

特斯拉引发降价潮，需求强势恢复，电动车反转在即！

--电动车2023年2月策略

首席证券分析师：曾朵红

执业证书编号：S0600516080001

联系邮箱：zengdh@dwzq.com.cn

联系电话：021-60199798

2023年2月3日

摘要：降价潮引领需求强势恢复，电动车反转在即！

- **2022年12月电动车销量81.4万辆，同环比+52%/+3.6%，渗透率为32.0%，超市场预期。**根据中汽协数据，12月新能源汽车销量81.4万辆，同环比+52%/+3.6%，渗透率32.0%，同环比+15.6pct/+4.9pct，22全年累计销687万辆，同增96%，累计渗透率25.4%。12月自主品牌持续强势增长，新势力走势亮眼。12月自主品牌中，比亚迪、上通五菱、吉利、长安、广汽、上汽乘用车分别销23.5万辆（环+2%）、8.6万辆（环+12%）、4.5万辆（环+29%）、3.9万辆（环+22%）、3.1万辆（环+19%）、3.0万辆（环+4%）。特斯拉12月批发销5.6万辆，环比-44%。新势力中，理想销2.1万辆（环+41%）、蔚来销1.6万辆（环+12%）、小鹏销1.1万辆（环+94%）。2023年国内销量降速市场已充分预期，我们预计23年国内新能源车销量950.1万辆（中性预期），同比仍然有望维持38%的增速，其中出口100-120万辆。
- **特斯拉引发降价潮，需求强势恢复，预计2-3月销量将反应。**特斯拉全球开启新一轮大降价，国内整体降价2-4.8万元刺激下游需求，幅度大超预期。小鹏、问界及上汽等跟进降价策略。降价点燃需求恢复，国内多座城市特斯拉门店客流和订单数显著增加，中国地区3天订单增长3万辆，美国地区降价后库存系数明显降低，订单几乎是工厂月产能的两倍。此外，春节期间新势力进店客流量超预期大增。我们预计1月国内电动车销量40万辆左右，同比持平略降，环比-50%，预计降价效应于2-3月逐步转化为订单，需求边际明显改善。
- **产业链议价基本确定，结构件、隔膜、铝箔等价格相对稳定，其余价格均有不同程度下降。**其中电池环节向中游压价降本0.03-0.05元/wh，我们预计大部分向车企传导，电池厂通过技术进步及规模效应降本，叠加一体化布局，实现盈利稳中有升；结构件价格小幅年降，行业格局稳定，龙头净利率预计维持10%；隔膜环节湿法价格稳定；负极行业集采降价10%-30%，石墨化降价对冲部分产品价格下行，考虑降本滞后性，预计23年Q1盈利继续下行，上半年盈利见底；电解液环节六氟价格跌至21万，三线厂商不赚钱开工率下行，预计电解液龙头依靠成本优势及一体化布局，可实现7000元以上的单吨盈利；此外铝箔加工费短期基本稳定，铜箔加工费底部仍小幅下降。
- **投资建议：**第一条主线首推Q2盈利拐点叠加储能加持的电池，**龙头宁德时代、亿纬锂能、比亚迪、派能科技**，关注**欣旺达、鹏辉能源、国轩高科、蔚蓝锂芯**；第二条为持续紧缺，盈利稳定的龙头：**结构件（科达利）、隔膜（恩捷股份、星源材质）添加剂（天奈科技）、前驱体（中伟股份）、铝箔（关注鼎胜新材）**；第三条为盈利下行但估值底部的电解液（**天赐材料、新宙邦**）、三元（**容百科技、华友钴业、当升科技**，关注长远锂科、厦钨新能）、铁锂（**德方纳米、万润新能**，关注龙蟠科技、富临精工）、负板（**璞泰来、杉杉股份、贝特瑞、信德新材、尚太科技**，关注中科电气）、勃姆石（**壹石通**）、铜箔（**嘉元科技、诺德股份**）；第四为价格维持高位低估值的锂（关注**天齐锂业、赣锋锂业**等）。
- **风险提示：**价格竞争超市场预期，原材料价格不稳定，影响利润空间，投资增速下滑及疫情影响。



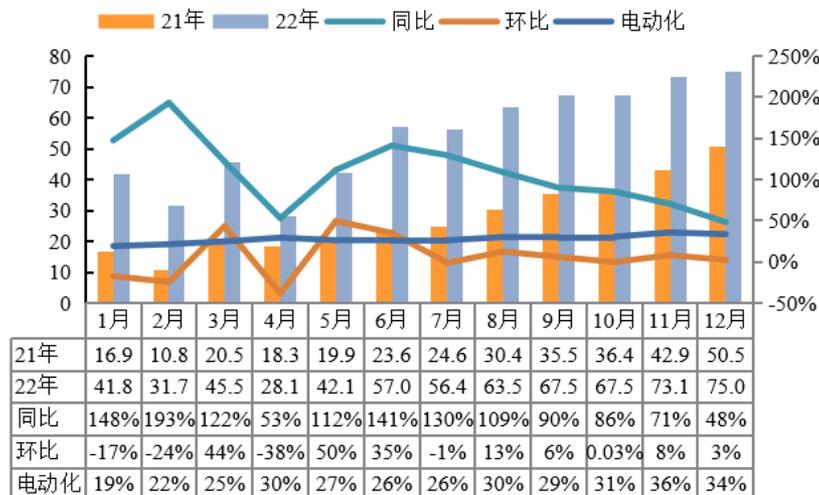
- 12月国内销量超预期，23年车企竞争加剧
- 国内电池企业全球份额进一步提升，23年盈利稳中有升
- 中游谈价基本结束，部分环节23Q1开启降价
- 行业龙头公司信息跟踪
- 投资建议与风险提示

1、12月国内销量超预期，23年新车型密集推出促进需求

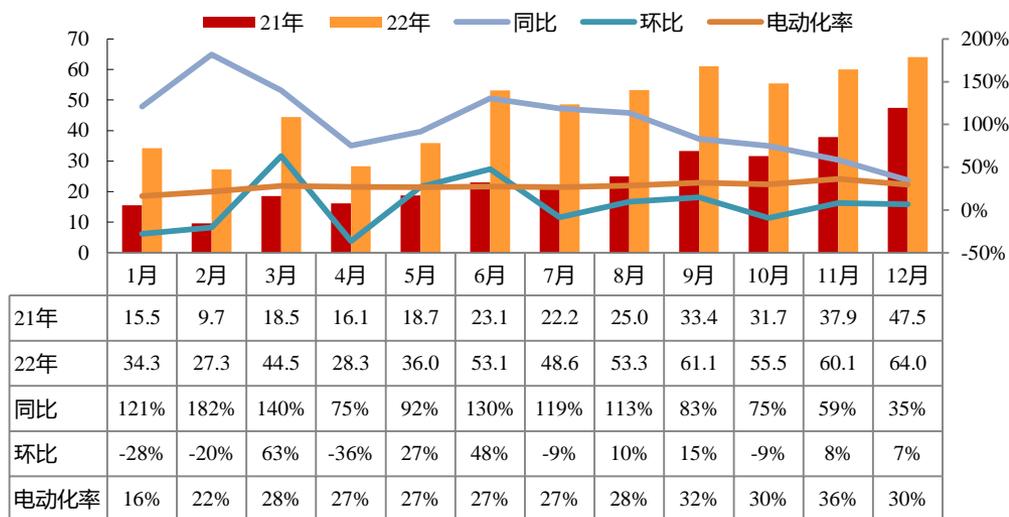
国内：12月销量81万辆，环比小幅增长

- ◆ **中汽协：2022年12月电动车销量81.4万辆，同环比+52%/+3.6%，渗透率为32.0%，超市场预期。** 12月新能源汽车销量81.4万辆，同环比+52%/+3.6%，渗透率32.0%，同环比+15.6pct/+4.9pct，22全年累计销687万辆，同增96%，累计渗透率25.4%。
- ◆ **乘联会：2022年12月电动乘用车批发75万辆，同环比+48%/+2.5%，渗透率34%，环比-2pct。** 12月新能源汽车批发销量75万辆，同环比+48%/+2.5%，渗透率为34%，环比-2pct，年初至今累计销量达649.2万辆，同比大幅增长97%；12月新能源乘用车零售销量64万辆，同环比+35%/7%，渗透率为30%，环比-6pct，年初至今累计零售565.9万辆，同比增长89%。

图：国内电动乘用车月度批发销量（万辆）



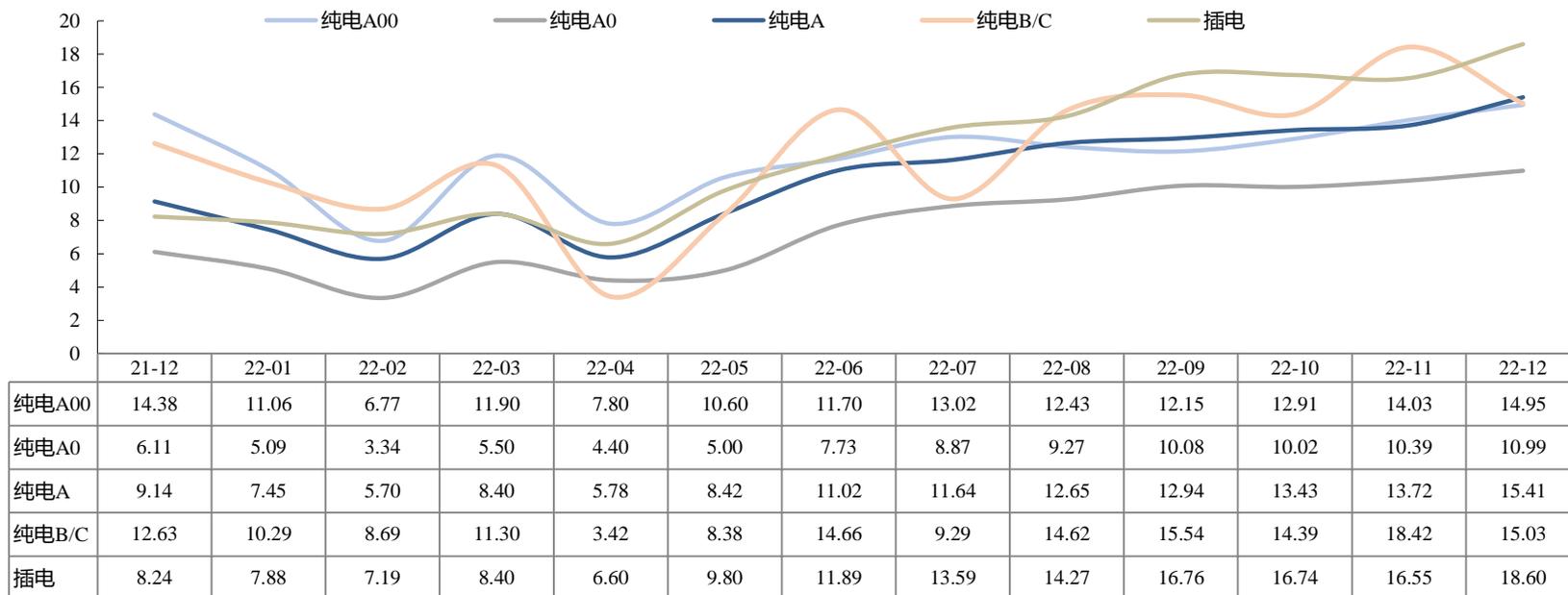
图：国内电动乘用车月度零售销量（万辆）



结构：B/C级车型份额下滑，插混份额提升

- ◆ **B/C级车型份额下滑，插混份额持续提升。** 12月A00级14.95万辆，占纯电比27%，环比+1.7pct；A0级10.99万辆，占比29%，环比+1.1pct；A级15.41万辆，占比27%，环比+3.1pct；B/C级15.03万辆，占比27%，环比-5.9pct。动力结构看，纯电56.4万辆，占75%（环-2.17%），插混18.6万辆，占25%（环+2.17pct）。

图：分车型月度销量（万辆）



- ◆ **12月自主品牌持续强势增长，新势力走势亮眼。** 12月自主品牌中，比亚迪、上通五菱、吉利、长安、上汽、广汽乘用车分别销23.5万辆（环+2%）、8.6万辆（环+12%）、4.5万辆（环+29%）、3.9万辆（环+22%）、3.1万辆（环+19%）、3.0万辆（环+4%）。特斯拉12月批发销5.6万辆，环比-44%。新势力中，理想销2.1万辆（环+41%）、蔚来销1.6万辆（环+12%）、小鹏销1.1万辆（环+94%）。

表：主流车企月度销量（辆）

车企	12月	同比	环比	12月市占率	22年累计	同比	市占率
比亚迪	234,598	151%	2%	31%	1,857,554	210%	29%
上汽通用五菱	85,632	42%	12%	11%	612,140	35%	9%
特斯拉中国	55,796	-21%	-44%	7%	710,865	47%	11%
吉利汽车	44,550	165%	29%	6%	327,565	299%	5%
长安汽车	39,185	277%	22%	5%	241,518	210%	4%
上汽乘用车	30,685	106%	19%	4%	230,720	34%	4%
广汽埃安	30,007	107%	4%	4%	271,156	126%	4%
理想汽车	21,233	51%	41%	3%	133,246	47%	2%
蔚来汽车	15,815	51%	12%	2%	122,485	34%	2%
东风易捷特	12,914	45%	10%	2%	100,984	260%	2%
奇瑞汽车	12,506	-39%	8%	2%	223,182	127%	3%
小鹏汽车	11,292	-29%	94%	2%	122,037	24%	2%
长城汽车	10,999	-47%	-14%	1%	131,180	-3%	2%

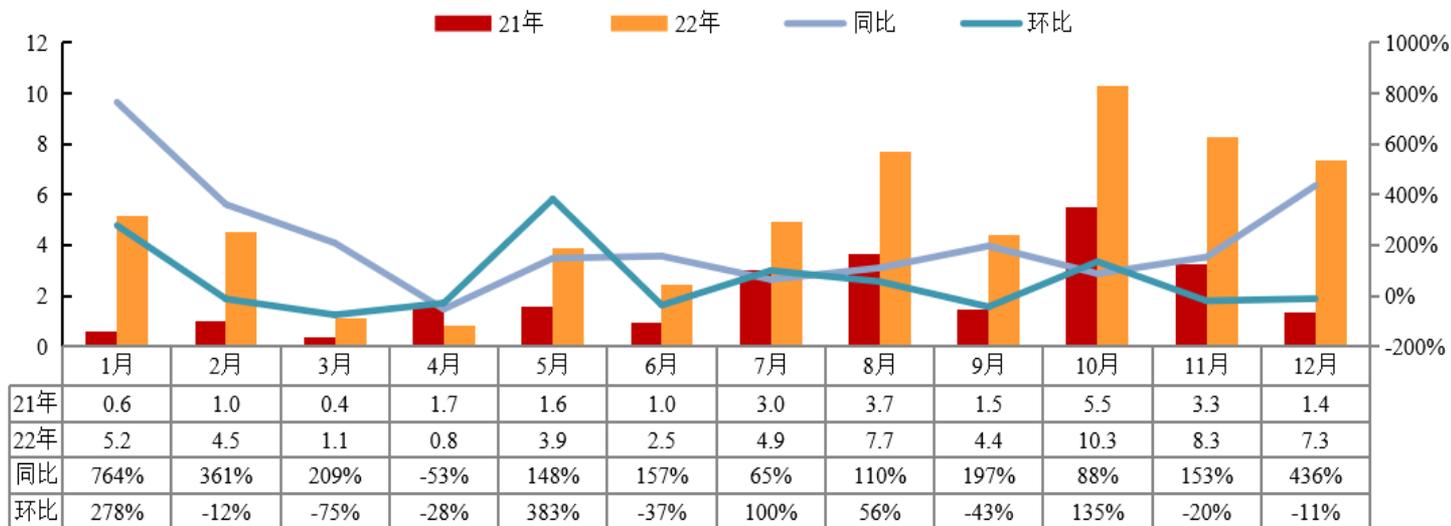
- **分车型看，宏光MINI销量第一，比亚迪元、比亚迪海豚等车型增量明显。**纯电动乘用车中，宏观MINI12月销量位居第一，销量为7.3万辆，同环比+31%/+6%；**特斯拉ModelY**位居第二，销量为3.6万辆，同环比-12%/-48%；**比亚迪元**销量为2.9万辆，排名第三。
- **插混主流车型中，比亚迪包揽前四。**插电主流车型中，**比亚迪宋（A级）**销6.2万辆，同环比+308%/+8%，位居第一；**比亚迪唐（B级）**销量为1.68万辆，同环比+94%/+0%，位列第二；**比亚迪汉（B级）**销量为1.66万辆，同环比+388%/-9.8%，位列第三。

图：国内12月纯电动车（左）&插混车（右）分车型销量排名

纯电	级别	12月	环比	同比	22年累计	同比	插电	级别	12月	环比	同比	22年累计	同比
宏光MINI	A00	73,009	6%	31%	554,067	30%	比亚迪宋	A	61,688	8%	308%	411,026	417%
ModelY	B	35,750	-48%	-12%	455,091	127%	比亚迪唐	B	16,843	0%	94%	125,687	161%
比亚迪元	A0	29,468	0.2%	244%	229,020	453%	比亚迪汉	B	16,605	-9.8%	388%	129,351	324%
比亚迪海豚	A0	26,074	0.04%	160%	205,417	594%	比亚迪秦	A	12,580	0%	-27%	195,349	267%
Model3	B	20,046	-36%	-34%	255,774	-10%	理想L9	B	10,582	16%		28,850	
比亚迪海豹	B	15,378	0.1%		51,200		理想L8	B	10,189	92.5%		15,482	
埃安Y	A0	14,311	24%	138%	119,687	251%	深蓝SL03	B	8,401	86%		21,851	
埃安S	A	13,832	-10%	116%	115,655	67%	比亚迪驱逐舰05	A	6,107	1%		62,162	
比亚迪秦	A	13,626	-13.2%	57%	153,725	102%	腾势D9	B	6,002	74%		9,803	
比亚迪汉	B	13,438	0%	30%	144,665	66%	领克01	A	4,427	155%	509%	17,286	427%

- ◆ **国内新能源车22年累计出口60.90万辆，同增149%，势头强劲。**国内车企22年1-12月累计出口电动车60.90万辆，同增149%，12月出口7.33万辆，环减11%。其中剔除特斯拉中国，我国自主品牌新能源电动车出口依然表现出快速增长态势，1-12月出口量达33.79万辆。
- ◆ **国内自主品牌电动车出口增加，上汽乘用车持续领跑。**上汽乘用车、东风易捷特1-12月累计出口13.8/6.4万辆，贡献主要份额。比亚迪22年累计出口5.6万辆，其中12月出口1.13万辆，环减8.1%；吉利1-12月累计出口2.4万辆，12月出口0.55万辆，环增108%，表现亮眼。

图 国内乘用车电动车出口情况（台）



- ◆ **电动车免购置税政策确认延续，其他政策利好信号频出，支撑2023年电动车销量进一步提升。** 2022年7月29日国务院常务会指出延续免征新能源汽车购置税政策，2022年9月，工信部发布《关于延续新能源汽车免征车辆购置税的公告》，明确对购置日期在2023年1月1日至2023年12月31日期间内的新能源汽车，免征车辆购置税。购置税一般为汽车不含税售价的10%，对应1-2万元。
- ◆ **除购置税免除政策外，其他政策利好信号频发，有望贯穿23年。** 12月，《成都市促进新能源汽车产业发展实施意见》提出推动成都市电动车产业产量于2025年达25万辆，产业规模突破1500亿元、公共交通80%电动化及建成16万个充电桩等；1月商务部表示将着力稳定汽车消费，支持电动车购买使用与消费；1月工商部等六部门提出将提升电动汽车充电桩等新型基础设施领域应用水平。1月上海市印发《上海市提信心扩需求稳增长促发展行动方案》，延续实施新能源车置换补贴至2023年6月30日，个人消费者报废或转出名下在上海市注册登记且符合相关标准的小客车，并购买纯电动汽车的，给予每辆车1万元的财政补贴。
- ◆ **电动车国补计划22年底退出，预计补贴退坡由车企及消费者共同承担。** 若23年国家补贴完全退坡，则预计纯电单车补贴减少1万元左右，插电减少0.48万元。由于碳酸锂价格高企，车企成本压力大，补贴退坡或由消费者及车企共同承担，我们测算车企通过降本可承担大部分退补，此外补贴退坡对中端纯电影响较大，高端及插电车型影响较小。

表 23年国补取消电动乘用车补贴变化 (万元)

	纯电补贴 400km以上			插电补贴	
	300-400km	上	退坡幅度	金额	退坡幅度
2021	1.3	1.8	0.32/0.45	0.68	0.17
2022	0.91	1.26	0.39/0.54	0.48	0.20
2023	0	0	0.91/1.26	0	0.48

表 23年电动乘用车降本测算 (万元)

单车带电量 (kwh)	单车碳酸锂用量 (万吨)	碳酸锂降价幅度 (万/吨)	成本下降 (万元)
60	0.042	8	0.30
单车带电量 (kwh)	单车电池非锂成本 (万元)	降幅%	成本下降 (万元)
60	3.6	6%	0.22
其他零部件及规模化降本 (万元)			0.3
合计车企降本 (万元)			0.81

- ◆ **国内：23年预计PHEV占比提升至30%，纯电车型大容量电池推动单车带电量提升。** 23年插混车型占比预计进一步提升，其中比亚迪维持强势增长，此外国内长城、吉利等加速插混车型推出，我们预计23年新能源车销量900万辆，其中插电占比提升至30%，同比+6pct。此外，22H2上市的热销车型中大容量电池占比提升，我们预计在23年纯电占比下降的情况下，新能源车的平均带电量仍能较22年进一步小幅提升。
- ◆ **海外：欧洲插混车型销量占比下降，美国皮卡交付推动单车带电量增长。** 欧洲受碳排放政策影响，2020年-2021年起插混车型占比快速提升至45%左右，2022年逐步下降至40%，随着补贴政策向纯电倾斜，以及纯电新车型推出，我们预计2023年纯电占比将进一步提升，推动单车带电量提升。此外美国皮卡车型23年起将开始交付，特斯拉Semi也举行发布会，预计单车带电量800kwh+，车型结构改变将带动单车带电量快速增长。

图 2022-2023年国内纯电插混带电量预期

	2022E	2023E
纯电销量占比	78%	70%
-单车带电量 (kwh)	53	56
插混销量占比	22%	30%
-单车带电量 (kwh)	21	22
合计	100%	100%
-单车带电量 (kwh)	45.7	45.8

图 欧洲纯电插混车型销量占比 (万辆, %)

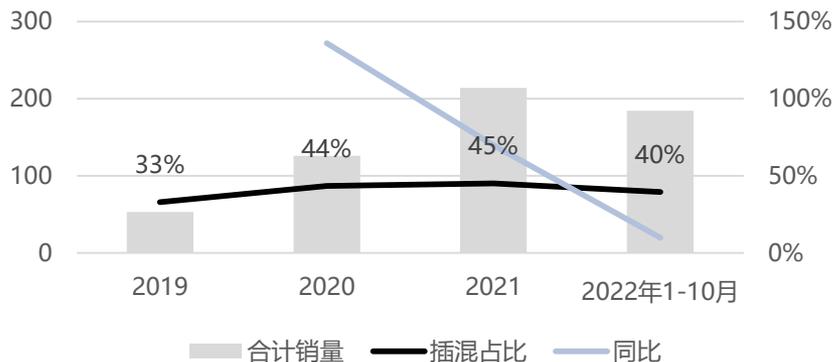


表 2022H2国内新上市车型平均单车带电量 (kWh/台)

品牌	车型	带电量
比亚迪	海豹	72
广汽	Aion LX	85.5
	Aion V	76.9
	HYCAN 007	93.2
吉利	几何A	60.7
	几何C	59.2
	smart精灵#1	66
东风	岚图FREE	88
蔚来	ES7	87.5
	ET5	92.5
小鹏	G9	98
合众	哪吒S	71.8
零跑	C01	90
通用	凯迪拉克Lyriq	95.7

国内：23年新车型密集推出，自主车企加大插混布局

- ◆ **爆款车型供给为电动化核心驱动力，23年自主车企加大插混布局，新势力新车型加速推出。** 2023年新车型密集推出，新势力中包括蔚来EC7，小鹏大型MPV G11、中型SUV G7、P7改款，极氪009大型MPV等，产品线进一步丰富。自主车企中比亚迪海洋系列海鸥、军舰系列护卫舰07预计2023年年上市，长安深蓝品牌代号为C673的SUV以及奇瑞、长城预计多款轿车、SUV等将于23年上市，助力电动车销量持续高增。

表 2023年部分新车型上市规划

车企	品牌	车型	上市时间	定位	类型	预计价格	上市区域	续航
蔚来	蔚来	EC7	预计2022年底上市	轿跑	EV	未知	中国	未知
特斯拉	特斯拉	Model Q	预计2023年上市	B级轿车	EV	约16万元	中国	400km
合众	哪吒	哪吒U	预计2023年改款	SUV	EV	12.98-15.98万元	中国	400/500/610km
		哪吒E	预计2023年Q2上市	轿跑	EV	15-20万元	中国	未知
极氪	极氪	极氪001	预计2022年11月1日或2023年2月改款	轿跑	EV	29.9-38.6万元	中国	536/616/650/732/1000km
		极氪009	2022年11月1日	MPV	EV	40-50万元	中国	未知
		极氪002	未知	SUV	EV	未知	中国	未知
小鹏	小鹏	G11	2023年年	MPV	EV		中国	
	小鹏	G9	2022年9月21日(已上市)	SUV	EV	30.99-46.99万元	中国	570-702km
	小鹏	G7	预计2023年上市	SUV	EV	未知	中国	未知
	小鹏	P7改款	预计2023年一季度上市	B级轿跑	EV	23-43万元	中国	480-706km
现代起亚	起亚	EV6	2023年一季度	B级SUV	EV	26万-36万	欧洲、中国、北美	
	现代	Ioniq 5	2023年	B级SUV	EV	33万起	欧洲、中国、北美	
吉利	极星(Polestar)	Polestar 4	2023年	C级轿跑SUV	EV	未知	欧洲、中国、北美	
	路特斯	Lambda	2023年	C级SUV	EV/PHEV	50万起	中国	
	路特斯	Sigma	2023年	B级SUV	EV	40万起	中国	
长城	魏牌	Coffee 02	2023年		PHEV		欧洲	
	mini		2023年	轿车	EV	19万	中国	450-500
	魏牌		预计2023	轿车			中国	
	哈弗		2023年一季度	SUV	EV	16万起	中国	200km
比亚迪	光束	MINI COOPER SE	2023年	A0级SUV	EV	21万元	中国、美国、印度	
	仰望		2023年一季度			100万元以上	中国	
	海洋系	海鸥	2023年	A00级轿车	EV	7-9万	中国	300-400km
	王朝系	新款元pro	2023年一季度				中国	
	王朝系	护卫舰07	预计2023				中国	
奇瑞	王朝系	宋PLUS DMI	2023年一季度	SUV	PHEV	15-21万	中国	51km/110km
	捷途	T-1	预计2023	越野SUV	PHEV		中国	1000km
	奇瑞	E03	2023年	B型轿车	EV		中国	
	捷途	X70 PLUS	2023年	SUV	EV	8.99-13.49万	中国	
	奇瑞	奇瑞T26	2023年	中型SUV	EV	20万元	中国	
长安	奇瑞	瑞腾01	2023年				中国	600km
	深蓝	C673	2023年	A级SUV	EV	20万元	中国	200km
红旗	红旗	HS3	2023年	A级SUV	HEV	18.35万	中国	

特斯拉大幅降价，开启车企降价潮

- ◆ **特斯拉降价幅度远超预期，引起车企降价潮。**国内特斯拉于22年10月末降价1.4-3.7万元，11月单月销量超10万辆，但12月需求仍偏弱，销量预计5.6万辆，环降44%，因在手订单未及预期，23年1月特斯拉再次大幅降价，M3后驱版降价3.6万元至22.99万元，MY后驱版降价2.9万元至25.99万元，降幅大超预期，整体降价2-4.8万元不等刺激下游需求。同时，特斯拉全球开启新一轮大降价，美国特斯拉所有车型降幅在6%-20%间，折扣高达3000-13000美元；日本特斯拉M3/MY价格下调约10%；德国特斯拉M3/MY下调幅度在1%-17%等。
- ◆ **特斯拉有足够利润空间压价，降价+改款车型有望推动23年销量高增长。**特斯拉22Q4单车毛利1.2万美金（不含积分），上海工厂预计更高，两次降价特斯拉自身消化部分降价，两次降价合计4-8万元/辆，其中技术升级及规模化预计降本5%，对应成本下降1-2万元，零部件执行年降及简配，对应成本下降0.5-1万元左右，电池端成本预计下降0.5万元左右，考虑补贴减少1.26万元，特斯拉单车毛利预计减少3万元+，仍有足够的利润空间承担价格下降；此外，特斯拉有计划推出改款M3，通过技术升级降本并提升产品竞争力。

表 近期特斯拉调价汇总

车企	车型	公布日期	地区	调价幅度 (元)	新价格 (元)
特斯拉	Model3后轮驱动版	1月6号	中国	-14,000	229,900
		1月13日	德国	-43,578	319,499
		1月13日	荷兰	-65,367	326,762
		1月13日	法国	61,736	326,762
		1月13日	英国	-44,994	351,688
		1月13日	加拿大	-34,944	274,900
		1月13日	挪威	-27,136	251,001
	Model3长续航版	1月13日	美国	-20,109	294,865
		1月13日	德国	-39,947	392,129
		1月13日	荷兰	-50,841	384,866
		1月13日	法国	-68,999	384,866
		1月13日	英国	-53,115	415,934
		1月13日	挪威	-23,744	312,057
		1月6日	中国	-20,000	329,900
	Model3高性能版	1月13日	美国	-60,327	361,895
		1月13日	德国	-18,158	442,970
		1月13日	荷兰	-43,578	435,707
		1月13日	法国	-47,210	435,707
		1月13日	英国	28,600	473,871
		1月13日	加拿大	-54,935	364,519
		1月13日	挪威	-6,784	356,092
	ModelY后轮驱动版	1月6日	中国	-29,000	259,900
		1月13日	德国	-66,166	325,963
		1月13日	荷兰	-21,789	341,288
		1月13日	法国	-21,789	341,288
		1月13日	英国	-57,201	367,640
		1月13日	挪威	-81,347	271,353
		1月6号	中国	-48,000	309,900
		1月13日	美国	-87,139	355,192
		1月13日	德国	-14,526	399,391
		1月13日	荷兰	-87,156	392,129
		1月13日	法国	-79,893	392,129
		1月13日	英国	-40,858	433,013
		1月13日	加拿大	-84,900	349,537
		1月13日	挪威	-61,056	318,841
	ModelY高性能版	1月6日	中国	-38,000	359,900
		1月13日	美国	-87,139	382,004
		1月13日	德国	-3,632	472,022
		1月13日	荷兰	-43,651	464,760
		1月13日	法国	-43,578	464,760
		1月13日	英国	-65,373	490,214
		1月13日	加拿大	-54,935	364,520
1月13日		挪威	-37,312	369,721	
ModelX		1月13日	加拿大	-74,912	714,106
		1月13日	美国	-73,733	737,263
		1月13日	加拿大	-69,917	614,224
ModelS		1月13日	美国	-67,030	636,718

◆ **其余车企陆续跟进降价策略。**22年10月起理想、蔚来、小鹏等新势力厂商新增订单承压，以免尾款、赠送保险等形式进行1-2万元优惠，哪吒有1万元左右的终端经销商优惠。2023年1月，AITO问界对多款车型调价，其中问界M5 EV降幅2.88万元至3万元不等，起售价调至25.98万元；问界M7降价3万元，28.98万元起售。小鹏汽车G3i、P5和P73款车型起售价调整至14.89万、15.69万和20.99万，降价幅度2-3.6万元。上汽飞凡R7限时优惠2.1万元，上汽奥迪下调部分车型售价；零跑C01推出限时降价，全系变相优惠3万元；同时，越南电动车企VinFast也宣布将启动一系列促销活动，我们预计后续其余车企有望跟进降价策略或通过调整用户权益等变相降价的方式促销。

表 近期车企调价汇总

车企	公布日期	调价日期	车型	调价幅度 (万元)	新价格 (万元)
特斯拉	10月24日	10月24日	Model3后轮驱动版	-1.40	26.59
			Model3高性能版	-1.80	34.99
			ModelY长续航版本	-3.70	35.79
			ModelY高性能版	-2.00	39.79
			ModelY后轮驱动版	-2.80	28.89
			Model3后轮驱动版	-3.60	22.99
			Model3高性能版	-2.00	32.99
			ModelY长续航版本	-4.8	30.99
			ModelY高性能版	-3.80	35.99
			ModelY后轮驱动版	-2.90	25.99
比亚迪	11月23日	1月1日	王朝/海洋/腾势	0.2-0.6	-
广汽埃安	12月1日	1月1日	旗下相关车型	0.3-0.8	-
	1月11日	3月初	旗下相关车型	0.3-0.6	-
天际汽车	12月1日	1月1日	全系列车型	0.5-0.8	-
北汽	12月5日	1月1日	元宝	4:48	4.19-5.19
东风EV	12月6日	1月1日	全系列车型	0.7-0.9	-
长安深蓝	12月11日	1月1日	SL03	0.3-0.6	17.19-22.19
吉利几何	12月21日	1月12日	几何A Pro/几何C/G6/M6	0.3-0.6	-
睿蓝汽车	12月22日	1月1日	全系列车型 (睿蓝9除外)	0.5-0.8	-
长安汽车	12月22日	1月1日	Lumin	0.1-0.6	4.99-6.99
哪吒汽车	1月1日	1月1日	全系列车型	0.3-0.6	-
奇瑞汽车	1月1日	1月1日	小蚂蚁/无界 Pro	0.3-0.9	-
上汽荣威	1月1日	1月1日	全系列车型	0.5-0.8	-
合创汽车	1月1日	1月1日	合创Z03	0.2-0.8	-
零跑汽车	1月1日	1月1日	T03	0.3	8.25-9.95
			C11	0.6	18.58-23.98
			ID.3	1.3	14.99-19.19
上汽大众	1月2日	1月2日	ID.4	0.66	19.59-29.29
上汽名爵	1月9日	1月9日	MG MULAN	维持, 限时增换购补贴8000元	-
上汽飞凡	1月9日	1月9日	R7全系	限时优惠2.1万至2月28日	-
华为问界	1月13日	1月13日	M5 EV/M7	降价2.88-3万元	25.98-30.98
			G3i	降价2-2.5万元	14.89-17.69
			P5	降价2.3万元	15.69-20.29
			P7	降价3-3.6万元	20.99-24.99
蔚来汽车	-	-	全系列车型	暂不调价	-
理想汽车	-	-	全系列车型	暂不调价	-

- ◆ **1月电动乘用车零售数据36万辆，我们预计电动车销量合计40万辆左右，同比持平，环比下降50%。**乘联会数据，1月狭义乘用车零售销量预计136.0万辆，同比下降34.6%，环比下降37.3%；其中新能源零售销量预计36.0万辆，同比增长1.8%，环比下降43.8%，渗透率26.5%，符合市场预期，考虑批发数据及商用车销量，我们预计1月国内电动车销量预计达40万辆左右，同比持平略降，环比下滑50%。
- ◆ **特斯拉降价效果明显，在手订单快速增长：**降价后特斯拉1月国内订单约12.5万台，截止到1月底在手订单共10-13万台，预计1-2个月交付完毕。
- ◆ **新势力车企降价后订单进店量提升明显，预计2-3月逐步转化为订单，需求边际明显改善。**1月中旬受特斯拉降价影响，行业内部分车企陆续执行降价策略，且其余车企有望跟进。蔚来、小鹏受竞争对手影响，跟进降价，1月份订单量（截至27日）分别为5300台、5000台，但到店量大幅增长。我们了解到某新势力车企进店量较去年国庆增长6倍，但由于春节难以试驾导致暂未转化为订单，我们预计将体现在2-3月逐步转化，预计3-4月行业将迎来政策及需求拐点有望同环比大幅下降；理想虽无降价动作，但1月份订单逆转春节影响，实现增长。

表 新势力及特斯拉新增订单情况（万辆）

	202201	202202	202203	202204	202205	202206	202207	202208	202209	202210	202211	202212	202301
蔚来汽车	1.2	0.5	2	1.4	1.9	1.5	1.9	1.3	4.65	1.35	1.4	1.2	0.53
小鹏汽车	1.1	0.9	2.1	0.8	1.1	1.2	1.3	4.2	1.5	1.5	0.75	0.89	0.5
极氪汽车	0.3	0.6	0.8	1.1	0.6	0.5	0.8	1.3	0.6	0.6	0.4		
特斯拉（国内）	5.4	5	1.8	1.6	1.9	2.3	2.5	2.9	3	4.5	5	10	12.5
理想												0.6	0.8

国内：分车企拆分，23年销量预计达950万辆

表 我们对国内电动车销量预测 (分车企口径, 辆)

	企业	22-10月	22-11月	22-12月	21年	21年同比	22年E	22年同比	23年E	23年同比	
自主品牌	比亚迪	217,518	229,942	264,433	598,528	227%	1,887,389	215%	3,057,571	62%	
	上汽通用五菱	52,086	76,165	83,782	452,270	173%	610,290	35%	732,347	20%	
	广汽埃安	30,063	28,765	31,642	120,155	101%	272,791	127%	381,907	40%	
	奇瑞汽车	17,367	11,563	12,719	98,172	125%	223,395	128%	223,395	0%	
	吉利汽车	31,070	34,642	38,106	82,148	175%	321,121	291%	449,570	40%	
	上汽乘用车	27,164	25,785	28,364	171,671	123%	228,399	33%	331,178	45%	
	长城汽车	10,954	12,863	14,149	135,028	149%	134,330	-1%	167,913	25%	
	长安汽车	35,058	32,018	35,220	77,942	326%	237,553	205%	368,207	55%	
	江淮汽车	4,909	2,114	2,325	39,342	637%	55,583	41%	61,142	10%	
	东风乘用车	10,032	6,210	6,831	31,214	562%	73,935	137%	99,812	35%	
	四川汽车	1,422	2,080	2,288	33,922	444%	21,038	-38%	22,090	5%	
	北汽新能源	4,667	5,183	5,701	26,228	-6%	44,246	69%	55,308	25%	
	一汽红旗	5,228	3,400	3,740	23,051	784%	33,487	45%	50,231	50%	
	金康新能源	12,040	8,278	9,106	11,324	292%	79,144	599%	182,031	130%	
	岚图汽车	2,553	1,508	1,659	6,431		19,339	201%	25,140	30%	
合资车	上汽大众	7,802	9,577	10,535	57,179	83%	100,426	76%	115,490	15%	
	华晨宝马	7,324	11,615	12,777	47,316	74%	67,237	42%	110,940	65%	
	东风易捷特	13,616	11,740	12,914	28,033	19642%	100,984	260%	141,378	40%	
	一汽大众	8,969	8,375	9,213	68,905	107%	104,708	52%	120,414	15%	
	上汽通用	5,245	5,715	6,287	26,942	53%	50,714	88%	58,321	15%	
	北京奔驰	2,934	2,967	3,264	14,806	283%	40,436	173%	42,457	5%	
	东风日产	6,308	3,361	3,697	15,259	32%	41,586	173%	58,221	40%	
	东风本田	4,182	2,036	2,240	18,638	162%	27,463	47%	32,955	20%	
	特斯拉中国	71,704	100,291	110,320	484,130	251%	765,389	58%	1,071,545	40%	
	特斯拉中国	小鹏汽车	5,101	5,811	6,683	98,155	271%	117,428	20%	105,685	-10%
理想汽车		10,052	15,034	17,289	90,491	190%	129,302	43%	181,023	40%	
蔚来汽车		10,059	14,178	17,014	91,429	109%	123,684	35%	179,341	45%	
哪吒汽车		18,016	15,072	17,333	69,674	324%	161,611	132%	218,175	35%	
零跑汽车		7,026	8,047	8,852	44,906	326%	111,527	148%	122,679	10%	
威马汽车		1,117	153	168	44,157	96%	29,605	-33%	23,684	-20%	
吉麦新能源		3,108	2,432	2,675	24,977		34,982	40%	38,480	10%	
创维汽车		1,658	1,791	1,970	4,696		16,369	249%	19,643	20%	
天际汽车		183	170	187			3,169		3,169	0%	
电动屋		658	665	732	1,005		6,673	564%	8,007	20%	
爱驰汽车		458	633	696	3,011		4,995	66%	5,994	20%	
云度汽车		0	0	0	5,361	20%	516	-90%	0	-100%	
乘用车合计		674,892	728,181	815,710	3,293,160	185%	6,554,936	99%	9,201,123	40%	
-自主品牌		485,357	501,179	562,794	2,003,986	186%	4,454,538	122%	6,468,910	45%	
-合资品牌		60,395	62,725	68,998	327,182	101%	595,149	82%	754,787	27%	
-新造车势力		57,436	63,986	73,598	477,862	208%	739,860	55%	905,881	22%	
-特斯拉		71,704	100,291	110,320	484,130	251%	765,389	58%	1,071,545	40%	
客车		4,135	4,549	5,003	53,136	-20%	40,265	-24%	44,292	10%	
专用车		15,515	17,067	18,773	83,879	8%	208,715	149%	292,201	40%	
合计		694,542	749,796	839,486	3,430,175	161%	6,803,916	98%	9,537,615	40%	

- ◆ **2023年国内销量降速市场已充分预期，我们预计仍有望维持38%增长。** 预计23年国内新能源车销量950.1万辆（中性预期），同增38%，其中出口100-120万辆。
- ◆ **Q1为淡季，预计销量160万辆左右，3-4月销量开始恢复。** 1-2月春节影响，预计销量环比明显下滑，3-4月销量恢复，Q1预计销量160万辆左右，环比下滑30%左右，同比仍可维持20-30%左右增长。

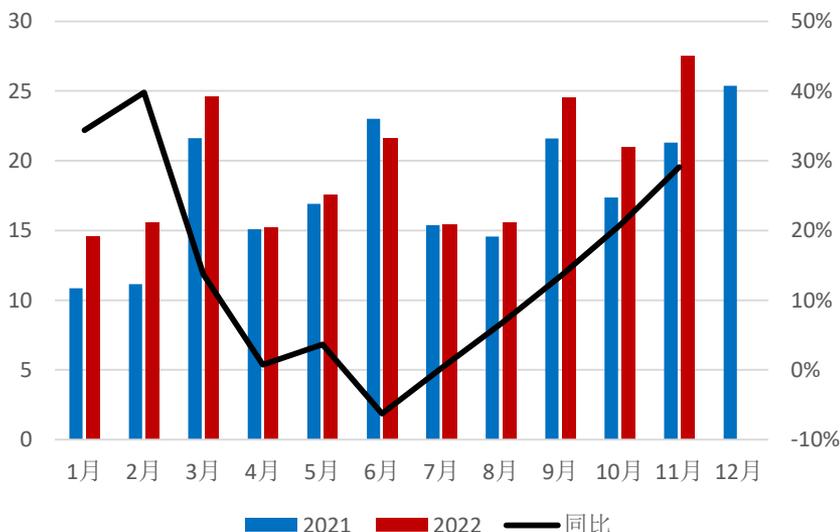
表 我们对国内电动车销量（含出口）预测（单位：万辆）

		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
2021年	销量	17.9	11.0	22.6	20.6	21.7	25.6	27.1	32.1	35.7	38.3	45.0	53.1	350.7
	同比	281%	753%	245%	186%	165%	146%	177%	194%	159%	139%	125%	114%	162%
2022年 (中性)	销量	43.1	33.4	48.6	29.9	44.6	59.6	59.3	66.6	70.8	71.4	78.6	81.0	686.9
	同比	141%	204%	115%	45%	106%	133%	119%	107%	98%	86%	75%	53%	96%
2023年 (乐观)	销量	42.5	57.9	69.1	74.9	78.6	83.2	87.3	91.7	96.3	101.1	106.2	111.5	1,000.3
	同比	-1%	73%	42%	150%	76%	40%	47%	38%	36%	42%	35%	38%	46%
2023年 (中性)	销量	40.5	52.7	65.8	71.3	74.9	79.2	83.2	87.3	91.7	96.3	101.1	106.2	950.1
	同比	-6%	58%	35%	138%	68%	33%	40%	31%	30%	35%	29%	31%	38%
2023年 (悲观)	销量	37.3	47.4	59.2	64.2	71.1	71.3	74.9	76.9	80.7	84.7	89.0	93.4	850.0
	同比	-14%	42%	22%	115%	59%	20%	26%	15%	14%	19%	13%	15%	24%

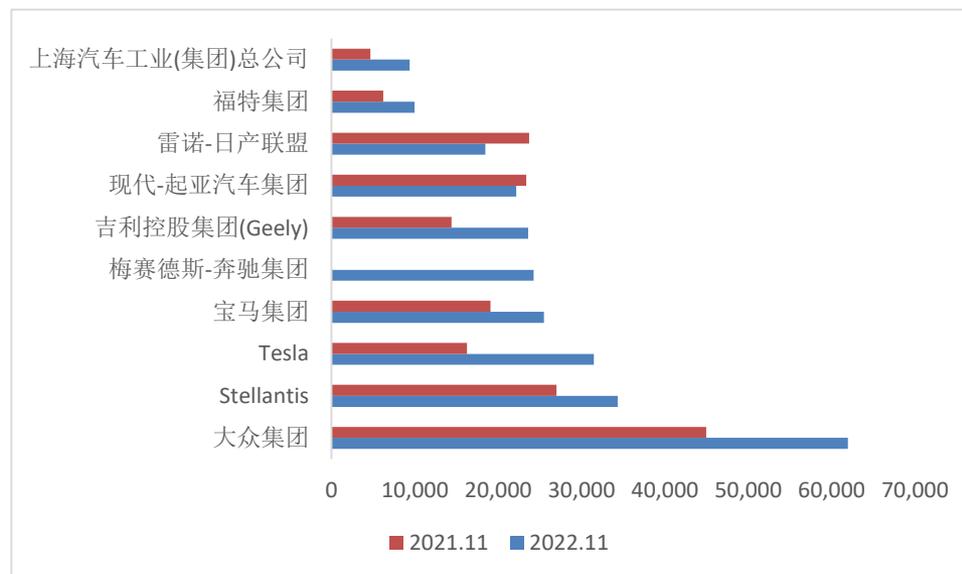
		Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2021年	销量	51.5	67.9	94.9	136.4	350.7
	同比	310%	163%	175%	124%	162%
2022年 (中性)	销量	125.1	134.1	196.7	231.0	686.9
	同比	143%	97%	107%	69%	96%
2023年 (乐观)	销量	169.5	236.7	275.3	318.7	1,000.3
	同比	36%	76%	40%	37%	45%
2023年 (中性)	销量	159.0	225.4	262.2	303.5	950.1
	同比	27%	68%	33%	31%	38%
2023年 (悲观)	销量	143.9	206.6	232.4	267.1	850.0
	同比	15%	54%	18%	17%	24%

◆ **欧洲2022年11月电动车销27.5万辆，同环比+29%/+31%，供应链紧缺影响减弱。**欧洲2022年11月电动车销27.5万辆，同环比+29%/+31%，符合市场预期，电动化渗透率24.2%，同环比+2.9/+4pct，1-11月累计销量213万辆，同比增加13%。其中，大众集团销量6.20万辆，位居首位，Tesla 11月销量3.15万辆，前十名车企销量环比有所上升。

图表：欧洲市场电动车2021-2022年销量（左/万辆；右/%）



图表：2021年11月及2022年11月欧洲电动车销量（分车企，辆）



欧洲：大众维持榜首，Stellantis保持第二

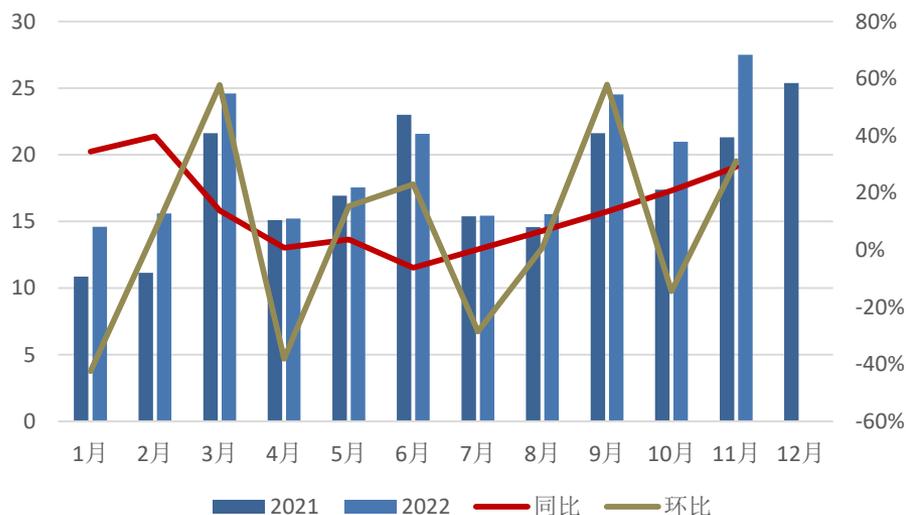
◆ **分车企看，大众集团维持榜首位置，Stellantis保持第二。**大众集团2022年11月在欧洲销量6.20万辆，同环比+38%/+32%，市占率23%。Stellantis销量3.44万辆，同环比+27%/+3%，市占率13%；Tesla销3.15万辆，同环比+94%/+406%；宝马集团销2.55万辆，同环比+34%/+18%；梅赛德斯-奔驰集团销2.43万辆，环比+17%；现代-起亚集团销2.22万辆，同环比-5%/+12%。

图表：欧洲11月主流电动车企销量市占率（分车企，%）

欧洲分车企	2022年11月单月				2022年累计		
	销量	环比	同比	市占率	销量	同比	市占率
大众集团	61,960	32%	38%	23%	432236	-7%	20%
Stellantis	34,361	3%	27%	13%	320853	29%	15%
Tesla	31,499	406%	94%	11%	175797	33%	8%
宝马集团	25,514	18%	34%	9%	215089	20%	10%
梅赛德斯-奔驰集团	24,258	17%		9%	193368		9%
吉利控股集团(Geely)	23,621	19%	64%	9%	150970	19%	7%
现代-起亚汽车集团	22,168	12%	-5%	8%	229322	23%	11%
雷诺-日产联盟	18,488	25%	-22%	7%	159573	-2%	8%
福特集团	9,987	39%	61%	4%	68889	6%	3%
上海汽车工业(集团)总公司	9,403	21%	102%	3%	61673	74%	3%

- ◆ **12月欧洲主流九国电动车销量环比高增。** 欧洲主流9国合计销量35.6万辆，同环比+60%/+49%，乘用车注册89.9万辆，同环比+19%/+10%，电动车渗透率39.6%，同环比+10.2/+10.4pct。
- ◆ **主流国家电动车销量环比，电动化率环比提升。** 德国：12月电动车注册17.4万辆，同比+114%，环比+70%，电动车渗透率55.4%，同环比+64/+19pct。法国：12月电动车注册3.95万辆，同比+2%，环比+21%，电动车渗透率25.0%，同环比-12/+4pct。英国：12月电动车注册5.07万辆，同比+41%，环比+28%，电动车渗透率39.4%，同环比+19/-9pct。意大利：12月电动车注册1.01万辆，同比-15%，环比-15%，电动车渗透率9.4%，同环比-10/-36pct。瑞典：12月电动车注册2.64万辆，同比+58%，环比+60%，电动车渗透率74.6%，同环比+13/+36pct。瑞士：12月电动车注册0.86万辆，同比+6%，环比+41%，电动车渗透率34.6%，同环比-3/-23pct。挪威：12月电动车注册3.46万辆，同比+87%，环比+99%，电动车渗透率87.6%，同环比+62/+38pct。西班牙：12月电动车注册0.81万辆，同比-3%，环比-1%，电动车渗透率10.9%，同环比-17/-23pct。葡萄牙：12月电动车注册0.42万辆，同比+29%，环比+15%，电动车渗透率23.6%，同环比+22/-7pct。

图表：欧洲月度销量（左/万辆）&同环比（右/%）



图表：欧洲主流国家电动车销量（万辆）&渗透率（%）



欧洲主流国家电动车销量 渗透率

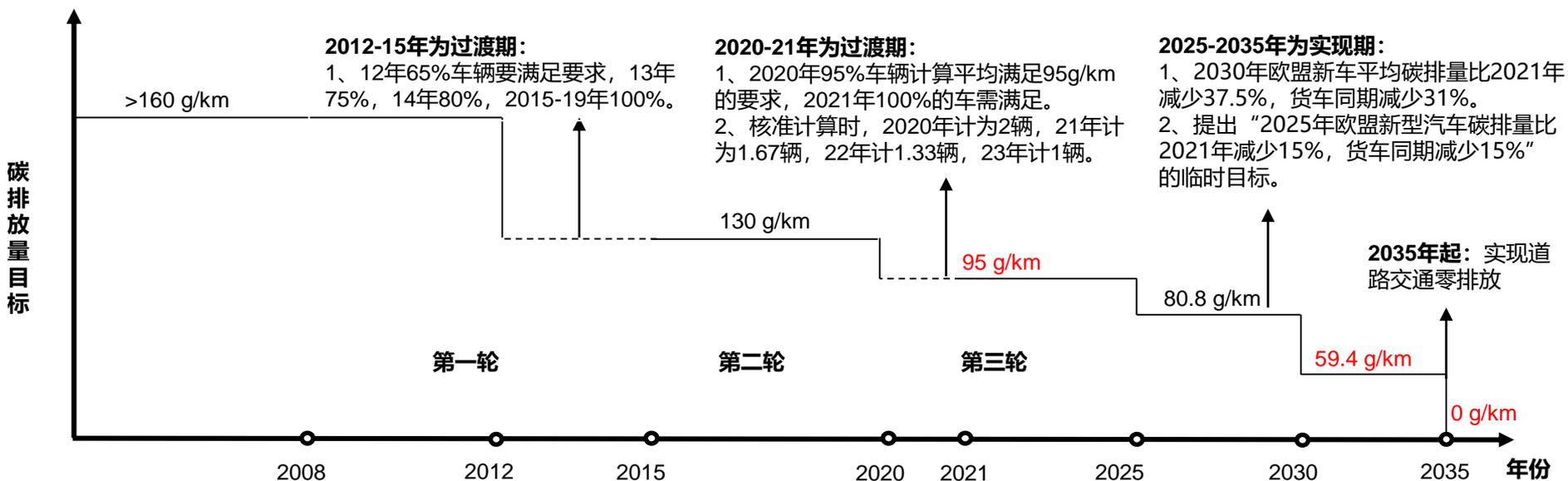
数据来源：各国汽车工业协会官网，东吴证券研究所

欧洲：2035年实现零排放，长期电动化趋势确定

- ◆ 阶段一（1998~2007年）：口头承诺（2008年降至140g/km，2012年降至120g/km）实施效果低于预期
- ◆ 阶段二（2008~2019年）：第一轮罚款政策试点（2015年乘用车降至130g/km以下），督促控制碳排放
- ◆ 阶段三（2020-2035年）：14年提出20/21年目标，19年确定2030年目标，电动化趋势确定
- ◆ 阶段四（2035年以后）：到2035年实现道路交通零排放

2014年欧盟要求，**2020年欧盟范围内所销售的95%的新车平均碳排放须95g/km，到2021年100%的新车平均碳排放量需满足该要求**，超出碳排放标准的车辆将受到**95欧元/g**的罚款。2019年4月欧盟正式通过新标，**2030年欧盟境内新车平均碳排放量比2021年水平减少37.5%，货车同期减少31%**。同时提出“2025年欧盟境内新型汽车碳排放量比2021年减少15%，货车同期减少15%”的临时目标。2022年5月12日，欧盟环境委员会通过**2035年实现欧盟新车零排放**的倡议（无法律效力，目的为确认6月提案文本内容），长期电动化趋势确定。

图 欧盟碳排放考核要求



欧洲：22年开始部分国家补贴政策平缓退坡

- ◆ **法国：21年补贴幅度延续至22年年底。** 21年法国对个人电动车进行最高0.6万欧元新车补贴+0.5万欧元置换补贴（可叠加），补贴幅度延续至22年年底，此前计划22年7月起新车补贴下降至最高0.5万欧元。
- ◆ **英国：取消乘用车补贴。** 英国取消此前对纯电、插电乘用车最高2500英镑的直接补贴，保留商用车补贴。
- ◆ **挪威：23年起或取消免增值税政策，改为现金补贴。** 目前挪威对电动车免征25%增值税，5月新预算案计划取消此政策，改为23年起对车价50万克朗（5.07万美元）以下电动车进行现金补贴。
- ◆ **德国：计划23年起补贴下降。** 计划23年起，售价小于4万/4-6.5万欧元的纯电动车政府补贴将由6000/5000欧元降至4500/3000欧元，24年起售价小于4.5万欧元的纯电动车将获得3000欧元政府补贴
- ◆ **瑞典：2022年11月8日起取消电动车补贴。**

图表：欧洲电动车补贴政策梳理

国家	政策类别	车辆类型	要求	2022年		国家	政策类别	车辆类型	要求	2022年	
				补贴金额 (万欧元)	变动幅度					补贴金额 (万欧元)	变动幅度
德国	直接补贴	BEV	<4万欧	0.9	不变 (2023年起下降)	英国	直接补贴	小型/大型BEV厢式货车		最高0.3/0.6	乘用车补贴取消
			4-6.5万欧	0.75							
		PHEV	<4万欧	0.675							
			4-6.5万欧	0.5625							
法国	直接补贴	个人BEV	<4.5万欧	0.56	不变 (2023年起或下降)	瑞典	直接补贴	EV	<4.5万欧	0.68	11月8日起取消
			4.5-6万欧	0.2				PHEV	0.45-0.0047*二氧化碳排放克数		
			商用车	0.7							
	置换补贴	BEV/PHEV	个人BEV	最高0.5				不变	西班牙	直接补贴	
个人新BEV	1.2-4.5万欧	0.335	下降	置换补贴	PHEV	0.25					
个人二手BEV	0.2	下降 (新政策预算至2024年)			挪威	直接补贴	个人新BEV	免25%购置税		不变 (2023年起或改为对50万克朗以下新车的现金补贴形式)	
直接补贴	BEV		<6.1万欧	0.3							
直接补贴	PHEV		<6.1万欧	0.2							
置换补贴	BEV		<6.1万欧	0.2							
置换补贴	PHEV	<6.1万欧	0.2								

欧洲：预计23年电动车销量增速恢复至20%+

◆ **预期欧洲2023全年销量中枢314万辆，同比增长25%。** 受益于碳排放考核趋严、补贴政策力度持续及传统车企纯电平台新车型大量落地，欧洲电动车销量增速有望大幅提升，我们预计2023全年预计欧洲销量达300万辆左右，同增20%+。

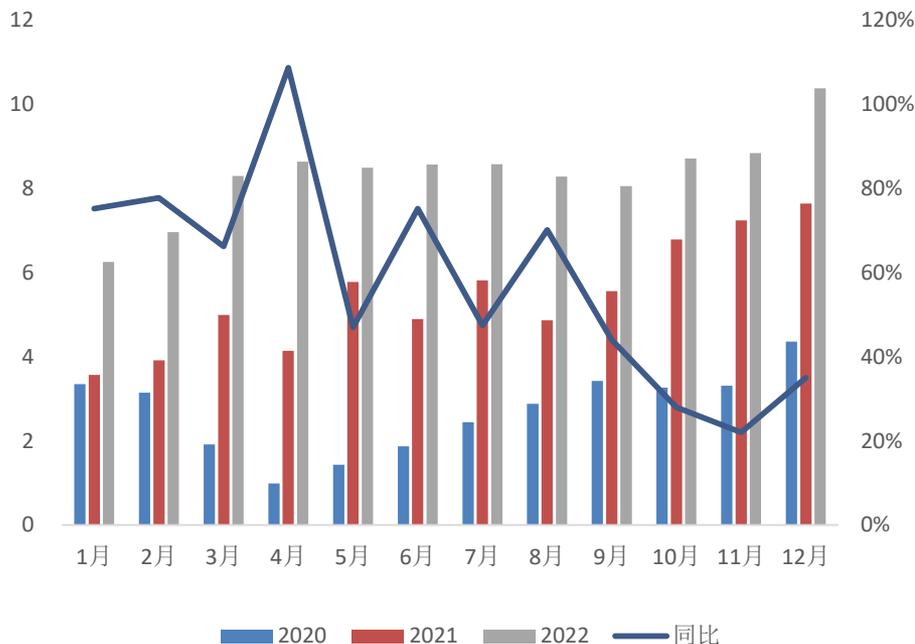
表 我们对欧洲电动车销量预测 (万辆)

		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
2021年	销量	10.9	11.1	21.6	15.1	16.9	23.0	15.4	14.6	21.6	17.4	21.3	25.4	214.2
(中性)	同比	45%	52%	171%	404%	249%	151%	41%	64%	45%	23%	47%	5%	69%
2022年	销量	14.4	15.5	24.3	14.1	17.4	21.3	15.2	15.4	24.3	20.9	27.5	39.6	250.8
(中性)	同比	33%	39%	12%	0%	3%	-7%	-1%	6%	12%	20%	29%	56%	17%
2023年	销量	18.3	20.5	31.1	20.4	25.5	31.3	23.2	23.4	31.9	27.4	36.1	49.4	338.4
(乐观)	同比	27%	32%	28%	36%	47%	47%	53%	53%	31%	31%	31%	25%	35%
2023年	销量	16.6	18.6	29.6	18.0	22.6	29.8	20.5	20.8	30.4	26.1	34.4	47.0	314.4
(中性)	同比	15%	20%	22%	20%	30%	40%	35%	35%	25%	25%	25%	19%	25%
2023年	销量	14.9	16.7	26.7	16.2	20.3	26.2	18.1	18.3	26.7	23.0	29.2	40.0	276.3
(悲观)	同比	3%	8%	10%	8%	17%	23%	19%	19%	10%	10%	6%	1%	10%

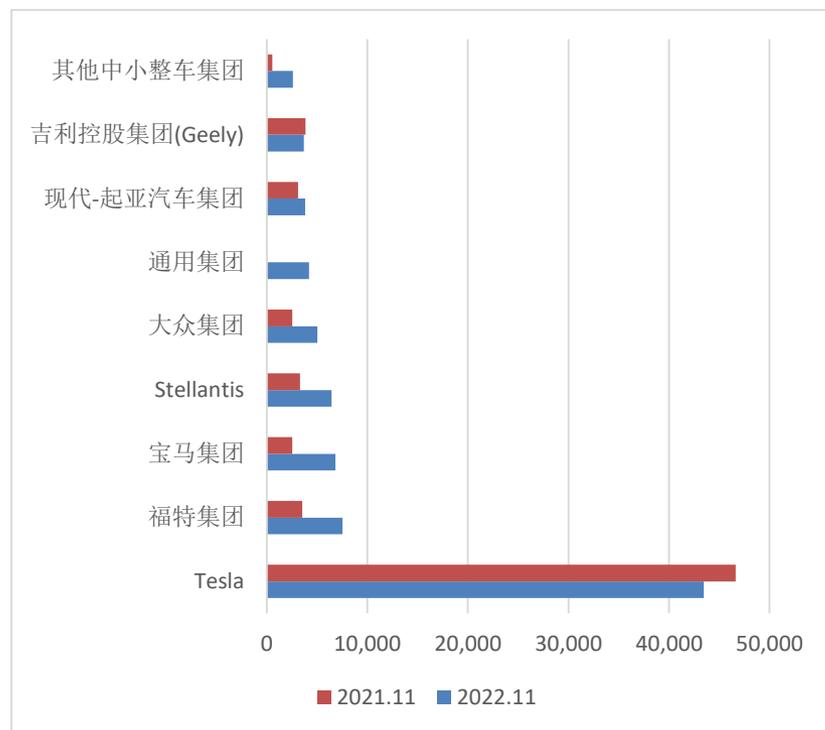
	万辆	Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2021年	销量	44	55	52	64	214
	同比	91%	223%	49%	22%	69%
2022年	销量	54	54	55	88	251
(中性)	同比	24%	-2%	6%	37%	17%
2023年	销量	70	77	79	113	338
(乐观)	同比	29%	44%	43%	28%	35%
2023年	销量	65	70	72	107	314
(中性)	同比	20%	31%	31%	22%	25%
2023年	销量	58	63	63	92	276
(悲观)	同比	8%	17%	15%	5%	10%

◆ **美国2022年12月电动车销10.4万辆，同环比+35%/+17%，符合市场预期。**美国2022年12月电动车注册10.4万辆，同比+35%，环比+17%，其中纯电注册8.4万辆，插混注册2.0万辆。乘用车注册128.7万辆，同比+5%，环比+13%，电动车渗透率8.1%，同环比+1.8/0.3pct。1-12月累计销量99.98万辆，同比增长53%，增速亮眼。其中，特斯拉贡献主要增量，福特、现代起亚、Stellantis等传统车企快速起量。

图表：美国市场电动车2021-2022年销量 (左/万辆; 右/%)



图表：2021年11月及2022年11月美国电动车销量 (分车企, 辆)



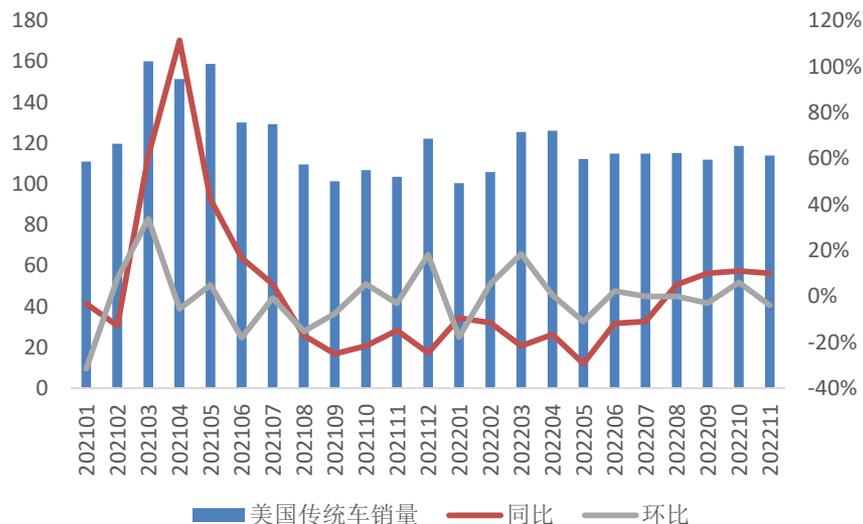
- ◆ **分车企看，特斯拉同比下降，环比微增，福特、通用，宝马等传统车企同比高增长。** Tesla 2022年11月在美销量4.3万辆，同环比-7%/+1%，市占率49%。传统车企福特、Stellantis、通用 12月在美销量实现同比增速放缓，福特集团销7532辆，同环比+113%/-1%；Stellantis销6450辆，同环比+95%/2%；通用集团销4195辆，同环比+46511%/-20%。大众集团销5030辆，同环比+98%/+1%，整体市占率6%。

图表：美国11月主流电动车企销量市占率（分车企，%）

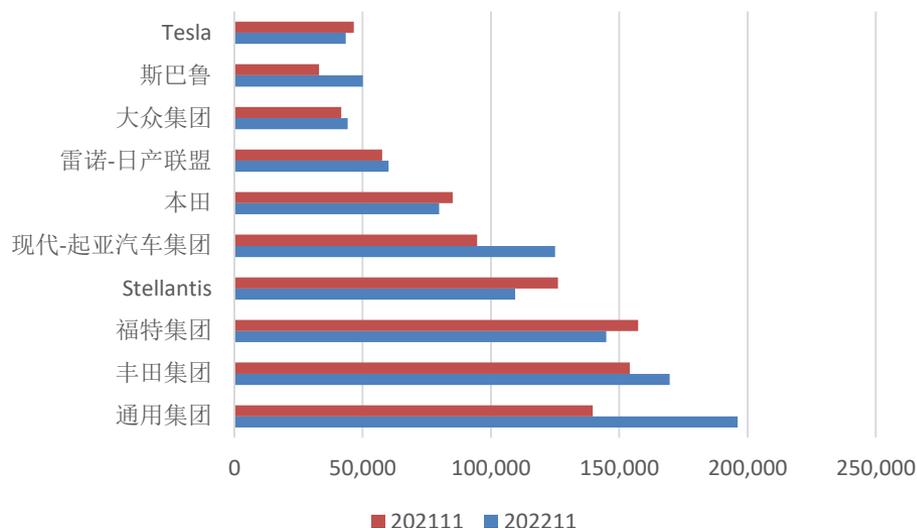
美国分车企	2022年11月单月				2022年累计		
	销量	环比	同比	市占率	销量	同比	市占率
Tesla	43,453	1%	-7%	49%	486632	59%	55%
福特集团	7,532	-1%	113%	9%	65109	114%	7%
宝马集团	6,816	38%	170%	8%	34293	60%	4%
Stellantis	6,450	2%	95%	7%	58181	131%	7%
大众集团	5,030	1%	98%	6%	42338	7%	5%
通用集团	4,195	-20%	46511%	5%	32413	30%	4%
现代-起亚汽车集团	3,808	-13%	23%	4%	68233	141%	8%
吉利控股集团(Geely)	3,686	7%	-5%	4%	33176	26%	4%
其他中小整车集团	2,608	11%	372%	3%	15038	2268%	2%
丰田集团	2,274	-2%	-52%	3%	31188	-36%	4%

- ◆ **美国2022年11月传统车销113.8万辆，同比增长10%，2022年累计销1058.9万辆，同比下滑9%。**美国2022年11月汽车销113.8万辆，同环比+10/-4%，1-11月累计销1058.9万辆，同比下滑9%。销量下滑由多重因素造成，通胀加剧，供应链长期受到压制，同时美联储激进“收水”政策对融资环境造成一定压力，原材料、燃油价格飙升，美国消费者购买力萎缩，减少对汽车消费；生产端而言，俄乌战争及疫情导致芯片和其他汽车零部件供应短缺，致使汽车厂商减产。
- ◆ **库存状况逐步改善，连续2个月库存天数达到30天。**10月美国总库存量145.2万辆，同/环比57%/+8%，库存天数为32天，连续2个月库存天数达到30天。按制造商划分，通用库存天数为47天约36.9万辆，福特57天约34.1万辆，Stellantis为59天约25.9万辆，丰田为20天约14.5万辆，本田为26天约8.2万辆，日产为25天约6.3万辆，斯巴鲁为8天约1.6万辆，现代为15天约3.7万辆，起亚为9天约2.0万辆，大众为21天约3.4万辆。库存情况在逐步改善。

图表：美国传统车2021-2022年销量（左/万辆；右/%）



图表：2021年11月及2022年11月美国传统车企销量（分车企，辆）



- ◆ **美国电动车补贴政策签字生效通过，新政补贴最高维持7500美元，取消20万辆限制，并对本土化生产作出严格要求：**《减少通胀法案》8月16日由拜登总统签字生效，法案包括对电动车的补贴最高7500美元，并取消单一制造商20万辆限制，**新增二手电动汽车税收补贴，补贴金额为售价30%。最高不超过4000美元，车价不超过2.5万美元。**
- ◆ **新政对本土化制造较为严格：1) 车辆产地限制：**符合税收补贴的电动车必须生产自北美（美国、加拿大、墨西哥），最高可获得合计7500美元税收抵免额度。**2) 关键矿物产地限制：**电池关键矿物需要在于美国或有自由贸易协定的国家中开采或加工，23年起比例要求40%，逐步增加至27年80%（满足要求提供3750美元/辆）**3) 电池材料产地限制：**一定比例的主要电池组件及材料生产于北美，2023年起该比例要求为50%，此后逐年增加，至2029年比例为100%。（满足要求提供3750美元/辆）
- ◆ **电池材料企业要求：**含有来自中国、俄罗斯、伊朗及朝鲜属下企业及处于管辖权范围内的企业生产的电池材料的新能源车，不能享受税收抵免。
- ◆ **补贴新政细则尚待明确：**补贴新政满足要求的具体指引需等待财政部于2023年3月前发布，或存回转余地。11月4日阿拉巴马州、加州及密苏里州3名众议员联合提交《Affordable Electric Vehicles for America Act》，要求**2023年开始的电动车北美制造要求延后到2026年开始实施，且对于关键矿物产地来源国的比例要求、电池及材料的产地比例要求均延后3年执行**，以配合乔治亚等南部各州的电池及整车厂建设进度。此前《减少通胀法案》要求财政部于2022年底前发布税收补贴细则

表 《减少通胀法案》电动车税收抵免的产地比例要求 表 IRA补贴执行时间点梳理

年度	金属比例要求	电池材料比例要求
2023	40%	50%
2024	50%	60%
2025	60%	60%
2026	70%	70%
2027	80%	80%
2028	80%	90%
2029	80%	100%
2030	80%	100%

时间	要求	补贴金额
2022年8月16日-12月31日	1.车辆在北美制造（新增）。 2.单一制造商不超过20万辆。	7500美元 (仍有20万辆门槛限制，新增车辆北美制造限制)
2023年1月1日至3月发布细则	1.前20万辆限制取消。 2.轿车零售价≤5.5万美元。 3.卡车、货车、SUV售价≤8万美元。 4.个人申报者年收入≤15万美元，或联合申报者年收入≤30万美元	7500美元 (取消20万辆门槛限制，有车辆北美制造限制，但不考核原材料本土化限制)
2023年3月发布细则后	1.前20万辆限制取消。 2.轿车零售价≤5.5万美元。 3.卡车、货车、SUV售价≤8万美元。 4.个人申报者年收入≤15万美元，或联合申报者年收入≤30万美元	1.符合关键矿物比例要求，3750美元。 2.符合电池材料比例要求，3750美元。 (无20万辆门槛限制，有车辆、原材料北美本土化制造限制)

- ◆ **12月29日美国财政部、国税局联合发布IRA关键矿物比例和电池材料比例的大纲**，仅为初步意见，不具备实质性影响，具备约束力的细则仍需23年3月底前公布，但按大纲意见，对正负极原材料要求放松或为趋势。
- ◆ **大纲提议关键矿物考察范围为正极及负极粉末、六氟、结构件等、且考核要求放松**。ira中关键矿物主要包括铝、锰、钴、镍、锂、石墨及其他金属，而此次大纲明确计算正负极活性电极材料（前驱体、碳酸锂、负极粉末）、电池箔、电解质、结构件、添加剂等内含有的关键矿物的本土化比例。同时，本土化认定放松。新增将关键矿物分为采矿和制造两步骤，任一步骤的50%的增值量发生于美国或自由贸易国家，即视为本土化生产；若为回收矿物，则回收环节50%的增值量发生在北美即为关键矿物。同时明确，以材料价格计算本土化比例，23年要求本土化比例为40%，逐年递增10%至26年的80%。
- ◆ **大纲提议将隔膜并入电池组件本土化考核、且以加工费计算比例**。电池组件包括正极、负极、隔膜、电解液、电芯、Pack，新增隔膜，在北美生产即符合条件，明确以增值量计算本土化比例是否满足补贴（即不考虑前驱体、锂盐、石墨、六氟等原材料价值，仅计算加工价值）。

表 《减少通胀法案》本土化考核初步意见梳理

IRA本土化考核标准初步意见梳理		
分类	范围	补贴金额
关键矿物	正极、负极、铜箔、铝箔、六氟、结构件、添加剂中所含的关键矿物（镍、钴、锰、锂、铁、铝、石墨等）	1. 电池中某矿物 采矿端的增加价值 中由美国或自由贸易国完成比例>50%，该矿物为合资格矿物。 2. 电池中某矿物 冶炼端的增加价值 中由美国或自由贸易国完成比例>50%，该矿物为合资格矿物。 3. 本土化比例= 合资格矿物的价格+关键矿物的总价格 > 40%，3750美元
电池材料	正极、负极、 隔膜（新增） 、电解液、电芯、PACK	1. 在北美生产的电池组件为合资格电池组件 2. 本土化比例= 合资格电池组件的制造环节增值量（加工费）÷电池组件制造环节总增值量 > 50%，3750美元

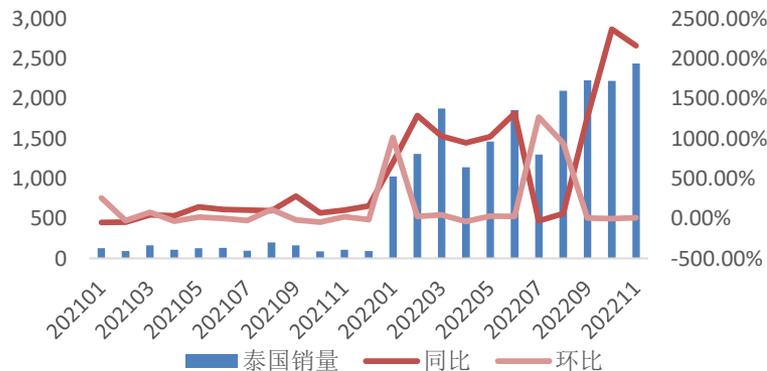
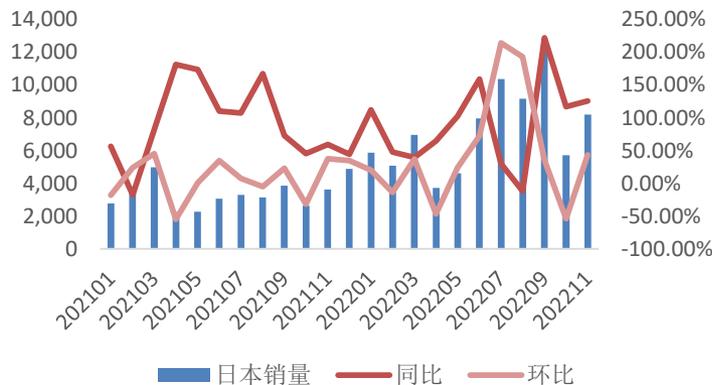
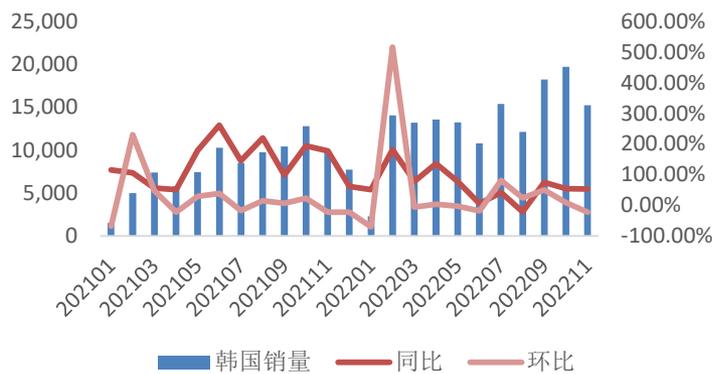
- ◆ **预计23年电动车销量中枢161万辆，同增63%。**美国2022年11月电动车销10.4万辆，同环比+35%/+17%，保持稳健增长。23年政策优惠，叠加电动皮卡新车大周期，中性销量预期下，销量有望同比增长63%至161万辆（中性预期）。当前美国电动车渗透率偏低，仅为7-8%，我们预计24-25年依然可维持高增。

表 美国电动车销量预测（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
2021年	销量	3.6	3.9	5.0	4.1	5.8	4.9	5.8	4.9	5.6	6.8	7.2	7.6	65.2
	同比	7%	24%	161%	321%	305%	162%	138%	69%	62%	105%	119%	75%	101%
2022年 (中性)	销量	6.2	6.8	8.2	8.6	8.4	8.4	8.4	8.2	8.0	8.7	8.8	9.9	98.8
	同比	60%	73%	65%	108%	46%	72%	45%	69%	45%	28%	22%	30%	52%
2023年 (乐观)	销量	9.8	10.9	13.3	14.0	14.7	15.4	16.1	16.7	17.4	18.1	18.8	19.5	184.7
	同比	58%	61%	62%	63%	75%	84%	90%	103%	116%	107%	113%	97%	87%
2023年 (中性)	销量	8.5	9.5	11.6	12.2	12.8	13.4	14.0	14.5	15.1	15.7	16.3	17.0	160.6
	同比	37%	40%	41%	42%	52%	60%	66%	77%	88%	80%	85%	72%	63%
2023年 (悲观)	销量	7.6	8.6	10.2	10.7	11.3	11.8	12.3	12.8	13.3	13.8	14.4	15.0	141.7
	同比	23%	26%	24%	25%	34%	41%	46%	55%	65%	59%	63%	51%	43%
		Q1	Q2	Q3	Q4	合计								
2021年 (中性)	销量	12.5	14.8	16.2	21.7	65.2								
	同比	48%	246%	86%	97%	101%								
2022年 (中性)	销量	21.2	25.4	24.7	27.4	98.8								
	同比	70%	72%	52%	27%	52%								
2023年 (乐观)	销量	34.0	44.2	50.1	56.4	184.7								
	同比	60%	74%	103%	105%	87%								
2023年 (中性)	销量	29.6	38.4	43.6	49.0	160.6								
	同比	40%	51%	77%	79%	63%								
2023年 (悲观)	销量	26.4	33.8	38.4	43.2	141.7								
	同比	25%	33%	55%	57%	43%								

◆ **其他国家销量增长强劲，日韩等国贡献主要增量。**除中国、美国、欧洲各国以外的其他国家11月共销售4.4万台新能源汽车，其中**韩国**销量1.5万台，同环比+53%/-23%，渗透率13.87%，同环比+4/-6pct；**加拿大**销量5957台，同环比+80%/-18%，渗透率4.86%，同环比+2/-1pct；**日本**销量8186台，同环比+126%/+43%，渗透率2.33%，同环比+1/+1pct；**泰国**销量2442台，同环比+2161%/+10%，渗透率3.86%，同环比+4/0pct。

图表 主流国家电动车月度销量 (辆)



其他国家：基数低，23年预计销70万辆左右，同增59%

- ◆ **日韩等国电动车放量，销量略超预期**：22年1-11月电动车销量达到38.8万辆左右，同比增长109%，主要受益于韩国、日本、加拿大、澳大利亚、泰国等电动车渗透率提升，我们预期23年其他国家销量达到70万辆左右，同增59%，延续高增长。

表 其他国家电动车销量预测 (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
2021年	销量	0.7	1.2	1.8	1.2	1.5	2.2	1.7	2.0	2.1	2.1	2.0	1.9	20.5
	同比	17%	34%	79%	105%	186%	229%	141%	201%	111%	116%	114%	78%	112%
2022年 (中性)	销量	1.6	2.8	3.7	2.8	2.9	3.2	3.8	4.1	5.5	4.1	4.4	5.2	44.0
	同比	60%	142%	111%	130%	93%	43%	117%	100%	159%	97%	121%	170%	115%
2023年 (乐观)	销量	4.7	5.2	6.7	6.0	6.4	7.0	6.3	6.6	7.3	7.6	8.0	8.8	80.6
	同比	201%	83%	81%	120%	119%	120%	67%	63%	31%	86%	83%	53%	86%
2023年 (中性)	销量	4.1	4.5	5.8	5.3	5.5	6.1	5.5	5.7	6.3	6.6	7.0	7.7	70.1
	同比	162%	59%	57%	91%	91%	92%	45%	41%	14%	61%	59%	46%	62%
2023年 (悲观)	销量	3.7	4.0	5.3	4.7	5.0	5.5	4.9	5.2	5.7	6.0	6.3	6.9	63.1
	同比	135%	43%	41%	72%	72%	73%	31%	27%	3%	45%	43%	50%	45%

		Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2021年	销量	3.6	4.9	5.9	6.0	20.5
	同比	48%	176%	145%	101%	112%
2022年 (中性)	销量	8.1	8.8	13.4	13.7	44.0
	同比	123%	79%	126%	129%	115%
2023年 (乐观)	销量	16.6	19.4	20.2	24.4	80.6
	同比	105%	120%	51%	78%	83%
2023年 (中性)	销量	14.4	16.9	17.5	21.3	70.1
	同比	78%	91%	31%	55%	59%
2023年 (悲观)	销量	13.0	15.2	15.8	19.1	63.1
	同比	60%	72%	18%	39%	43%

- ◆ **电动化大势所趋，预计23年全球销量1375万辆，维持35%增长，中长期看高增长确定。**我们预计22年全球电动车销量1019万辆，23年全球电动车新车型密集推出，预计销量1375万辆，同增35%，25年我们预计全球电动车销量2300万辆+，对应电动化渗透率约30%，未来3年行业仍可维持30%+的复合增速。

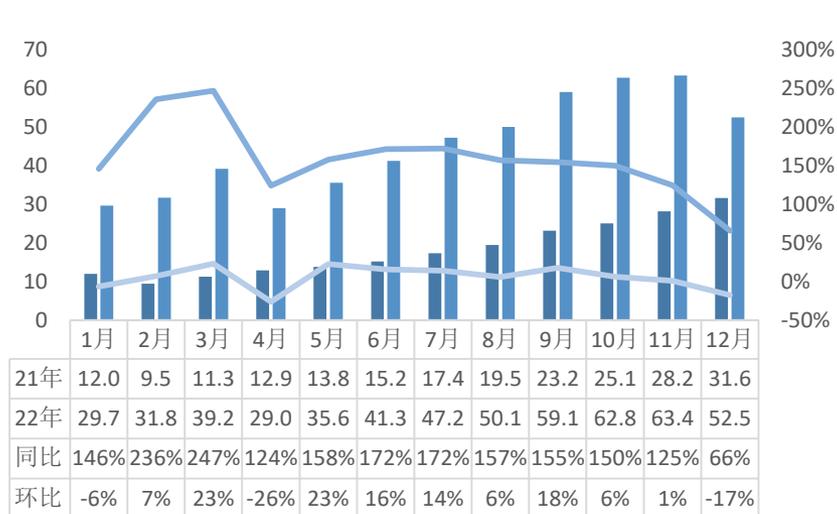
表 全球电动车销量预测 (万辆)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022 E	2023E	2024 E	2025E
海外：新能源乘用车销量 (万辆)	39.5	54.0	81.7	95.0	168.1	299.9	393.0	544.1	745.0	1090.1
YoY		36.8%	51.3%	16.2%	77%	78%	31.1%	38.4%	36.9%	46.3%
-欧洲新能源车销量 (万辆)	19.9	27.0	36.3	53.4	126.1	214.2	251.0	314.0	376.8	508.7
-YoY		35.4%	34.5%	47.2%	136.1%	69.9%	17.2%	25.1%	20.0%	35.0%
-欧洲电动化率	1.1%	1.5%	1.9%	2.8%	8.6%	14.6%	20.1%	24.5%	28.5%	37.4%
-美国	16.0	19.5	35.1	32.0	32.4	65.2	98.0	160.0	248.0	384.4
-YoY		22.3%	79.6%	-8.9%	1.4%	101.4%	50.2%	63.3%	55.0%	55.0%
-美国电动化率	0.9%	1.1%	2.0%	1.9%	2.2%	4.3%	7.2%	11.5%	17.3%	26.0%
-其他国家	3.6	7.5	10.4	9.6	9.6	20.5	44.0	70.1	120.2	197.1
-YoY		107.7%	38.0%	-7.5%	0.4%	112%	115.3%	59.3%	71.5%	63.9%
-其他国家电动化率	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%	0.5%	1.1%	2.6%	4.0%	6.6%	10.5%
国内新能源车销量合计 (含出口, 万辆)			126	121	137	352	686	951	1,204	1,483
YoY				-4.0%	13.3%	157.6%	94.8%	38.7%	26.6%	23.2%
-国内电动化率	0.0%	0.0%	4.9%	5.1%	6.0%	14.7%	25.7%	35.6%	44.2%	53.4%
全球新能源车销量 (万辆)	89	137	206	215	301	623	1,019	1,375	1,775	2,330
YoY		53.5%	50.9%	4.1%	40.4%	107.0%	63.4%	35.0%	29.1%	31.2%
-全球电动化率		1.6%	2.4%	2.6%	4.2%	8.4%	13.9%	18.4%	23.1%	29.6%

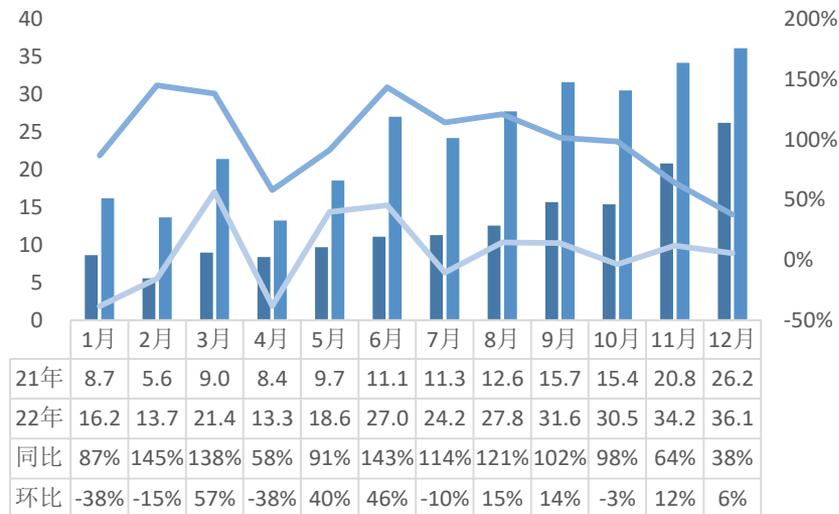
2、电池：国内电池企业全球份额进一步提升

- ◆ **12月国内装机电量36.1gwh，环比上升6%，铁锂占比68%，环比持平：**2022年12月动力电池装机电量36.1gwh，同比增长38%，环比上升6%。装机结构看，三元装机11.4gwh，同环比+3%/+3%，铁锂装机24.7gwh，同环比+64%/+7%，占比68%，环比持平。
- ◆ **12月国内动力电池产量52.5gwh，环比下降17%，铁锂占比65%：**2022年12月动力电池产量52.5gwh，同比增长66%，环比下降17%，其中三元产量18.5gwh，同环比+62%/-24%，铁锂产量33.9gwh，同环比+69%/-13%，占比65%，环比上升3pct。

图表：国内电动车月度电池产量 (gwh)



图表：国内电动车月度电池装机量 (gwh)



- ◆ **宁德时代装机份额环比略降，仍牢固占龙头地位。**根据动力电池产业联盟数据，2022年12月国内装机总量36.1GWh，宁德时代装机17.89gwh，同环比+23%/+3%，市占率49.56%，环比下降1pct，2022年1-12月累计装机142.02gwh，累计市占率48%。比亚迪位列第二，12月装机9.36gwh，同环比提升151%/5%，装机量占比25.93%，环比下降0.07pct。中创新航位列第三，12月装机1.85gwh，同比上升19%，环比-8%，装机量占比5.12%，环比下降0.71pct。

图表：2022年12月电池企业装机量 (GWh)

22年12月国内动力电池企业装车量前五名				22年1-12月国内动力电池企业装车量前五名			
序号	企业名称	装车量 (Gwh)	占比	序号	企业名称	装车量 (Gwh)	占比
1	宁德时代	17.89	49.6%	1	宁德时代	142.02	48.2%
2	比亚迪	9.36	25.9%	2	比亚迪	69.10	23.5%
3	中创新航	1.85	5.1%	3	中创新航	19.24	6.5%
4	欣旺达	1.40	3.9%	4	国轩高科	13.32	4.5%
5	国轩高科	1.31	3.6%	5	欣旺达	7.75	2.6%
6	亿纬锂能	1.27	3.5%	6	亿纬锂能	7.19	2.4%
7	孚能科技	0.78	2.2%	7	蜂巢能源	6.11	2.1%
8	瑞浦能源	0.48	1.3%	8	孚能科技	5.37	1.8%
9	蜂巢能源	0.46	1.3%	9	LG新能源	5.16	1.8%
10	LG新能源	0.25	0.7%	10	瑞浦能源	4.51	1.5%
11	力神	0.18	0.5%	11	捷威动力	2.42	0.8%
12	捷威动力	0.14	0.4%	12	塔菲尔	2.32	0.8%
13	鹏辉电源	0.10	0.3%	13	多氟多	1.62	0.5%
14	星恒电源	0.08	0.0%	14	力神	1.46	0.5%
15	塔菲尔	0.00	0.0%	15	鹏辉电源	1.09	0.4%

全球格局：宁德11月装机比例41%，稳居首位

- ◆ **11月宁德时代全球装机份额40.9%，稳居行业首位。** 2022年11月全球装机量合计57.2GWh，宁德时代装机量23.4GWh，同环比+83.4%/+29.3%，占比40.9%，环比上升3.2pct，排名第一。比亚迪装机量8.9GWh，占比15.6%，环比下降0.65pct，排名第二。LG全球装机量6.8GWh，占比11.9%，环比上升0.65pct，排名第三。
- ◆ **2022年1-11月宁德时代装机市占率提升，比亚迪、LG稳居第二第三：** 根据SNE数据，2022年1-11月宁德时代装机165.7gwh，市占率达37.1%，较21年同期上升5.3pct；比亚迪装机60.6gwh，市占率13.6%，位列第二；LG装机54.8gwh，市占率12.3%，位列第三；松下装机34.1gwh，市占率7.7%；SKI装机26.1gwh，市占率5.9%；三星SDI装机22.1gwh，市占率5.0%。

图表：2022年11月全球装机量前十企业及占比 (GWh) 图表：2022年1-11月全球装机量前十企业及占比 (GWh)

Top10	企业	装机量	同比	环比	占比
1	宁德时代	23.4	83.40%	29.28%	40.91%
2	比亚迪	8.9	147.60%	14.10%	15.56%
3	LG新能源	6.8	28.00%	25.93%	11.89%
4	松下	3.3	-2.50%	10.00%	5.77%
5	三星SDI	3	109.00%	25.00%	5.24%
6	SKI	2.5	22.70%	-3.85%	4.37%
7	中创新航	2.1	144.70%	0.00%	3.67%
8	国轩高科	1.4	77.30%	-6.67%	2.45%
9	欣旺达	1	110.50%	42.86%	1.75%
10	亿纬锂能	0.8	63.50%	33.33%	1.40%
前十总量		53.2			93.10%
全球总量		57.2			100.00%

Top10	企业	装机量	同比	占比
1	宁德时代	165.7	101.80%	37.10%
2	比亚迪	60.6	168.30%	13.59%
3	LG新能源	54.8	9.70%	12.29%
4	松下	34.1	4.70%	7.70%
5	SKI	26.1	72.00%	5.85%
6	三星SDI	22.1	74.90%	4.96%
7	中创新航	17.8	161.30%	3.99%
8	国轩高科	12.7	131.50%	2.85%
9	欣旺达	7.5	287.30%	1.68%
10	亿纬锂能	5.9	110.30%	1.30%
前十总量		407.3		91.30%
全球总量		446		100.00%

3、中游谈价基本结束，部分环节23Q1开启降价

表 各环节盈利趋势

环节	单吨投资	龙头历史盈利低点	22Q3盈利	22Q4盈利	23年初降价幅度	23年单位利润预期	23年盈利趋势	成本曲线
动力电池	3亿/gwh	0.01元/wh	0.07元/wh	0.08元/wh	0.03元/wh	0.08元/wh	稳中略生	陡峭，宁德、亿纬盈利，其余仍亏损
结构件	0.3亿/亿	净利率0%	净利润9%	净利润11%	-2%以内	净利率10%	维持	陡峭，科达利10%净利率，震裕2%，其余厂商基本亏损
隔膜	2亿/亿平	0.7元/平	0.9元/平	0.9元/平	0.1元/平以内	0.9元/平	维持	陡峭，但这两年差距有所缩小
电解液(含6f)	0.6亿/万吨	0.2万/吨	1.25万/吨	1.1万/吨	0.5万/吨	0.8万/吨	Q1将降至9k/吨，Q2小幅下降，底部确立，但反转需时间	陡峭，天赐电解液单吨成本较龙儿低4-5k/吨
负极(含石墨化)	2亿/万吨	0.7万/吨	1.3万/吨	1.1万/吨	0.4万/吨	0.8-0.9万/吨	Q1-Q2为盈利低点，Q3有望略反弹	高端领域成本差异小，低端领域差异陡峭，尚太单吨利润基本领先4-6k/吨
铁锂正极(含前驱体)	2亿/万吨	-0.2万/吨	1.1万/吨	0.9-1万/吨	0.5万/吨	0.5-0.7万/吨	Q1大幅下降，后年内逐季小幅下降，有2k/吨空间	略陡峭，液体及氨法工艺成本低2-3k/吨
三元正极	3-4亿/万吨	0.6万/吨	0.7万/吨	1.4万/吨	0.1-0.2万/吨	1-1.5万/吨	Q1-Q2库存收益完全挤出后，维持合理盈利	平缓，盈利差异来自客户结构及库存周期
铝箔	1.2亿/万吨	0.3万/吨	0.65万/吨	0.66万/吨	0.2万/吨	0.5万/吨	Q1略降，Q3新产能释放后，明显下降	陡峭，鼎胜较二线龙头单吨利润高0.3万/吨
铜箔	6亿/万吨	0.8万/吨	1万/吨	2万/吨	0.2万/吨	0.8-1万/吨	上半年逐季微降	平缓，盈利差异来自产品结构及费用管控能力
导电剂	2亿/万吨	0.6万/吨	0.9万/吨	0.9万/吨	0.2万/吨	0.8万/吨	上半年逐季微降	平缓，盈利差异来自产品结构

电池：车企预降价5-10%，碳酸锂和中游降本可cover

◆ **价格：除了碳酸联动部分之前，车企欲降价0.05元/wh，3月将谈价。**若按照22年全年碳酸锂均价50万/吨，Q4均价53万/吨，23Q1或为45万/吨，23年全年均价预计为43万/吨，对应23年碳酸锂降价10万/吨，叠加钴、镍资源价格下行，预计三元联动部分价格下降0.08元/wh（不考虑良率提升），铁锂对应单wh成本下降0.06元（不考虑良率）。非联动部分，车企欲降价0.05元/wh（再谈，未确定），若明确，叠加碳酸锂降价，则电池23年降价空间为0.1-0.13元/wh，按照50kwh单车带电量，对应成本下降5000-6500元。

三元NCM622	2022Q4: NCM622					2023: NCM622						
	单位用量 (/kwh)	单位	单位价格 (万)	单位成本 (元/wh)	单位成本 占比	单位用量	单位	单位价格 (万)	单位成本 (元/wh)	单位成本 占比	价格降幅 %	价格降幅 元wh
电芯原材料成本												
正极材料	1,584	t	37.3	0.52	71%	1,569	t	32.0	0.44	70%	-14%	(0.084)
-正极加工费	1,584	t	2.5	0.04	5%	1,569	t	2.3	0.03	4%	-8%	(0.003)
正极导电剂 (AB)	28	t	18.0	0.00	1%	28	t	17.1	0.00	1%	-5%	(0.000)
正极黏贴剂 (PVDF)	35	t	40.0	0.01	2%	35	t	25.0	0.01	1%	-38%	(0.005)
分散剂 (NMP)	7	t	4.0	0.00	0%	7	t	3.8	0.00	0%	-5%	(0.000)
正极集流体 (铝箔)	314	t	2.9	0.01	1%	314	t	2.7	0.01	1%	-7%	(0.001)
负极活性物质 (石墨)	927	t	4.71	0.04	5%	899	t	4.00	0.03	5%	-15%	(0.007)
负极粘结剂1(SBR)	39	t	15.48	0.01	1%	39	t	14.70	0.01	1%	-5%	(0.000)
负极粘结剂2 (CMC)	39	t	3.99	0.00	0%	39	t	3.79	0.00	0%	-5%	(0.000)
负极集流体 (铜箔)	314	t	10.69	0.03	4%	314	t	9.62	0.03	4%	-10%	(0.003)
电解液	922	t	5.94	0.05	7%	894	t	5.22	0.04	6%	-12%	(0.008)
隔膜 (湿法涂覆)	1,567	万m2	2.00	0.03	4%	1,520	万m2	1.90	0.03	4%	-5%	(0.002)
壳体&铜压膜及其他	1	套	0.04	0.04	5%	1	套	0.04	0.04	6%	-2%	(0.000)
电芯材料成本合计(元/wh)	0.74				100%	0.64				100%		(0.111)
其中，钴锂成本占比												
钴 (从金属含量口径)	202	t	33.00	0.06	8%	202	t	33.00	0.06	9%	0%	(0.000)
碳酸锂 (正极+电解液含量)	679	t	53.00	0.32	43%	679	t	43.00	0.26	41%	-19%	(0.064)
六氟磷酸铁锂	111	t	25.00	0.02	3%	107	t	20.50	0.02	3%	-18%	(0.005)
镍	575	t	18.00	0.09	12%	569	t	15.00	0.08	12%	-17%	(0.017)
BMS及高压线束、箱体			0.09		10%			0.09		11%		(0.002)
折旧(元/wh)			0.03		4%			0.03		4%		(0.000)
电费、人工费等(元/wh)			0.05		5%			0.05		6%		(0.001)
成本合计(元/wh)	0.91				100%	0.80				100%		(0.115)
合格率	96.5%					97.0%						
成本合计 (wh/元, 不含税)	0.94					0.83					-12%	(0.115)
-上游资源成本合计 (wh/元, 不含税)	0.50					0.41					-18%	(0.089)
-中游及制造成本合计 (wh/元, 不含税)	0.44					0.42					-6%	(0.025)
价格 (wh/元, 含税)	1.30					1.16					-11%	(0.142)
毛利率	18%					19.1%						
单wh毛利 (元/wh)	0.21					0.20						-0.011

电池：通过技术降本及一体化布局，预计盈利稳中有升

◆ **铁锂**：考虑良率提升0.02%，铁锂加工费及磷酸铁下降5k/吨，对应成本可下降0.011元/wh，其余幅度与三元相似，对应非联动部分成本下降0.04-0.05元/wh。若车企非联动部分，压价0.05元/wh（含税），对应电池单wh毛利基本稳定，但考虑规模化降低费率、同时一体化布局增加投资收益（碳酸锂自供），对应电池单wh利润稳中略微有0.01元/wh提升空间。嘉奖，则电池23年降价空间为0.1-0.13元/wh，按照50kwh单车带电量，对应成本下降5000-6500元。

◆ **盈利**：中游环节压价、制造效率提升，非资源成本预计可降价0.03-0.05元/wh，23年电池盈利稳中有升

磷酸铁锂	2022Q4: 铁锂					2023: 铁锂					价格降幅 %	价格降幅 元wh	
	单位用量 (/gwh)	单位	单位价格 (万)	单位成本 (元/wh)	单位成本 占比	单位用量 (/gwh)	单位	单位价格 (万)	单位成本 (元/wh)	单位成本 占比			
电芯原材料成本													
正极材料	1,980	t	16.9	0.30	52%	1,921	t	14.1	0.24	42%	-17%	(0.058)	
-正极加工费	1,980	t	1.0	0.02	2%	1,921	t	0.9	0.01	2%	-15%	(0.003)	
-磷酸铁	1,980	t	2.2	0.04	5%	1,921	t	1.8	0.03	4%	-18%	(0.008)	
正极导电剂 (AB)	30	t	18.00	0.00	1%	30	t	17.10	0.00	1%	-5%	(0.000)	
正极黏贴剂 (PVDF)	38	t	40	0.01	2%	38	t	25	0.01	1%	-38%	(0.005)	
分散剂 (NMP)	8	t	4.00	0.00	0%	8	t	3.80	0.00	0%	-5%	(0.000)	
正极集流体 (铝箔)	360	t	2.90	0.01	2%	360	t	2.70	0.01	1%	-7%	(0.001)	
负极活性物质 (石墨)	1,000	t	3.76	0.03	6%	970	t	2.98	0.03	4%	-21%	(0.008)	
负极粘结剂1(SBR)	40	t	20.00	0.01	1%	40	t	19.00	0.01	1%	-5%	(0.000)	
负极粘结剂2 (CMC)	40	t	4.90	0.00	0%	40	t	4.65	0.00	0%	-5%	(0.000)	
负极集流体 (铜箔)	750	t	11.3	0.07	13%	750	t	10.1	0.07	12%	-10%	(0.008)	
电解液	1,383	t	5.80	0.07	12%	1,341	t	4.68	0.06	10%	-19%	(0.016)	
隔膜 (湿法涂覆)	1,844	万m2	2.0	0.03	6%	1,807	万m2	2.0	0.03	6%	0%	(0.001)	
壳体&辊压膜及其他	1	套	0.0	0.04	7%	1	套	0.0	0.04	7%	-2%	(0.001)	
电芯材料成本合计(元/wh)	0.58				109%	0.49				91%	-16%	(0.097)	
碳酸锂 (正极+电解液含量)	520	t	53.00	0.28	48%	520	t	43.00	0.22	39%	-19%	(0.053)	
六氟磷酸铁锂	180	t	25.00	0.04	7%	180	t	20.50	0.03	6%	-18%	(0.007)	
BMS及高压线束、箱体	0.09				12%	0.08				11%	-2%	(0.002)	
折旧(元/wh)	0.03				4%	0.03				4%	0%	0.000	
电费、人工费等(元/wh)	0.05				7%	0.05				7%	-2%	(0.001)	
成本合计(元/wh)	0.75					0.65					-13%	(0.101)	
合格率	98.5%					98.8%							
成本合计 (元/wh), 不含税)	0.76					0.66					-13%	(0.102)	
-上游资源成本合计 (wh/元, 不含税)	0.30					0.24					-19%	(0.058)	
-中游及制造成本合计 (wh/元, 不含税)	0.46					0.42					-9%	(0.044)	
价格 (元/wh), 含税)	1.08					0.97					-11%	(0.118)	
毛利率	20.4%					22.6%							
单wh毛利 (元/wh)	0.20					0.19					-1%	(0.002)	

◆ **干法价格23Q2将再略微下降近0.01元/平，湿法价格基本稳定，部分基膜降0.01元/平。**国内干法基膜22Q3降价2毛至6毛/平，目前招标将再下降1毛至5毛/平，将于23Q2执行，主要由于厂商新产能成本进一步下降，预计干法隔膜利润基本为1毛+。湿法价格基本稳定，部分厂商招标，湿法季末价格下降1毛至1.3~1.4元/平，价格下降幅度6%。2H将再议价，但由于新厂商2H投产产能有限，整体价格基本稳定，考虑涂覆膜占比提升、新产线升级，我们预计盈利基本维持稳定。

表 隔膜价格走势 (元/平)

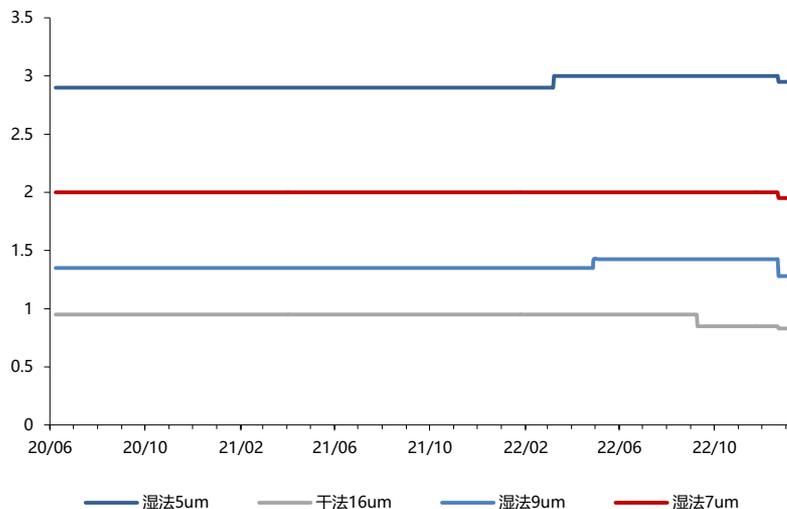


表 主流隔膜厂商产能梳理 (亿平)

	22Q4底E	23Q1底	23Q2底	22Q3底E	23Q4底E
上海恩捷	70	77	84	92	100
星源材质	27	30	33	37	41
中材锂膜	16	19	22	25	28
沧州明珠	4	5	5	7	7
合计	117	131	144	161	176

表 主流隔膜厂商单位利润变化

单平净利 (元/平)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
恩捷股份		1.86	1.33	1.04	0.75	0.85	0.90	0.91
星源材质		0.57	0.41	0.22	0.13	0.28	0.48	0.52

- ◆ **23年产品加工费基本稳定，龙头盈利水平预计维持。** Q3科达利新产能爬坡影响盈利水平，但规模效应下净利率维持平稳。结构件价格稳定，年降2%，竞争格局与市场份额稳定，龙头保持国内50%份额。后续随着产能爬坡后利用率提升，以及通过设备稼动率提升及规模效应降本，我们预计23年盈利水平稳中有升，龙头有望维持10%左右净利率。
- ◆ **海外工厂及4680项目开始起量，龙头公司收益。** 科达利现有欧洲三大基地已投产，客户宁德时代、三星、Northvolt、法国 ACC 等逐步放量，且其4680大圆柱结构件已获国内外大客户定点，2022Q4逐步开始起量，支撑公司在全球份额进一步提升。

图 科达利与震裕科技毛利率

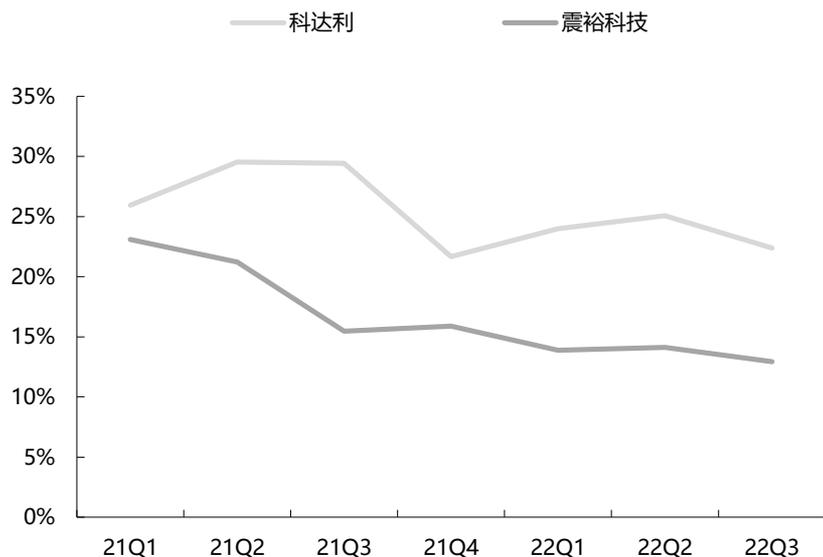
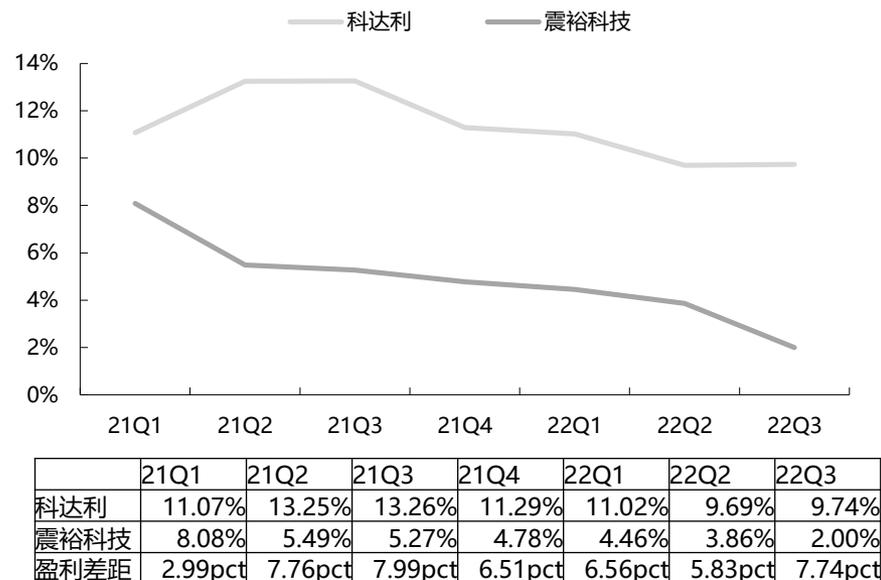


图 科达利与震裕科技净利率



	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
科达利	11.07%	13.25%	13.26%	11.29%	11.02%	9.69%	9.74%
震裕科技	8.08%	5.49%	5.27%	4.78%	4.46%	3.86%	2.00%
盈利差距	2.99pct	7.76pct	7.99pct	6.51pct	6.56pct	5.83pct	7.74pct

- ◆ **产品分层，23年价格较Q4下降4-8k，幅度10-30%，低端一步到位，中高端产品2H将再议价** 低端产品价格**20%+**，**基本见底**：22Q4低端负极已经降价3k左右，23年价格再降6-8k，目前报价2.8万/吨上下，价格基本见底，已充分考虑石墨化及原材料价格下行。中高端产品价格降幅较小，2H23视原材料价格再议价：22Q4中高端负极已经降价2k左右，1H23年价格再降4-6k，降价幅度10%，目前报价4-6万/吨。由于焦类价格23Q3或将上涨，因此2H23高端负极或再议价。

图 石墨化委外加工价格走势 (元/吨)

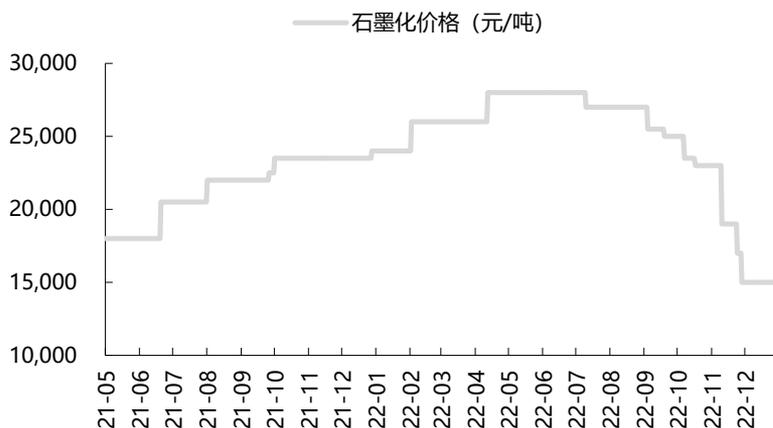


图 石墨化供需测算

	2020年	2021年	2022年E	2023年E
供给 (万吨)	48.6	58.8	87.0	178.2
需求 (万吨)	33.5	58.0	93.8	136.9
过剩 (万吨)	15.1	0.8	-6.7	41.3
产能利用率	69%	99%	108%	77%

- ◆ **价格下降更多来自石墨化价格及原材料价格回落，Q1基本见底石墨化价格已跌至底部：**石墨化价格22Q2为高点2.5-2.8万/吨，目前已跌1.5万/吨，低端产品已跌至1.2万/吨。Q4初以来，石墨化降价幅度近1万/吨。石墨化低端生产成本为0.6-0.8万/吨，高端为1-1.1万/吨，单吨石墨化利润已经降至0.2-0.3万/吨，基本降至合理水平。同时行业第三方石墨化厂商已大幅减产。后续价格下行空间较小。
- ◆ **23年单吨利润下行空间2k-5k，预计Q1单吨继续下行，Q2盈利见底：**由于负极价格降价0.6-1.2万/吨，Q4初以来石墨化降本0.6-1万/吨，焦类降本0.2万/吨，若按石墨化自供比例50%-100%，对应单吨利润下降2k-5k。对应龙头璞泰来Q4单吨利润已降至1.1万/吨，23年预计将降至0.8-0.9万；尚太23年单吨利润1.2万/吨+，预计22年单吨利润0.6-0.8万/吨。由于降价是Q1-Q2逐步执行，预计盈利低点为Q1-Q2。

图 负极盈利弹性测算

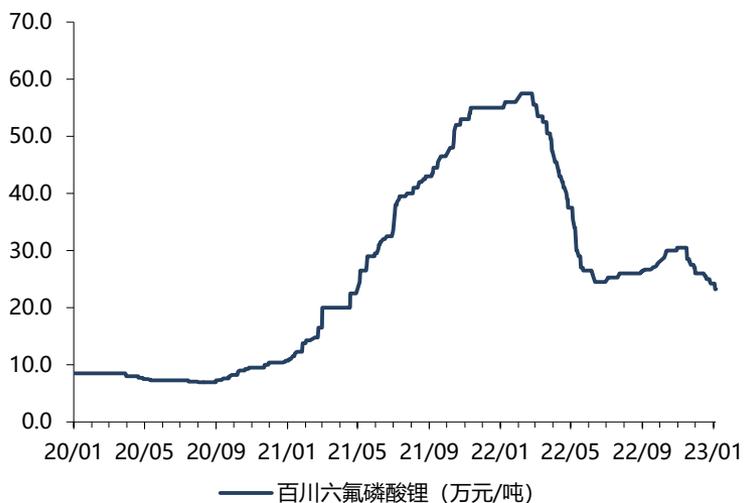
		石墨化自供比例						
		40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
22年单 吨利润- 万元	0.5	0.37	0.30	0.23	0.15	0.08	0.01	-0.06
	0.6	0.47	0.40	0.33	0.25	0.18	0.11	0.04
	0.7	0.57	0.50	0.43	0.35	0.28	0.21	0.14
	0.8	0.67	0.60	0.53	0.45	0.38	0.31	0.24
	0.9	0.77	0.70	0.63	0.55	0.48	0.41	0.34
	1	0.87	0.80	0.73	0.65	0.58	0.51	0.44
	1.1	0.97	0.90	0.83	0.75	0.68	0.61	0.54
	1.2	1.07	1.00	0.93	0.85	0.78	0.71	0.64
	1.3	1.17	1.10	1.03	0.95	0.88	0.81	0.74

表 主流负极单吨利润变化

环节	公司	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E
负极 (万元/吨)	璞泰来	1.52	1.63	1.42	0.98	1.02	1.14	1.19
	中科电气	-	0.53	0.54	0.85	0.62	0.53	0.52
	尚太科技	-	-	-	0.58	0.62	0.81	1.26
	杉杉股份	0.52	0.39	0.39	0.37	0.36	0.59	0.63

◆ 六氟报价20-21万左右，非锂部分价格跌至底部区间，三线厂商已不赚钱。2022年Q2起六氟价格大幅下跌至25万元/吨，9月小幅反弹至30万元/吨，22年11月五氯化磷价格下行，六氟价格下跌，12月末报价约24万元/吨，23年六氟加工费招标2-4万元/吨，国内较低报价为2.5万元/吨。在当前碳酸锂50万左右的价格，二线六氟厂商生产成本为17-20万元/吨，价格21万元/吨，三线厂商已不赚钱，行业开工率下降，尾部产能出清。

表：六氟磷酸锂价格走势（万元/吨）



表：六氟磷酸锂行业产能（吨）

公司	2021年底	2022年底	2023年底
多氟多	19,000	55,000	95,000
天赐材料	32,000	62,000	120,000
江苏新泰材料	8,240	13,500	23,500
永太科技	8,000	18,000	38,000
其他	37,000	6,000	8,000
合计	104,240	190,500	320,500

表：六氟成本拆分（万元/吨）

原材料	液体六氟龙头			传统固体六氟厂商			新进入固体六氟厂商				
	单吨用量 (吨)	单价 (万元/吨)	单吨成本 (万元/吨)	原材料	单吨用量 (吨)	单价 (万元/吨)	单吨成本 (万元/吨)	原材料	单吨用量 (吨)	单价 (万元/吨)	单吨成本 (万元/吨)
多聚磷酸	0.65	1.40	0.81	无水氟化氢	1.80	1.08	1.72	无水氟化氢	1.30	1.08	1.24
碳酸锂	0.25	60.00	13.27	碳酸锂	0.25	57.0	12.61	氟化锂	0.18	100.0	15.93
发烟硫酸	3.00	0.10	0.27	五氯化磷	1.70	0.95	1.43	五氯化磷	1.70	0.95	1.43
无水氟化氢	1.00	1.08	0.96	氢氧化钠	0.09	0.4	0.03	氢氧化钠	0.09	0.4	0.03
原材料成本 (万元)	13.5			原材料成本 (万元)	15.8			原材料成本 (万元)	18.6		
单位折旧 (万/吨)	0.2			单位折旧 (万/吨)	0.4			单位折旧 (万/吨)	0.6		
单位制造费用 (万/吨)	0.6			单位制造费用 (万/吨)	0.8			单位制造费用 (万/吨)	1.5		
单位员工费用 (万/吨)	0.4			单位员工费用 (万/吨)	0.4			单位员工费用 (万/吨)	0.6		
六氟成本合计	14.7			六氟成本合计	17.4			六氟成本合计	21.3		
收率	98%			收率	98%			收率	95%		
六氟实际成本合计(万元/吨, 不含税)	15.0			六氟实际成本合计(万元/吨, 不含税)	17.7			六氟实际成本合计(万元/吨, 不含税)	22.5		

- ◆ **23年电解液单吨利润天赐预计7-8k，新宙邦4-5k，预计Q1盈利见底。** 电解液环节利用主要来自原材料自供：天赐预计23年单吨利润7~9k/吨，下滑50%，其中六氟单吨利润3万/吨，对应贡献电解液单吨利润0.3~0.4万/吨；lifsi单吨利润10万，对应贡献电解液单吨利润0.3~0.4万/吨；电解液加工环节单吨利润近0.1万/吨。新宙邦23年预计电解液单吨利润4-5k，下滑60%，其中添加剂贡献2k/吨、溶剂1k/吨、电解液1k/吨。
- ◆ **盈利基本见底，底部盈利好于18-20年低点：** 18-20年底部区间，天赐单吨利润为0.2/0.3/0.5万/吨，而23年情况较当时好，一是天赐份额从25%提升至40%，二是公司规模化优势进一步提升、形成大化工供应，三是公司六氟自供比例提升、新型锂盐等贡献增量。新宙邦18-20年底部区间，单吨利润分别为0.25/0.23/0.35万，23年溶剂、添加剂等自供比例提升，盈利预期好于底部。

表：主流电解液企业利润变化（万元/吨）

环节	公司	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E
电解液 (万元/吨)	天赐材料	1.43	0.83	0.20	0.30	0.53	1.44	1.69
	新宙邦	0.58	0.45	0.25	0.23	0.35	0.97	1.02

表：主流电解液企业季度利润变化（万元/吨）

环节	公司	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1
电解液 (万元/吨)	天赐材料	1.45	1.80	1.20	1.85	1.80	1.27	1.10	0.80
	新宙邦	0.80	1.50	1.50	1.65	1.50	0.85	0.50	0.50

- ◆ **加工费及磷酸铁合计1H23降价5k，纯加工费Q1基本见底。**铁锂正极纯加工费22Q1高点1.6万/吨，逐季下降1-2k/吨，22Q4为1万左右，23年再降1-2k，目前加工费8-9k/吨，基本至底部区间。磷酸铁价格21Q4高点2.7万/吨，逐季震荡小幅下行，22Q4为2.2万左右，1H23年降3-4k，报价1.8万/吨左右。
- ◆ **预计铁锂1H23年单吨利润0.6-0.8万/吨，2H再降1-2k，至0.5-0.7万/吨，较23年平均下降40~50%。**22年铁锂正极公司单吨利润平均1-1.5万（加工费上涨+库存收益），其中Q3单吨利润已经下降至0.9-1.1万，预计Q4小幅下降，由于1H23非碳酸锂部分价格下降5k，预计1H23单吨利润为0.6-0.8万/吨，2H23磷酸铁价格仍有下浮下降空间，一体化厂商单吨利润或再小幅下降1-2k，至0.5-0.7万/吨。

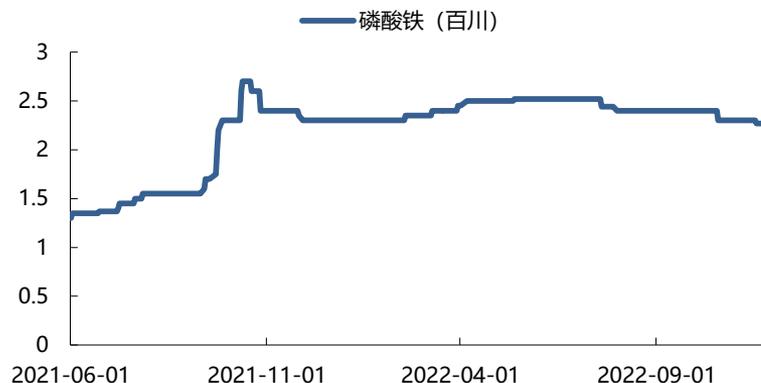
表 磷酸铁供给与需求测算

	2021年	2022年E	2023年E
供给 (万吨)	29.4	73.5	147.6
需求 (万吨)	30.4	72.9	109.1
过剩 (万吨)	-1.0	0.6	38.5
产能利用率	103%	99%	74%

表 磷酸铁锂供给与需求测算

	2019年	2020年	2021年	2022年E	2023年E
供给 (万吨)	11.7	24.1	43.5	107.1	199.7
需求 (万吨)	9.0	13.3	42.1	108.6	177.6
过剩 (万吨)	2.7	10.8	1.4	-1.5	22.1
产能利用率	77%	55%	97%	101%	89%

图 磷酸铁价格走势 (万元/吨)



- ◆ **加工费变化：**加工费年降5-10%，对应下降1-2k/吨三元为成本加成定价方式，原材料采用m定价方式。加工费已在较低水平，高镍2.8万/吨上下，中镍2.4万/吨上下，过去几年平稳年降5-10%，预计23年也将下降5-10%，加工费下降1-2k/吨。
- ◆ **单吨利润：**下降幅度更多来自原材料库存收益影响消除，各家差异较大，23年主流为1-1.5万/吨，下降15-40%，基本Q1-Q2见底21Q4三元正极公司受益于碳酸锂低价库存，单吨开始提升至1.5-2万/吨，22Q1-22Q2进一步提升至平均3万/吨，Q3-Q4有所回落，但基本维持2万/吨以上（不同公司有所差异，当升3.5-4万，容百已回落至1.4万/吨）。23Q1将进一步回落至合理水平，对应单吨利润1-1.5万/吨，中镍1万左右，高镍1.3万左右（个别海外客户占比高公司盈利更好）。三元正极单吨投资3-4万，回收周期3-4年，基本为合理水平。对应三元正极公司单吨利润23年下滑幅度15-40%。

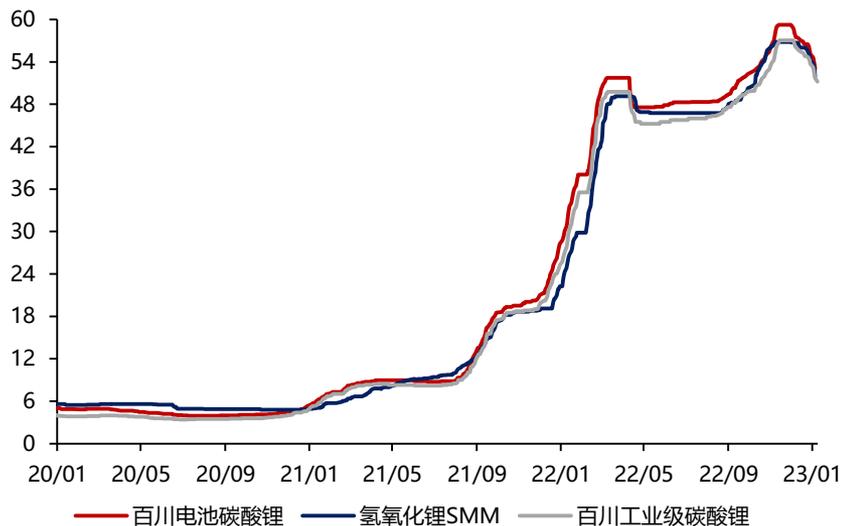
表 主流三元正极单吨利润变化

环节	公司	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E
三元正极 (万元/吨)	当升科技	-	-	2.06	1.93	0.73	1.43	3.28
	容百科技	-	1.34	1.82	1.29	0.60	1.65	1.59
	振华新材	-	1.16	0.44	0.19	-1.88	1.21	2.54
	长远锂科	-	-	-	-	0.55	1.52	2.11

表 主流三元正极单吨利润变化

环节	公司	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1
三元正极 (万元/吨)	当升科技	1.55	1.60	1.99	2.30	3.90	3.92	3.92	3.00
	容百科技	1.37	1.37	1.92	1.60	2.45	0.78	1.42	1.30
	振华新材	-	-	1.63	3.00	3.00	2.36	2.00	1.50
	长远锂科	1.93	1.54	1.74	1.85	3.00	2.00	1.80	1.30

图 碳酸锂价格走势 (万/吨)

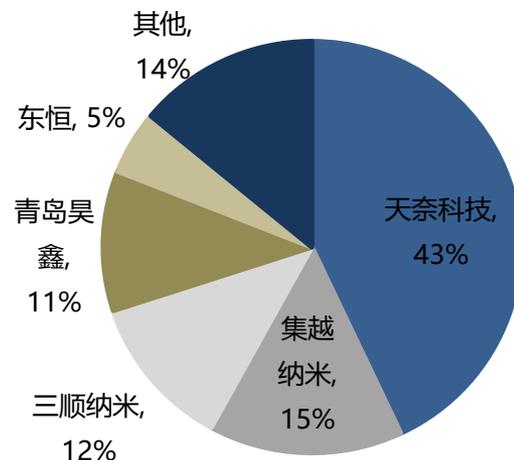


- ◆ 22年中低端电池放量，碳管增速平稳，但随着高镍三元+硅碳负极+锰铁锂新技术放量，看好后续渗透率提升。22年铁锂电池份额大幅提升，碳管渗透率下降，龙头22年增速50%左右，低于行业增速。23年随着4680放量，单壁碳纳米管有望放量。
- ◆ 一代已至底部，23年价格下降幅度10%：不同客户价格有所差异，B在22Q3一代产品招标已压的极低，23年降幅较小，下降2k/吨，实际价格1.6-2万/吨，小厂基本微利。
- ◆ 二代产品价格下降7-8%，整体稳定：二代产品价格降价幅度2k/吨左右，实际报价为2.5-3万/吨。龙头22年单吨利润0.9万/吨，预计23年降将至0.8万/吨。

表：主要导电剂厂商产能规划

公司	2021年底产能	2022年底产能	2023年底产能	总规划产能	电池企业配套关系
天奈科技	5万吨碳纳米管浆料	10万吨碳纳米管浆料	15万吨碳纳米管浆料	24万吨碳纳米管浆料	宁德时代 (20%)、比亚迪 (17-18%)、中创新航 (10%)、松下 (CNT独家认证)
道氏技术 (青岛昊鑫)	2.5万吨碳纳米管浆料	4万吨碳纳米管浆料	10万吨碳纳米管浆料	13万吨碳纳米管浆料	比亚迪、国轩高科、安驰新能源
黑猫股份	1万吨导电炭黑	1万吨导电炭黑+500吨碳纳米管粉体	5万吨导电炭黑+500吨碳纳米管粉体	5000吨碳纳米管粉体	
卡博特 (三顺纳米)	1.3万吨碳纳米管浆料	1.3万吨碳纳米管浆料	6.3万吨碳纳米管浆料		SDI、卓能、天劲、比克等
捷邦科技				5000吨碳纳米管和3.6万吨CNT导电浆料	
LG	1700吨碳纳米管粉体	1700吨碳纳米管粉体	2900吨碳纳米管粉体	6100吨碳纳米管粉体	

图：2021年国内CNT导电浆料市场格局



- ◆ **电池铝箔供需紧平衡将维持至2023年H2，加工费短期基本稳定，预计年中下降：**铝箔23Q1龙头电池企业价格基本稳定，部分电池企业降价1k，降5%，报价1.8-2万/吨，此前低点报价1.5-1.7万/吨。23年中龙头及二线产能释放，加工费有压缩空间。
- ◆ **新投产能在23-24年逐渐落地，23年H2行业供给紧张缓解。**鼎胜新材扩产20万吨预计23年初投产，万顺新材3.2万吨、华北铝业6万吨、天山铝业2万吨预计22年底前投产，预计23年年中达产后供需紧张情况将缓解。

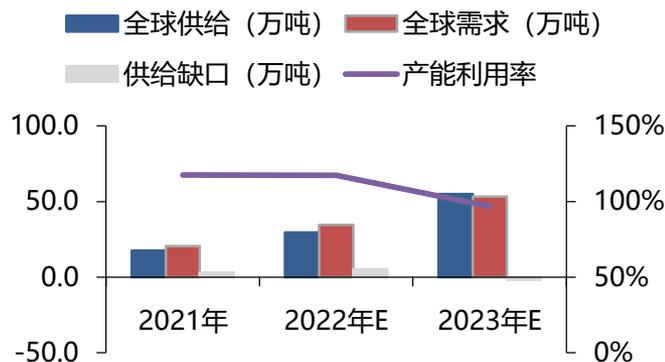
表 铝箔公司扩产计划

	公司名称	项目名称	产能 (万吨)	建设周期 (月)	开始时间	预计投产时间	
老玩家	鼎胜新材	年产 80 万吨电池箔及配套坯料项目	20.0	36	2022年8月	2023年初	
	万顺新材	年产 7.2 万吨高精度电子铝箔生产项目 (二期)	3.2	28	2021年	2023年	
		年产 10 万吨动力及储能电池箔项目	10.0	24	规划中	2024年底	
	东阳光	年产 10 万吨低碳高端电池铝箔项目 (一期)	5.0	36	2022年1月	2023年底	
		年产 10 万吨低碳高端电池铝箔项目 (二期)	5.0	36	2023年	2025年底	
	常铝股份	3 万吨动力电池专用铝箔项目	3.0	24	2022年Q1	2024年	
	华北铝业	年产 6 万吨新能源电池箔项目	6.0	24	2021年3月	2022年底	
	永杰新材	年产 4.5 万吨锂电池高精铝板带箔技改项目	4.5				
	新进入者	众源新材	年产 5 万吨电池箔生产制造项目 (一期)	2.5	24	2022年3月	2024年
			年产 5 万吨电池箔生产制造项目 (二期)	2.5			
天山铝业		2 万吨动力电池铝箔技改项目	2.0		2022年7月	2022年底	
		年产 20 万吨电池铝箔项目	20.0		2022年7月	2024年初	
龙鼎铝业		年产 10 万吨双零箔/电池箔项目及再生资源项目	10.0		2022年3月		
优箔良材		租赁首龙铝业两台轧机，计划新上 3 台	0.8				
神火股份		神隆宝鼎高端双零铝箔项目 (二期)	6.0		2022 年 1 月	2023年	
丽岛新材	年产8.6万吨新能源电池集流体材料等新型铝材项目 (一期)	4.0					
合计			103.5				

表 电池铝箔厂商有效产能 (万吨)

	2021	2022E	同比	2023E	同比
鼎胜新材	5.5	12.0	118%	25	108%
华北铝业	3.0	3.5	17%	6	71%
南山铝业	2.0	2.5	25%	3	20%
万顺新材	-	1.5	-	4	167%
神火股份	-	1.0	-	3	200%
永杰新材	1.0	1.0	0%	2	100%
厦门厦顺	1.0	2.0	100%	2	0%
天山铝业	-	-	-	2	-
国内其他	1.0	2.0	100%	4	100%
海外其他	4.0	4.0	0%	4	0%
合计	17.5	29.5	69%	55	86%

图 电池铝箔供需格局



- ◆ **加工费底部小幅下降，盈利有望基本维持稳定：**22Q2~Q3铜箔加工费大幅下降1万/吨，Q4以来加工费下浮下降，6um从3.8万降至3.5万/吨。由于23年整体仍过剩，预计价格仍将小幅走低。盈利看，龙头Q3-4单吨利润已跌至1万/吨，设备回收周期需7年，预计今年有望基本维持稳定。
- ◆ **铜箔设备实现国产化后，预计加工费仍存在一定下降空间。**铜箔单万吨投资5-7亿元，单位折旧约1亿元/万吨，使用国产化设备单万吨铜箔投资预计下降1-2亿元，一次设备实现国产化后的加工费还存在约2000元下降空间。

图 8um铜箔加工费、6um铜箔加工费下降

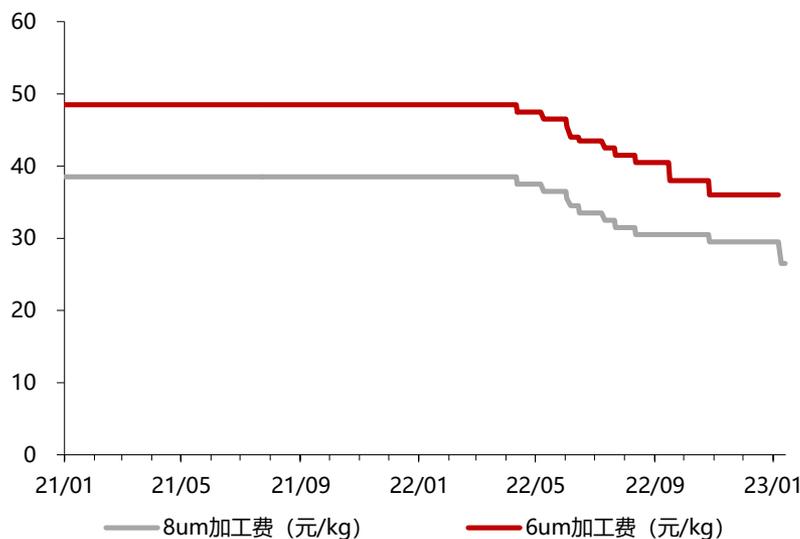


表 我们对全球锂电铜箔供需测算

	2020年	2021年	2022E	2023E
国内供给 (万吨)	19.7	31.3	58.8	97.5
国内需求 (万吨)	12.5	22.3	39.2	54.7
过剩 (万吨)	7.2	8.9	19.6	42.8
全球供给 (万吨)	28.5	44.4	77.4	118.6
全球需求 (万吨)	21.9	39.8	65.9	100.4
过剩 (万吨)	6.6	4.6	11.5	18.1
产能利用率	77%	90%	85%	85%

4、行业龙头公司信息跟踪

- ◆ **预计22Q4整体出货达105-110GWh，环增20%左右，盈利进一步提升，23年维持50%增长。** 22全年电池出货预计超300GWh，同比+120%，23年出货有望达450GWh，同增50%。其中，预计动力电池22Q4出货85GWh，环比+20%，22全年出货近250GWh，同比+110%。份额方面，前11月宁德全球装机166GWh，份额37.1%，同比+5pct，预计全年装机近195GWh；前11月宁德国内全年装机142GWh，份额48%，同比-4pct；海外装机超50GWh，海外市占率20-25%，其中欧洲市场份额近30%。预计23年宁德动力将保持40%+增长至350GWh，全球份额37%+。盈利方面，我们预计22Q4动力电池毛利率环比+1pct至18%，价格基本保持稳定，单Wh利润0.08元，全年动力电池单Wh利润0.6元。预计23年除资源端价格下降让利给车企外，中游环节可降价5%，而公司依靠碳酸锂自供比例提升8万吨+（新增3万吨+），叠加规模化降本，单Wh利润提升0.01~0.02元/Wh，预计23年利润0.07元/Wh+。
- ◆ **预计22Q4储能出货20-25GWh，盈利大幅恢复，23年有望翻倍。** 我们预计22Q4储能出货20-25GWh，环比+20%~30%，全年出货预计约55GWh（户储5GWh，国内大储10GWh，海外大储40GWh），预计23年出货100GWh（户储10GWh），全球市占率提升至38%+。由于公司22Q3起新签项目毛利率恢复至20%，我们预计22Q4公司储能毛利率19%左右，环比提升4pct，单Wh利润0.1元，全年0.04元/wh。我们预计23年恢复至20%毛利率，利润维持0.1元/Wh。
- ◆ **预计材料业务环比+10%，其他收入基本稳定。** 预计公司22Q4材料业务全年收入370亿元+，同比+140%，利润约32亿；预计公司22Q4其他收入环比持平微增，全年收入160亿元+，同比增长65%+。
- ◆ **盈利预测与投资评级：** 基于公司海外市占率快速提升，我们上修公司2022年归母净利润预测至307亿元（原预测302亿元），同比增长92%，维持2023-2024年归母净利润预测483/655亿元，同比增长58%/36%。考虑到公司作为行业龙头，竞争优势显著，叠加明年储能业务高增，我们给予公司目标价712元，“买入”评级。
- ◆ **风险提示：** 电动车销量不及预期。

表：宁德时代分季度业绩拆分情况（百万元）

利润拆分	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22
1.动力电池					
收入（百万）	40,416	36,361	42,781	64,546	75,816
净利润（百万）	4,340	-198	3,372	4,884	6,770
2.储能电池					
收入（百万）	7,502	4,287	8,449	17,034	21,463
净利润（百万）	883	-170	-209	889	2,078
3.锂电材料					
收入（百万）	6,000	5,400	8,269	11,329	12,462
净利润（百万）	1,071	431	745	900	1,089
4.其他					
收入（百万）	3,076	2,630	4,793	4,460	4,460
净利润（百万）	1,678	1,295	2,649	2,767	2,780
合计					
收入（百万）	56,994	48,678	64,293	97,369	114,200
归母净利（百万）	8,180	1,493	6,675	9,424	13,032
扣非归母净利（百万）	6,839	977	6,074	8,987	12,177

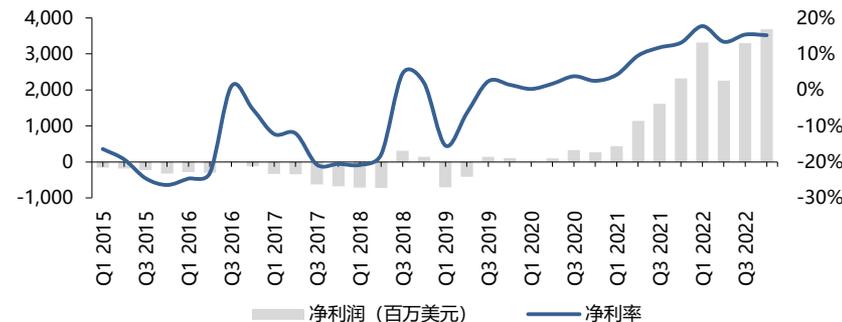
特斯拉：营收利润均创新高，23年目标180万辆

- ◆ **ASP下降影响下，Q4营业利润率环比下滑。** 公司22年营收815亿美元，同增51%，GAAP净利润126亿美元，同增128%，非GAAP净利润141亿美元，同增85%，营业利润率16.8%创新高，同+5pct；其中22Q4营收243.2亿美元，同环比增37%/13%，GAAP净利润37亿美元，同环+59%/12%；非GAAP净利润41亿美元，同环+44%/13%，营业利润率16%，环比-1.2pct，主要由于降价导致ASP下降（10月底国产特斯拉降价1.4-3.8万元，美国增加3750-7500美金税收抵免优惠）、原材料上涨（锂价上涨）及汇兑损失（3亿美金）。
- ◆ **降价影响下汽车业务毛利率环降2pct，储能业务创纪录增长。** 1) 汽车业务2022Q4收入213亿美元，其中汽车销售207亿美元，同比增长35%，环比增长15%，毛利率下降至25.46%，同环比-4.86pct/-2.05pct，扣除积分收入影响后（收入4.7亿，同环比+49%/+63%），毛利率23.74%，同比下降5.12pct，环比下降2.61pct；Q4毛利率下行系降价及原材料成本上涨影响。2) 租赁业务收入6.0亿美元，同环比-4%/-3%，毛利率41.7%。3) 储能业务收入13.1亿美元，同环比+90%/+17%，储能业务毛利率12.2%，同环比+19.6/+2.9pct，其中储能装机2462MWh，太阳能装机100MW。22年储能电池装机6.5gwh，同比+64%，实现创纪录增长，后续将增加Megapack的生产，预计增速快于名义产量。4) 服务相关业务收入（售后车辆服务等业务）17亿美元，同环比+60%/+3%，毛利率5.9%，同环比+4.4/+1.9pct。
- ◆ **FSD开始贡献增量，递延收入同环比提升。** 公司已向40万购买FSD的美国及加拿大客户发布了FSD Beta，Q4新确认3.24亿美金收入，且随着软件更新，后续有10亿美金以上收入有望陆续确认。

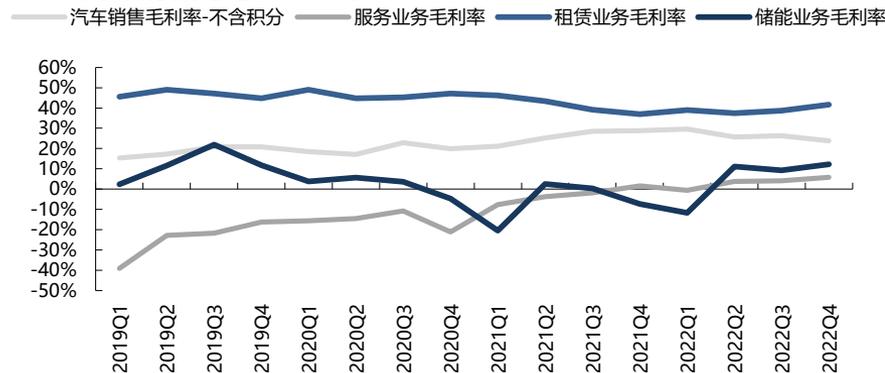
表：特斯拉分业务收入和毛利率情况（分季度）

	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4		
汽车销售	收入 (亿美元)	153.4	161.9	140.1	180.7	207.0	
	同比	73%	86%	42%	55%	35%	
	环比	31%	6%	-13%	29%	15%	
	收入占比	87%	86%	83%	84%	85%	
	成本 (亿美元)	106.9	109.1	101.5	131.0	154.3	
	毛利 (亿美元)	46.5	52.8	38.6	49.7	52.7	
	毛利率	30.31%	32.60%	27.55%	27.51%	25.46%	
	汽车监管积分收入 (亿美元)	3.14	6.79	3.44	2.86	4.67	
	收入-不含积分 (亿美元)	150.3	155.1	136.7	177.9	202.3	
	同比	74%	89%	44%	56%	35%	
	毛利-不含积分 (亿美元)	43.4	46.0	35.2	46.9	48.0	
	毛利率-不含积分	28.86%	29.65%	25.73%	26.35%	23.74%	
	产量合计 (万辆)	30.6	30.5	25.9	36.6	44.0	
	销量合计 (万辆)	30.9	31.0	25.5	34.4	40.5	
	服务及其他收入	同比	71%	68%	27%	42%	31%
租赁销量		1.6	1.2	0.9	1.1	1.5	
销量合计 (万辆)		29.2	29.8	24.5	33.3	39.0	
均价 (万美元/辆)		5.1	5.2	5.6	5.3	5.2	
平均毛利 (万美元/辆)		1.4	1.5	1.4	1.4	1.2	
平均毛利-不含积分		27.35%	28.49%	24.80%	25.50%	22.86%	
平均成本 (万美元/辆)		3.5	3.5	4.0	3.8	3.8	
收入 (亿美元)		10.6	12.8	14.7	16.5	17.0	
同比		57%	43%	54%	84%	60%	
收入占比		6%	7%	9%	8%	7%	
成本 (亿美元)		10.5	12.9	14.1	15.8	16.0	
毛利		1.5%	-0.5%	3.8%	4.0%	5.9%	
毛利率		6.3	6.7	5.9	6.2	6.0	
汽车租赁		同比	124%	125%	77%	61%	-4%
		收入占比	4%	3%	3%	3%	2%
	成本 (亿美元)	4.0	4.1	3.7	3.8	3.5	
	毛利	36.9%	38.9%	37.4%	38.6%	41.7%	
	收入 (亿美元)	6.9	6.2	8.7	11.2	13.1	
	同比	-9%	25%	8%	39%	90%	
	收入占比	4%	3%	5%	5%	5%	
	成本 (亿美元)	7.4	6.9	7.7	10.1	11.5	
	毛利	-7.4%	-11.7%	11.2%	9.3%	12.2%	
	太阳能装机 (MW)	85	48	106	94	100	
	储能装机 (MWh)	978	846	1133	2100	2462	
	收入 (亿美元)	177.2	187.6	169.3	214.5	243.2	
	同比	65%	81%	42%	56%	37%	
	成本 (亿美元)	129	133	127	161	185	
	毛利	27.35%	29.11%	25.00%	25.07%	23.93%	
净利润 (Non-GAAP, 亿美元)	28.8	37.4	26.2	36.5	41.4		
自由现金流 (亿美元)	27.8	22.3	6.2	33.0	14.2		

图：特斯拉季度净利润和净利率（单位：百万美元）



图：特斯拉分业务毛利率情况



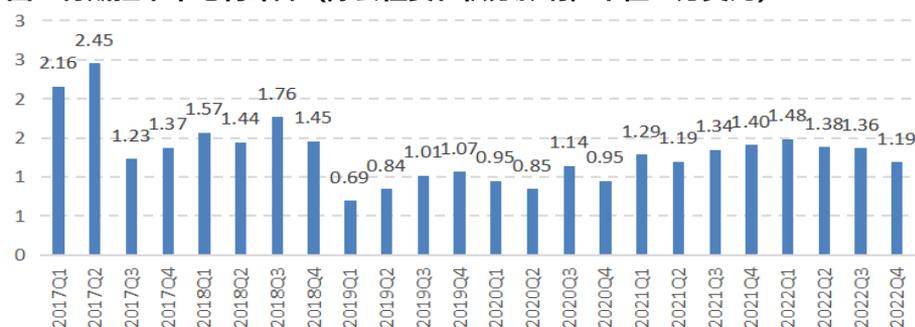
特斯拉：营收利润均创新高，23年目标180万辆

- ◆ **22Q4汽车交付同环比增长，单车毛利环降13%。**公司22年交付131万辆，同+40%，其中22Q4交付40.5万辆，同环+31%/18%。其中，Model 3/Y交付38.8万辆，同环比+30.7%/+19.4%；Model S/X合计销1.71万辆，同环比+45.7%/-8.2%。Q4产量43.97万辆，同环比+43.8%/+20.2%，当季库存增加34423辆（含发出未交付），实际在手库存增加，累计库存72784辆。22Q4汽车销售收入207亿美元，同环比+35%/15%（不含积分收入4.67亿），汽车销售毛利率24%，同环比-5.1/2.6pct，22年全年汽车销售收入672亿美元，毛利率26%。22Q4单车价格5.2万美金，环-3%，单车成本4万美金，环比微增，单车毛利1.2万美金，环比-13%。看23年，23Q1ASP仍在下行通道，全年看单车成本仍有下降空间，汽车业务毛利率预计好于市场预期（市场预期ASP 4.7万美金，毛利率20%以下）。
- ◆ **降价驱动订单爆发，23年销量目标180万辆+，同增37%+。**我们预计公司22年底产能预计达4万辆/周，其中弗里蒙特工厂年产能65万辆，其中M3/Y年产能55万辆，MS/X年产能10万辆；上海工厂年产能超75万辆；德州工厂、柏林工厂MY产能均超3000辆/周，4680电池爬坡至1000个pack/周，且新增100GWh产能规划。新车型方面，Semi于22年12月生产交付，Cybertruck预计23年中开始生产，下一代汽车平台研发中。随着三大洲产能释放及新车型开启交付，我们预计公司23年销量有望达180万辆+，同+37%+，维持长期50%复合增速目标不变；特斯拉1月全球降价后订单暴涨，当前订单几乎是生产速度的两倍，预计23年乐观可达到200万辆。

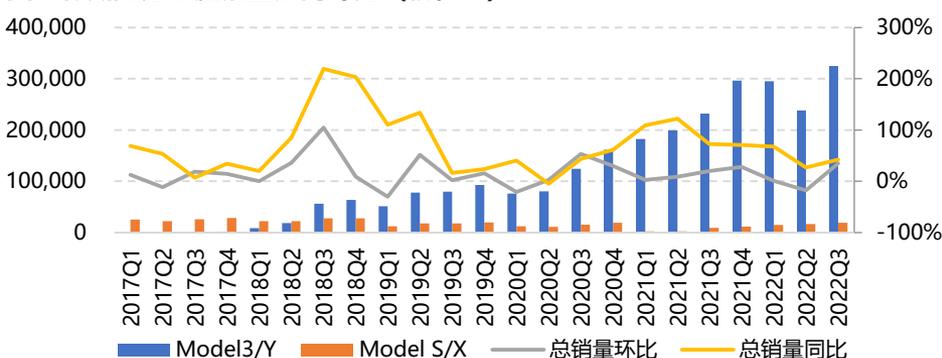
表：特斯拉销量明细（辆）

销量：辆	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2022年
Model3/Y	296,884	295,324	238,533	325,158	388,131	1,247,146
-环比	27.9%	-0.5%	-19.2%	36.3%	19.4%	-
-同比	83.6%	61.5%	19.6%	40.1%	30.7%	36.9%
Model S/X	11,766	14,724	16,162	18,672	17,147	66,705
-环比	26.7%	25.1%	9.8%	15.5%	-8.2%	-
-同比	-38.0%	625.3%	752.9%	101.0%	45.7%	167.0%
销量总计	308,650	310,048	254,695	343,830	405,278	1,313,851
总销量环比	27.9%	0.5%	-17.9%	35.0%	17.9%	-
总销量同比	70.8%	67.7%	26.5%	42.4%	31.3%	40.3%
产量：辆	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2022年
Model3/Y	292,731	291,189	242,169	345,988	419,088	1,298,434
-环比	27.9%	-0.5%	-16.8%	42.9%	21.1%	-
-同比	78.9%	61.5%	18.7%	51.2%	43.2%	43.3%
Model S/X	13,109	14,218	16,411	19,935	20,613	71,177
-环比	46.6%	8.5%	15.4%	21.5%	3.4%	-
-同比	-18.6%	-	601.3%	123.0%	57.2%	191.8%
产量总计	305,840	305,407	258,580	365,923	439,701	1,369,611
总产量环比	28.6%	-0.1%	-15.3%	41.5%	20.2%	-
总产量同比	70.1%	69.4%	25.3%	53.9%	43.8%	47.2%
库存：辆	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2022年
Model3/Y	-4,153	-4,135	3,636	20,830	30,957	51,288
-环比	29.0%	0.4%	187.9%	472.9%	48.6%	-
-同比	312.0%	-69.3%	-22.2%	746.9%	845.4%	1097.2%
Model S/X	1,343	-506	249	1,263	3,466	4,472
-环比	-485.9%	-137.7%	149.2%	407.2%	174.4%	-
-同比	146.8%	75.0%	-44.0%	462.9%	-158.1%	871.0%
库存总计	-2,810	-4,641	3,885	22,093	34,423	55,760
库存存环比	-14.2%	-27.3%	31.4%	135.8%	89.7%	-
总库存同比	-23.9%	-32.3%	-30.5%	93.4%	327.5%	29.0%

图：特斯拉单车毛利环降（除去租赁和积分影响，单位：万美元）



图：特斯拉分季度销量及同环比（辆，%）



LGES: 四季度收入新高, 23年收入预计25-30%增长

- ◆ **LG ES四季度收入新高, 23年收入预计25-30%增长, 利润率预计高于22年。** 22年公司总收入达25.6万亿韩元(折1411亿元, 1/27汇率, 下同), 同+43%, 源于出货量增加与单价提升; 其中单Q4收入达8.5万亿韩元(折471亿元), 同/环+92%/+12%, 虽销量不及预期, 但仍创单季度新高。营业利润率来看, 公司全年利润率达4.7%, 同+0.4pct, 产能利用率提升、良好成本控制下利润维持稳定; 单Q4营业利润率达2.8%, 源于激励费用提升, 剔除影响后与Q3持平。看23年, 公司收入目标同增25%-30%, 其中23Q1预计与22Q4持平, 利润率来看, 23年实现中高个位数水平, 23Q1预计高于22年全年水平。
- ◆ **LG对海外市场预期好于市场, 加大美国产能布局。** 公司预计23年全球电池市场需求达890GWh, 同增33%, 其中动力/储能/IT与其他分别增长38%/30%/12%, 动力市场实现38%增速主要受益于美国60%+的高增长, 此外欧洲/中国预计增长40%/20%, 全球增速及欧洲市场增速预测均好于当前市场预期, 公司加大产能布局, 22年底产能200GWh, 23年欧洲主要扩张波兰产能, 亚洲则在中国扩产, 北美GM JV工厂23年目标建成40GWh产能, 年底投产, 23年底欧洲产能预计达90GWh, 中国预计155GWh, 美国预计55GWh, 23年底预计增100GWh至300GWh, 25年年底规划540GWh。此外LG预计23年储能需求全球/欧洲增长30%/50%, 户储在美国和欧洲预计40%增长。

图: LG收入及盈利水平 (亿元, 1/27汇率)

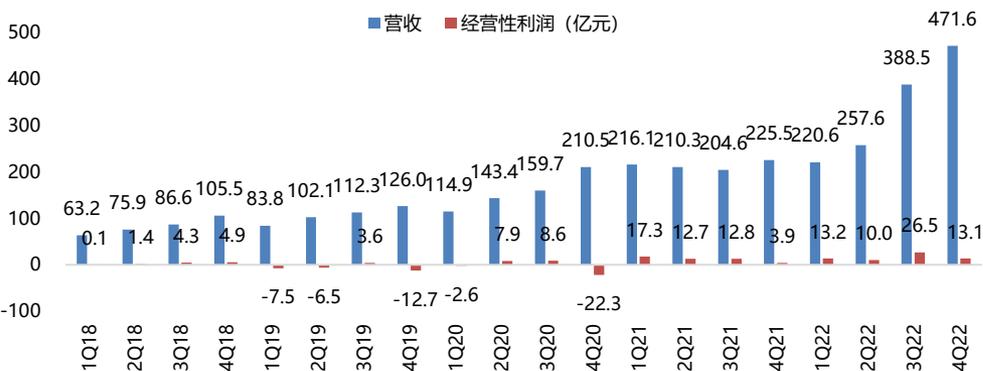


图: LG产能扩张规划

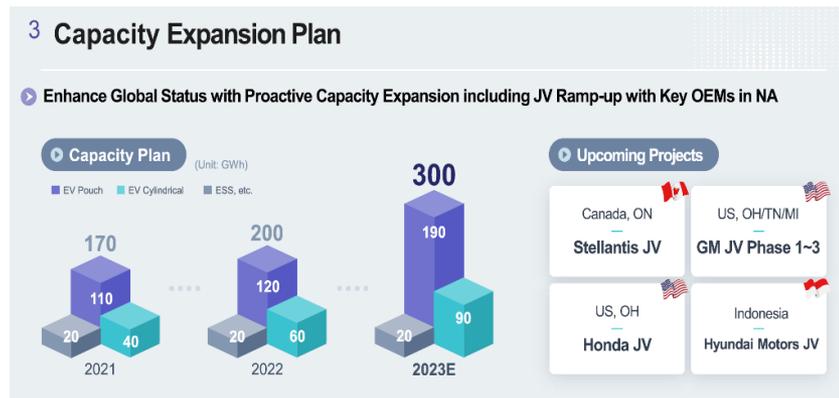
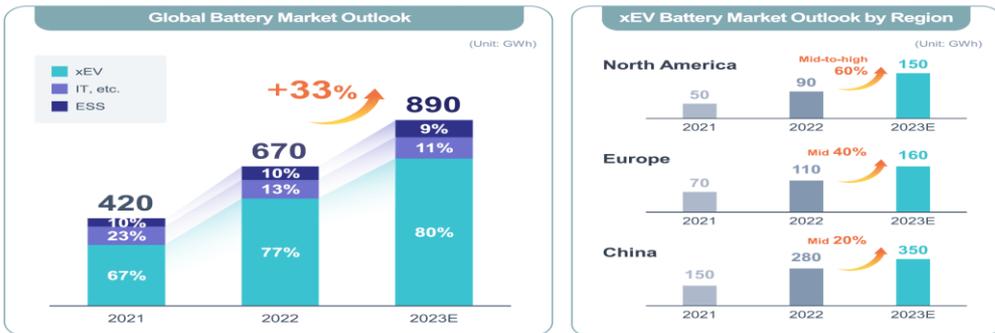


图: LG对电动车市场增速预期 (GWh)



- ◆ **浦项化学绑定福特、通用进军北美市场、远期产能规划庞大。**浦项化学与通用在加拿大成立了合资企业Ultium CAM，从2025年起8年内向通用和LG的电池合资公司供应年产3万吨的正极，并已与通用签署协议，供应价值约13.77万亿韩元的正极，此外浦项化学计划向福特和SK On的电池合资公司Blue Oval SK供应正极。浦项22年年底产能为10.5万吨，25年产能规划34万吨，30年规划61万吨，远期规划庞大。
- ◆ **公司先后与大客户签订80万吨+供货协议，支撑后续增长。**公司此前已与孚能科技/容百科技/当升科技签订《战略合作协议》，分别约定在22年至25年前驱体采购量不低于16.15万、18万吨、30-35万吨；并与特斯拉签订供货框架协议，于2022年7月-2025年12月供应前驱体，本次公司签订23年至25年17.5万吨供货协议，共计80万吨以上，支撑公司后续销量增长。
- ◆ **预计23年前驱体出货20万吨、同比实现高增长。**我们预计公司22年前驱体出货10万吨，同增70%；考虑23年海外需求恢复，且浦项订单逐步释放，我们预计公司23年前驱体出货20万吨左右，同比翻倍增长。盈利方面，我们预计22年单吨利润0.5万元，23年有望维持稳定。
- ◆ **钴价企稳后减值压力明显减小，预计23年镍冶炼及碳酸锂利润增量明显。**由于2022年钴价持续下跌，公司Q1-Q3钴产品形成较大幅度亏损，Q4钴价企稳后我们预计公司减值压力明显减小。镍冶炼方面，公司华越6万吨湿法镍冶炼项目于22年4月达产，华科4.5万吨火法项目11月开始产出高冰镍，华飞12万吨预计23年上半年具备投料条件，23年随着存货的确认及镍冶炼产能释放，我们预计23年镍冶炼出货有望达13-15万金吨（权益8-9万金吨），此外，公司收购津巴布韦前景锂矿公司，我们预计23年Q15万吨锂精矿产能投产，23年公司镍和锂产品的利润增量明显。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们维持公司2022-2024年归母净利润40/81/121亿元的预期，同比增长3%/101%/50%，考虑公司此后钴跌价影响减弱，新能源业务稳健发展，给予目标价91元，维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**上游原材料价格大幅波动，电动车销量不及预期。

表：华友钴业分季度业绩拆分情况（百万元）

利润拆分	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22
前驱体（百万）	90	75	110	139	175
铜产品（百万）		613	625	264	125
钴产品（百万，含资产减值损失）		84	-726	-849	-400
镍产品（百万）		32	180	204	230
镍冶炼（百万）		0	190	146	272
经营性利润合计（百万）	1258	1015	674	26	545
归属于母公司所有者的净利润	1,529	1,206	1,049	752	1,145
-同比		84%	29%	-16%	-25%
-环比	70%	-21%	-13%	-28%	52%
扣非归属于母公司所有者的净利润	1,535	1,190	1,002	727	1,145

- ◆ **公司预告2022年归母净利润12.2-13亿元，同比增长196-215%，符合市场预期。** 公司预计2022年归母净利润12.2-13亿元，同比增长196-215%；扣非归母净利润12-12.8亿元，同比增长198-218%，其中Q4归母净利润2.1-2.9亿元，同比增长41-93%，环比降低14-37%；扣非归母净利润2.1-2.9亿元，同比增长40-94%，环比降低14-38%，符合市场预期。
- ◆ **2022年Q4出货近1.4万吨，环比微降，2023年预期50%+增长。** 出货端来看，我们预计公司三元正极Q4总出货近1.4万吨，环比微降，2022年全年总出货4.9万吨左右，同比增长50%以上；2022年公司义龙二期2万吨产能释放，年底产能达8.3万吨，义龙三期10万吨产能建设中，22H2起对沙文一期实行技改，我们预计23年Q1完成，2023年出货我们预计有望达7.5万吨左右，实现50%以上增长。此外，公司钠电正极布局领先，推广应用进展顺利，已实现十吨级销售，我们预计2023年有望实现5000吨销售，开始贡献利润。
- ◆ **Q4单吨利润1.8万元/吨左右，2023年我们预计维持1.5-1.7万元/吨。** 盈利端来看，公司Q4扣非单吨利润1.8万元左右，环比降低20%以上，主要系碳酸锂库存收益减少。2023年我们预计三元正极加工费稳定年降，公司可通过规模效应降本、原材料采购布局等部分消化，2023年单吨利润我们预计达1.5-1.7万元。
- ◆ **盈利预测与投资评级：** 考虑库存收益减少，单吨利润下滑，我们下修公司22-24年归母净利润至 12.8/13.1/16.5亿元（原预期为13.6/15.2/20.1亿元），同增 211%/2%/26%，考虑钠离子电池放量在即，给予公司一定估值溢价，我们给予目标价68.1元，维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示：** 电动车销量不及预期，钠离子电池进展不及预期。

表：振华新材分季度业绩拆分情况（百万元）

利润拆分	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22
正极（百万）	147	330	300	340	252
-出货量（吨）	9,000	11,000	10,000	14,400	14,000
-单吨利润（万元/吨）	1.63	3.00	3.00	2.36	1.80
其他业务（百万）	Jan/00	6			Jan/00
经营性利润合计（百万）	149	336	300	340	258
归属于母公司所有者的净利润	152	342	324	340	258
-同比		345%	336%	211%	70%
-环比	39%	125%	-5%	5%	-24%
扣非归属于母公司所有者的净利润	149	338	318	335	252

- ◆ **我们预计22Q4动储出货环增30%，储能需求旺盛预期再上修，23年预期翻番以上增长。**我们预计公司22Q4动储电池出货10GWh+，环增30%，其中三元2.5GWh，铁锂7.5GWh+，其中储能占比60%，Q4电池价格基本稳定，我们预计收入90亿+；我们预计22年全年动储收入近270亿，电池出货30GWh，其中三元10GWh，铁锂20GWh（储能上修至11GWh）。随着新增产能释放，我们预计23年公司动储电池出货70GWh，其中三元18GWh，铁锂52GWh。
- ◆ **我们预计22Q4电池盈利小幅提升，23年盈利水平可维持。**盈利方面，Q4原材料价格略有下降，但价格传导略有迟滞，我们预计动储毛利率略微提升1pct至18%，净利率略微提升至6%（不考虑奖金及激励费用），贡献6亿利润，全年预计贡献11-12亿利润。23年电池价格将小幅下行，但公司依靠原材料价格下行，叠加一体化布局产能进一步释放（自给率升至20%+），我们预计净利率维持5%+，全年收入预期近600亿，贡献近30亿元净利润。
- ◆ **我们预计22Q4消费电池环比微降，思摩尔等投资收益环比持平，政府补助减少。**我们预计22Q4圆柱电池出货量环比-20%，全年出货量下修至6-7亿支，环比+30%；我们预计小3C电池22Q4微增，合计消费类锂电22Q4贡献1亿+利润，22年全年贡献4亿+；我们预计22Q4锂原电池环比微增，贡献1.5亿利润，22年全年贡献5.5亿利润。投资收益方面，我们预计思摩尔22Q4贡献投资收益2亿+，环比持平左右，全年贡献近9亿利润，预计23年增长20-30%；预计22Q4公司非思摩尔部分投资收益约3亿，环比持平。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**考虑22年末费用计提，我们下修公司22年归母净利预测至34.4亿元（原预测38.5亿元），同增18%；维持23-24年归母净利预测70/100亿元，同增104%/43%。考虑到公司储能业务持续扩张，一体化布局加速，盈利水平向好发展，我们给予目标价130元，维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**电动车销量不及预期。

表：亿纬锂能分季度业绩拆分情况（百万元）

利润拆分	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22
动力收入（百万）	3,298	4,428	5,833	7,447	9,297
出货量（gwh）	4.0	5.4	6.5	8.5	10.3
单瓦净利（元/wh）	0.02	0.00	0.02	0.04	0.06
锂原收入（百万）	513	520	543	532	585
锂原净利润（百万）	138	130	143	143	150
消费类锂电收入（百万）	1,588	1,786	1,771	1,378	1,102
消费类锂电利润（百万）	63	99	119	113	102
思摩尔投资收益	377	168	270	228	228
经营性净利润	667	397	682	1,147	1,375
其他收益	274	78	152	428	300
归属于母公司所有者的净利润	690	521	838	1,306	745
-同比	-2%	-19%	-1%	81%	8%
-环比	-4%	-24%	61%	56%	-43%
扣非归属于母公司所有者的净利润	417	435	759	983	497

- ◆ **公司22Q4出货环增20-30%，单位利润环增超预期。**我们预计公司22Q4出货1.2-1.3gwh，环增20-30%左右，Q4新增4gwh产能投产贡献新增量，22年合计出货3.4-3.5gwh，同增120%+，23年预计出货8gwh+，连续翻倍增长。盈利方面，公司Q4单价预计环比微增，顺利传导碳酸锂成本上涨，此外运费、汇兑等预计均有正向贡献，22Q4单位扣非净利0.45-0.5元/wh左右，若加回0.35亿左右股权激励费用，则单wh净利达0.5元/wh+，环增25%+，22年平均单位盈利达0.39元/wh左右，接近翻倍增长。看2023年，我们预计售价维持稳定，随着规模效应推动成本下降，且股权费用有明显摊薄，单位盈利有望维持高位。
- ◆ **欧洲电价波动不改户储经济性，2022-2023年市场需求预计翻倍以上增长。**22年欧洲能源成本攀升，推动户用光伏高增，尽管近期欧盟出台政策限制非气电价在180欧元/MWh导致电价波动，但终端电价依旧维持40欧分+，户储仍具备经济性。我们预计欧洲22/23年户储装机达11/23GWh，同增296%/105%，2022/2023年全球户储装机达19/38GWh，同增250%/127%，考虑渠道库存，22/23年全球户储出货预计达33/66gwh，同增339%/101%。储能电池具备品牌与渠道优势，壁垒深厚，我们预计公司作为户储龙头将充分受益。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**考虑到公司22年业绩超预期，我们上修公司22-24年归母净利润至12.57/28.01/38.68亿元（原预测为11.31/27.56/38.65亿元），同比增长298%/123%/38%，考虑到户用储能市场竞争加剧，给予目标价542.7元，维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**竞争加剧导致产品价格下降。

表：派能科技分季度业绩拆分情况（百万元）

利润拆分	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22
收入（百万）	768	814	1,039	1,715	2288
单价（不含税，元/wh）	1.34	1.44	1.62	1.73	1.76
-环比		7.7%	12.4%	6.7%	2.0%
毛利率	23.79%	27.50%	30.19%	35.60%	37.00%
电池利润（百万）	78	140	201	380	650
-出货量（Mmh）	575	566	643	994	1300
-单wh利润（wh/元，加回股权激励）	0.135	0.247	0.312	0.422	0.500
减值损失					
汇兑收益				40	20
其他收益					
扣股权激励费用前净利润	78	140	201	420	650
股权激励费用	13	38	38	38	38
归属于母公司所有者的净利润	65	101	162	381	612
-同比	9%	70%	70%	296%	845%
-环比	-33%	56%	60%	135%	60%
扣非归属于母公司所有者的净利润	59	99	166	380	612

- ◆ **公司预告2022年归母净利润22-23亿元，同比增长102-111%，略超市场预期。** 公司22年归母净利润22-23亿元，同比增长102-111%；扣非归母净利润23-24亿元，同比增长179-191%，其中Q4归母净利润7.2-8.2亿元，同比增长98-126%，环比增长28-45%；扣非归母净利润6.5-7.5亿元，同比增长110-143%，环比-3-12%，略超市场预期。
- ◆ **Q4出货1.8-1.9万吨，环比增长15%左右，2023年受益于海外拉动，预期50%+增长。** 出货端来看，公司Q4总出货我们预计1.8-1.9万吨，环比增长15%左右，2022年全年总出货6.6万吨以上，同比增长40%以上；常州二期5万吨高镍三元产能我们预计2023年Q1末全部释放，四川合资公司1万吨产能2023年上半年释放，我们预计2023年出货有望达10万吨以上，维持50%+增长。
- ◆ **Q4单吨扣非利润环比持平维持高位，2023年预计仍可好于行业。** 盈利端来看，公司Q4单吨扣非利润仍维持3.9万元左右，环比持平，其中汇兑收益相比Q3下降，主要系公司客户结构优异，海外销量占比达到70%，2022年全年单吨利润3.5万元左右，同比增长110%以上。2023年公司受益于美国市场增长，我们预计SK及北美大客户贡献主要增量，海外客户占比持续提升，我们预计单吨盈利仍可维持2万元以上，仍好于行业平均水平。同时公司以华友、中伟合作方式锁定上游低价镍、布局电池回收，并携手中伟、四川路桥布局铁锂，拓展新利润增长点。
- ◆ **盈利预测与投资评级：** 考虑公司盈利水平维持高位，我们上调公司2022-2024年归母净利润至22.73/27.63/33.66亿元（原预测为21.51/24.08/30.07亿元），同增108%/22%/22%，考虑公司海外出货占比高，我们给予目标价109元，维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示：** 电动车销量不及预期，上游原材料价格大幅波动。

表：当升科技分季度业绩拆分情况（百万元）

利润拆分	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22
正极（百万）	298	345	605	656	745
-出货量（万吨）	1.50	1.50	1.55	1.67	1.90
-单吨利润（万/吨）	1.99	2.30	3.90	3.92	3.92
中鼎高科（百万）	12	11	17	13	16
经营性利润合计（百万）	310	356	622	669	761
减值损失					
其他收益	54	30	-100	-107	-30
归属于母公司所有者的净利润	364	387	525	566	731
-同比	202%	159%	76%	102%	101%
-环比	30%	6%	36%	8%	29%
扣非归属于母公司所有者的净利润	310	351	623	673	761

璞泰来：负极单位盈利略降，业绩基本符合市场预期

- ◆ **公司22年归母净利30.5-32亿元，同增74-83%，业绩符合市场预期。**扣非归母净利29.5-31亿元，同增78-87%，其中22Q4归母净利7.77-9.27亿元，同比+20%~+79%，环比-11%~+6%；扣非归母净利7.68-9.18亿元，同+52%~82%，环比-10~+8%，基本符合市场预期。
- ◆ **Q4负极出货环增10%，盈利水平环比略降，23Q1低点将现，整体盈利仍远超行业。**预计22Q4公司负极出4.1-4.2万吨，环增10%左右，22年全年出货13-14万吨，同增近40%，四川一期10万吨预计23年上半年投产，我们预计23年出货20万吨+，同增50%。盈利方面，我们测算22Q4负极（含石墨化）单吨净利1.1万元/吨，环降约20%。
- ◆ **涂覆膜出货高增长，PVDF等稳定贡献业绩增量，23年隔膜一体化程度进一步提升。**预计22Q4涂覆出货13-14亿平米，环增30%，22年全年出货42亿平+，同比翻番，23年有望出货65亿平，同增50%；盈利方面，我们测算22Q4隔膜单平净利0.2元/平+，基本维持稳定，23年单平净利预计可维持，此外公司四川卓勤4亿平基涂一体化投产，23年预计基膜开始贡献收入。此外，公司PVDF业务22Q4预计贡献归母净利0.5-0.6亿元，22Q4设备业务贡献约0.5亿元净利润左右，23年预计维持稳健增长。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**考虑负极降价因素，我们上修公司22年归母净利预测至31.23亿元（原预测31.07亿元），同增79%；下修23-24年归母净利预测至42.26/57.14亿元（原预测45.10/63.55亿元），同增35%/35%。基于公司高端产品策略、优质客户结构与深厚技术实力，我们给予目标价76元，维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**销量不及预期，盈利水平不及预期。

表：璞泰来分季度业绩拆分情况（百万元）

利润拆分	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22
负极（百万）	307	343	364	494	462
-出货量（吨）	26,496	27,000	28,000	38,000	42,000
-单吨利润（万/吨）	1.16	1.27	1.30	1.30	1.10
隔膜（百万）	156	172	213	232	280
-出货量（万平）	78057	82000	97000	106,700	133,375
-单平利润（元/平）	0.20	0.21	0.22	0.22	0.21
Pvdf	30.00	60.00	70.00	60.00	60.00
锂电设备（百万）	20	25	40	40	40
石墨化（百万）	5	10	20	20	25
铝塑膜（百万）	3	3	3	3	3
经营性利润合计（百万）	521	613	710	849	870
归属于母公司所有者的净利润	518	637	759	877	890
-同比	105%	90%	72%	92%	72%
-环比	14%	23%	19%	16%	1%
扣非归属于母公司所有者的净利润	504	613	720	849	870

- ◆ **公司预告2022年归母净利润15.1-15.7亿元，同比增长61-67%，略低于市场预期。**公司2022年归母净利润15.1-15.7亿元，同比增长61-67%；扣非归母净利润10.7-11.3亿元，同比增长39-47%，其中Q4归母净利润4.3-4.9亿元，同比增长144-179%，环比增长0.2-14%；扣非归母净利润2.9-3.5亿元，同比增长178-236%，环比-6-14%，略低于市场预期。
- ◆ **2022年Q4出货6万吨以上，2023年预期50%+增长。**出货端来看，公司预期2022年总出货22万吨，同比增长25%以上，其中Q4出货我们预计6万吨以上，环比微增；公司22年底达33万吨前驱体+3万吨四钴产能，我们预计23年出货有望达30万吨以上，实现50%+增长。此外，公司贵州年产20万吨磷酸铁项目一期10万吨产能22年底开始投产，23年逐步释放产能贡献利润。
- ◆ **Q4单吨扣非净利0.55万/吨左右，23年镍冶炼开始贡献新增量。**盈利端来看，公司Q4单吨扣非利润0.55万元左右，盈利水平维持稳定，22年全年单吨扣非利润0.5万元左右，同比增长15%左右，主要系一体化比例提升。印尼一期1万吨镍冶炼产能22年底第一条产线投产，正在调试阶段，进度虽然低于预期，但调试顺利后技术复制比较快，23年镍冶炼产能释放，硫酸镍自供比例我们预计进一步提升至80%以上，单吨利润有望进一步提升。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**由于镍冶炼产能释放进度低于预期，我们下调公司2022-2024年归母净利润预测至15.4/25.1/35.4亿元（原预期为17.5/33.0/46.4亿元），同增64%/63%/41%，考虑公司为国内第一大前驱体厂商，且23年产能释放，量利双升，我们给予目标价94元，维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**原材料价格波动超市场预期，销量及政策不及预期。

表：中伟股份分季度业绩拆分情况（百万元）

利润拆分	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22
前驱体（百万）	105	205	276	312	372
-出货量（万吨）	4.75	5.00	5.20	6.00	6.20
-单吨利润（万元/吨）	0.22	0.41	0.53	0.52	0.60
其他业务（百万）					
经营性利润合计（百万）	105	205	276	312	372
减值损失					
其他经营收益	69	48	130	120	130
归属于母公司所有者的净利润	174	255	406	424	502
-同比		20%	47%	53%	189%
-环比	-37%	47%	59%	4%	18%
扣非归属于母公司所有者的净利润	103	207	274	303	372

- ◆ **公司预计22年归母净利8.68-9.38亿元，同增60-73%，业绩符合市场预期。** 公司预计22年归母净利8.68-9.38亿元，同增60-73%；扣非净利8.23-8.93亿元，同增60-73%。其中Q4归母净利2.75-3.45亿元，同增64-106%，环增10-38%；扣非净利2.7-3.4亿元，同增66-110%，环增14-45%，符合市场预期。
- ◆ **预计Q4收入环增10%，2023年预计维持50%+增长。** 收入端，我们预计公司Q4收入28-29亿元左右，环增10%，全年收入88亿元左右，同比翻倍增长，符合市场预期，2023年4680订单及海外工厂起量，且公司在宁德时代份额维持40%+，我们预计收入仍可维持50%+增长。盈利端来看，22Q4公司归母净利中值为3.1亿元，环增24%，对应净利率11%左右，盈利水平亮眼，全年净利率维持10%左右，2023年结构件竞争格局稳定，公司在研发能力、生产管理、产能布局、成本管控等方面全面领先，龙头地位稳固，我们预计价格维持稳定，预计2023年净利率仍可维持10%。
- ◆ **海外市场开始起量，4680放量支撑公司全球市占率提升。** 公司紧随全球和国内电池大客户前瞻布局产能，具有设备、原材料和良率的领先优势，现有欧洲三大基地已投产，我们预计2023年贡献约10亿元收入，客户宁德时代、三星、Northvolt、法国ACC等逐步放量；此外公司4680大圆柱结构件已获国内外大客户定点，2022Q4逐步开始起量，我们预计2023年有望贡献5-10亿元收入，支撑公司在全球份额进一步提升。
- ◆ **盈利预测与投资评级：** 考虑行业销量增速影响，我们略下修对公司2022-2024年归母净利润9.3/15.1/22.1亿元的预测（原预测值为9.4/15.1/22.1亿元），同增71%/ 63%/ 46%，给予目标价193.5元，维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示：** 电动车销量不及预期、行业竞争加剧。

表：科达利分季度业绩拆分情况（百万元）

利润拆分	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22
收入（百万）	1,480	1,566	1,822	2,582	2,900
归属于母公司所有者的净利润	167	169	175	249	300
-同比	108%	93%	34%	60%	80%
-环比	7%	1%	3%	42%	20%
扣非归属于母公司所有者的净利润	160	161	175	258	290

- ◆ **公司22年归母净利55.5-59.5亿元，同增151-169%，业绩符合市场预期。**扣非净利53.8-57.8亿元，同增148%-166%，其中Q4归母净利11.9-15.9亿元，同比+82%~+123%，环比-19%~+9%；扣非净利11.2-15.2亿元，同+70%~+131%，环比-18%~+11%，符合市场预期。
- ◆ **Q4电解液出货环增20%，盈利水平大幅好于行业。**我们预计Q4公司电解液出11万吨，环增20%左右，22年全年出货32-33万吨，同增120%+，预计23年出货60万吨左右，同增80%+。盈利方面，我们测算22Q4电解液单吨净利1.1万元/吨左右，环降约15%，主要系六氟价格下跌影响，仍明显好于市场平均，充分体现公司成本竞争力，我们预计22年全年单吨盈利达1.4万元/吨，同比微增。
- ◆ **公司液体六氟成本优势明显，我们预计23年单吨净利仍可维持0.8万元/吨+。**23年Q1电解液厂商重新议价，我们预计六氟价格下降至20-22万元/吨左右，对应二线六氟厂商单吨利润0.5-1万元/吨，小厂已亏损并逐步出清，公司液体六氟成本优势明显，我们预计维持3万元/吨左右的成本优势，对应电解液利润增厚0.3~0.4万元/吨，叠加23年LIFSI放量，对应贡献电解液利润0.3~0.4万元/吨，我们预计公司23年单吨净利仍可维持0.8万元/吨+，好于行业平均水平。
- ◆ **Q4磷酸铁出货1万吨，23年新增产能释放推动出货高增长。**22年磷酸铁出货近4万吨，其中Q4出货约1万吨，环比微增，主要系公司新增产能受疫情影响年底投产，23年预计出货达20-25万吨。盈利方面，我们预计Q4磷酸铁单吨净利约0.5-0.6万元，环降约40%，我们预计共贡献约0.5-0.6亿元利润，23年磷酸铁价格我们预计逐步回归，单吨净利我们预计维持0.3万元/吨左右；此外公司日化业务贡献0.6亿元左右利润。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**考虑六氟竞争加剧，我们预计下调公司22-24年归母净利预期至58.52/60.37/80.49亿元（原预期58.81/64.98/87.44亿元），同比+165%/3%/33%，考虑到公司为电解液龙头，给予目标价68.9元，“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**销量不及预期，盈利水平不及预期。

表：天赐材料分季度业绩拆分情况（百万元）

利润拆分	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22
电解液（百万）	588	1,110	1,112	1,156	1,204
磷酸铁利润（百万）	0	72	68	76	96
日化业务（百万）	60	60	60	60	72
其他业务（百万）	0	50	50	20	60
经营性利润合计（百万）	648	1,292	1,290	1,312	1,432
减值损失	164				
其他经营收益		200	200	90	20
归属于母公司所有者的净利润	655	1,498	1,408	1,454	1,452
-同比	4416%	422%	184%	89%	122%
-环比	-15%	129%	-6%	3%	0%
扣非归属于母公司所有者的净利润	659	1,495	1,392	1,368	1,432

- ◆ **公司22年归母净利17.6亿元，同增35%，业绩略低于市场预期。**公司预告22年归母净利17.6亿元，同增35%；扣非净利17.3亿元，同增40%，其中Q4归母净利3.2亿元，同环比降27%/27%；扣非净利3.0亿元，同环比降29%/30%，略低于市场预期。
- ◆ **电解液Q4出货环降10%左右，单吨利润大幅下降，预计为23Q1低点。**我们预计公司Q4电解液出货2.8万吨左右，环降10%，对应公司全年电解液出货10.5万吨左右，同增35%+，23年我们预计出货16万吨，维持50%+增长。盈利方面，Q4电解液单吨净利0.5万元/吨，较Q3的0.8万元+明显下降，主要系溶剂价格下降，且六氟价格下行带动电解液降价，我们预计Q4电解液业务贡献利润1.4亿元左右，全年公司单吨净利达1-1.1万元，我们预计贡献利润11亿元+；看23年，我们预计公司单吨净利达0.4万元/吨左右，全年利润贡献近7亿，环比下滑40%，底部确立。
- ◆ **氟化工业绩持续亮眼，3M停产助力公司市占率进一步提升。**我们预计Q4氟化工贡献利润1.5亿元，环比增长15%左右，全年预计贡献利润5亿+，维持65%+高增长。22年4月3M比利时工厂由于环保问题停止生产半导体冷却剂，3M表示将在25年底之前退出含氟聚合物、氟化液和基于PFAS的添加剂产品的业务，预计供给将由新宙邦承接，公司在有机氟领域市占率有望持续提升。且23Q3公司海斯福新增产能投产也将贡献增量，23年氟化工业务有望维持50%+增长，我们预计贡献7-8亿元利润。
- ◆ **电容器化学品及半导体化学品维持稳定增长。**电容器化学品业务我们预计Q4贡献利润0.2亿元+，环比略降，全年贡献1.3亿元，同增20%。半导体化学品业务我们预计Q4贡献利润0.06亿元，全年贡献0.3亿元，同增50%+。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**考虑到电解液行业竞争加剧，我们预计公司22-24年归母净利17.60/18.36/24.79亿元（原预期19.19/22.73/30.78亿元），同增35%/4%/35%，考虑到公司为电解液龙头，给予目标价69元，维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**销量不及预期，盈利水平不及预期。

表：新宙邦分季度业绩拆分情况（百万元）

利润拆分	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22
电解液（百万）	300.0	387.8	331.5	263.0	220.9
氟化工（百万）	81	90.00	125	131	151
电容器电解液（百万）	36	29	32	33	35
半导体化学品（百万）	5	4	5	6	6
经营性利润合计（百万）	422	511	493	433	413
减值损失					
其他经营收益	18	10	2	5	5
归属于母公司所有者的净利润	439	512	492	438	418
-同比	205%	229%	75%	2%	-5%
-环比	2%	17%	-4%	-11%	-5%
扣非归属于母公司所有者的净利润	421	503	489	433	413

5、投资建议与风险提示

- ◆ 海外新能源汽车板块反弹，1月22日-1月27日特斯拉五日大涨30%+，市场情绪明显恢复。特斯拉23年起股价逐步反弹，1月25日发布季报后上涨加速，五日涨跌幅超30%，底部反弹超70%，蔚来、小鹏、理想等五日涨幅超10%；电池及材料企业中，中创新航单日涨幅达17%，锂矿企业五日涨幅超10%，市场情绪明显恢复。

表 海外市场重点标的1月22日-1月27日涨跌幅（收盘价单位为原始货币，市值单位换算为人民币）

类型	股票代码	股票名称	前日收盘价	涨跌幅	五日涨跌幅	市值(亿元)
电动车企	TSLA.O	特斯拉	177.9	11%	33%	38,033
	NIO.N	蔚来	12.7	4%	15%	1,368
	XPEV.N	小鹏汽车	10.7	4%	14%	743
	LI.O	理想汽车	25.0	-1%	13%	1,756
	1211.HK	比亚迪股份	246.2	3%	9%	7,234
	2015.HK	理想汽车-W	97.5	2%	14%	1,756
	9868.HK	小鹏汽车-W	40.3	0%	11%	743
	9863.HK	零跑汽车	27.9	-1%	3%	276
电池企业	3931.HK	中创新航	25.4	17%	23%	388
	373220.KS	LG ENERGY SOLUTION	506,000.0	-2%	8%	6,504
锂矿企业	ALB.N	美国雅保	281.7	1%	13%	2,234
	SQM.N	智利矿业化工	94.6	1%	10%	1,830
	PLS.AX	Pilbara Minerals Ltd	4.9	-4%	8%	688
	1772.HK	赣锋锂业	76.3	2%	11%	1,528

- ◆ **投资建议：**当前锂电反转行情开启，首推盈利确定的电池环节及盈利趋势稳健的中游材料龙头，PET铜箔和纳电等新方向。第一条主线首推Q2盈利拐点叠加储能加持的电池，**龙头宁德时代、亿纬锂能、比亚迪、派能科技**，关注**欣旺达、鹏辉能源、国轩高科、蔚蓝锂芯**；第二条为持续紧缺，盈利稳定的龙头：结构件（**科达利**）、隔膜（**恩捷股份、星源材质**）添加剂（**天奈科技**）、前驱体（**中伟股份**）、铝箔（关注**鼎胜新材**）；第三条为盈利下行但估值底部的电解液（**天赐材料、新宙邦**）、三元（**容百科技、华友钴业、当升科技**，关注**长远锂科、厦钨新能**）、铁锂（**德方纳米、万润新能**，关注**龙蟠科技、富临精工**）、负板（**璞泰来、杉杉股份、贝特瑞、信德新材、尚太科技**，关注**中科电气**）、勃姆石（**壹石通**）、铜箔（**嘉元科技、诺德股份**）；第四条为价格维持高位低估值的锂（关注**天齐锂业、赣锋锂业**等）。

表 相关公司估值表（截至2023年2月1日股价）

	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)	来源
					2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E			
电池	300750.SZ	宁德时代	11,646	477	306.5	483.1	655.4	38	24	18	买入	24.43	东吴
	002594.SZ	比亚迪	8,859	304	167.7	302.3	401.2	53	29	22	买入	29.11	东吴
	300014.SZ	亿纬锂能	1,839	90	34.4	70.0	100.0	53	26	18	买入	20.42	东吴
	300207.SZ	欣旺达	444	24	10.9	23.7	32.0	41	19	14	买入	18.62	Wind
	002245.SZ	蔚蓝锂芯	181	16	4.5	7.8	11.8	40	23	15	买入	11.52	东吴
	688063.SH	派能科技	463	299	12.6	28.0	38.7	37	17	12	买入	1.55	东吴
	300438.SZ	鹏辉能源	353	76	6.7	13.4	20.2	53	26	17	买入	4.61	东吴
隔膜	002812.SZ	恩捷股份	1,372	154	42.0	62.9	88.8	33	22	15	买入	8.92	东吴
	300568.SZ	星源材质	308	24	7.4	13.1	18.7	42	23	16	买入	12.81	东吴
	603799.SH	华友钴业	1,086	68	40.3	80.8	121.4	27	13	9	买入	16.00	东吴
正极	300919.SZ	中伟股份	529	79	15.4	25.1	35.4	34	21	15	买入	6.71	东吴
	300769.SZ	德方纳米	472	272	24.1	29.1	35.0	20	16	13	买入	1.74	东吴
	688275.SH	万润新能	168	197	13.2	18.2	21.4	13	9	8	买入	0.85	东吴
	688005.SH	容百科技	369	82	14.0	20.0	27.0	26	18	14	买入	4.51	东吴
	688707.SH	振华新材	216	49	12.8	13.1	16.5	17	16	13	买入	4.43	东吴
	300073.SZ	当升科技	344	68	22.7	27.6	33.7	15	12	10	买入	5.07	东吴
	688778.SH	厦钨新能	273	91	11.2	18.7	24.5	24	15	11	买入	3.01	Wind
	688779.SH	长远锂科	320	17	15.1	19.5	24.5	21	16	13	买入	19.29	Wind
	603659.SH	璞泰来	779	56	31.2	42.3	57.1	25	18	14	买入	13.91	东吴
	600884.SH	杉杉股份	447	20	27.1	33.3	40.1	17	13	11	买入	22.64	东吴
负极	300035.SZ	中科电气	148	20	6.9	11.6	16.0	22	13	9	买入	7.23	东吴
	835185.BJ	贝特瑞	392	54	23.1	32.8	43.6	17	12	9	买入	7.28	东吴
	001301.SZ	尚太科技	224	86	12.9	15.2	21.8	17	15	10	买入	2.60	东吴
	301349.SZ	信德新材	83	122	2.0	3.0	4.5	42	27	18	买入	0.68	东吴
	002709.SZ	天赐材料	961	50	58.5	60.4	80.5	16	16	12	买入	19.27	东吴
300037.SZ	新宙邦	366	49	17.6	18.4	24.8	21	20	15	买入	7.46	东吴	
结构件	002850.SZ	科达利	350	149	9.3	15.1	22.1	38	23	16	买入	2.34	东吴
导电剂	688116.SH	天奈科技	201	86	5.0	9.1	13.7	40	22	15	买入	2.33	东吴
铜箔	688388.SH	嘉元科技	155	51	6.4	9.6	13.0	24	16	12	买入	3.04	东吴
	600110.SH	诺德股份	153	9	4.3	6.5	8.8	35	23	17	买入	17.46	东吴
铝箔	603876.SH	鼎胜新材	251	51	13.4	19.3	23.8	19	13	11	买入	4.90	Wind

- **价格竞争超市场预期：**18年至今新能源汽车市场迅速发展，市场竞争日趋激烈。动力电池作为新能源汽车核心部件之一，吸引众多投资者通过产业转型、收购兼并等方式参与市场竞争，各大厂商产能扩大迅速，市场竞争十分激烈，市场平均价格逐年走低，压缩了公司的盈利水平。
- **原材料价格不稳定，影响利润空间：**原材料成本在整体成本中占比较高，原材料价格波动将会直接影响各板块的毛利水平。
- **投资增速下滑：**各板块投资开始逐渐放缓，对行业发展和核心技术的突破有直接影响。
- **疫情影响：**疫情影响海外需求不稳定因素。

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

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