增速最快，30-40万元区间销量同比下滑。25年2月5万元以下销量6万辆，同增142.5%，5-10万元销量11万辆，同增51%，10-15万元销量23万辆，同增128%，15-20万元销量10万辆，同增158.7%，20-30万元销量14万辆，同增92.6%，30-40万元销量4万辆，同减42.5%，40万元以上销量1.6万辆，同增3.4%。

图：25年2月新能源乘用车各价格区间销量及增长率（万辆）



图：25年1-2月乘用车零售价格分布

2025年1-2月乘用车零售价格分布							较24年1-2月变化					
价格分布	常规	混合动力	狭义插混	增程式	纯电动	总计	常规	混合动力	狭义插混	增程式	纯电动	总计
40万以上	4%	2%	1%	18%	2%	3%	-1.0%	2%	0%	4%	-1%	-1%
30-40万	11%	18%	10%	16%	3%	9%	2%	1%	0%	-50%	-7%	-3%
20-30万	9%	35%	8%	43%	23%	15%	-2%	-2%	-12%	41%	-1%	0%
15万-20万	24%	22%	14%	14%	14%	19%	3%	10%	3%	-5%	-4%	1%
10-15万	34%	22%	52%	10%	28%	34%	-5%	-4%	1%	10%	8%	-1%
5-10万	17%	0%	15%	0%	18%	16%	2%	-8%	8%	0%	-1%	2%
5万以下	1%	0%	0%	0%	13%	4%	0%	0%	0%	0%	5%	2%
总计	100%	100%	100%	100%	100%	100%						
渗透率	常规	混合动力	真插混	增程式	纯电动	总计	常规	混合动力	真插混	增程式	纯电动	总计
40万以上	61.5%	2.4%	2.5%	21.9%	11.7%	100%	-14.0%	2.4%	1.5%	8.0%	2.0%	
30-40万	61.3%	7.3%	16.3%	7.3%	7.8%	100%	16.1%	1.8%	7.1%	-17.7%	-7.3%	
20-30万	31.1%	8.9%	7.3%	12.2%	40.5%	100%	-15.3%	-0.5%	-6.0%	11.7%	10.0%	
15万-20万	62.9%	4.3%	10.5%	3.0%	19.3%	100%	-6.0%	1.9%	4.1%	-1.5%	1.4%	
10-15万	52.3%	2.5%	21.8%	1.3%	22.2%	100%	-19.0%	-0.4%	6.9%	1.3%	11.3%	
5-10万	55.8%	0.0%	13.7%	0.0%	30.4%	100%	-10.7%	-2.2%	8.6%	-0.1%	4.4%	
5万以下	12.8%	0.0%	0.0%	0.0%	87.2%	100%	-13.7%	0.0%	0.0%	0.0%	13.6%	
总计	51.3%	3.7%	14.1%	4.2%	26.6%	100%	-11.3%	-0.1%	4.0%	-0.2%	7.6%	

◆ **2025年2月，国内头部自主品牌和新势力车企继续保持强劲增长态势。**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、奇瑞销量同增亮眼，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	202502	本月同比	本月环比	市占率	25年1-2月	同比
比亚迪	31.8	166%	7%	39.7%	61.5	92%
吉利汽车	9.8	194%	-19%	12.3%	22.0	121%
长安汽车	3.5	66%	-48%	4.4%	10.3	45%
奇瑞汽车	4.0	317%	-27%	5.0%	9.5	266%
特斯拉中国	3.1	-49%	-51%	3.8%	9.4	-29%
上汽通用五菱	5.5	69%	54%	6.9%	9.1	80%
小鹏汽车	3.0	570%	0%	3.8%	6.1	375%
理想汽车	2.6	30%	-12%	3.3%	5.6	9%
零跑汽车	2.5	285%	0%	3.2%	5.0	168%
小米汽车	2.4	-	4%	3.0%	4.7	-
长城汽车	1.5	23%	-32%	1.9%	3.7	0%
赛力斯	1.7	-45%	-6%	2.1%	3.4	-49%
东风汽车	1.9	183%	27%	2.3%	3.4	49%
蔚来汽车	1.3	62%	-5%	1.6%	2.7	49%
广汽埃安	1.4	45%	82%	1.8%	2.2	7%
一汽奔腾	0.7	1469%	-29%	0.9%	1.7	800%
一汽红旗	0.7	110%	-1%	0.9%	1.5	64%
上汽乘用车	0.7	-1%	77%	0.9%	1.2	-41%
极狐汽车	0.5	3785%	-15%	0.6%	1.1	1210%
华晨宝马	0.5	-41%	-16%	0.6%	1.0	-47%
沃尔沃亚太	0.5	-64%	55%	0.7%	0.9	-61%
上汽大众	0.3	-67%	-20%	0.3%	0.6	-68%
合计	80.1	92%	-7%	100%	166.5	60%

分车型：爆款车型持续推动，25年起量贡献主要增量



- ◆ **纯电车型中，吉利星愿、小米SU7、元UP、MONAM03等新车型快速起量，销量表现亮眼。** 25年2月海鸥、宏光MINI等A00车型持续增长，海鸥销量排行第一，销售4.1万辆，同增206%，吉利星愿销量2.9万辆逐步起来，Model 3销量2.3万辆，同减6%。
- ◆ **插电车型中，比亚迪王朝系列、银河L系列、深蓝S7销量表现亮眼。** 25年2月比亚迪宋销量排行第一，销售7.6万辆，同增192%，问界M9、银河L6、比亚迪汉等车型增速亮眼。

表：新能源纯电主流车型月度销量（万辆）

纯电动品牌	202502	同比	环比	25年1-2月	同比
海鸥	4.1	206%	0%	8.2	65%
宏光MINI	3.7	173%	64%	6.0	206%
吉利星愿	2.9	-	2%	5.7	-
Model3	2.3	-6%	-27%	5.4	0%
小米SU7	2.4	-	4%	4.7	-
ModelY	0.8	-78%	-75%	4.0	-48%
元UP	1.6	-	1%	3.1	-
MONAM03	1.5	-	1%	3.1	-
比亚迪宋	1.3	46%	-16%	2.9	10%
熊猫mini	1.3	149%	-19%	2.9	77%
银河E5	1.2	-	-21%	2.6	-
比亚迪元	1.4	60%	22%	2.5	-6%
长安Lumin	0.8	90%	-43%	2.2	11%
比亚迪海豚	0.8	-39%	-18%	1.8	-43%
智界R7	0.5	-	-58%	1.6	-
奔腾小马	0.7	-	-28%	1.6	-
小鹏P7	0.7	793%	-11%	1.6	506%
海狮07	0.9	-	26%	1.6	-
比亚迪秦	0.6	52%	-12%	1.4	43%
深蓝S05	0.3	-	-65%	1.2	-
纯电汇总	47.8	70%	-8%	99.7	43%

表：新能源插混主流车型月度销量（万辆）

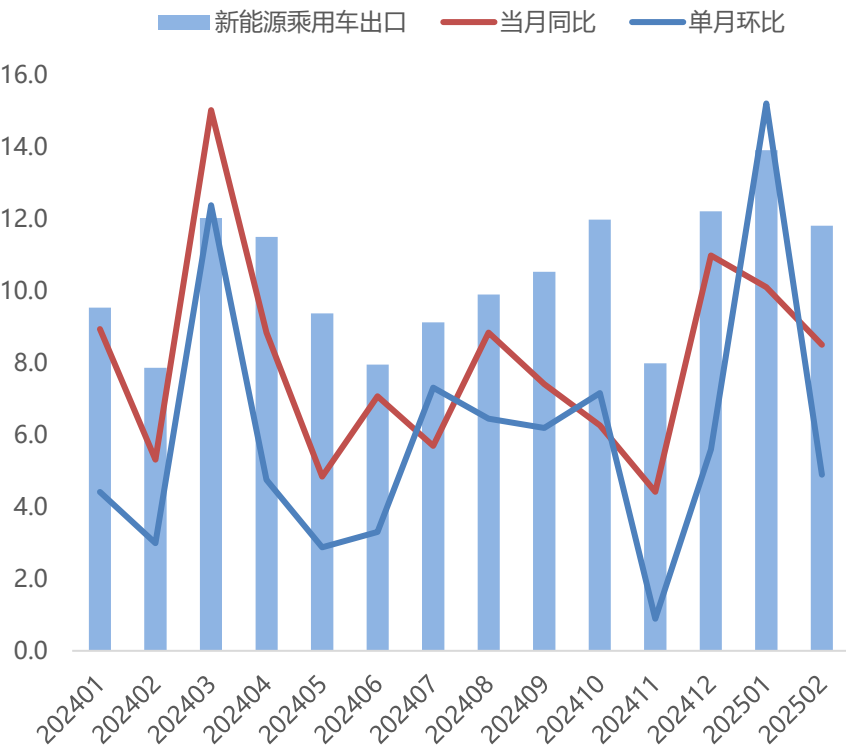
插电品牌	202502	同比	环比	25年1-2月	同比
比亚迪宋	7.6	192%	12%	14.4	211%
秦L	2.0	-	23%	3.7	-
星舰7	1.0	-	-50%	3.0	-
海豹06	1.4	-	-11%	3.0	-
比亚迪秦	1.6	32%	21%	2.9	102%
理想L6	1.3	-	-6%	2.7	-
比亚迪汉	1.2	129%	2%	2.4	174%
比亚迪夏	1.1	-	10%	2.1	-
腾势D9	0.7	80%	-24%	1.7	139%
问界M9	0.8	65%	-18%	1.7	365%
比亚迪唐	1.0	95%	53%	1.7	174%
深蓝S7	0.6	149%	-29%	1.5	151%
银河L7	0.5	1%	-37%	1.2	86%
理想L7	0.6	-32%	-11%	1.2	56%
问界M7	0.6	-70%	14%	1.2	23%
比亚迪驱逐舰05	0.4	-39%	-40%	1.2	109%
银河L6	0.7	196%	47%	1.1	130%
UNIZ	0.2	-	-73%	1.1	-
海豹05	0.9	-	-	0.9	-
岚图梦想家	0.3	188%	-42%	0.9	209%
插电混动汇总	35.2	96%	-5%	72.3	157%

数据来源：乘联会、各公司官网，东吴证券研究所

国内：2月新能源车出口13.1万辆，同增60%

- ◆ **25年2月新能源车出口同增60%，新能源乘用车出口同增50%，特斯拉出口占比下滑。**根据中汽协数据，25年2月新能源车出口13.1万辆，同增60%；根据乘联会数据，2月新能源乘用车出口11.8万辆，同环比+50%/-15%。2月特斯拉出口0.4万辆，同降65%，东风汽车出口0.3万辆，同增2415%，比亚迪出口6.7万辆，同增16%，2月出口恢复显著。
- ◆ 上修全年出口预期至170万辆+，增长40%。

图：国内乘用车电动车出口情况（万辆）



表：国内25年2月新能源车企出口量（万辆）

车企	202502	同比	环比	25年1-2月	累计同比
比亚迪	6.7	83%	16%	13.3	269%
奇瑞汽车	1.1	511%	-30%	2.0	1295%
吉利汽车	0.5	127%	45%	0.9	460%
上汽通用五菱	0.5	10%	-17%	0.8	165%
长安汽车	0.4	58%	1562%	0.9	211%
上汽乘用车	0.4	3%	-63%	0.7	154%
特斯拉中国	0.4	-6%	172%	3.3	6%
沃尔沃亚太	0.4	-76%	-41%	0.6	-40%
东风汽车	0.3	2415%	21%	0.6	4264%
小鹏汽车	0.3	405%	-23%	0.5	1034%
长城汽车	0.2	92%	-19%	0.5	217%
零跑汽车	0.2	-	-8%	0.4	-
极星汽车	0.2	-16%	14%	0.4	38%
广汽埃安	0.1	39%	67%	0.3	136%
智马达汽车	0.1	-58%	-58%	0.2	7%
总计	11.8	30%	14%	25.7	140%

◆ 主流车企于一季度密集发布新车型，支撑25年销量高增长。新势力方面，小鹏3月中旬发布全系标配5C快充G6车型，7分钟大定超5000台；问界新发M9，25小时大定1.5万台。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、仰望U7以及朝代系列智驾版。

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	订单量
比亚迪	腾势 N9	38.98 - 44.98 万元	2025 年 3 月 21 日	全系标配易三方、2.0T 超级混动、云辇 - A（双腔空气悬架）、天神之眼 B 高阶智驾	/
比亚迪	秦 L EV	未提及（参考竞品推测为 10 - 20 万左右）	2025 年 3 月 23 日	基于 e 平台 3.0 打造，提供 470km 和 545km 两种续航版本，后置单电机功率最高 160kW，全系标配天神之眼 C 高阶智驾	/
比亚迪	仰望 U7	/	2025 年 3 月 27 日	配备易四方 + 云辇 - Z 技术，动力有纯电和插混可选，纯电版四电机动力系统，马力 1300Ps，零百加速 2.9s，极速 270km/h，CLTC 工况续航 720km。搭载天神之眼 A 高阶智驾	/
比亚迪	汉 DM-i智驾版	16.88万至22.58万元	2025年2月	搭载全域800V高压平台，全系标配光雷达版天神之眼 C	/
比亚迪	汉EV 智驾版	17.98万至23.58万元	2025年2月	以插混黄金动力为核心，全系标配光雷达版天神之眼 C	/
比亚迪	元 PLUS 智驾版	10.58 万元起售（免税）	2025 年 3 月	搭载比亚迪智驾技术，具体自驾功能细节暂未全面披露，从比亚迪整体智驾布局推测，或具备如自适应巡航、车道居中保持等基础智驾辅助功能	/
蔚来	ET9	78.80 - 80.80 万元	2025 年一季度开启交付	搭载首款 5nm 车规级智驾芯片神玑 nx9031，与 skyos · 天枢操作系统结合，实现算力与算法结合、智驾座舱跨域资源共享	/
小鹏	小鹏 G6 (2025 款)	17.68 - 19.88 万元	2025 年 3 月 13 日	全系标配 5C 超充 AI 电池，10 分钟可补能 450 公里。全系标配图灵 AI 智驾，打通多场景智驾	上市 7 分钟，大定数量超 5000 辆
小鹏	小鹏 G9 (2025 款)	24.88 - 27.88 万元	2025 年 3 月 13 日	全系标配 5C 超充 AI 电池，10 分钟可补能 450 公里。全系标配图灵 AI 智驾，打通多场景智驾	上市 45 分钟，大定突破 3000 辆
小米	小米 SU7 Ultra	52.99 万元起（竞速套装售价 10 万元，纽北限量版售价 81.49 万元）	2025 年 2 月 27 日上市	出厂即搭载 Xiaomi HAD 端到端全场景智驾	开售 3 天大定订单超 19000 台，锁单订单超 10000 台
小米	小米 SU7 15 周年纪念版	在原车型价格基础上，需额外支付 9000 元选装该配色	2025 年 1 月 1 日开启预售	支持小米 HAD 端到端全场景智驾	/
小米	小米 YU7	预计 25 万起	预计 2025 年 6-7 月上市	预计搭载小米 HAD 端到端全场景智驾系统或相关智驾功能	/
问界	问界 M9	46.98 - 56.98 万元	2025 年 3 月 20 日	新款搭载华为星河通信，创新分布式车载卫星通信。增程版搭载 1.5T 增程器，搭配双电机；纯电版基于 800V 高压碳化硅平台	24 小时大定达 1.5 万
吉利	2025 款银河 E8	指导价 15.38 - 20.28 万元，限时先享价 14.98 - 19.88 万元	2025 年 3 月 3 日	全系标配“千里浩瀚”智驾系统，部分功能如车道保持、主动刹车等 L2 级辅助驾驶下放至全系车型	/
吉利	银河星耀 8 EM	未公布	2025 年 3 月 3 日亮相	预计搭载 1.5 升插电混动（EM - i）、1.5T 插电混动（EM - P）两套动力系统。自驾功能相关信息暂未公布	/
零跑	B10	预计 10 - 15 万元	2025 年第一季度	搭载激光雷达等先进的智能驾驶辅助系统	/
广汽埃安	AION UT	8.98 - 10.98 万元（预售价）	2025 年 1 月 6 日开启预售	搭载 100KW 驱动电机，配备磷酸铁锂电池组，满足日常通勤。自驾功能方面信息暂未大量披露，参考品牌其他车型，或有基础辅助驾驶功能	/
方程豹	钛 3	22 万元起（预售价）	预计 2025 年上半年	采用双电机驱动，总马力 422 匹，总功率 310 千瓦，配备磷酸铁锂电池。自驾功能暂未明确	/

◆ 近期新车全系标配智驾已成趋势，智驾价格带下探至10万左右。小鹏汽车宣布已实现高等级智能驾驶的软硬件全系标配；比亚迪发布了全民智驾战略，宣布其全系车型将搭载高阶智能驾驶辅助系统“天神之眼”。3月10日，零跑B10开启预售，其中，搭载激光雷达的高阶智驾车型预售价为12.98万元，这是搭载激光雷达的高阶智驾车型的价格首次下探至12万元级别。

表：主流车企智驾战略

车企名称	智驾战略	价格区间	配置
比亚迪	“天神之眼”智驾系统通过自研 BEV + Transformer 算法架构，摆脱对高精地图的依赖，覆盖全系车型，分为 DiPilot 600、300、100 三个版本，分别支持无图城市领航、具备城区 NOA 能力，以及只有高速 NOA 功能	6.98 万元起（海鸥智驾版）- 暂无明确上限（各高端车型均有智驾功能）	硬件方面，不同车型配置不同，通常配备多个摄像头、毫米波雷达、超声波雷达等传感器。部分高端车型可能搭载激光雷达。软件方面，采用自研算法架构
吉利	未明确统一的智驾战略表述。以银河 E8 为例，通过升级智驾系统提升产品竞争力	14.98 万元起（2025 款吉利银河 E8）- 暂无明确上限	以银河 E8 为例，基于 SEA 纯电架构打造，硬件方面可能配备多种传感器，软件方面通过不断升级优化智驾系统
小米	小米 HAD 端到端全场景智驾，不断提升智能驾驶在各种场景下的表现和安全性	21.59 万元起（小米 SU7 标准版）- 81.49 万元（小米 SU7 纽北限量版）	硬件方面，可能配备激光雷达、多个摄像头、毫米波雷达、超声波雷达等多种传感器，以及高性能计算芯片等。软件方面，采用自研的端到端全场景智驾算法
小鹏	全系标配图灵 AI 智驾，打通多场景智驾，通过不断升级软件和优化硬件，提升智能驾驶能力	17.68 万元起（小鹏 G6 2025 款）- 暂无明确上限	以小鹏全新 P7i 为例，搭载双 NVIDIA DRIVE Orin 超级计算平台，508TOPS 超强算力，硬件方面还配备激光雷达、多个摄像头、毫米波雷达等传感器
零跑	通过全域自研实现软硬件解耦，推行“技术平权”模式，加速智能驾驶普及进程。全系标配自动泊车及高速领航辅助功能，激光雷达版本更实现城区智能驾驶全覆盖	10.98 万元起（零跑 B10）- 13.98 万元（零跑 B10 激光雷达智驾版）	搭载高通 8650 智驾芯片及 300 米探测激光雷达，同时配备多个摄像头、毫米波雷达、超声波雷达等传感器
蔚来	全栈智能驾驶技术能力，从地图定位到感知算法，从底层系统到控制策略，逐步实现高速、城区、泊车和换电场景的全覆盖。拥有蔚来智能驾驶系统，包括全域领航辅助 NOP+、增强车道居中辅助 Pilot+、NIO Link 超感泊车等功能	暂无明确下限（各车型均有不同程度智驾功能）- 暂无明确上限	AQUILA 蔚来超感系统，拥有 33 个高性能感知硬件，包括 1 个超远距离高精度激光雷达、7 颗 800 万像素高清摄像头、4 颗 300 万像素高感光环视专用摄像头、1 个增强主驾感知、5 个毫米波雷达、12 个超声波传感器、2 个高精度定位单元和 V2X 车路协同。ADAM 蔚来中央计算平台，包含 4 颗英伟达 Orin X 智驾芯片和 1 颗高通第 4 代骁龙数字座舱平台 SA8295P，1016TOPS 算力
问界	升级尊界 S800 同款智驾方案	46.98 万元起（问界 M9 增程 Max 版 52kWh 5 座版）- 56.98 万元（问界 M9 纯电 Ultra 版 100kWh 6 座版）	配 4 激光雷达，同时配备多个摄像头、毫米波雷达、超声波雷达等传感器，以及高性能计算芯片等。软件方面，基于鸿蒙智行系统进行优化和升级

国内：25年销量预计超1600万辆，同增25%

◆ 25年国内电动车销量预计1610万辆，同增25%。25年国内汽车“以旧换新”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）

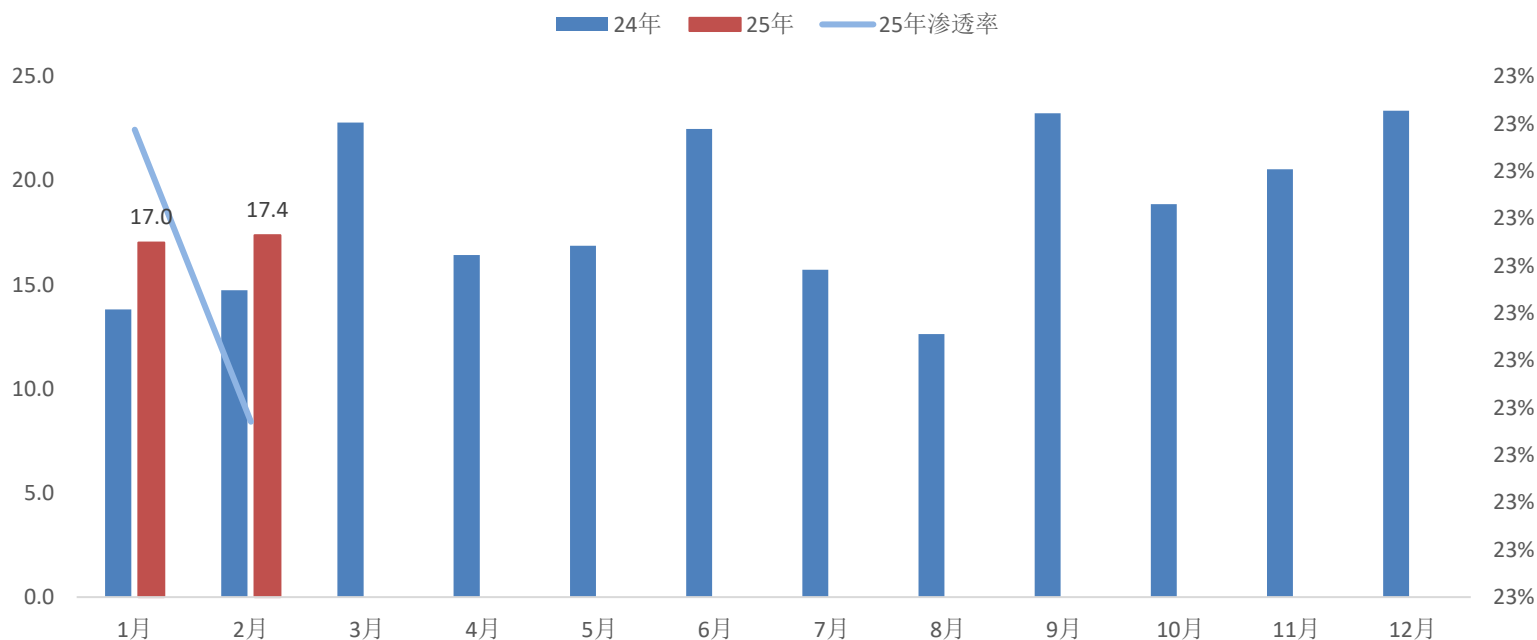
		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	合计
2024年	销量	73	48	88	85	96	105	99	110	129	143	151	160	1,286
	同比	79%	-9%	35%	34%	33%	30%	27%	30%	42%	50%	47%	34%	36%
2025年 (乐观)	销量	94	89	121	121	127	140	140	143	164	189	200	224	1,752
	同比	30%	87%	37%	42%	33%	33%	41%	30%	27%	32%	32%	40%	36%
2025年 (中性)	销量	94	89	110	110	116	127	127	130	149	172	182	204	1,610
	同比	30%	87%	25%	30%	21%	21%	28%	18%	16%	20%	20%	28%	25%
2025年 (悲观)	销量	94	89	99	99	104	114	114	117	134	154	164	183	1,465
	同比	30%	87%	12%	17%	9%	9%	15%	6%	4%	8%	8%	15%	14%

		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	304	388	447	613	1,752
	同比	45%	36%	32%	35%	36%
2025年 (中性)	销量	293	353	406	558	1,610
	同比	40%	24%	20%	23%	25%
2025年 (悲观)	销量	282	317	365	501	1,465
	同比	35%	11%	8%	10%	14%

欧洲：2月主流9国销量同增18%，略超预期

- ◆ **欧洲市场25年2月销量恢复向上增长。**25年2月欧洲主流9国新能源注册量17.4万辆，同环比+18%/+2%，渗透率23%，同环比3.2pct/-0.3pct。
- ◆ **分国家看，英、德国已消化退补影响，增长明显。**德国2月销售5.5万辆，同环比+32%/+6%，渗透率同比大幅上升7.9pct至27.3%。法国2月销3.2万辆，同环比-15%/+28%，渗透率18.7%，同降7.7pct。英国2月销2.9万辆，同环比+35%/-32%，渗透率33.9%，同增9.1pct。25年2月英法德三国合计销售11.8万辆，占主流9国67%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明显，本土车企有所回升。** 25年1月特斯拉在欧销售0.7万辆，同比-59%，份额4.1%，较24年同期降5.3pct。本土车企中，大众、雷诺增长较多，大众1月销5.2万辆，同增29%，份额28.4%，较24年同期增7.6pct；雷诺1月销1.5万辆，同增41%，份额8.5%，较24年同期增2.8pct；Stellantis、奔驰下滑较多。
- ◆ **比亚迪出口亮眼，非本土车企差距拉开。** 中国车企中，吉利1月销1.4万辆，同比减18%，市占率7.9%，较24年同期增1.2pct；比亚迪1月销0.5万辆，同增103%，市占率2.7%，较24年同期增1.5pct；上汽销0.4万辆，同降24%。丰田销0.6万辆，同增25%；塔塔集团销0.3万辆，同减42%。

图：欧洲分车企销量（万辆）及市占率（%）

	2025年1月	2024年1月	同比	25年1月市占率	24年1月市占率	市占率较24年 (pct)
大众集团	5.2	4.0	29%	28.44%	20.89%	7.55
宝马集团	1.9	2.0	-5%	10.38%	10.38%	0.00
Stellantis	1.8	2.3	-25%	9.64%	12.20%	-2.56
雷诺-日产联盟	1.5	1.1	41%	8.48%	5.70%	2.78
现代-起亚汽车集团	1.5	1.5	0%	8.35%	7.87%	0.48
吉利控股集团(Geely)	1.4	1.7	-18%	7.85%	9.08%	-1.23
梅赛德斯-奔驰集团	1.3	1.9	-34%	6.87%	9.83%	-2.96
Tesla	0.7	1.8	-59%	4.07%	9.37%	-5.30
丰田集团	0.6	0.5	25%	3.53%	2.67%	0.87
福特集团	0.5	0.5	13%	2.92%	2.45%	0.47
比亚迪汽车(BYD)	0.5	0.2	103%	2.70%	1.26%	1.45
上海汽车工业(集团)总公司	0.4	0.6	-24%	2.45%	3.03%	-0.59
塔塔集团	0.3	0.5	-42%	1.53%	2.50%	-0.97
其他	0.5	0.5	-5%	2.79%	2.78%	0.01
合计	18.2	19.3	-5%	100.00%	100.00%	0.00

- ◆ **欧盟委员会主席宣布将为汽车行业提出更为宽松的三年期限来遵守欧盟的二氧化碳标准**，并且或以银行和借贷为基础修订碳排放标准形式，欧盟预计将于本月提出提案。此外，3月5日欧盟委员会公布一项名为“汽车行动计划”的提案，核心目标是提振本土电动汽车需求，并强化电池产业链的本地化生产。
- ◆ **对欧洲需求预期影响较小**：欧盟原定25年碳排考核目标为93.6克，若需满足要求，则欧洲25年电动车销量需350-370万辆，对应20-30%增长。市场此前对欧洲25年销量预期已下修至15%，主要预期到碳排或放松。这15%增长主要来自于车企25H2新车发布，故而碳排延期不改25年销量预期。但碳排考核若延期三年，或对26-27年销量有所影响。考虑到车企新车进度放缓，对26-27年销量增速下调至15%，较此前20-30%增速预期下修30-50万辆，放在全球销量预期中仅影响1-2%。
- ◆ **我们对欧洲长期电动保持乐观态度，电动化大势所趋**。欧盟委员会将加快2035年的目标审查，远期电动化趋势不变。此外考虑欧洲新车加速推出，低价铁锂车型逐步发力，叠加电池及材料本土化布局降本，及27年开始碳排考核，预计28年及以后需求不受影响。

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	36.10%	121.5	183	19.40%	145	202	17.00%	136.7	103	7.50%	130
-其中: 48v	16	2.90%	103.7	37	20.00%	127.1	51	25.00%	120.7	26	25.00%	114.8
-其中: 普通	547	97.10%	122	146	80.00%	149.5	152	75.00%	142	78	75.00%	135.1
汽车	942	60.40%	123.4	515	54.50%	133.9	601	50.50%	126.2	345	25.00%	120
-其中: 48v	27	2.90%	105.3	103	20.00%	117.3	150	25.00%	111.5	86	25.00%	106
-其中: 普通	915	97.10%	123.9	412	80.00%	138	451	75.00%	131.1	258	75.00%	124.7
新能源车合计	32	2.10%	19	216	22.90%	14.4	349	29.30%	10.3	887	64.30%	9.8
纯电动	19	1.20%	0	127	13.50%	0	245	20.50%	0	621	45.00%	0
氢燃料	0	0.00%	0	0	0.00%	0	0	0.00%	0	0	0.00%	0
插电	13	0.90%	46	89	9.50%	35	105	8.80%	34.3	266	19.30%	32.6
其他合计	22	1.40%	117.1	30	3.20%	121.9	38	3.20%	114.3	44	3.20%	108.7
LPG	16	1.10%	121	24	2.60%	122.2	31	2.60%	116.1	36	2.60%	110.4
NG	5	0.30%	104	2	0.20%	105.5	2	0.20%	100.2	3	0.20%	95.3
E85	0	0.00%	123.3	4	0.40%	127.7	5	0.40%	109.2	5	0.40%	103.9
合计	1,560	99.90%	120.4	944	100.00%	108.3	1,191	100.00%	93.6	1,378	100.00%	49.5
考核标准 (g/km)						95			93.6			49.5

数据来源：Marklines，东吴证券研究所

◆ **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)，还将发布C4、C5。全新3008订单达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2万美元，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2.75万美元，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>

◆ 综合考虑车型周期、政策变化，欧洲25年预计销量328万辆，同比增长，25年H2开始改善。2024年全年欧洲电动车销量292万辆，同增1%。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328万辆，同增13%，26年销量将明显向上。

图：欧洲25年销量月度预测（万辆）

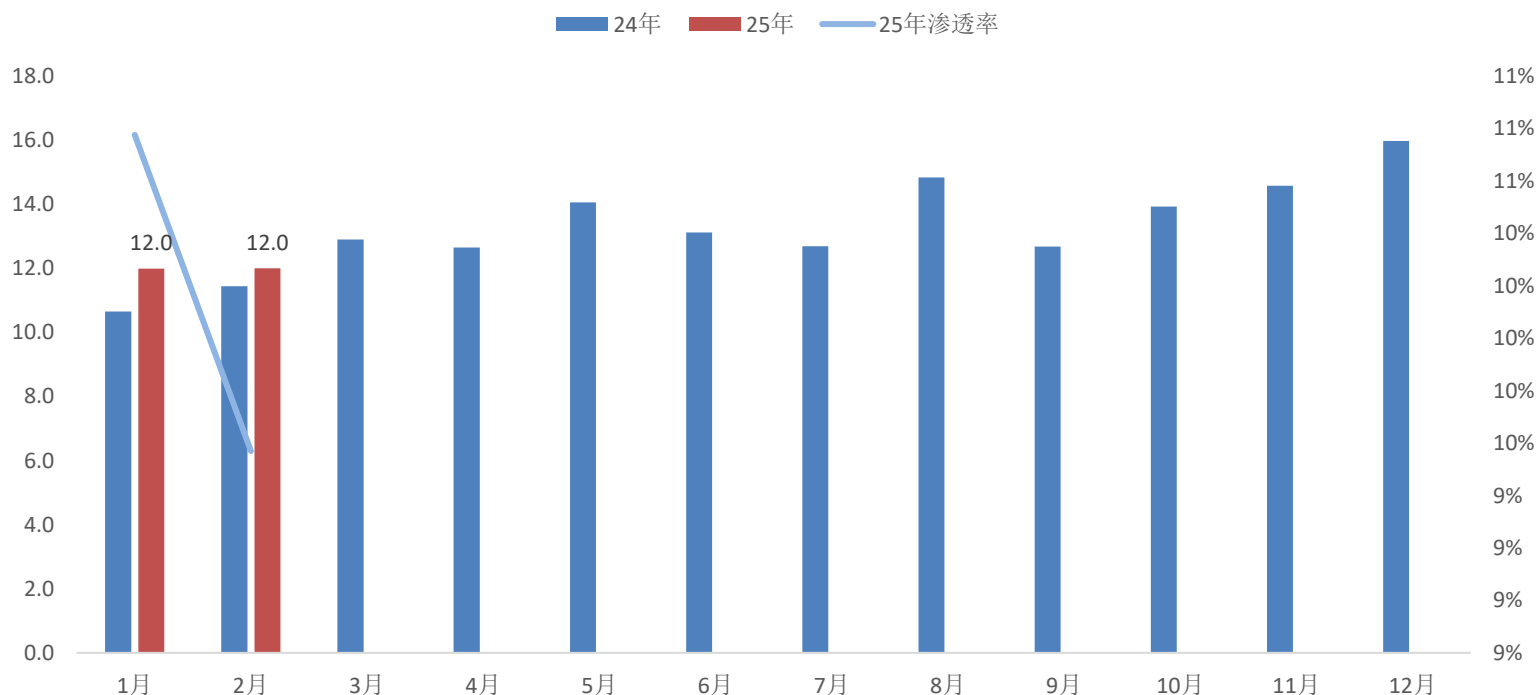
		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	合计
2024年	销量	19	20	29	21	22	29	21	17	29	25	27	30	292
	同比	28%	12%	-6%	12%	-9%	-1%	-6%	-32%	8%	5%	-3%	7%	1%
2025年 (乐观)	销量	18	26	34	25	27	34	29	29	34	28	33	43	360
	同比	-6%	32%	16%	19%	20%	14%	39%	66%	18%	11%	30%	44%	24%
2025年 (中性)	销量	18	24	31	23	24	31	26	26	31	25	30	39	328
	同比	-6%	20%	6%	8%	9%	4%	26%	51%	7%	1%	18%	31%	13%
2025年 (悲观)	销量	18	21	28	21	22	28	23	23	28	23	27	35	297
	同比	-6%	8%	-5%	-3%	-2%	-6%	14%	36%	-3%	-9%	6%	17%	2%

		Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2024年	销量	68	72	67	82	292
	同比	7%	0%	-10%	5%	1%
2025年 (乐观)	销量	78	86	92	104	360
	同比	15%	17%	37%	27%	24%
2025年 (中性)	销量	73	78	83	94	328
	同比	8%	7%	24%	15%	13%
2025年 (悲观)	销量	67	70	75	85	297
	同比	-1%	-4%	12%	4%	2%

美国：2月销量12万辆，同减4%，渗透率9.6%

- ◆ **美国25年2月新能源车销量12万辆，同减4%，渗透率9.6%。**2月电动车注册12万辆，同比-4%，环比持平。其中纯电注册9.6万辆，同比-1%，环比-1%，占比80%，纯电占比同环比+2.6pct/-1.2pct；插混注册2.4万辆，同比-16%，环比+7%，占比20%；电动车渗透率9.6%，同环比-0.4pct/-1.2pct。25年1-2月电动车累计销24万辆，同减1%，渗透率10.1%。

图：美国电动车销量（万辆）&渗透率（右，%）



- ◆ **特斯拉25年2月美国销量略有下降，Stellantis销量下滑较大。**25年2月特斯拉在美销4.2万辆，同环比-5%/0%，1-2月市占率35.1%，较24年同期下降5.5pct；Stellantis销0.8万辆，同比-55%，1-2月市占率5.6%；其余本土车企均增长，其中福特销量0.8万辆，同比+21%，1-2月市占率6.2%；通用销量0.9万辆，同比+99%，1-2月市占率7.3%。
- ◆ **奔驰销量增长明显，日韩车企销量整体稳中有升。**奔驰2月销量0.6万辆，同环比+106%/+1%，1-2月市占率5.3%；现代2月销量0.9万辆，同减2%，1-2月市占率7.4%；丰田销0.6万辆，同比+12%，1-2月市占率5.1%；雷诺日产销0.2万辆，同减1%；本田销0.4万辆。

图：美国分车企销量（万辆）及市占率（%）

	25年1月	25年2月	2月同比	2月环比	25年1-2月	25年1-2月市占率	市占率较24年同期 (pct)
Tesla	4.2	4.2	-5%	0%	8.4	35.1%	-5.5
通用集团	0.8	0.9	99%	14%	1.8	7.3%	2.3
现代-起亚汽车集团	0.9	0.9	-2%	5%	1.8	7.4%	-0.6
福特集团	0.6	0.8	21%	32%	1.5	6.2%	0.6
Stellantis	0.6	0.8	-55%	36%	1.3	5.6%	-8.4
大众集团	1.0	0.7	20%	-32%	1.8	7.4%	2.9
梅赛德斯-奔驰集团	0.6	0.6	106%	1%	1.3	5.3%	2.7
宝马集团	0.5	0.6	24%	10%	1.1	4.5%	1.0
丰田集团	0.7	0.6	12%	-18%	1.2	5.1%	0.8
本田	0.5	0.4	-	-14%	1.0	4.0%	4.0
其他中小整车集团	0.4	0.4	-36%	0%	0.8	3.5%	-2.3
吉利控股集团(Geely)	0.4	0.4	51%	1%	0.8	3.4%	1.0
日产	0.2	0.2	-1%	-1%	0.4	1.7%	0.2
其他	0.4	0.4	85%	-4%	0.8	3.4%	1.4
合计	11.9	12.0	5%	1%	23.9	100.0%	0.0

- ◆ **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14%

◆ 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14%；悲观下有望达到168万辆，同增4%。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	12	13	13	13	14	13	13	15	13	14	15	16	162
	同比	17%	18%	15%	9%	14%	-2%	0%	13%	-3%	15%	19%	10%	10%
2025年 (乐观)	销量	12	12	15	15	16	18	17	17	19	18	20	23	201
	同比	3%	-4%	16%	17%	13%	34%	35%	16%	49%	29%	35%	42%	24%
2025年 (中性)	销量	12	12	14	14	14	16	16	16	17	16	18	21	185
	同比	3%	-4%	6%	7%	3%	22%	23%	5%	35%	17%	23%	29%	14%
2025年 (悲观)	销量	12	12	12	12	13	14	14	14	15	15	16	19	168
	同比	3%	-4%	-5%	-4%	-7%	10%	10%	-5%	22%	5%	11%	16%	4%

		Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2024年	销量	37	40	40	45	162
	同比	17%	7%	3%	14%	10%
2025年 (乐观)	销量	39	48	53	60	201
	同比	5%	21%	32%	35%	24%
2025年 (中性)	销量	38	44	48	55	185
	同比	2%	10%	20%	23%	14%
2025年 (悲观)	销量	36	39	43	49	168
	同比	-2%	-1%	8%	11%	4%

其他国家：25年1月销量同增3%，24年补贴大幅下滑

- ◆ **其他国家25年1月销量同增3%**。其他国家新能源汽车1月销5.9万辆，同环比+3%/-31%，渗透率3.4%，同环比+0.4/-0.9pct。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，%）



◆ 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。2025年1月销量看，加拿大销量1万台，同环比+58%/-28%，渗透率8.5%，同环比-2pct/+3pct；日本销量0.9万台，同环比+17%/+12%，渗透率2.61%，同环比0pct/0pct；韩国销量0.3万台，同环比+27%/-60%，渗透率3.5%，同环比-3pct/+1pct；泰国销量1.3万台，同环比-10%/+124%，渗透率19.57%，同环比+1pct/+2pct；巴西销量0.7万台，同环比+35%/-34%，渗透率4.53%，同环比0pct/+1pct。

表 主流国家电动车月度销量（万辆）

	2025年1月	1月同比	1月环比
泰国	1.3	-10%	124%
加拿大	1.0	58%	-28%
日本	0.9	17%	12%
巴西	0.7	35%	-34%
土耳其	0.6	106%	-69%
韩国	0.3	27%	-60%
澳大利亚	0.3	-36%	-43%
印度尼西亚	0.2	5%	-46%
印度	0.2	27%	144%
以色列	0.1	-84%	-73%
墨西哥	0.1	53%	-33%
马来西亚	0.1	-41%	-70%
合计	5.8	2%	-30%

其他国家：25年销量预计105万辆，同比增长23%



◆ 预计25年销量105万辆，同增23%。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	6	9	6	7	8	7	8	8	7	8	9	86
	同比	66%	3%	26%	20%	28%	15%	23%	21%	4%	6%	14%	19%	15%
2025年 (乐观)	销量	6	8	10	9	9	10	10	10	11	10	11	13	115
	同比	3%	39%	12%	36%	24%	21%	34%	30%	41%	42%	35%	42%	34%
2025年 (中性)	销量	6	7	9	8	8	9	9	9	10	9	10	12	105
	同比	3%	26%	2%	24%	13%	10%	22%	18%	29%	29%	23%	29%	23%
2025年 (悲观)	销量	6	6	8	7	7	8	8	8	9	8	9	11	95
	同比	3%	14%	-8%	11%	2%	-1%	10%	6%	16%	17%	11%	16%	11%

		Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2024年	销量	20	22	22	24	86
	同比	27%	21%	15%	13%	15%
2025年 (乐观)	销量	23	28	30	34	115
	同比	15%	26%	35%	43%	34%
2025年 (中性)	销量	22	25	28	31	105
	同比	7%	15%	23%	30%	23%
2025年 (悲观)	销量	20	23	25	28	95
	同比	-1%	3%	11%	17%	11%

- ◆ 23年国内爆款车型持续，海外新车周期在即，未来两年增速降至13%。我们预计25年2076万辆，同增23%，全球电动化率25%。

图：全球电动车销量预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
海外：新能源乘用车销量 (万辆)	510	533	618	740	916	1118	1365	1666
YoY	30%	5%	16%	20%	24%	22%	22%	22%
海外汽车销量 (万辆)	5,271	5,545	5,711	5,882	6,059	6,240	6,428	6,621
-海外电动化率	9.67%	9.62%	10.82%	12.58%	15.11%	17.91%	21.23%	25.16%
-欧洲新能源车销量 (万辆)	289	289	333	399	479	575	690	828
-YoY	15%	0%	15%	20%	20%	20%	20%	20%
-欧洲电动化率	19%	19%	21%	24%	28%	33%	39%	45%
-美国	147	158	182	218	284	355	443	554
-YoY	50%	8%	15%	20%	30%	25%	25%	25%
-美国电动化率	9%	10%	11%	13%	16%	20%	24%	29%
-其他国家	75	86	104	122	153	188	231	284
-YoY	76%	15%	20%	18.12%	24.90%	23.10%	22.95%	22.80%
-其他国家电动化率	3.38%	3.57%	4.17%	4.79%	5.81%	6.94%	8.28%	9.87%
国内：新能源车合计销量 (万辆，本土销量)	829	1158	1457	1669	1815	1975	2140	2319
YoY	34%	40%	26%	14.49%	8.78%	8.80%	8.35%	8.37%
国内新能源车销量合计 (含出口，万辆)	950	1287	1611	1853	2037	2241	2459	2702
YoY	38%	36%	25.25%	15%	10%	10%	10%	10%
-国内电动化率	31.55%	41.91%	51.98%	59.19%	64.41%	70.16%	76.22%	82.93%
全球新能源车销量 (万辆)	1,339	1,694	2,076	2,408	2,731	3,092	3,504	3,985
YoY	33%	26%	23%	16%	13%	13%	13%	14%

- ◆ 原预计国内大储25年20%增长，现调整为下滑7%，总体较原预计减少27-36gwh需求，占全球动储需求的2%，占铁锂电池需求的3%，对电池和材料影响均有限，而且主要影响低端厂商的需求。
- ◆ 政策引导储能行业高质量发展，国内新能源配储需求有所下降（阶段性）。但电力市场化，独立储能和工商储盈利性提升，增长提速。且将逐步扭转国内储能利用率低的局面，对储能电池要求提升，利好龙头公司。
- ◆ 储能减少量影响有限。国内24年锂电大储装机90gwh，预计配储比例98%，功率配比20%，配储市场2.5h+，若强制配储松动，预计配储比例下降至80%，对应大储装机80gwh，下降10%+，较此前预期的20%增长，减少30-40gwh储能发货，对应25年全球储能电池出货量为439gwh，增长37%（此前预期为50%增长至500+）。从全球动储需求看，25年仍可近30%增长至1796gwh。

图：全球储能电池需求测算

全球市场	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
全球储能装机需求 (Gwh)	126.8	206.9	263.4	346.8	439.0	551.2	684.7	848.7
-储能装机增速	106%	63%	27%	32%	27%	26%	24%	24%
-放大比例	161%	154%	166%	157%	149%	142%	137%	134%
全球储能出货量 (Gwh)	204	319	439	544	653	782	939	1,133
-储能出货增速	61%	56%	37%	24%	20%	20%	20%	21%
其中储能出货量：分区域								
美国 (Gwh)	59	78	108	107	115	137	163	194
-增速	31%	32%	39%	-1%	8%	19%	19%	19%
-占比	29%	24%	25%	20%	18%	18%	17%	17%
中国 (Gwh)	77	139	129	142	163	190	222	260
-增速	99%	79%	-7%	10%	15%	17%	17%	17%
-占比	38%	43%	29%	26%	25%	24%	24%	23%
欧洲 (Gwh)	31	42	68	97	130	157	183	211
-增速	33%	33%	63%	42%	34%	21%	16%	16%
-占比	15%	13%	16%	18%	20%	20%	19%	19%
其他地区 (Gwh)	36	61	134	198	245	298	371	469
-增速	91%	68%	119%	48%	24%	21%	25%	26%
-占比	18%	19%	31%	36%	38%	38%	40%	41%

锂电需求：24-25年需求29%增长，后续增速维持15-20%

- ◆ 24年实现全球动力储能需求1397GWh，同增29%，预计25年需求1796GWh，同增29%，若考虑25年补库，实际需求增速有望超29%，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	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	322.4	366.2	422.8	507.7	612.0	737.7	889.2
-海外平均单车带电量 (kwh)	61.1	60.4	59.2	57.1	55.5	54.8	54.1	53.4
国内：动力电池装机需求 (Gwh)	389	532	678	771	852	942	1,040	1,150
-国内平均单车带电量 (kwh)	46.9	45.9	46.5	46.2	46.9	47.7	48.6	49.6
全球动力电池装机需求 (gwh)	715	874	1,078	1,254	1,442	1,666	1,931	2,248
YoY	39%	22%	23%	16.4%	15.0%	15.6%	15.9%	16.4%
-全球平均单车带电量 (kwh)	53.4	51.6	51.9	52.1	52.8	53.9	55.1	56.4
全球动力电池实际需求 (gwh)	873	1,066	1,336	1,543	1,759	2,033	2,356	2,743
YoY	25%	22%	25%	15.5%	14.0%	15.6%	15.9%	16.4%
全球储能电池合计 (gwh)	211	330	460	575	690	828	994	1,192
YoY	67%	57%	39%	25%	20%	20%	20%	20%
国内储能电池 (gwh)	77	120	110	121	145	174	209	251
海外储能电池 (gwh)	133	210	350	454	545	654	785	941
全球动力+储能电池实际需求合计 (gwh)	1,083	1,397	1,796	2,118	2,449	2,861	3,349	3,935
YoY	32%	29%	29%	17.9%	15.6%	16.8%	17.1%	17.5%

车企：新车大规模推出，智能化加速渗透

- ◆ **24年销量427万辆、25年维持25-30%增长。**公司24年销量427万辆，同增41%，国内市占率35%，同增0.7pct，出口42万辆，同增72%，高端车19万辆，同增40%，其中腾势/仰望/方程豹销12.6/7.5/5.6万辆，同比-1%/+273%/+887%。Q4销量152万辆，同环比+61%/+34%，其中Q4出口12万辆，同环比+23%/+26%，高端车6.3万辆，同环比+46%/+43%，二者合计占比12%，环比-0.2pct。公司25年推出超级e平台，打造10C兆瓦级闪充，叠加智驾平权+dmi出海，我们预计全年销量530-550万辆，智驾占比60-80%，出口翻倍至80万辆+。
- ◆ **Q4单车盈利稳定、25年预计维持9k+。**我们预计24年单车价格15.9万元(含税)，同降12%，单车毛利3.3万元，单车净利0.88万元，同降4%。其中Q4单车价格16.3万元(含税)，环增4%，单车毛利预计2.9万元（追溯后3.7万元，环增1千元），单车净利0.93万元，环比持平（加回经销商年终奖励，预计环增500元），合计贡献142亿。25年公司全面普及智驾车型，预计单车成本增加4千左右，但出口+高端化占比有望升至25%，叠加规模效应带动单车折旧下降，预计单车利润维持9千元+。

	2024/03/31	2024/06/30	2024/09/30	2024/12/31	FY2024	FY2023
新能源汽车						
收入(百万元)	88,464	134,082	157,579	219,673	599,797	483,738
-环比增长	-5%	21%	20%	48%	24%	104%
销量(辆)	626,263	986,720	1,134,892	1,524,270	4,272,145	3,020,000
-同比增长	13%	40%	38%	62%	41%	62%
-环比增长	-33%	58%	15%	34%		
均价(含税, 万元/辆)	15.96	15.36	15.69	16.29	15.86	18.10
-幅度(环比)	-11%	-4%	2%	4%	-12%	27%
汽车业务毛利率	28.07%	22.42%	25.60%	19.81%	23.13%	24.04%
汽车毛利(百万元)	24,832	30,056	40,348	43,519	138,755	116,301
单车毛利(万元)	3.97	3.05	3.56	2.86	3.25	3.85
单车利润(万元/辆)	0.67	0.86	0.93	0.93	0.88	0.91
汽车业务净利润(百万元)	4,167	8,466	10,591	14,226	37,449	27,617
比亚迪电子						
收入(百万元)	36,480	42,100	43,546	55,179	177,306	129,957
-同比	36%	43%	41%	75%	36%	
-环比	16%	15%	3%	27%		
比亚迪电子毛利(百万元)	2509	2870	3683	3239	12301	10434
比亚迪电子毛利率	7%	7%	8%	6%	7%	8%
比亚迪电子利润(百万元)	610	907	1546	1202	4266	4041
比亚迪电子利润(权益)	401	597	1,016	791	2,805	2,657

- ◆ **推出超级e平台、打造油电同速。**比亚迪推出超级千伏架构，全域电压1000V，电流1000A，最大功率1000KW，打造兆瓦闪充，实现充电倍率10C，充电5min畅行400公里。
- ◆ **打造10C闪充电池、刀片电池全面进化。**推出二代刀片，最大充电倍率10C。构建超高速离子通道，降低电池内阻50%；重新设计极柱，构建双电子流通道，产热降低50%；搭配超稳定自修复SEI膜，高温电池寿命提升35%；采用冷媒直冷技术，叠加双面立体复合流道，换热面积增加100%，换热性能提升90%；沿用CTB电池一体化技术，安全性能进一步提升。
- ◆ **规划兆瓦闪充桩、此外充电不调桩。**推出兆瓦闪充桩，规划数量4000+。液冷最大功率1360KW，占地面积1.5平米，一桩双枪智能分配，闪充枪重量仅2kg；推出兆瓦闪充储能解决方案，超充桩不再受电网容量限制；兼容公共快充桩，搭配智能升压+双枪充电，让超充桩秒变闪充桩（500KW），500V/750V公共充电桩全兼容。
- ◆ **推出3万转电机、1500V碳化硅芯片。**推出30511rpm转速电机，单模块单电机功率580kw，功率密度16.4KW/kg，零百加速2秒级，最高车速超300km/h；此外，推出1500V碳化硅功率芯片，耐受温度200度，低感设计5nH，高峰值电流1000A；并打造创新能量源切断开关，1500V/1200A高分断能力，快速切断能量源2ms。
- ◆ **汉L+唐L首发搭载超级e平台、将于4月初正式上市。**汉L EV预售价27-35万元，唐L EV预售价28-36万元，首发搭载超级e平台，最大马力1102匹，零百加速最快2.7/3.6秒，最高极速305/287km/h；搭载天神之眼B高阶智驾激光版，实现城市领航、高快领航、代客泊车及主动安全；搭载DiLink超感交互智慧座舱，装配DeepSeek满血版；可搭配灵鸢比亚迪智能车载无人机系统。此外，DMp版本将打造王者混动，通过某种黑科技，突破技术重大难关，使四驱混动具备两驱混动油耗。

◆ 从全年来看，小鹏、极氪、小米零跑盈利情况逐季改善，增长态势强劲；特斯拉、理想增长态势放缓，但优势依然明显；蔚来盈利情况并不乐观。小鹏、极氪、零跑、全年归母净利润环比分别增长44%、23%和33%，均为六家车企前列；小米Q4归母净利润环比增长19%。而特斯拉、理想的归母净利润环比分别下降23%、31%，但依然是六家车企中唯二实现全年盈利为正的企业。蔚来全年归母净利润亏损227亿元，亏损扩大7%。

图：分车企24Q4及全年总体经营情况（亿元）,特斯拉（亿美元）

	特斯拉	蔚来	理想	小鹏	极氪	零跑	小米
Q4总收入	257	197	443	161	228	135	167
同环比	2%/2%	15%/6%	6%/3%	23%/59%	39%/24%	155%/36%	-/72%
Q4归母净利润	26	-71	35	-13	-10	1	-7
同环比	3%/2%	-28%/-39%	-28%/35%	1%/26%	67%/19%	109%/88%	-/53%
Q4毛利率	16%	12%	20%	14%	19%	13%	20%
同环比	-1pct/-4pct	4pct/1pct	-3pct/-1pct	8pct/-1pct	5pct/3pct	7pct/5pct	-/3pct
全年总收入	977	657	1445	409	759	322	328
同比	1%	18%	17%	33%	47%	92%	-
全年归母净利润	84	-227	80	-58	-64	-28	-62
同比	-23%	-7%	-31%	44%	23%	33%	-
全年毛利率	19%	10%	21%	14%	16%	8%	19%
同比	1pct	4pct	-2pct	13pct	3pct	8pct	-

- ◆ **24年单车均价普降。**全年来看，蔚来、理想、极氪单车均价同比下滑相对幅度较大，分别为-15%、-14%、-13%。
- ◆ **24年除特斯拉、理想外车企盈利水平普遍好转。**特斯拉、理想单车归母净利润同比分别下降22%、-48%，增长态势放缓。而新势力车企中，小鹏、零跑盈利能力大幅提升，单车毛利同比增长594%、790%，单车归母净利润同比增长58%、67%。
- ◆ **费用端，各车企单车费用均有明显下降。**其中，新势力车企单车研发与销售管理费用同样均有明显下降；而特斯拉单车研发费用同比增长15%，销售管理费用同比增长8%，加大了相关运营费用的投入。

图：分车企单车指标对比（万元/辆，特斯拉：万美元/辆）

	特斯拉	蔚来	理想	小鹏	极氪	零跑	小米
Q4单车收入 / 环比	4 / -5%	24 / -11%	26.8 / -1%	16 / -15%	24.4 / -7%	10.9 / -7%	24.0 / -2%
Q4单车成本 / 环比	3.5 / -1%	21 / -11%	21.6 / 1%	14.4 / -17%	20.1 / -9%	9.5 / -12%	19.1 / -6%
Q4单车毛利 / 环比	0.51 / -26%	3.1 / -11%	5.3 / -7%	1.6 / -1%	4.2 / 3%	1.5 / 53%	4.9 / 17%
Q4单车研发费用 / 环比	0.27 / -9%	5 / -7%	1.5 / -10%	2.3 / -26%	4 / 13%	0.7 / -22%	10.6 / -30%
Q4单车销售管理费用 / 环比	0.28 / 6%	6.71 / 1%	1.9 / -12%	2 / -35%	3.6 / -14%	0.9 / -20%	13.2 / -32%
Q4单车归母净利润 / 环比	0.52 / -4%	-10 / 18%	2.2 / 21%	-1.5 / 63%	-1.3 / 44%	0.07 / 108%	-1.0 / 73%
全年单车收入 / 同比	4.3 / -7%	26 / -15%	27.7 / -14%	18.9 / -5%	24.9 / -13%	11 / -6%	23.9 / -
全年单车成本 / 同比	3.5 / -5%	32 / -17%	22.2 / -12%	17.3 / -14%	21 / -14%	10 / -13%	20.0 / -
全年单车毛利 / 同比	0.8 / 4%	3.2 / 10%	5.5 / -20%	1.6 / 594%	3.9 / -9%	0.9 / 790%	4.4 / -
全年单车研发费用 / 同比	0.26 / 15%	5.72 / -32%	2.1 / -23%	3.2 / -25%	4.4 / -38%	1 / -26%	13.82 / -
全年单车销售管理费用 / 同比	0.3 / 8%	7.09 / -12%	2.3 / -7%	3 / -12%	4.3 / -26%	0.7 / -42%	17.54 / -
全年单车归母净利润 / 同比	0.47 / -22%	-10 / 23%	1.6 / -48%	-3 / 58%	-2.9 / 59%	-0.96 / 67%	-4.53 / -

- ◆ **Q4销量来看，小鹏、极氪、零跑、小米增速亮眼，特斯拉较平淡。**小鹏Q4销量9.2万辆，同环比+52%/+97%；极氪Q4销量7.9万辆，同环比+100%/+44%；零跑销量12.3万辆，同环比+123%/+47%；小米销量7.0万辆，环比+75%。24年度销量来看，零跑11月已提前完成24年25万辆销量目标，冲刺30万辆，其余车企截止11月均达成度较高。特斯拉24Q4销量49.6万辆，同环比+2%/+7%，增长态势较为平淡。
- ◆ **25年新势力销量目标较高，特斯拉恢复增长。**受益FSD进步推动及低价新车型发布，我们预计特斯拉25年销量同增20%-30%至216-234万辆。新势力中，极氪设置25年销量32万辆的目标，同增44%，小米设置25年销量增长155%的目标，其余新势力均设置销量70%-100%增长的目标。

图：分车企销量及25年目标（万辆）

	24Q4销量	同比	环比	24年销量	25年销量目标	25年同比
特斯拉	49.6	2%	7%	178.9	216-234	20%-30%
蔚来	7.3	45%	18%	22.2	44	98%
理想	15.9	20%	4%	50.1	70	40%
小鹏	9.2	52%	97%	19	38	100%
极氪	7.9	100%	44%	22.2	32	44%
零跑	12.3	123%	47%	29.4	50	70%
小米	7.0	-	75%	13.7	35	155%

◆ 新势力25年新车型进一步丰富，部分车型有望成为爆款：

- 1) 特斯拉：25H1推出低价车型，搭配FSD。25年2月开始在所有工厂生产新款MY
- 2) 蔚来：蔚来ET5、ES6和EC6将在Q2推出2025款车型；乐道L90将于Q2推出，第三款产品将在Q4推出；萤火虫品牌将于4月份推出并交付
- 3) 理想：理想I8将于7月发布，I6下半年发布。今年将陆续推出L系列和Mega的自驾焕新版。
- 4) 小鹏：MONA M03 Max车型即将上市，2025年在每个季度都有重磅的新车型和改款
- 5) 极氪：4月10号左右，会发布第二款的猎装车007的GT；三季度和四季度各有一款豪华的大型的SUV
- 6) 零跑：新增B系列三款车型，将在25年4月、4月底、5月底、6月底分别发布，分别是410、416版本
- 7) 小米：将推出代号为 MX11 的首款 SUV

图：新车型梳理

	新车型梳理
特斯拉	25H1低价车型，25年2月开始生产新款MY
蔚来	ET5、ES6和EC6的2025款车型；乐道L90与第三款产品；萤火虫品牌新车
理想	I8，I6；将陆续推出L系列和Mega的自驾焕新版
小鹏	MONA M03 Max；25年每个季度都会有新车型
极氪	猎装车007的GT；两款豪华的大型的SUV
零跑	B系列三款车型
小米	MX11，首款 SUV

- ◆ **特斯拉端到端路线已被证明成功，国内车企跟随。** 特斯拉V12开始应用端到端大模型，数据感知为输入端，跨过预测和规划决策，直接输出执行端指令，规则驱动转为数据驱动，V12.5的两次接管里程达到50+英里，FSD V13预计再提高5-6倍，即将全面推送。国内新势力中，理想为完全端到端，25年有望进一步优化表现；小鹏在端到端基础上，为了适配不同车型，额外配置执行小模型，25年将发力无图NOA能力及自研芯片；蔚来硬件4 Orin车端算力领先，端到端25H1有望落地。极氪、零跑、小米25年加速追赶。

图：分车企智能化布局规划

	智能化布局规划
特斯拉	6月将在奥斯汀推出无人监督的全自动驾驶付费服务，年底前计划在多个美国城市推广；6月内部车队将在奥斯汀部署 robotaxi
蔚来	推出领先的自动紧急转向功能，全面应用端到端技术，每周保持 40% 的优化增速；向基于新模型的下一代架构过渡取得突破，将于 4 月初开启MBM早期试用；AI 功能NOMI 整合自研及第三方大模型优化用户体验
理想	首创端到端加VRM双系统解决方案，已启动基于视觉语言行动（VLA）架构的下一代模型研发，计划与理想 I8 一同发布
小鹏	26年将规模化量产支持L4低速场景的无人驾驶车型，并且今年开始量产自研的图灵芯片；当前加速人形机器人L3智能化落地，计划26年量产面向工业场景的L3级别人形机器人
极氪	三、四季度推出的SUV将会搭载超级电混的技术，也能够实现超快充900伏，具备L3量产条件；智驾方面3月18号发布，端到端、车位到车位的整个能力，在本月已经实现了万人公测；智舱方面自研了大模型极氪AIOS
零跑	计划在25年的三、四季度对城市自动驾驶功能进行升级，B10车型已完成相关准备工作，能够实现点对点的城市道路自动驾驶；B10车型采用新的计价方案，集成了高通8295和8650两款芯片
小米	目前在AI方向的投入中智驾是重要方向；接下来也会着重发挥小米在自动化方面的优势

- ◆ **各车企加速在全球的商业布局，积极开发海外市场。** 特斯拉规划陆续在北美、欧洲和中国积极推进FSD服务。其余各新势力车企积极在海外建立分公司、销售及服务网点，加大海外投入，努力开拓市场；其中，理想、小鹏计划在海外建立研发中心，专注于品牌车型的本地化的设计；而小米积极布局AIoT，继续推进小米网和小米之家并行的新零售模式。

图：分车企全球化布局规划

	全球化布局规划
特斯拉	有望在北美各地推出无人监督的全自动驾驶付费服务；争取25年在欧洲和中国推出FSD（有监管）功能
蔚来	随着全球销售渠道的拓展以及萤火虫品牌交付的开始，公司正在加速全球扩张
理想	25年1月德国研发中心开业，为首个海外研发中心。已在哈萨克斯坦、迪拜、乌兹别克斯坦建立直营服务中心，今年将加大海外拓展，在拉美、中东、欧洲增加投入，开展授权经销商工作。25年成立独立海外市场拓展部门
小鹏	25年计划实现海外业务销量的翻倍增长，并且在全球建立超过 300 个销售以及服务网点；将在海外建立全新的研发中心，会将图灵 A 智驾带到海外进行研发以及测试，如果当地法规允许，可在 2026 年及以后推广智驾；预计25年销售的国家与门店数量翻倍；2034年，计划一半销量来自全球
极氪	25年计划海外市场占10%的销量；将会在欧洲以外的新兴市场成立统一的销售公司，用一个团队来开拓两个品牌的国际市场；领克008的EMP，极氪的7X会快速推向海外市场。
零跑	24年3月成立海外子公司，同年6-7月已建立超过300家经销商，9月完成欧盟及其他海外市场的认证工作并正式启动销售
小米	AIoT海外潜力巨大，小米网和小米之家并行的新零售模式非常重要，前者已经在很多国家开了，有很强粉丝基础；波兰在内欧洲的米家经营得也很好，今年会继续加大力度

材料：Q1淡季不淡，排产逐月提升

上游：锂价短期承压，钴供给侧收紧价格反弹

碳酸锂：产量小幅回落，累库幅度有所放缓

- ◆ **碳酸锂现货价格小幅下跌。**截至3月21日，SMM电池级7.43万/吨，环比上周-0.80%，工业级7.24万/吨，环比上周-0.69%。
- ◆ **维持累库趋势、幅度有所放缓。**本周库存环比增加2764吨至12.6万吨，较25年初增加18152吨，其中下游库存环比增加2138吨至3.7万吨，冶炼厂库存增加1976吨至5.0万吨，贸易商库存减少1350吨至4.0万吨。
- ◆ **碳酸锂价格短期偏弱震荡、底部有支撑。**供应端产量继续回落。周度产量自3月中旬环比减少454吨至1.8万吨。短期供给仍维持高位，3月南美锂盐及非洲精矿到港增量明显，而需求端3-4月增幅相对有限，预计短期碳酸锂过剩格局难改，价格维持偏弱震荡。全年看，我们预计25年供给155万吨，同增18%，需求140万吨（维持1.2个月库存），同增23%，过剩量近15万吨，同比略降，25H2价格中枢有望上移。

图 国内碳酸锂周度库存（万吨）

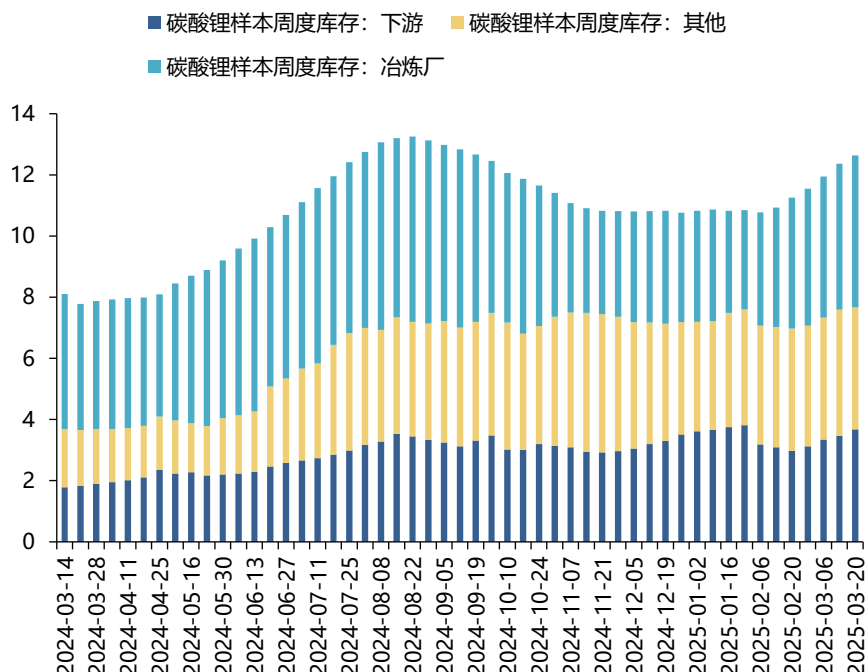
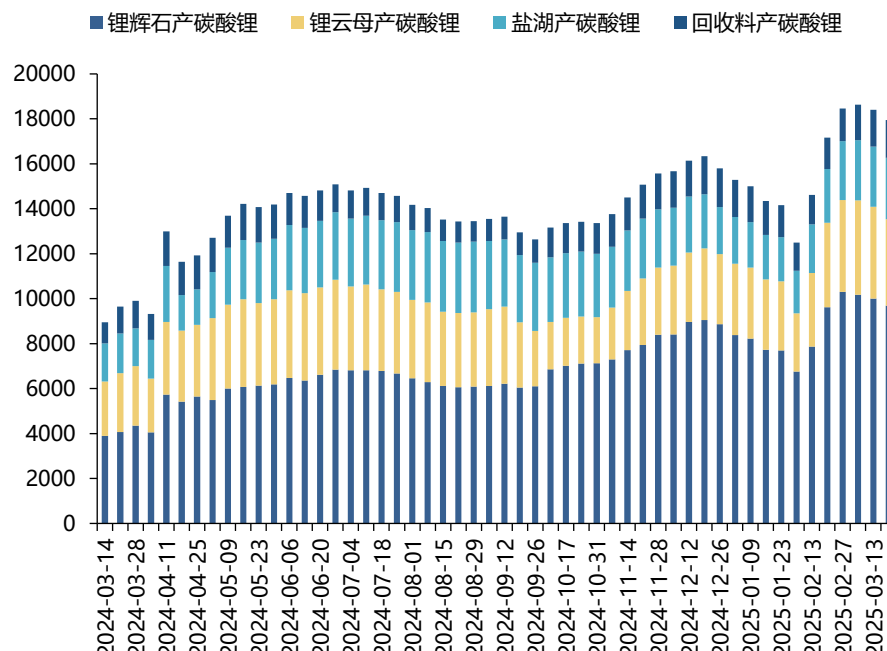


图 国内碳酸锂周度产量（万吨）



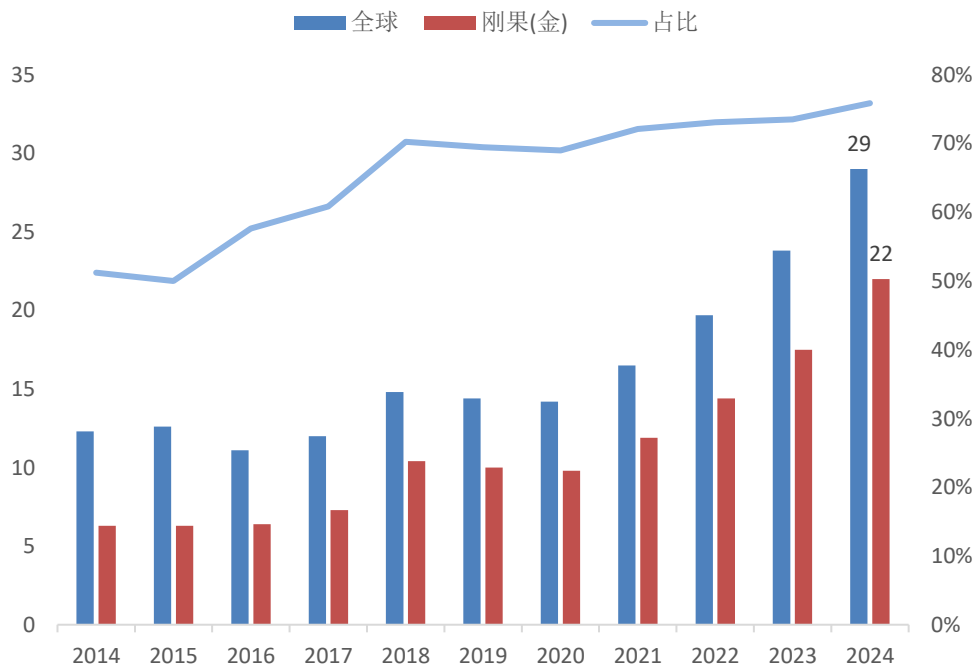
钴：刚果金暂停钴出口，预计价格涨至30-40万

- ◆ **刚果金暂停钴出口，行业惜售供需反转，钴价上涨64%。**2月24日刚果（金）政府宣布暂停钴出口四个月，钴价由16万涨至26万，涨幅64%，之后价格稍有回落，3月21日回落至24万。
- ◆ **刚果金在全球钴产量中占比愈发重要，预计价格涨至30-40万。**24年全球钴产量约29万吨，其中刚果金出货22万吨，占全球总供给的76%，24年需求24-25万吨，行业过剩5万吨；4个月出口禁令导致行业供给减少7万吨，且4个月后刚果金或采取出口配额制进一步限制产量，叠加贸易商普遍惜售及国内冶炼端库存低位，钴行业短期供需反转，考虑刚果金手抓矿成本为30万左右，我们预计价格将上涨至30-40万。

图 中国电池级电解钴价格（万元/吨）



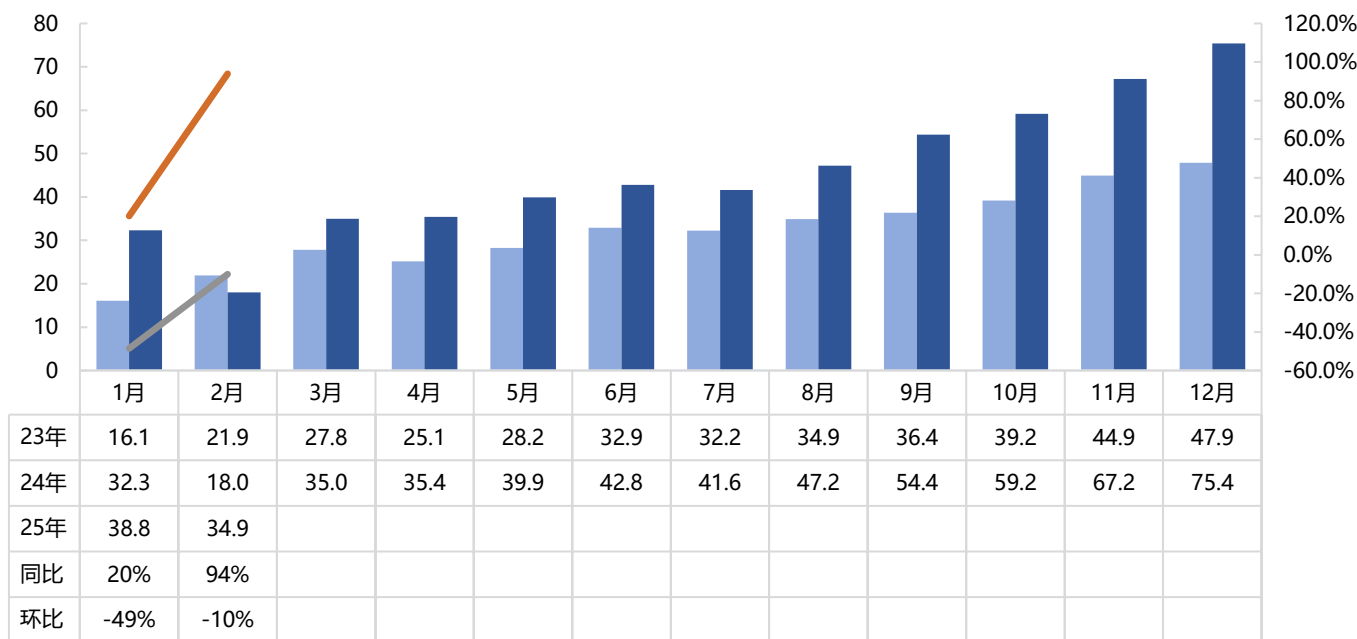
图 刚果(金)与全球钴矿产量（万吨）&占比（右，%）



电池：龙头强化竞争力，全球份额稳中有升

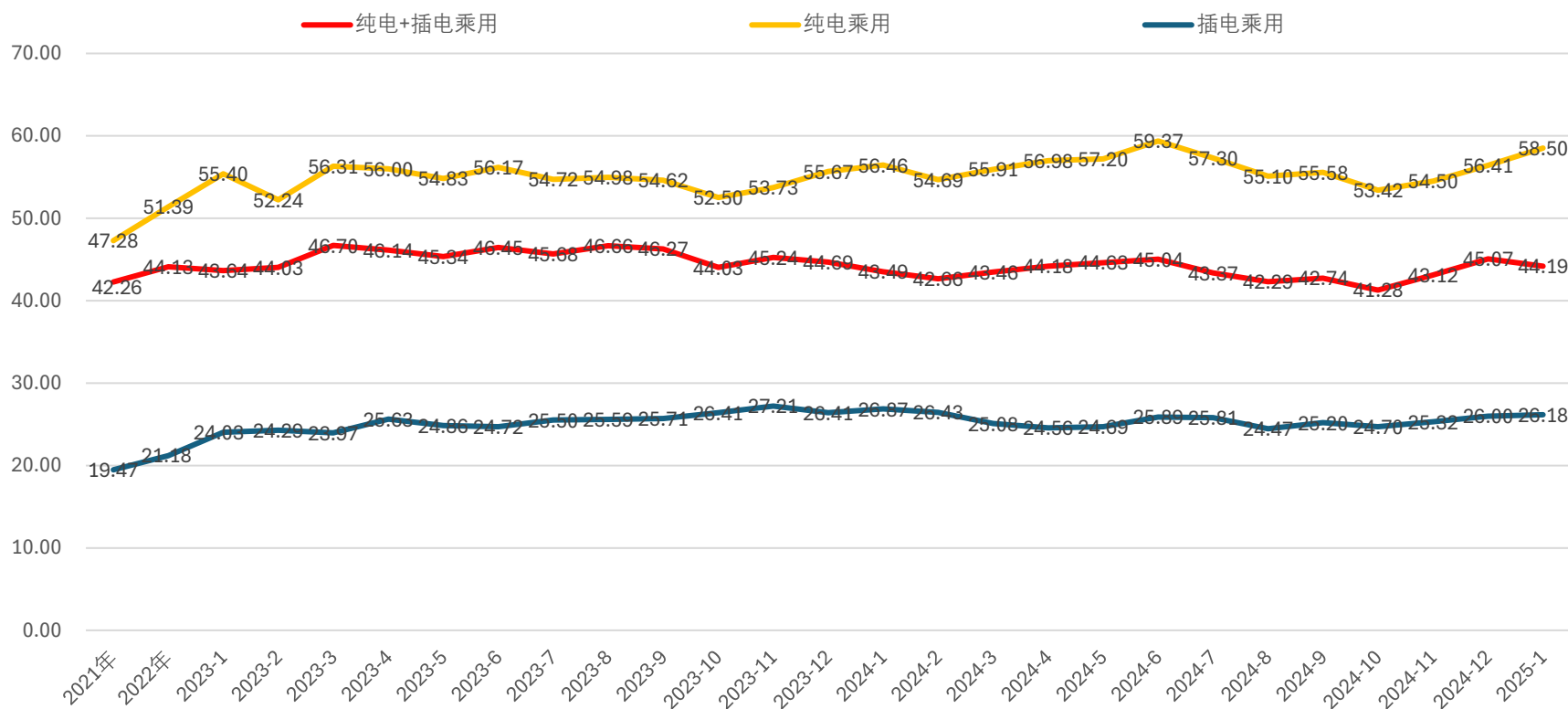
- ◆ **25年2月国内动力电池装机量34.9GWh，同比增长约94%。**25年2月国内动力电池装机量34.9GWh，同环比+94%/-10%，其中三元装机6.40GWh，同环比-7%/-25%，占比18%；铁锂装机28.4GWh，同环比+158%/-6%，占比81%，环比增长4pct。25年1-2月国内动力电池装机量73.7GWh，其中三元14.9GWh，铁锂58.60GWh。
- ◆ **25年2月国内动力电池产量100.3GWh，同比增长约130%。**25年2月国内动力电池产量100.3GWh，同环比+130%/-7%，其中三元19.3GWh，同环比+30%/-7%，占比19%；铁锂80.9GWh，同环比+183%/-7%，占比81%，环比持平。25年1-2月国内动力电池产量208.10GWh，其中三元39.9GWh，铁锂167.9GWh。

图：国内电动车月度电池装机量（GWh）



- ◆ 25年1月国内纯电+插电乘用车平均带电量44.2kwh，同比+1.6%，环比+0.6%。25年1月纯电乘用车平均带电量58.5kwh，同比+3.6%，环增4.6%；插电乘用车平均带电量为26.2kwh，同比-2.6%，环增1.1%。

图 21年-25年月度车型平均电量 (kwh/辆)

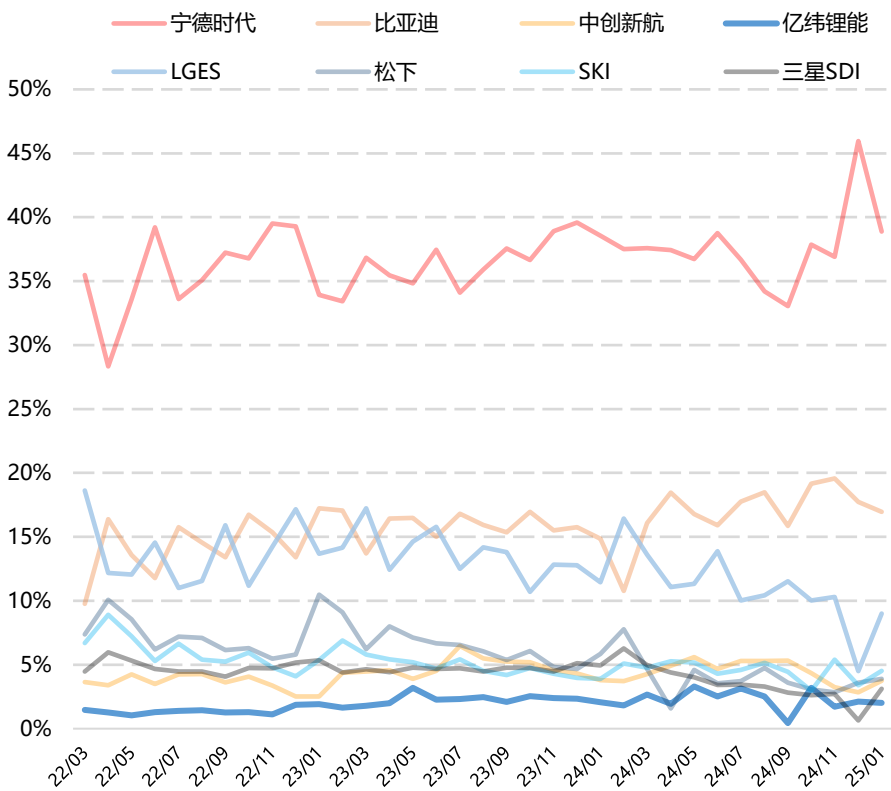


◆ 比亚迪全球份额呈上升趋势，25年1月累计市占率17.0%，同比增长2.1pct。25年1月，全球动力电池装机总量64.3GWh，其中比亚迪装机量10.9GWh，占比17.0%。前十厂商累计占比88.8%，同比下降2.2pct。宁德时代虽仍领先，但环比下降7.1pct，而比亚迪环比仅降0.7pct。

表：动力电池厂商全球装机量 (GWh, SNE口径)

Top10	简写	25年1月	占比	环比 (pct)	25年累计	占比	同比 (pct)
1	宁德时代	25.0	38.9%	-7.1	25.0	38.9%	-1.1
2	比亚迪	10.9	17.0%	-0.7	10.9	17.0%	2.1
3	LG新能源	6.0	9.3%	4.8	6.0	9.3%	-1.7
4	SKI	2.9	4.5%	1.1	2.9	4.5%	0.3
5	松下	2.5	3.9%	0.3	2.5	3.9%	-0.9
6	中创新航	2.4	3.7%	0.9	2.4	3.7%	-0.3
7	国轩高科	2.2	3.4%	-3.6	2.2	3.4%	0.6
8	三星SDI	2.0	3.1%	2.5	2.0	3.1%	-1.9
9	蜂巢能源	1.9	3.0%	-	1.3	2.0%	-
10	亿纬锂能	1.3	2.0%	-0.1	2.0	3.1%	-0.3
前十总量		57.1	88.8%	-1.6	57.1	88.8%	-2.2
其他		7.2	11.2%	1.6	7.2	11.2%	2.2
全球总量		64.3	100.0%	-	64.3	100.0%	-

图：动力电池厂商全球市占率 (SNE口径)

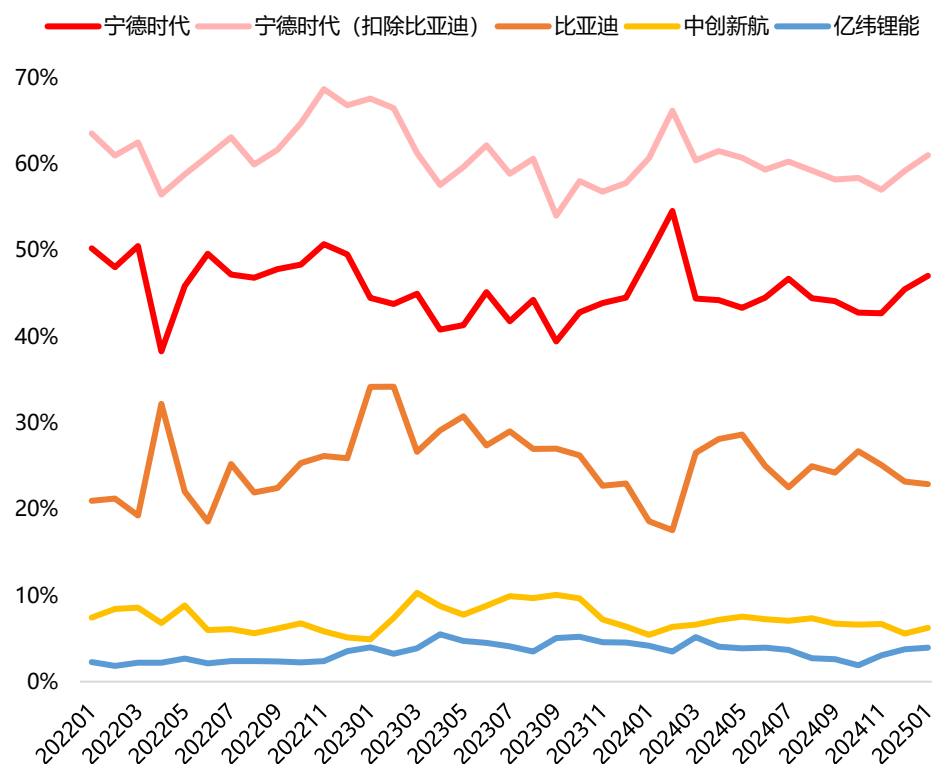


- ◆ **比亚迪国内份额稳步提升，25年截至2月累计市占率23.2%，同比增长5.9pct。**25年2月国内装机34.9GWh，比亚迪份额23.6%，环比增长0.7pct，宁德时代份额44.5%，环比下降2.6pct。25年1-2月，国内动力累计装机73.7GWh，其中比亚迪份额23.2%，同比增长5.9pct。宁德时代虽仍居首位，但同比下降10.7pct。前十厂商累计占比94.6%，同比下降4.4pct。

表：动力电池厂商国内装机量 (GWh，不含出口)

Top10	简写	2/2025	占比	环比 (pct)	25年累计	占比	同比 (pct)
1	宁德时代	15.4	44.5%	-2.6	33.7	45.7%	-10.7
2	比亚迪	8.2	23.6%	0.7	17.1	23.2%	5.9
3	国轩高科	1.8	5.2%	0.3	3.7	5.0%	2.3
4	亿纬锂能	1.7	5.0%	1.0	3.3	4.4%	1.5
5	中创新航	1.7	4.8%	-1.4	4.1	5.6%	-1.6
6	蜂巢能源	1.3	3.8%	-0.7	3.0	4.1%	1.5
7	瑞浦能源	0.7	2.0%	0.0	1.5	2.0%	-0.4
8	因湃电池	0.7	1.7%	1.6	0.7	0.9%	-
9	欣旺达	0.6	1.6%	-0.4	1.3	1.8%	-1.7
10	极电新能源	0.5	1.4%	-0.1	1.1	1.5%	-0.3
前十总量		32.5	93.2%	-2.7	69.7	94.6%	-4.4
其他		2.4	6.8%	2.7	4.0	5.4%	4.4
国内总量		34.9	100.0%	-	73.7	100.0%	-

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，我们预计产能利用率25年升至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： 元/wh，营业 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%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

- ◆ 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

	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	单位	单位价格(万)	单位成本	占比	单位用量	单位	单位价格(万)	单位成本	占比	单位用量	单位	单位价格(万)	单位成本	占比	单位用量	单位	单位价格(万)	单位成本	占比	单位用量	单位	单位价格(万)	单位成本	占比
电芯原材料成本	(/gwh)			(元/wh)		(/gwh)			(元/wh)		(/gwh)			(元/wh)		(/gwh)			(元/wh)		(/gwh)			(元/wh)	
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				
其中：钴锂成本占比																									
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%															

- ◆ **快充趋势明确，多家新势力推出相关车型。**3月13日，小鹏汽车在新车发布会上推出了5C超充AI电池，并搭载于小鹏G6和G9车型上。比亚迪10C闪充电池电池于3月17日发布，快速性能超预期。闪充技术最先搭载在汉L和唐L，预售价分别为28-35万和28-36万，预计后续正式价格会做调整，后续公司会推e平台低价车型，实现快充平权。
- ◆ **快充技术成为推动行业前行的关键力量。**加速快充的普及，从电池企业到车企，对快充的产品布局加快，但超充站的普及会影响实际快充使用。总体看，以带电量75kwh的车型为例，快充成本要高5k+，受益的主要是碳化硅、熔断器、OBC、快充电池材料（负极、lifsi、碳管等）。

图：近期快充车型梳理

车企	车型	动力形式	带电量 (kWh)	种类	售价 (万元)	上市时间
比亚迪	汉 L EV	EV	83.212	Car	27 - 35	2025 年 4 月
	汉 L DM	DM	-	Car	27 - 35	2025 年 4 月
	宋 L EV	EV	71.8/87	SUV	18 - 24	2025 年 3 月 25 日
	海豹 06 DM-i	DM-i	18.51	Car	12 - 15 (预售价)	2025 年 3 月 25 日
小鹏	2025 款 G6	EV	-	SUV	17.68 - 19.88	2025 年 3 月 13 日
	2025 款 G9	EV	-	SUV	24.88 - 27.88	2025 年 3 月 13 日
极氪	007	EV	75、100	Car	20.99 - 29.99	2024 年 12 月 27 日
	MIX	EV	76、102	MPV	26.49 - 28.49	2025 年 2 月 28 日
奇瑞	Sterra ES	EV	-	Car	-	2025 年 (预计)
	Sterra ET	EV	-	SUV	-	2025 年 (预计)
广汽传祺	E9 超级快充版	REEV	-	MPV	32.28 - 39.28	2024 年 11 月 12 日
吉利	银河 E8	EV	-	Car	-	2024 年 11 月 1 日
	银河 E5/6	EV	/	Car	/	2025 年 (预计)
小米	SU7 Ultra	EV	/	Car	52.99 起	2025 年 2 月 27 日
长安	启源 Q05	EV/REEV	/	SUV	9.99 - 12.99	2025 年 2 月 10 日
	启源 Q07	EV/REEV	/	SUV	/	2025 年 (预计)
零跑	C10	EV	71.9、88.5	SUV	12.98 - 20.98	2024 年 11 月 10 日
	C10 增程	REEV	/	SUV	14.98 - 17.98	2025 年 1 月 1 日
	C11 增程	REEV	/	SUV	/	2025 年 (预计)
哪吒	AYA	EV	31.76、41.88	SUV	6.58 - 8.08	2024 年 12 月 26 日
	S 2025 款	EV	/	Car	13.98 - 22.98	2025 年 1 月 1 日
	AYA 2025 款	EV	/	SUV	6.58 - 8.08	2025 年 1 月 1 日
广汽埃安	UT	EV	-	Car	8.98 起	2025 年 2 月
	昊铂 SSR	EV	90	跑车	128.6 - 168.6	2024 年 12 月 30 日
上汽通用五菱	宏光 MINIEV 四门版	EV	-	微型车	4.48 - 5.08	2025 年 2 月 22 日

- ◆ **Q4动力出货亮眼， 储能在途产品增加影响确收。** 24年动储合计出货量474gwh， 同比+22%， 其中动力381gwh， 同比+19%， 三元占比近60%， 全球份额维持37.9%； 储能93gwh， 同比+35%， 全球份额维持36.5%。 24Q4出货量预计为144gwh， 同环比+20%/14%， 其中动力预计为124gwh， 同环比+25%/30%， 储能近20gwh， 同环比-5%/-30%， 主要为项目确收周期影响。
- ◆ **扩产提速， 25年预计30%+增长。** 24年产量516gwh， 同比增33%， 库存106gwh， 同比增51%， 其中大部分为发出商品， 将在25H1确收。 产能方面， 24年产能676gwh， 同比增22%， 在建219gwh， 扩产有所提速。 展望25年， 国内动力高景气+海外储能亮眼， 预计公司销量有望达到650gwh， 增长35%+。
- ◆ **Q4产品均价微降， 25年结构优化价格稳定。** 24年动力电池均价0.75元/wh（含税）， 同比-25%， 其中Q4预计为0.7元/wh， 环比-6%， 基本稳定， 且价格远好于同行。 24年储能均价0.7元/wh， 同比-29%， 其中Q4预计为0.64元/wh， 较24H1价格基本调整到位。 展望25年， 公司高价产品如神行、 麒麟、 储能系统占比进一步提升， 预计总体均价维持稳定。
- ◆ **海外收入占比微降， 26年海外爆发大年。** 24年公司海外收入1103亿， 同比-16%， 占收入比重30%， 同比-2pct， 主要由于欧洲需求放缓。 但欧洲长期电动化趋势 不变， 且公司匈牙利一期25年投产， 26年贡献增量， 叠加美国26年技术授权产能释放， 预计26年海外收入占比将提升。 盈利方面， 24年海外毛利率29.5%， 同比提升8pct， 较国内的高7pct， 差距扩大。
- ◆ **锂电材料和矿产业绩下降， 其他业务稳健增长。** 电池材料及回收24年收入287亿， 同比-15%， 毛利率10.5%， 同比-1pct， 季度平稳。 矿产资源24年收入55亿， 同比-29%， 毛利率8.5%， 同比-11pct。 24年其他业务收入175亿， 同比+21%， 毛利率52%， 同比+5pct， 稳健增长。
- ◆ **投资建议：** 我们预计公司业绩25-27年661/802/966亿， 同比增30%/21%/20%， 对应PE为17/14/12x， 给与25年28x， 对应目标价421元， 维持“买入”评级。**风险提示：** 销量和盈利不及预期， 价格竞争超预期， 地缘政治风险。

表： 盈利预测与估值（截至2025年3月14日股价）

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	400917	362013	472429	560801	662747
同比（%）	22.01	-9.7	30.5	18.71	18.18
归母净利润（百万元）	44,121.00	50,745.00	66131.00	80,240.00	96,622.00
同比（%）	43.58	15.01	30.32	21.34	20.42
EPS-最新摊薄（元/股）	10.02	11.52	15.02	18.22	21.94
P/E（现价&最新摊薄）	26.15	22.74	17.45	14.38	11.94

- ◆ **动力爆款车型带动稼动率提升，叠加大圆柱开始放量，25年客户质量和结构大幅改善。**公司24年动力产能利用率50-60%，乘用车板块预计亏损。25年公司发力拓展爆款车型，新增小鹏P7+、零跑、其他新势力等热门车型，产线向标准化电芯做改造，目前产能利用率70%+，25年中目标实现动力满产，全年盈利有望改善至0.01元/wh。此外，大圆柱已获宝马定点，叠加混动车型上量，25年出货预计5GWh，26年出货预计10GWh。
- ◆ **储能打造大铁锂+海外交付能力，推动后续盈利水平提升，26年有望释放可观弹性。**公司大铁锂25年开启放量，具备性能成本双重优势，25年预计出货7-8GWh，占比接近10%，26年预计出货30GWh，占比升至30-40%，大电池在电芯端有望降本10%，盈利水平进一步提升；此外，公司海外交付能力提升，马来西亚工厂26年初投产，26年预计出货10GWh，海外产能盈利水平更优，单位盈利高于24年的0.02-0.03元/wh，若按照0.05-0.07元/wh估算，预计26年贡献利润5-7亿元。
- ◆ **亿纬锂能24年归母净利润41亿元，同比+0.5%，预计25-26年维持30-40%增长。**25年动储出货约115GWh，同比+43%，贡献利润近30亿元，锂原电池贡献7亿元，消费锂电贡献9-10亿元，思摩尔贡献投资收益5亿元，碳酸锂及中游贡献投资收益1-1.5亿元，含股权激励费用10亿。
- ◆ **投资建议：**我们预计公司24-26年归母净利40.7/53.2/75.1亿元，同比+0.5%/+31%/+41%，对应PE 25/19/13倍，考虑公司大圆柱、大铁锂放量在即，给予26年20x，目标价73元，维持“买入”评级。**风险提示：**电动车销量不及预期，价格竞争超预期，地缘政治风险。

表：盈利预测与估值（截至2025年3月4日股价）

盈利预测与估值	2022	2023	2024	2025	2026
营业总收入(百万元)	36304	48784	47574	62334	79925
同比(%)	114.82	34.38	-2.48	31.02	28.22
归母净利润(百万元)	3508.96	4050.17	4071.08	5320.70	7513.71
同比(%)	20.76	15.42	0.52	30.70	41.22
EPS-最新摊薄(元/股)	1.72	1.98	1.99	2.60	3.67
P/E（现价&最新摊薄）	28.71	24.88	24.75	18.94	13.41

- ◆ **业绩符合市场预期。**公司24年营收67.6亿元，同增29%，归母净利润4.9亿元，同增246%，毛利率17.6%，同增4.8pct，归母净利率7.2%，同增4.5pct；其中24Q4营收19.2亿元，同环比+26%/+8%，归母净利润2.1亿元，同环比+447%/+80%，毛利率20.6%，同环比+7.2/+1.6pct，归母净利率10.7%，同环比+8.3/+4.3pct。
- ◆ **24年出货4.4亿颗，实现翻倍增长，25年预计增长30%。**锂电池方面，Q4出货1.5亿颗，环增25%，同增85%，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单颗盈利0.7元，环增223%，24年单颗盈利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3.5亿利润。
- ◆ **LED业务盈利亮眼，金属物流保持稳健。**LED方面，预计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%，公司已推出CSP芯片级封装产品，26-27年有望贡献增长点；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1.6亿利润，同增5%+，25年有望贡献1.6-1.7亿利润，持续贡献稳定现金流。
- ◆ **BBU开拓新赛道，机器人牵手宇树科技，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。此外，公司牵手宇树科技等，布局机器人/机器狗等场景。BBU+机器人有望打造第二增长曲线。
- ◆ **投资建议：**预计25-27年归母净利6.5/8.2/10.5亿元，同比+34%/+26%/+28%，对应PE为28x/22x/17x，维持“买入”评级。**风险提示：**下游需求不及预期，价格竞争超预期，地缘政治风险。

表：盈利预测与估值（截至2025年3月10日股价）

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	5222	6756	8183	9508	11275
同比（%）	-16.92	29.38	21.12	16.19	18.58
归母净利润（百万元）	140.82	487.84	652.36	819.68	1,052.67
同比（%）	-62.78	246.43	33.72	25.65	28.42
EPS-最新摊薄（元/股）	0.12	0.42	0.57	0.71	0.91
P/E（现价&最新摊薄）	129.18	37.29	27.88	22.19	17.28

- ◆ **Q4业绩基本符合预期。**业绩快报显示，公司24年营收115亿元，同增0.9%，归母净利4.3亿元，同增26%，扣非净利3.5亿元，同增52%；其中24Q4营收30亿元，同环比+4%/-5%，归母净利1.7亿元，同环比+205%/+0.1%，扣非净利1.7亿元，同环比+1283%/+11%。利润拆分看，我们预计Q4消费利润2.1-2.2亿，动储权益亏损1亿，汇兑损益5-6k万，业绩基本符合预期。
- ◆ **Q4消费出货环降5%至1亿只、季节性波动盈利有所下滑。**消费端，24Q4预计出货超1亿只，环降5%，贡献利润2亿+，单只盈利2元，环降0.8元，主要系季节性稼动率波动，叠加年底出口退税影响。24年预计出货3.8亿支，同增15%，贡献利润8亿+。25年看，手机端钢壳&异形等新产品放量，公司海外优质客户占比提升，盈利水平有望提升。
- ◆ **启停业务毛利转正、全年预计亏损4亿元。**动力端，24Q4预计出货近40万套，环增33%，权益亏损约1亿元，环比微增。24年预计出货90万台，同比10倍以上增长，权益亏损4亿。公司已获捷豹路虎、stellantis、德系车企定点，且为理想主供、小米独供，25-26年进一步翻倍增长，25年减亏，26年有望盈亏平衡。
- ◆ **盈利预测：**预计24-26年公司归母净利润为4.3/8.4/12.7亿元，同增26%/94%/51%，对应PE为47/24/16倍，维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**下游需求放缓、新产品不及预期，价格竞争超预期。

表：盈利预测与估值（截至2025年2月26日股价）

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	10974	11446	11545	14695	17383
同比（%）	6.14	4.29	0.87	27.28	18.3
归母净利润（百万元）	90.95	344.19	434.42	843.75	1,272.08
同比（%）	-90.38	278.45	26.22	94.22	50.77
EPS-最新摊薄（元/股）	0.08	0.31	0.39	0.75	1.13
P/E（现价&最新摊薄）	223.41	59.03	46.77	24.08	15.97

中游：涨价如期落地，盈利改善可期

◆ 全系产品涨价落地，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，宁德涨价落地，全系普涨1-2k。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	

◆ **高端产品供不应求，预计加工费上涨1000 元 +。**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%
富临	12	25	33
-高端铁锂出货	12	25	33
占比	100%	100%	100%
万润	22	36	50
-高端铁锂出货	0	0	10
占比	0%	0%	20%
龙蟠	18	25	35
-高端铁锂出货	0	0	7
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，C客户涨价近期落地，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（截至2025年3月21日股价）

		2024E	涨价前		涨价后	
			2025E	2026E	2025E	2026E
湖南裕能	出货（万吨）	71	93	120	95	130
	单位盈利（万元/吨）	0.08	0.20	0.20	0.23	0.25
	归母净利（万元）	6	19	24	22	33
	PE	51	16	13	14	9
富临精工	出货（万吨）	12	25	40	25	50
	单位盈利（万元/吨）	-0.10	0.15	0.20	0.20	0.30
	归母净利（万元）	3	9	15	11	22
	PE	76	28	17	24	12
德方纳米	出货（万吨）	24	28	38	28	38
	单位盈利（万元/吨）	-0.28	-0.10	0.05	0.10	0.10
	归母净利（万元）	-7	(3)	2	3	4
	PE	-31	-78	113	34	56
万润新能	出货（万吨）	23	35	45	40	50
	单位盈利（万元/吨）	-0.35	-0.10	0.05	0.05	0.10
	归母净利（万元）	-8	-4	2	2	5
	PE	-21	-48	75	29	34

- ◆ **Q4业绩符合市场预期。**公司24年营收226亿元，同减45%，归母净利润5.9亿元，同减62%，毛利率8%，同增0.2pct，扣非归母净利5.7亿元，同减62%；其中24Q4营收67.2亿元，同环比-4%/-32%，归母净利润1亿元，同环比+165%/+2%，毛利率8%，同环比+4.4/+0.5pct，扣非归母净利0.9亿元，同环比+286%/-1%，扣非净利位于预告中值，符合市场预期。
- ◆ **24年出货同增40%、25年有望维持40%增长。**我们预计公司24年铁锂出货71.1万吨，同增40%，其中24Q4出货23.5万吨，环增40%，云南新产能爬坡贡献增量，其中24年高端产品出货15.9万吨，占比22%，其中Q4出货6.5万吨，占比提升至48%，YN-13产品逐步起量。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，其中高端产品占比预计提升至50%。
- ◆ **Q4单吨盈利环比微降、25年加工费上涨盈利弹性大。**公司24年铁锂售价3.5万/吨（宁德时代部分以净额法计算），单吨净利0.08万，我们测算Q4铁锂单吨毛利0.22万，环比持平，单吨盈利0.04万元，环比下滑，主要系Q4未涨价，且计提1.2亿资产及信用减值损失，若加回则公司Q4单吨0.08万。25Q1第二大客户全型号涨价0.2-0.3万元落地，预计25Q1单吨盈利提升至0.1-0.2万元，Q2第一大客户涨价预计落地，单位盈利预计进一步提升。25年预计公司高端产品占比有望提升至50%，磷矿起量增厚正极单吨利润，25年单吨利润有望达0.2-0.25万元。
- ◆ **单吨费用控制良好、经营性现金流转负。**公司24年期间费用9亿元，同减4%，单吨费用0.13亿元，同减32%，其中Q4期间费用2.8亿元，同环比+38%/+25%，单吨费用0.12亿元，环比下降11%；24年经营性净现金流-10.4亿元，同比转负，其中Q4经营性净现金流-8亿元；24年资本开支13亿元，同减51%；24Q4末存货28亿元，较24Q3末上升11%，较年初上升111%。
- ◆ **投资建议：**预计25-27年归母净利23/32/40亿元，对应PE为13/9/8倍，给予25年20x，对应目标价60.4元，维持“买入”评级。**风险提示：**电动车销量不及预期，价格竞争超预期，地缘政治风险。

表：盈利预测与估值（截至2025年3月14日股价）

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	41,357.67	22,598.53	33,978.00	43,475.36	54,316.59
同比(%)	-3.35	-45.36	50.35	27.95	24.94
归母净利润(百万元)	1,580.63	593.55	2,285.49	3,233.66	4,049.34
同比(%)	-47.44	-62.45	285.05	41.49	25.22
EPS-最新摊薄(元/股)	2.09	0.78	3.02	4.27	5.35
P/E（现价&最新摊薄）	19.23	51.21	13.30	9.40	7.51

- ◆ **事件：**公司公告与宁德签订战略合作、且子公司升华引入宁德战投。**合作具体内容：**1) 宁德时代出资 4 亿元认购富临子公司升华的新增注册资本，获 18.7% 股权（24年8月富临以3.9亿回购宁德和晨道合计持有升华的40%股权），增资后，富临对升华持股比例从97.9%下降至79.6%。2) 双方强化铁锂方面合作，包括共同布局海外基地、扩产项目的股权和资本合作、新产品研发和供应链等方面合作。3) 双方将拓展汽车及智能机器人等领域增量零部件及关节的合作机会。
- ◆ **铁锂高压密技术领先，绑定宁德积极扩产量利双升。**产品均为2.55-2.6以上压实，为宁德主供，预计25年出货翻番至25万吨，并绑定宁德预计积极扩产，26年出货超35万吨，同增40%。盈利方面，提价近期落地+产能利用率提升，预计今年单吨净利提升至0.2万，同时磷酸二氢锂一体化布局25H2-26年落地，可降本0.2万/吨，单位盈利有望进一步提升。
- ◆ **平移零部件技术、成为机器人专业关节总成供应商，已绑定头部客户。**公司已积累2年+机器人零部件研发经验，减速器、电控、电机、编码器等均可自制，与智元成立合资公司深度绑定，计划供应电关节模组，并且积极送样其他客户。
- ◆ **投资建议：**预计24-26年归母净利4.1/10.2/17.1亿元，同增176%/149%/67%，对应PE为68/27/16倍，维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**行业竞争加剧，需求不及预期，产能建设速度不及预期。

表：盈利预测与估值（截至2025年3月10日股价）

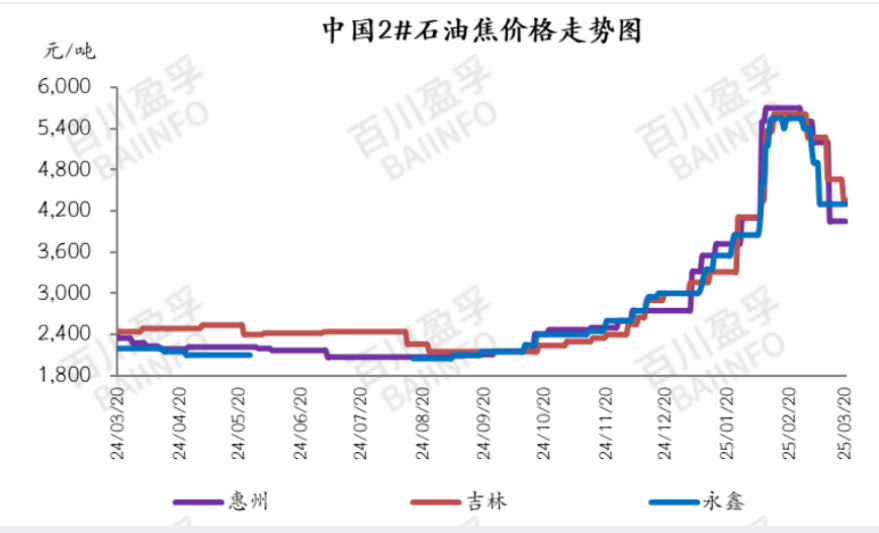
盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	7347	5761	7725	12872	22286
同比（%）	176.57	-21.58	34.09	66.62	73.14
归母净利润（百万元）	645.20	-542.73	409.75	1,019.48	1,706.22
同比（%）	61.67	-184.12	175.5	148.8	67.36
EPS-最新摊薄（元/股）	0.53	-0.44	0.34	0.83	1.4
P/E（现价&最新摊薄）	43.31	-51.49	68.19	27.41	16.38

- ◆ **石油焦价格近期回落1k+，价格回落至4000元左右。**石油焦价格在春节假期后出现暴涨，这次涨价迅猛，主要原因在于石油焦供应紧张而下游企业在春节结束后补货态度积极，中低硫石油焦价格由2-3k上涨至5-6k，涨幅明显。近期低硫石油焦价格出现回落，截止至3月19日已下跌22%，并且多家石油焦厂采取保价销售策略，后续价格或将仍有进一步下降的可能，负极厂商成本压力减弱。
- ◆ **负极Q1成本压力较小，预计Q2成本上涨明显。**需求端，一季度多使用去年四季度库存，可充足维持Q1的生产需求，成本压力不大，预计成本上涨500元左右。Q2起负极平均成本抬升，考虑主流公司Q1石油焦价格暴涨时基本停止采购，成本端提升相对可控，预计成本上涨2000-3000元左右。

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	0.25	31%
		沥青	0.2	0.04	3%
	委外加工费	石墨化		0.62	59%
	制造费	粉碎、造粒		0.15	4%
		人工		0.2	4%
		合计成本		1.45	100%
		价格		2	
		毛利率		22%	
涨价后	原材料	石油焦	2	0.35	31%
		沥青	0.2	0.04	3%
	委外加工费	石墨化		0.60	59%
	制造费	粉碎、造粒		0.15	4%
		人工		0.2	4%
		合计成本		1.61	100%
		价格		2.25	
		毛利率		24%	

图 2#石油焦价格走势



◆ **B客户负极价格上涨3k+，C客户涨价即将落地，预计可传导原材料成本上涨。**考虑近期价格回落，低硫焦底部上涨2000元左右，中硫焦底部上涨1000-2000元左右，对应负极成本上涨2000-3000元，我们预计比亚迪价格上涨3k+，可超额传导原材料价格上涨，单位盈利恢复至正常水平；宁德时代负极涨价即将落地，将进一步参考原材料价格波动变化，预计可消化原材料成本上涨。

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%

- ◆ **快充负极需求起量迅速，尚太科技快充占比有望从25%提升至30%+，中科占比50%+。** 负极技术迭代24年起开始兑现，尚太4c新产品配套神行电池，占比快速提升，24Q4公司快充产品占比达25%，25年新产能落地，碳化环节不再成为产能瓶颈，快充占比有望进一步提升至30%+，中科24Q3快充占比50%+，25年预计进一步提升。
- ◆ **快充负极较普通负极价格高1k左右，享受技术溢价。** 快充负极需新增炭化工序，增加炭化工艺后，人造石墨负极材料的比表面积变小，锂离子的迁移通道增多，增加倍率性能，对负极产品性能要求进一步提升，加工费比普通负极高1k左右，盈利高0.5k+。

图：尚太科技主流产品性能对比

型号	应用领域	项目	指标
ST-1	动力电池、消费类电池、储能电池	比容量	≥340.0mAh/g
		中粒径	15±2μm
		首次效率	≥92%
		压实密度	1.45-1.55g/cm3
ST-2	动力电池、消费类电池	比容量	≥350.0mAh/g
		中粒径	15.0±1.5μm
		首次效率	≥92%
		压实密度	1.60-1.70g/cm3
ST-3	动力电池、消费类电池	比容量	≥354.0mAh/g
		中粒径	12.5±2.0μm
		首次效率	≥92%
		压实密度	1.65-1.75g/cm3
ST-12	动力电池、消费类电池、储能电池	比容量	353.0±4.0mAh/g
		中粒径	12.0±2.0μm
		首次效率	≥92%
		压实密度	1.55-1.65g/cm3
ST-14	动力电池、消费类电池、储能电池	比容量	351.0±4.0mAh/g
		中粒径	17.5±2.0μm
		首次效率	≥92%
		压实密度	1.55-1.65g/cm3

◆ 考虑原材料成本上行，预计25年负极盈利表现分化，龙头厂商盈利预计好于悲观预期。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客户涨价预计顺利传导，单位盈利可维持。

表 主流公司盈利弹性测算（截至2025年3月21日股价）

		2024E	涨价前		涨价后	
			2025E	2026E	2025E	2026E
尚太科技	出货（万吨）	22	30	40	33	43
	单位盈利（万元/吨）	0.39	0.33	0.35	0.35	0.35
	归母净利（万元）	8	10	14	12	15
	PE	18	16	11	13	10
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（万元）	10.8	12.8	14.7	14.0	17.3
	PE	23	20	17	18	15
璞泰来	出货（万吨）	13	17	21	19	23
	单位盈利（万元/吨）	-0.20	0.05	0.10	0.10	0.10
	归母净利（万元）	17	22	28	24	28
	PE	23	18	14	16	14

- ◆ **Q4业绩略超市场预期。**公司24年营收52.3亿元，同增19%，归母净利润8.4亿元，同增16%，毛利率26%，同减2pct，归母净利率16%，同减0.4pct；其中24Q4营收16.1亿元，同环比+32%/+5%，归母净利润2.6亿元，同环比+68%/+18%，毛利率27%，同环比-1.9/+2.2pct，扣非归母净利2.4亿，同环比+46%/+6%，Q4其他收益0.56亿环比明显增加，主要系政府补助影响。
- ◆ **24Q4出货环增40%、预计25年维持50%增长。**公司24年负极出货21.65万吨，同增54%，其中24Q4出货6.8万吨，同增50%，环增6%。Q2起动力快充产品起量，带动公司出货及市占率快速提升，24年年底公司新增10万吨产能，当前满产满销，预计Q1出货超7万吨，25年有望出货33万吨，同增50%。公司新增马来西来5万吨产能规划，我们预计26H2有望投产，助力海外客户开拓及长期出货增长。
- ◆ **Q4单位盈利稳中有升、25年原材料涨价传导后盈利预计可维持。**24年全年负极单价2.45元/吨，单吨净利0.37万，其中Q4售价约2.4万元/吨，环比微降，单吨毛利0.63万元，环比提升8%，单吨净利约0.38万元，环比恢复，主要系原材料环比下降，公司盈利显著好于行业平均。25年石油焦价格上涨，Q1低硫焦由2.5k左右上涨至5.5k左右，近一周石油焦价格已明显回落至5k以内，公司年末库存15.6亿元，其中成品库存1.7万吨，库存可覆盖2-3个月生产，公司Q1单吨净利预计可维持0.3万左右，Q2起公司大客户涨价落地，预计原材料上涨可基本传导，预计25年吨净利可维持0.3万元+。
- ◆ **费用管控良好、存货环比提升。**公司24年期间费用3.2亿元，同增29%，费用率6%，同增0.5pct，其中Q4期间费用1.1亿元，同环比+40%/+9%，费用率7%，同环比+0.4/+0.2pct；24年经营性净现金流-2.8亿元，同减32%，其中Q4经营性现金流2.5亿元，环比转正，24年资本开支8.2亿元，同增221%，24Q4末存货15.6亿元，较Q3末上升17%，较年初上升42%。
- ◆ **盈利预测：** 预计25-27年归母净利润为10.3/14.3/17.5亿元，同比+22%/+39%/+23%，对应14/10/8倍PE，给予25年20倍pe，目标价78.8元，维持“买入”评级。 **风险提示：** 电动车销量不及预期，价格竞争超预期，地缘政治风险。

表：盈利预测与估值（截至2025年3月14日股价）

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	4391	5229	8414	10474	12588
同比（%）	-8.18	19.1	60.9	24.48	20.19
归母净利润（百万元）	722.91	838.33	1026.77	1,425.47	1,749.14
同比（%）	-43.94	15.97	22.48	38.83	22.71
EPS-最新摊薄（元/股）	2.77	3.21	3.94	5.46	6.7
P/E（现价&最新摊薄）	20.19	17.41	14.22	10.24	8.35

- ◆ 公司发布2024年业绩快报，营业收入14.5亿元，同比+3.2%；归母净利润2.53亿元，同比-15%；扣非归母净利润2.35亿元，同比+12%；24Q4营收4.1亿元，同环比+18%/+3.8%；归母净利润0.7亿元，同环比-49%/+4.5%；扣非归母净利润0.6亿元，同环比-12%/-9%，业绩符合预期。
- ◆ 传统碳管价格见底、25年预计贡献稳定增长。出货端，我们测算24全年碳管浆料出货近8.5万吨，其中Q4出货近2.5万吨，环比略增，国际客户进展顺利，25年预计一二三代产品出10万吨左右，同增20%。盈利端，我们测算Q4含税均价1.8万元左右，环比基本持平，单吨扣非净利0.25万元左右，环比略降，当前一代产品微利，行业价格已见底，我们预计25年一二三代单吨维持0.3万元左右。
- ◆ 单壁碳管需求爬坡、供不应求、25Q2开始将明显贡献业绩。25年消费及动力领域硅碳负极放量，预计达1500吨左右需求，单壁碳管适配硅碳负极体系，添加比例5‰，公司25Q1起单壁碳管逐步起量，Q2预计达千吨级出货，Q3有望提升至单月千吨级，全年出货近1万吨的单壁浆料及1万吨四代混合浆料，弹性显著。盈利端，当前仅俄罗斯OCSiAl及天奈两家可大批量供应，竞争壁垒优，供不应求，25年竞争对手涨价20%左右，公司新订单预计跟随涨价，预计单壁浆料单吨1万元+，对应贡献利润1亿+。且四代产品25年预计贡献0.5-1万吨，对应贡献近1亿利润。
- ◆ 投资建议： 预计公司2024-2026年归母净利润2.5/4.8/7.1亿元，同比-15%/+90%/+48%，对应74x/39x/26xPE，维持“买入”评级。
- ◆ 风险提示： 竞争加剧，地缘政治风险。

表：盈利预测与估值（截至2025年2月27日股价）

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	1842	1404	1449	2266	3121
同比（%）	39.51	-23.75	3.21	56.39	37.69
归母净利润（百万元）	424.29	297.16	253.31	481.53	710.67
同比（%）	43.4	-29.96	-14.75	90.09	47.59
EPS-最新摊薄（元/股）	1.23	0.86	0.73	1.4	2.06
P/E（现价&最新摊薄）	44.28	63.23	74.17	39.02	26.44

- ◆ **事件：**3月10日公司公告与LGES签订长期供货协议，根据协议约定，LGES 预计在2025年至2027年向当升科技采购11万吨高镍及中镍等多型号锂电正极材料，具体数量以双方签订的采购订单为准。
- ◆ **预计25年公司可占LG三元需求约10%、后续大幅提升。**该协议主要供应LGES韩国、波兰工厂，预计25年出货2万吨，占LG需求10%左右，26-27有望提升至20%。目前主要由国内工厂出口，26年随着当升芬兰工厂投产，将转移50%至海外生产。海外客户订单确定性高，且盈利情况好，预计单吨利润可高于国内5k+。
- ◆ **三元：**25年海外订单占比将进一步提升、盈利水平逐步恢复。我们预计25年公司三元正极出货5-6万吨，同增20-30%，其中LGES占比40%左右，整体海外订单占比将由24年的50%提升至25年的60%。芬兰工厂预计26/27年分别投产3万吨，海外出货占比有望进一步提升。盈利端，24Q4受海外客户破产减值及海外占比下降影响，单吨扣非亏损，我们预计随着海外订单释放，25年盈利水平恢复1万/吨左右。
- ◆ **铁锂：**出货规模持续提升、24Q4扭亏、25年将盈利。公司现有4万吨自有产能+7-8万吨代工厂产能，25H2公司铁锂自有产能再扩7-8万吨，25全年有效产能预计达15万吨（自有+代工厂）。当前产能利用率80%+，我们预计25年铁锂出货10万吨+，同比接近翻倍。盈利端，我们预计24Q4铁锂扭亏，25年有望实现盈利。
- ◆ **投资建议：** 预计24-26年归母净利4.9/6.0/7.3亿元，同比-75%/+24%/+22%，对应PE为40x/32x/27x，维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示：** 需求不及预期，价格竞争超预期，地缘政治风险。

表：盈利预测与估值（截至2025年1月16日股价）

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	21264.14	15127.07	7796.25	9843.16	11662.15
同比(%)	157.5	-28.86	-48.46	26.26	18.48
归母净利润(百万元)	2,258.59	1,924.26	486.55	600.93	732.69
同比(%)	107.02	-14.8	-74.72	23.51	21.93
EPS-最新摊薄(元/股)	4.46	3.8	0.96	1.19	1.45
P/E（现价&最新摊薄）	8.63	10.13	40.06	32.43	26.6

新技术：关注固态电池、复合集流体等环节

◆ **固态电池产业加速，量产速度有望超预期。** 固态电池在国家大力支持下，近半年产业链发展迅速，头部企业+产业链加码后，设备前中后段都有长足进步，量产进度有望超预期！硫化物电解质价格目前在千万级/吨（硫化锂几百万/吨），根据项目指引，2026年需降至250万/吨（硫化锂几十万/吨），后续降至几十万/吨（硫化锂20万/吨），若实现，2030年固态电池成本有望降至接近液态电池水平，在低空、动力和机器人领域开启规模放量！

表：固态电池规模化后成本预测（2030年）

电芯原材料	单位用量	单位	单位价格（万元）	单位成本（元/wh）	单位成本占比
高镍三元	1800	t	13	0.23	39%
硅碳负极	750	t	15	0.11	19%
固态电解质	700	t	20	0.14	23%
碳纳米管	30.75	t	200	0.06	10%
其他材料（元/wh）			0.05		
电芯材料成本合计（元/wh）			0.60		
折旧（元/wh）			0.05		
成本合计（元/wh）			0.65		
合格率			95%		
实际成本合计（元/wh）			0.68		
毛利率			15%		
价格			0.80		

表：固态电池出货量及市场空间预测

	2027E	2028E	2029E	2030E	2035E
全固态电池出货量（GWh）	1.0	5.0	30.0	100.0	3000.0
全固态电池价格（元/Wh）	5.0	2.5	1.5	0.8	0.7
市场空间（亿元）	50.0	125.0	450.0	800.0	21000.0
固态电解质（万吨）	0.07	0.35	2.10	7.00	210.00
固态电解质价格（万元/吨）	200	100	50	25	10
固态电解质市场空间（亿元）	14.0	35.0	105.0	175.0	2100.0
硫化锂（万吨）	0.03	0.15	0.90	3.01	90.30
硫化锂价格（万元/吨）	100	80	50	20	10
硫化锂市场空间（亿元）	3.0	12.0	45.2	60.2	903.0
硅碳负极（万吨）	0.08	0.38	2.25	7.50	225.00
硅碳负极价格（万元/吨）	30	20	18	15	10
硅碳负极市场空间（亿元）	2.3	7.5	39.4	112.5	2250.0
碳纳米管（万吨）	0.003	0.015	0.090	0.300	9.000
碳纳米管价格（万元/吨）	500	300	250	200	100
碳纳米管市场空间（亿元）	1.5	4.5	22.5	60.0	900.0
设备端价格（亿元/GWh）	3.0	2.5	2.2	2.0	1.5
设备端市场空间（亿元）	3.0	10.0	55.0	140.0	4275.0

- ◆ 卤化物介于氧化物与硫化物之间，综合性能相对优异，且具备成本优势，近一年进展相对较快。理论上，卤化物固态电解质既具有高于氧化物固态电解质的氧化电位，又具有与硫化物接近的易变形性和接近的离子电导率，同时具有媲美聚合物的大规模应用前景，但卤化物的还原电位不够低，无法与金属锂负极匹配，需要包覆等方式解决，整体成本、性能处于硫化物和氧化物之间。近半年，国内对于卤化物的热度快速提升，尤其含锆的 Li_2ZrCl_6 材料，其具备低成本的优势，成为宁德时代、清陶能源等公司重点突破方向，未来预计与硫化物复合应用，进而实现降本的效果，但技术难度较高。

图 硫化物+卤化物固态电池复合方案

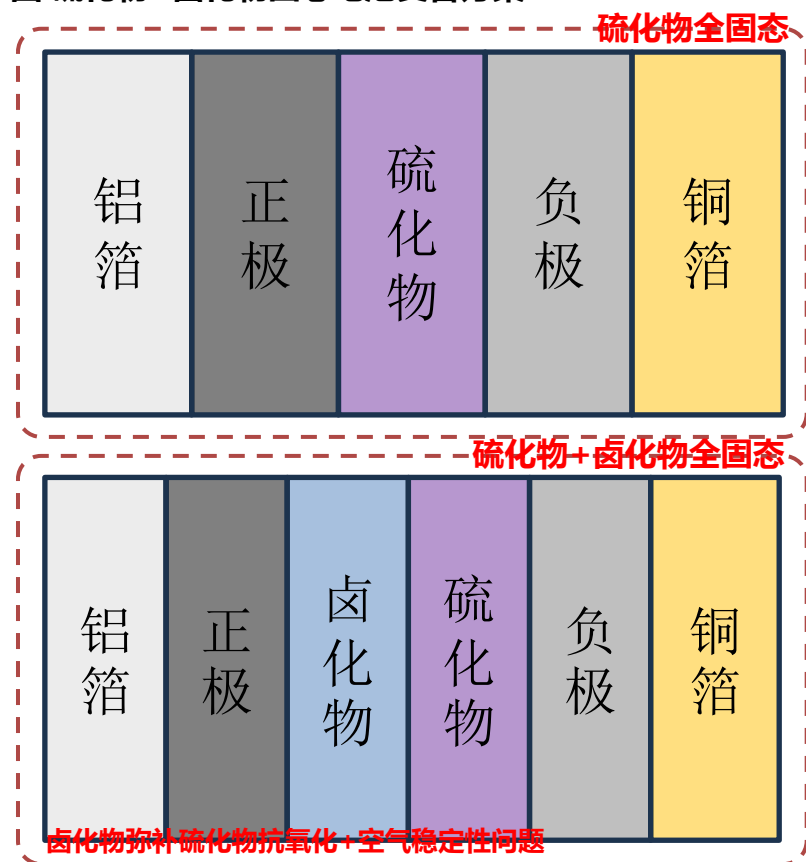


表 卤化物电解质类型及对应性能

类型	简称	化学式	代表材料	电导率	优势	劣势
Li_3MX_4 类	正尖晶石结构	Li_3MX_4	Li_2MnCl_4 、 Li_2ZnCl_4 、 LiAlF_4	10^{-3}S/cm	成本较低	离子电导率较低，常温下无法稳定
Li_3MX_6 类	三方、正交、单斜晶系结构	Li_3MX_6	Li_3InCl_6 、 Li_2ZrCl_6	$10^{-3}\text{-}10^{-2}\text{S/cm}$	离子电导率较高	还原电位不够低
Li_3MX_8 类	suzuki晶格	Li_3MX_8	Li_6CoCl_8	10^{-4}S/cm	成本较低	离子电导率较低

◆ **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，6μm传统铜箔年初价格4.9元/平，最高价格涨至近5.5元/平（原材料增加1元/平，加工费下降0.3元/平），整体价格涨幅10-15%，而复合铜箔目前报价仍低于5元/平，相比6μm传统铜箔已具备成本优势，可降低电池成本0.008元/Wh，已具备亮眼的成本优势，复合铜箔产业化进程或加速，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%
		单位面积成本 (元)	0.11	0.09	0.08	0.08
	pet	厚度 (nm)	4.50	4.50	4.50	4.50
		单位价格 (元/kg)	25.00	25.00	24.50	24.01
		单位面积成本 (元)	0.14	0.14	0.13	0.13
	设备	售价 (万元/台)	1,200	2,000	1,900	1,805
		宽幅 (mm)	1,200	1,300	1,365	1,433
		线速 (m/min)	13	20	20	24
		年工作时间 (小时)	7,920	7,920	7,920	7,920
		良率	80%	85%	90%	90%
		产能利用率	70%	75%	80%	90%
		年产量 (万㎡)	415.1	1050.2	1112.0	1334.4
		折旧年限	10	10	10	10
		单位面积折旧 (元/㎡)	0.29	0.19	0.17	0.14
		员工 (人)	6	6	6	6
	直接人工	人工费用 (万元/年·人)	12.0	12.6	13.2	13.9
		单位面积人工费用 (元/㎡)	0.17	0.07	0.07	0.06
		用电量 (度)	1,400,000	2,000,000	2,000,000	2,000,000
	电费	工业电价 (元/度)	0.65	0.65	0.65	0.65
		单位面积电费 (元/㎡)	0.22	0.12	0.12	0.10
	其他	(元/平)	0.10	0.08	0.08	0.07
	合计成本	(元/平, 考虑良率)	1.43	0.91	0.79	0.65
水电镀	铜	厚度 (um)	2.00	2.00	2.00	2.00
		单位价格 (元/kg)	67.40	67.40	67.40	67.40
		利用率	85%	90%	95%	95%
		单位面积成本 (元)	1.26	1.19	1.13	1.13
	设备	售价 (万元/台)	1,200	1,200	1,200	1,176
		宽幅 (mm)	1,200	1,300	1,365	1,433
		线速 (m/min)	7	9	10	12
		年工作时间 (小时)	7,920	7,920	7,920	7,920
		良率	80%	85%	90%	90%
		产能利用率	70%	75%	80%	90%
		年产量 (万㎡)	223.5	354.4	467.0	662.0
		折旧年限	10	10	10	10
		单位面积折旧 (元/㎡)	0.54	0.34	0.26	0.18
		员工 (人)	6	6	6	6
	直接人工	人工费用 (万元/年·人)	12.0	12.6	13.2	13.9
		单位面积人工费用 (元/㎡)	0.32	0.21	0.17	0.13
		用电量 (度)	700,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000
	电费	工业电价 (元/度)	0.65	0.65	0.65	0.65
		单位面积电费 (元/㎡)	0.20	0.18	0.14	0.10
	其他	(元/平)	0.10	0.08	0.08	0.07
	合计成本	(元/平, 考虑良率)	3.74	2.84	2.30	1.91
厂房	折旧 (元/平)		0.08	0.05	0.04	0.03
	合计成本		5.25	3.81	3.13	2.60

投资建议与风险提示

◆ **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3月26日股价）

板块		证券代码	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	300750.SZ	宁德时代	11,400	259	508	661	802	22	17	14	买入	44.03
		002594.SZ	比亚迪	11,617	387	403	531	651	29	22	18	买入	30.39
		300014.SZ	亿纬锂能	980	48	41	53	75	24	18	13	买入	20.46
		300207.SZ	欣旺达	416	23	17	21	27	24	19	15	买入	18.46
		002245.SZ	蔚蓝锂芯	165	14	5	7	8	34	25	20	买入	11.52
		688063.SH	派能科技	101	41	1	2	5	119	46	21	买入	2.45
	结构件	688772.SH	珠海冠宇	187	17	4	8	13	43	22	15	买入	11.28
		002850.SZ	科达利	358	132	14	17	21	25	21	17	买入	2.71
	电解液	002709.SZ	天赐材料	367	19	5	15	23	77	24	16	买入	19.14
		300037.SZ	新宙邦	257	34	9	13	16	27	20	16	买入	7.54
	负极	603659.SH	璞泰来	398	19	15	25	33	26	16	12	买入	21.37
		835185.BJ	贝特瑞	257	23	12	16	20	21	16	13	买入	11.27
		001301.SZ	尚太科技	149	57	8	10	14	18	15	10	买入	2.61
		301349.SZ	信德新材	39	38	0	1	1	-116	54	29	买入	1.02
	隔膜	002812.SZ	恩捷股份	308	32	6	9	15	51	34	21	买入	9.70
		300568.SZ	星源材质	145	11	5	6	8	31	25	18	买入	13.43
		688733.SH	壹石通	36	18	0	1	2	104	32	20	增持	2.00
	正极	603799.SH	华友钴业	598	35	44	48	52	14	13	12	买入	17.02
		300919.SZ	中伟股份	342	37	18	23	28	19	15	12	买入	9.37
		300769.SZ	德方纳米	92	33	-9	1	5	-10	159	19	买入	2.80
		688275.SH	万润新能	53	42	0	3	6	356	16	9	买入	1.26
		688005.SH	容百科技	169	24	3	7	10	67	24	17	买入	7.15
		688707.SH	振华新材	64	13	1	2	4	97	26	18	买入	5.09
		300073.SZ	当升科技	213	42	5	6	7	44	35	29	买入	5.07
		688778.SH	厦钨新能	197	47	5	7	9	40	27	21	未评级	4.21
		301358.SZ	湖南裕能	281	37	6	23	32	47	12	9	买入	7.57
		300432.SZ	富临精工	245	20	4	10	17	60	24	14	买入	12.21
	导电剂	688116.SH	天奈科技	149	43	3	5	7	59	31	21	买入	3.45
	铝箔	603876.SH	鼎胜新材	83	9	3	5	8	27	17	11	买入	9.07
	设备	301325.SZ	曼恩斯特	87	60	1	2	3	156	48	28	买入	1.44
		688392.SH	骄成超声	56	49	1	1	3	67	42	21	买入	1.15
	锂	002466.SZ	天齐锂业	495	31	-77	22	30	-7	23	17	买入	16.41
		002460.SZ	赣锋锂业	640	35	-18	13	18	-40	53	38	买入	20.17
		002756.SZ	永兴材料	184	34	10	9	12	18	20	15	买入	5.39
		000408.SZ	藏格矿业	566	36	25	27	43	22	21	13	买入	15.70
		002738.SZ	中矿资源	243	34	8	15	19	30	16	13	买入	7.21
		002497.SZ	雅化集团	148	13	3	9	13	48	16	12	买入	11.53
		002240.SZ	盛新锂能	120	13	0	1	5	3468	153	26	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