

2024年新能源行业策略-锂电： ——去库倒计时，产业拐点将至

李航(证券分析师)

S0350521120006

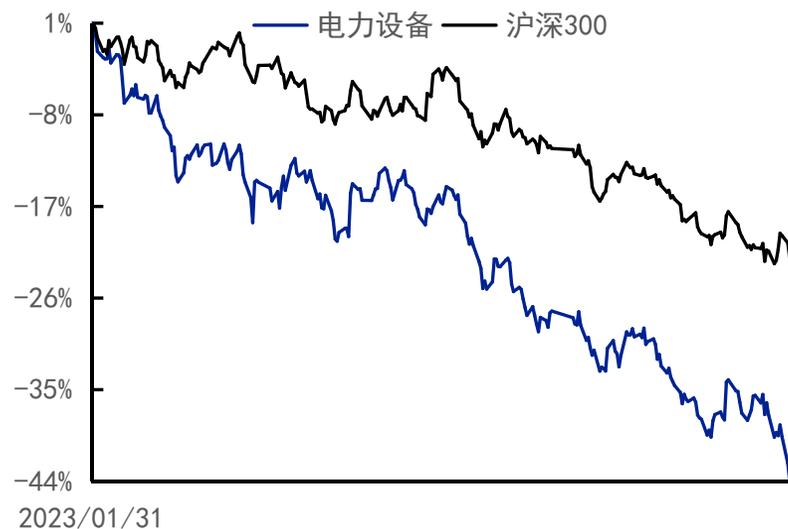
lih11@ghzq.com.cn

洪瑶(联系人)

S0350122080085

hongy03@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
电力设备	-15.0%	-19.7%	-43.7%
沪深300	-5.4%	-9.5%	-22.8%

相关报告

《2024年新能源行业策略-电力设备：出海景气度持续向上，国内主配网各有看点（推荐）*电力设备*邱迪，李航》——2024-01-19

《2024年新能源行业策略-储能：海外大储景气度有望上行，国内大储仍待盈利改善（推荐）*电力设备*李航》——2024-01-03

《2024年新能源行业策略-风电：——拐点将至，向“海”而生（推荐）*风电设备*李航，邱迪》——2023-12-29

重点关注公司及盈利预测

重点公司代码	股票名称	2024/01/25	EPS			PE			投资评级
		股价	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
300750.SZ	宁德时代	150.00	12.58	9.93	12.58	31.27	15.61	12.32	买入
300014.SZ	亿纬锂能	37.90	1.72	2.28	3.23	51.15	17.11	12.07	买入
002594.SZ	比亚迪	185.86	5.71	10.59	14.29	45.00	17.94	13.29	买入
002850.SZ	科达利	67.95	3.84	4.40	5.99	30.90	16.36	12.01	未评级
001301.SZ	尚太科技	30.10	4.96	3.15	3.91	11.89	9.88	7.96	买入
603659.SH	璞泰来	18.01	2.23	1.26	1.80	23.25	14.97	10.44	未评级
002709.SZ	天赐材料	21.17	2.97	1.43	1.86	14.79	15.13	11.64	未评级
603876.SH	鼎胜新材	10.11	2.82	0.96	1.27	14.57	10.73	8.12	买入
300769.SZ	德方纳米	47.23	13.70	-1.72	5.92	16.76	-	8.41	买入
301358.SZ	湖南裕能	28.48	5.29	2.83	3.34	52.63	10.26	8.69	未评级
002812.SZ	恩捷股份	47.81	4.48	3.43	4.19	29.29	14.42	11.80	买入
300174.SZ	元力股份	14.80	0.63	0.70	0.93	30.71	21.41	16.14	买入
688157.SH	松井股份	40.58	1.03	0.77	1.24	5.98	53.53	33.07	买入
301325.SZ	曼恩斯特	65.51	2.26	3.00	4.55	-	21.69	14.29	买入
600212.SH	绿能慧充	6.17	-0.19	0.09	0.26	-	69.31	24.48	买入

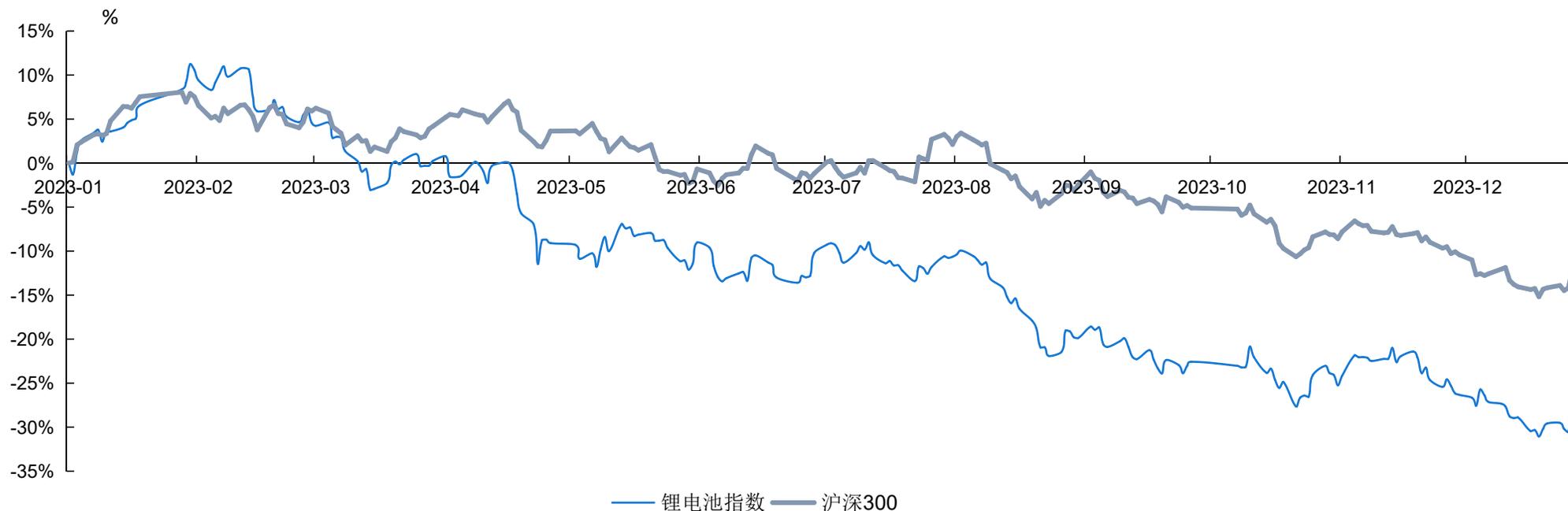
一、锂电产业链行情复盘

- 1.1 整体行情复盘：锂电行业整体跑输沪深300
- 1.2 各环节行情复盘：全球储能主要市场不及预期

1.1 整体行情复盘：锂电行业整体跑输沪深300

- ◆ 年初短暂跑赢沪深300指数，Q2至今大幅跑输沪深300，核心影响因素是供给端快速恶化。
 - ✓ 年初：2023Q1国内新能源车销量较好，带动锂电池指数从2022H2高点回调接近30%→2023Q1一度反弹至10%。
 - ✓ 2023Q2至今：虽然下游车的销量符合预期，但中游和下游库存较高，导致锂电池产业链出货量和盈利不及预期，估值继续下杀，股价回调明显。截至2023年12月29日，锂电池指数较年初下跌26%。

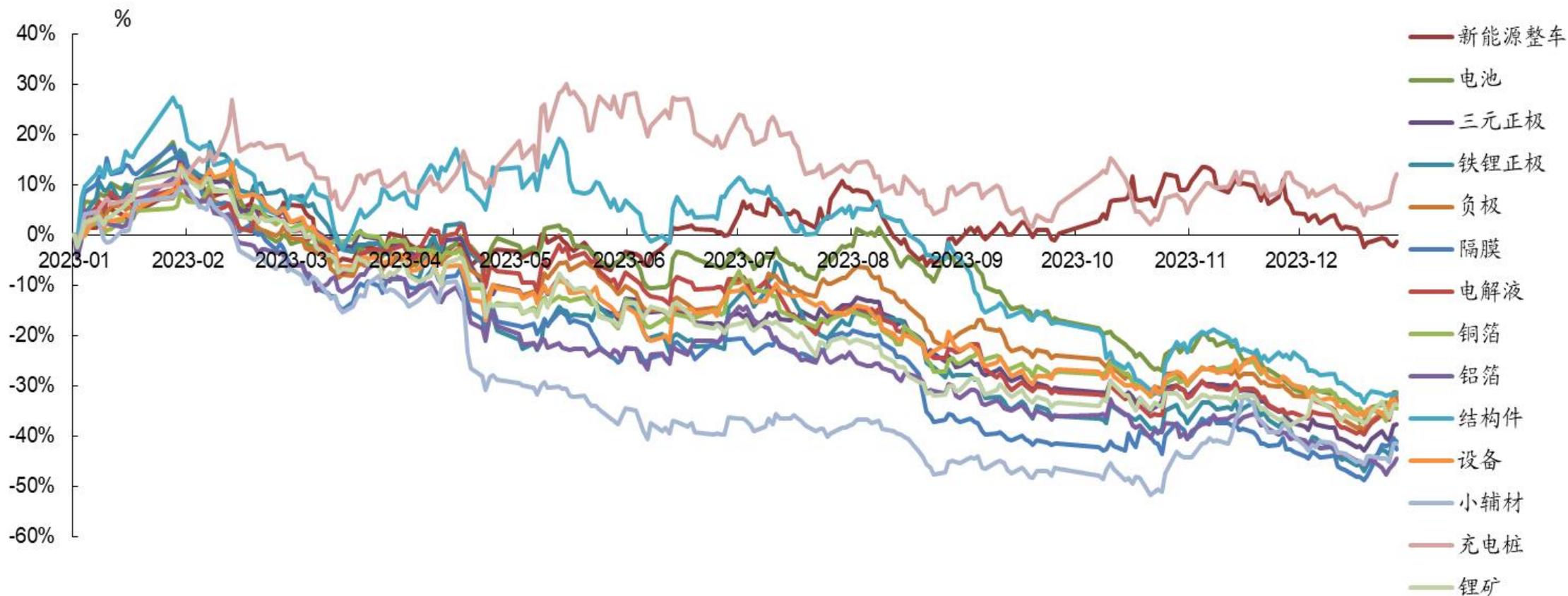
图：锂电池指数、沪深300指数2023年以来涨跌幅（截止至2023年12月29日）



1.2 各环节复盘：充电桩整车表现最优，其次是结构件电池，材料表现最差

- 横向对比2023年各环节绝对收益，充电桩（12%）>新能源整车（-1%）>电池、结构件、负极、设备、电解液（-31%~-33%）>锂矿、铜箔（-34%~-35%）>三元正极、铁锂正极、小辅材（-38%~-41%）>隔膜、铝箔（-43%~-44%）。

图：各环节2023年以来涨跌幅（截止至2023年12月29日）



1.2 各环节复盘：充电桩整车表现最优，其次是结构件电池，材料表现最差

□ 分析各环节今年涨跌表现：核心是业绩表现及预期

- ✓ 第一梯队（充电桩12%、新能源整车-1%）：充电桩环节，位于新能源车产业链后端，处于高速发展期，营收成长性明显优于其他板块，2023年前三季度业绩实现高增长。新能源整车环节，随着规模效应起来，整体盈利有所改善，但其板块成长性低于充电桩。
- ✓ 第二梯队（结构件、电池、铜箔、锂矿、电解液-35%~-30%）：结构件和电池环节竞争格局最好，盈利最为稳定，是确定性最强的环节，跑赢其他锂电环节。锂矿环节系碳酸锂价格跌到预期后，我们预计会率先有反弹迹象的板块。
- ✓ 第三梯队（三元正极、铁锂正极、小辅材-41%~-38%）：格局差于电池、结构件，今年大行情下，价格下杀明显，对公司盈利造成较大的下滑。
- ✓ 表现较弱（铝箔、隔膜-44%~-43%）：同样是价格下杀影响盈利，但铝箔、隔膜环节的格局竞争加剧，或者有加剧的预期在，故表现较差。

表：部分产业链代表公司季度业绩情况

环节	公司	营收/利润同比增速	2023Q1	2023Q2	2023Q3
充电桩	绿能慧充	营收	124%	108%	390%
		利润	减亏	-30%	转正
新能源整车	比亚迪	营收	80%	67%	38%
		利润	411%	145%	82%
结构件	科达利	营收	49%	42%	10%
		利润	43%	53%	15%
电池	宁德时代	营收	83%	56%	8%
		利润	558%	63%	11%
设备	先导智能	营收	12%	51%	34%
		利润	63%	37%	32%
铜箔	嘉元科技	营收	2%	13%	21%
		利润	-79%	-114%	-93%
锂矿	天齐锂业	营收	118%	48%	-17%
		利润	46%	-77%	-71%
负极	尚太科技	营收	-12%	-10%	-10%
		利润	-34%	-49%	-54%
电解液	天赐材料	营收	-16%	-30%	-32%
		利润	-54%	-58%	-68%
三元正极	容百科技	营收	62%	-29%	-26%
		利润	6%	-85%	30%
小辅材	天奈科技	营收	-42%	-21%	-17%
		利润	-60%	-52%	-42%
铝箔	鼎胜新材	营收	-20%	-19%	-3%
		利润	-28%	-49%	-73%
铁锂正极	德方纳米	营收	47%	-6%	-21%
		利润	-194%	-163%	-91%
隔膜	恩捷股份	营收	-1%	-5%	0%
		利润	-29%	-32%	-38%

二、核心问题探讨及未来展望

- 2.1 2023年电池材料环节景气度为何与下游车端背离？
- 2.2 当前时点各环节去库程度如何，下游何时能看到备库需求？
- 2.3 在锂价下探空间不大的预期下，未来盈利展望如何？

2.1 2023年电池材料环节景气度为何与下游车端背离？

- 从国内销量口径看，2023年前三季度新能源车销量同比增速接近40%，从中游增速看，电池、负极、隔膜均低于车端增速，正极、电解液增速与车端增速接近。
- 从全球产量口径看，2023年前三季度车端同比增速约39%，除铁锂（结构性变化-挤占三元市场）增速高于车端增速外，其他环节均明显低于车端增速。
- 电池需求=单车带电量*（车终端销量-车库存），故对单车带电量和库存进行逐一分析。

表：2023年上半年和前三季度国内车、电池及材料量的同比增速

销量/出货量	上半年	前三季度
国内车	44%	37%
电池	25%	16%
正极	50%	40%
负极	18%	25%
隔膜	24%	30%
电解液	57%	40%

注：国内车和电池为销量数据，正极、负极、隔膜、电解液为出货量数据

表：2023年全球前三季度各环节产量端同比增速

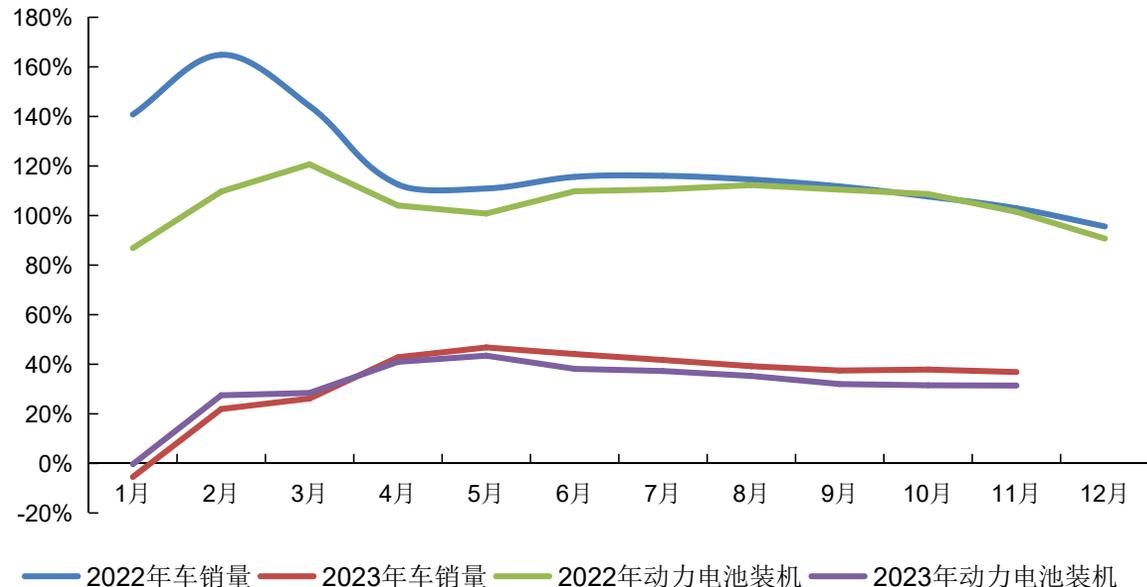
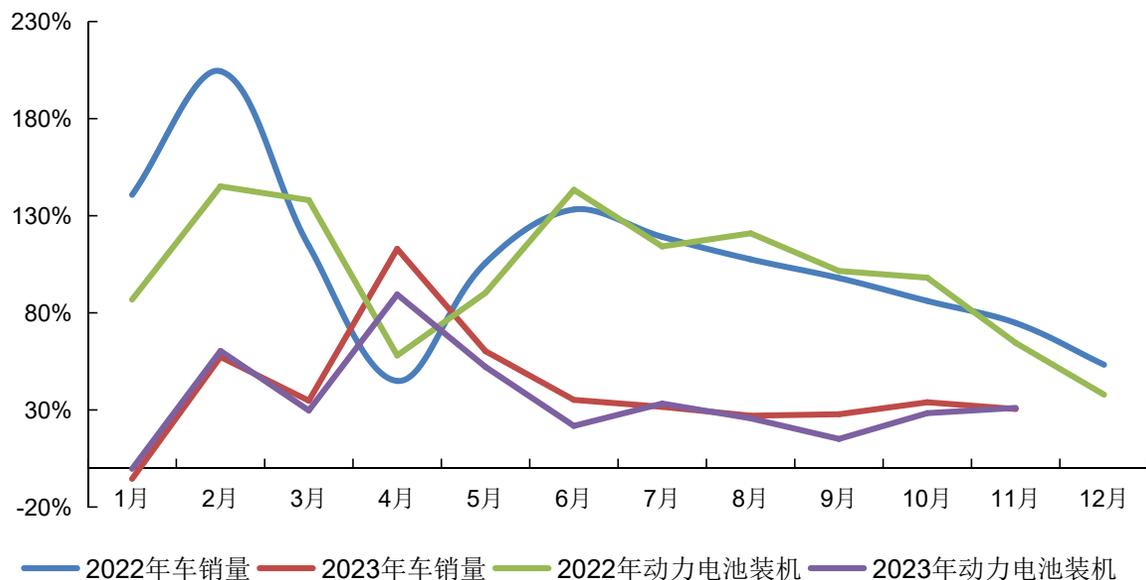
产量	前三季度
全球车	39%
电池	21%
三元正极	1%
铁锂正极	45%
负极	21%
隔膜	31%
电解液	25%

注：全球车无产量口径，因中国占比绝大部分，而产销基本相当，此处以销量数据替代

2.1 探讨车端与电池端需求不同步的原因：或为单车带电量和库存

- 2022年车端销量与动力电池装机基本匹配，而2023年车端销量增速高于装机增速，影响因素或有二：1) 单车带电量；2) 库存。
- ✓ 对比2022年下游销量与中游装机量增速看，从年初到年末动力电池装机累计增速与下游车销量累计增速的gap在缩小（因行业惯例是年底去库存，故不考虑12月），到11月基本已经不存在增速差。且从当月同比增速看，动力电池端增速部分月份高于车端增速。
- ✓ 对比2023年下游销量与中游装机量增速看，动力电池装机累计增速与下游车销量累计增速的gap在扩大。且从当月同比增速看，大多数月份的车销量同比增速都高于装机增速。

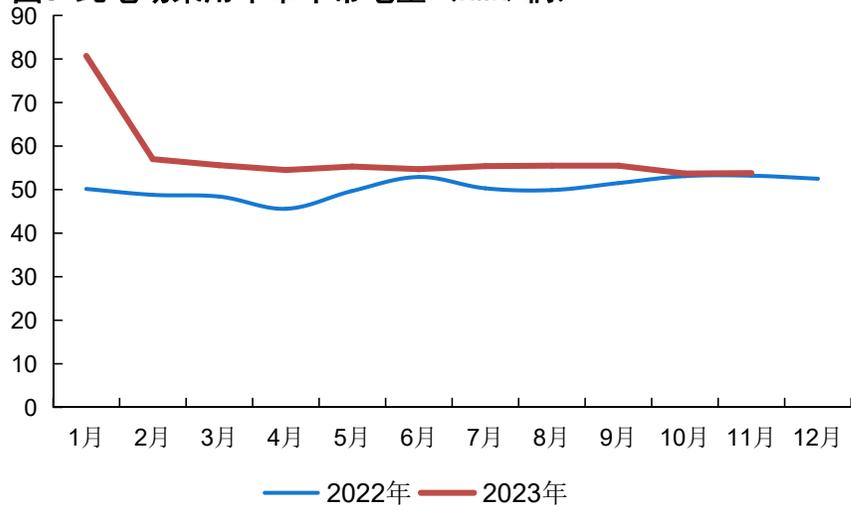
图：2022年和2023年逐月新能源车销量（中汽协）及动力电池装机量（动力电池创新联盟）同比增速（左图为单月同比，右图为累计同比）



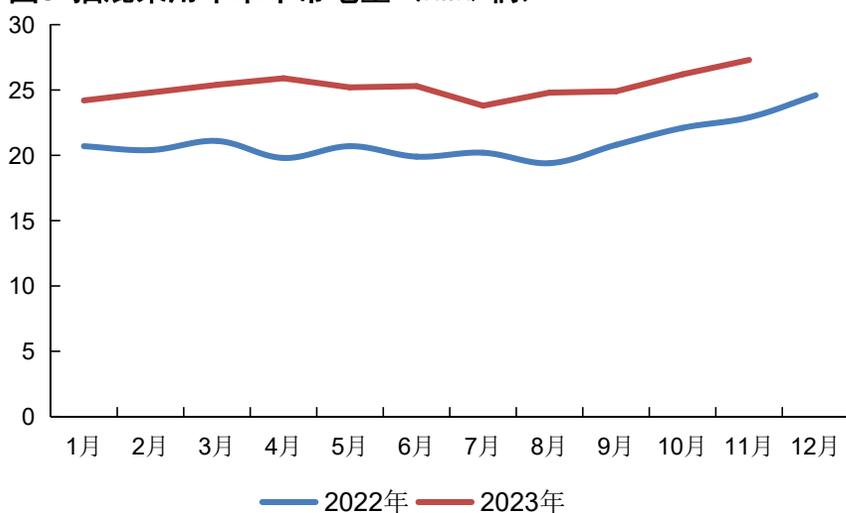
2.1 尽管插混占比提升，但今年1-11月的单车带电量同比仍是提升的

□ 今年销量结构的变化-插混占比提升并没有导致单车带电下降，反而因为插混和纯电的带电都有提升，1-11月的带电量同比略增。根据乘联会统计的数据，2023年1-11月插混占比提升至31%，较2022年全年提升8pct。但2023年与2022年逐月对比来看，无论是纯电还是插混，其单车带电量均在提升。2023年1-11月平均带电量为47.2度，同期为46.1度。

图：纯电动乘用车单车带电量（KWh/辆）



图：插混乘用车单车带电量（KWh/辆）



表：2023年插混汽车销量占比提升明显

	当月数据			累计数据		
	2023年11月	2022年11月	2023年10月	2021年	2022年	2023年1-11月
批发销量 (万辆)						
纯电动	65	57	59	274	502	537
插混	31	17	30	58	149	239
合计	96	74	89	332	651	776
纯电动占比	68%	77%	66%	83%	77%	69%
插混占比	32%	23%	34%	17%	23%	31%

2.2 核心影响因素是库存，分为三个层面作探讨

- 单车带电量今年同比提升，因此库存是影响今年电池端需求增速的核心原因。分为3个层面的库存进行分析：
 - ✓ 1) 整车库存（车企自身+压在经销商的库存）——影响动力电池及材料需求；
 - ✓ 2) 动力电池库存（车企尚未装车的电池库存+动力电池企业自身库存）——前者影响动力电池及材料需求；后者影响材料需求；
 - ✓ 3) 材料库存（动力电池企业+材料企业自身库存）——前者影响材料需求。

图：库存分析



2.2 2022年/2023年1-11月新增新能源乘用车库存78/46万辆

- 复盘历史：**从近4年（2020-2023年）的库存周期看，2020年为去库，2021年补库但整体库存水平很低，2022-2023年继续补库，虽然2023年新增库存水平较2022年有较大下滑，但累计库存水位仍在较高水平。根据乘联会月度产量-上险量-出口量得出当月新增库存。2020年全年行业为去库，2021年全年新增库存12万辆，仅为2022年月均上险量的1/4。按照2022年累计库存达89万辆计算，为2023年月均上险量的1.5倍。从年末库存/全年产量看，2020/2021/2022/2023分别为-2%/4%/12%/6%。
- 展望未来：**今年底整车库存预计为明年月均销量的2倍，处于近4年最高水平，明年仍有一定的库存压力。考虑2023年累计库存在135万辆，根据中汽协预测明年新能源汽车销量增速预计22%，则明年上险量预计为886万辆，月均74万辆，当前库存约为明年月均上险量的1.8倍，库存仍有压力。我们预计明年库存/产量仍维持在较低水平。

表：新能源整车库存分析（单位：万辆）

2020年	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
产量	3.8	1.3	4.7	6.5	7.2	8.0	7.9	9.9	12.2	14.9	17.5	19.8	113.7
上险量	4.4	1.0	4.8	5.6	6.8	8.0	9.0	9.2	11.1	12.5	17.7	22.4	112.5
出口量	0.2	0.2	0.3	0.1	0.0	0.1	0.2	0.3	0.3	0.5	0.7	0.8	3.7
库存	-0.8	0.1	-0.4	0.8	0.4	-0.1	-1.3	0.4	0.8	1.9	-0.9	-3.4	-2.5
2021年	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
产量	18.0	11.3	19.2	19.1	19.0	21.7	26.5	30.0	34.7	37.7	43.5	48.6	329.3
上险量	14.8	9.4	18.8	16.7	17.8	21.9	21.6	24.0	32.6	29.2	36.6	48.1	291.5
出口量	0.7	1.1	0.5	1.9	1.5	1.0	3.5	4.1	1.7	5.5	3.3	1.4	26.2
库存	2.5	0.8	-0.1	0.5	-0.3	-1.2	1.4	1.9	0.4	3.0	3.6	-0.9	11.6
2022年	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
产量	42.8	35.1	43.7	29.3	43.2	56.6	57.9	65.0	71.9	71.9	71.0	75.1	663.5
上险量	31.5	24.6	44.5	26.4	32.5	50.2	44.0	48.0	54.0	44.7	53.5	70.8	524.7
出口量	5.2	4.5	1.1	0.8	3.9	2.5	4.9	7.7	4.4	10.4	8.3	7.3	61.0
库存	6.1	6.0	-1.9	2.1	6.8	3.9	9.0	9.3	13.5	16.8	9.2	-3.0	77.8
2023年	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
产量	40.0	51.7	62.9	60.3	66.8	73.6	76.2	78.9	79.8	91.9	98.9		781.0
上险量	29.4	39.6	54.0	49.3	56.1	65.3	60.9	68.1	70.0	71.5	77.2		641.2
出口量	7.5	7.9	7.0	9.1	9.7	7.0	8.9	7.8	9.1	11.2	8.6		93.8
库存	3.2	4.2	1.9	1.9	1.0	1.3	6.4	3.0	0.7	9.2	13.1		46.0

2.2 2022年/2023年1-11月新增车端的动力电池库存103/100GWh

- ❑ 电池需求影响因素：1) 整车库存（上文已分析）；2) 车企尚未装车的电池库存，此处我们用动力电池销量-动力电池装机量-动力电池出口作为指标。
- ❑ 复盘历史：2020年全年为去库（不考虑出口的库存累计值为2.2GWh，但考虑出口数据预计2020年为负值），2021年为补库但库存水平低，预计年底库存不足下一年的单月月均销量。2022-2023年继续补库，且库存在较高水位。2022年全年新增103GWh库存，约为2个月库存。截止2023年11月全年新增100GWh，库存水平在2个月，但考虑2023年合计库存200GWh，仍在较高水平。

表：车企尚未装车的电池库存（GWh）

	销量		装车量		出口量		车企尚未装车的电池库存	
	当月值	累计值	当月值	累计值	当月值	累计值	当月值	累计值
2020-12	12.2	65.9	13.0	63.6			-0.7	2.2
2021-12	35.5	186.0	26.2	154.5			9.2	31.5
2022-08		256.9	27.8	162.1	5.1	33.4		61.5
2022-09	46.5	303.4	31.6	193.7	7.3	40.7	7.5	69.1
2022-10	51.0	354.5	30.5	224.2	8.6	49.3	11.9	81.0
2022-11	55.5	410.1	34.3	258.5	9.4	58.7	11.9	93.0
2022-12	52.2	465.5	36.1	294.6	9.4	68.1	6.6	102.8
2023-01			16.1	16.1	7.9	7.9		
2023-02		64.1	21.9	38.1	9.4	17.4		8.7
2023-03	44.3	108.5	27.8	65.9	8.8	25.8	7.8	16.9
2023-04			25.1	91.0	8.8	34.6		
2023-05		204.3	28.2	119.2	11.3	45.9		45.9
2023-06	52.2	256.5	32.9	152.1	10.0	56.8	9.3	47.6
2023-07	53.1	309.8	32.2	184.4	11.2	67.1	9.7	58.3
2023-08	55.1	364.9	34.9	219.2	10.6	78.7	9.6	66.9
2023-09	60.1	425.0	36.4	255.7	11.0	89.8	12.7	79.5
2023-10	61.0	486.0	39.2	294.9	11.5	101.2	10.3	89.9
2023-11	68.1	554.1	44.9	339.7	13.0	114.2	10.2	100.2

2.2 动力电池企业自身库存2个月左右，为正常水位

- 从上文对整车端和电池库存分析来看，叠加Q1为传统淡季，整车短期难以对电池进行大规模补库，短期补库需求或来自碳酸锂阶段见底。
- 从动力电池企业自身库存来看，以宁德时代为例，2020-2022年累库（2020年底库存在1个月，2021年底库存在2个月，2022年底库存在2个月），2023年进入去库周期，截止2023Q3末，库存约60GWh出头，2个月左右的库存，维持生产周转，目前是较为正常的库存水平。

表：宁德时代库存分析

项目	单位	2023Q1-03	2023H1	2023Q1	2022年	2022H1	2021年	2020年
销售量	GWh	270	170	75	289	104	133	46.84
生产量	GWh	264	154	70	325	125	162	51.71
库存量	GWh	64	54	65	70	61	40	14.17

注：2023年一季度、中报及三季度数据为研究员预估数据

2.2 电池和正极材料的库存较低，其他环节库存仍处于历史较高水平

□ 从存货周转天数看，截止2023Q3末，电池和正极处于近3年来较低库存水平，其他环节虽在2023Q3开始逐步去库，但仍处于近3年较高库存水位。主要系碳酸锂下行周期时，正极和电池所受影响最大，故对存货会进行严格管控。

表：电池及材料各环节库存周转天数

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
宁德时代	99	105	123	100	110	113	95	80	91	77	74
亿纬锂能	83	83	73	75	67	75	78	74	82	78	81
国轩高科	307	227	228	165	137	133	119	115	110	98	115
孚能科技	334	296	208	206	229	156	152	170	166	162	147
德方纳米	82	77	88	95	91	86	67	67	69	73	65
湖南裕能	34	43		36		39	34	28	24	35	32
龙蟠科技	81	103	89	87	65	59	63	64	146	133	121
万润新能			59	48		63	39	48	80	76	55
容百科技	50	41	47	47	41	44	37	33	36	41	43
当升科技	54	55	56	52	51	46	43	44	52	56	54
长远锂科		61	71	72	62	57	52	45	89	81	61
振华新材	113	117	98	98	71	60	56	50	97	105	91
贝特瑞	101	87	93	78	81	76	69	54	61	56	58
璞泰来	210	202	205	224	261	270	264	296	439	397	403
尚太科技		101		78		99	107	123	231	189	157
杉杉股份	78	53	52	54	82	88	96	88	134	124	119
中科电气	180	155	164	143	153	172	168	162	265	238	223
天赐材料	51	45	43	45	47	40	44	47	60	66	64
科达利	51	45	43	45	47	40	44	47	60	66	64
恩捷股份	51	45	43	45	47	40	44	47	60	66	64
星源材质	65	66	70	71	66	72	61	63	74	70	66
鼎胜新材	86	71	68	66	64	64	66	69	79	75	77
嘉元科技	58	42	43	43	44	60	55	61	101	85	75
诺德股份	60	51	47	47	56	73	65	73	94	89	84
壹石通	112	105	99	97	101	106	97	112	158	143	131
天奈科技	44	31	36	45	47	50	45	57	103	86	76

2.3 今年-明年上半年电池/材料仍在筑底阶段，明年下半年有望好转

- 产业链利润从上游向下游转移，我们预计今年-明年上半年电池/材料仍在筑底阶段，预计明年下半年需求提升带动开工率，盈利水平有望好转。

表：电池及材料各环节毛利率

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
赣锋锂业	19%	19%	18%	27%	31%	38%	36%	47%	67%	57%	51%	37%	37%	7%	5%
宁德时代	25%	29%	28%	28%	27%	27%	28%	25%	14%	22%	19%	23%	21%	22%	22%
亿纬锂能	30%	27%	32%	28%	27%	24%	22%	17%	14%	16%	17%	18%	17%	15%	18%
国轩高科	29%	23%	26%	25%	25%	17%	16%	19%	14%	14%	14%	24%	19%	12%	21%
德方纳米	21%	3%	9%	11%	17%	25%	23%	35%	35%	22%	16%	16%	0%	-6%	10%
湖南裕能					21%	26%	26%	27%	24%	15%	8%	10%	5%	15%	6%
容百科技	13%	10%	11%	13%	16%	13%	15%	17%	14%	12%	6%	8%	9%	6%	11%
当升科技	18%	20%	20%	19%	19%	23%	17%	16%	17%	18%	18%	17%	16%	19%	20%
贝特瑞	34%	26%	31%	27%	29%	27%	26%	21%	22%	18%	14%	13%	14%	16%	20%
璞泰来	30%	31%	34%	31%	38%	36%	34%	35%	39%	36%	35%	34%	34%	28%	34%
尚太科技							39%	36%	45%	44%	41%	37%	35%	26%	23%
天赐材料	32%	50%	38%	23%	34%	36%	43%	29%	44%	42%	36%	31%	31%	30%	24%
科达利	23%	20%	25%	36%	26%	30%	29%	22%	24%	25%	22%	24%	22%	24%	24%
恩捷股份	47%	35%	42%	46%	49%	46%	50%	53%	49%	51%	49%	43%	46%	41%	35%
星源材质	43%	46%	33%	26%	34%	36%	38%	42%	44%	50%	41%	47%	46%	45%	48%
鼎胜新材	10%	10%	11%	3%	11%	11%	10%	11%	12%	17%	19%	18%	14%	13%	10%
嘉元科技	22%	22%	26%	25%	31%	31%	29%	29%	30%	25%	18%	11%	11%	3%	5%
诺德股份	27%	21%	21%	17%	22%	26%	25%	26%	24%	23%	16%	20%	14%	11%	7%
壹石通			35%	40%	43%	44%	43%	41%	43%	41%	40%	37%	28%	20%	27%
天奈科技	37%	37%	41%	40%	38%	34%	33%	33%	32%	34%	36%	37%	31%	32%	34%

2.3 产能利用率回到历史较低水平，且新增产能投产节奏在放缓

表：四大材料产能及产能利用率情况（注：电解液为2023年1-8月数据）

	单位：万吨	2018	2019	2020	2021	2022	2023年1-11月
三元	产量	8	11	14	44	106	165
	产能	24	25	31	53	115	271
	产能利用率	34%	42%	45%	82%	93%	61%
铁锂	产量	20	23	24	43	62	63
	产能	30	35	44	57	76	123
	产能利用率	68%	65%	54%	75%	81%	52%
负极	产量	21	37	41	66	106	130
	产能	32	50	58	79		
	产能利用率	64%	74%	71%	83%		
隔膜	产量	26	35	43	76	117	149
	产能	75	95	107	119	151	204
	产能利用率	35%	37%	40%	64%	77%	73%
电解液	产量	18	22	30	48	86	65
	产能	44	48	60	82	138	167
	产能利用率	39%	47%	50%	58%	63%	39%

表：电池产能及产能利用率情况

	单位：GWh	2022年底	2023年6月底
电池	产量	546	294
	产能	1260	1860
	产能利用率	52%	38%

2.3 产能利用率回到历史较低水平，且新增产能投产节奏在放缓

表：电池及材料各环节资本开支同比放缓

	2021一季报	2021中报	2021三季报	2021年报	2022一季报	2022中报	2022三季报	2022年报	2023一季报	2023中报	2023三季报
宁德时代	329%	289%	281%	229%	30%	23%	16%	10%	-10%	-25%	-25%
亿纬锂能	0%	105%	200%	208%	310%	308%	213%	121%	-38%	-64%	-64%
国轩高科	-9%	159%	60%	112%	363%	213%	250%	201%	-4%	-44%	-23%
德方纳米	63%	35%	-4%	5%	306%	273%	379%	220%	-19%	-40%	-51%
湖南裕能				278%	194%	248%	214%	146%	58%	11%	-7%
容百科技	164%	164%	243%	505%	562%	566%	374%	62%	-37%	-48%	-55%
当升科技	77%	38%	33%	14%	0%	31%	67%	81%	88%	55%	22%
贝特瑞	81%	153%	154%	159%	243%	177%	149%	95%	-8%	-31%	-36%
璞泰来	158%	149%	160%	256%	50%	9%	19%	6%	80%	47%	22%
尚太科技				146%		331%	245%	136%	-79%	-85%	-80%
天赐材料	311%	393%	350%	351%	165%	229%	172%	129%	93%	48%	11%
科达利	235%	203%	219%	163%	19%	42%	98%	100%	104%	58%	7%
恩捷股份	9%	69%	158%	50%	195%	41%	74%	32%	51%	53%	11%
星源材质	-4%	52%	13%	156%	78%	91%	200%	104%	161%	100%	103%
鼎胜新材	50%	-88%	-58%	-44%	-53%	337%	197%	208%	27%	24%	-2%
嘉元科技	232%	558%	128%	129%	333%	396%	176%	118%	-2%	-43%	-44%
诺德股份	244%	600%	1113%	64%	622%	64%	71%	119%	58%	101%	34%
壹石通			7%	97%	1484%	728%	417%	154%	-77%	-34%	-7%
天奈科技	-34%	-38%	97%	118%	164%	152%	28%	54%	-41%	184%	90%

三、投资建议及风险提示

◆ 2023年，新能源车销量符合且略超预期，但中游锂电池表现较差，主要系：

- 1) 2023年行业去库，导致锂电池需求增速低于车的增速，实际中游需求较差，低于年初预期。
- 2) 行业产能过剩严重，需求不佳情况下，引发行业降价内卷，导致部分环节盈利下滑明显甚至出现亏损。

◆ 2024年展望：我们重点看好2个方向：1) 强竞争力的龙头企业；2) 新技术加速渗透的环节，尤其是快充。

- **强竞争力的龙头企业：**行业产能仍处于过剩状态，但2023年上半年已能看到一二线盈利差距拉大，二三线已处于亏损，受此影响今年新增产能投建放缓，且部分落后产能有望淘汰，行业已处于出清中后期，有望在明年迎来盈利拐点。且陆续有锂电企业发布股权激励目标，未来增长预期逐步明晰，表明龙头公司对行业出清，后续盈利稳住的信心。建议重点关注【宁德时代】、【亿纬锂能】、【尚太科技】、【天赐材料】、【科达利】、【鼎胜新材】。
- **新技术加速渗透的方向：**1) 头部企业推出4C铁锂快充，加速快充渗透率提升，关注第二代硅碳负极；此外，涂布方式改变：单层→双层涂布带来单位价值量提升；2) 锰铁锂或应用于改款特斯拉，2023年8月工信部公布奇瑞4款锰铁锂车型，锰铁锂已无上车疑虑，后续技术迭代，从混用到纯用，用量有望大幅提升。3) 电池绝缘涂料：性能更好更安全+成本更低，用于替代蓝膜。建议重点关注【元力股份】、【德方纳米】、【松井股份】、【曼恩斯特】、【骄成超声】。

◆ **风险提示：**新能源车/储能需求不及预期风险；原材料价格波动风险；行业竞争加剧风险；出口限制风险；新技术进展不及预期风险。

- **新能源车/储能需求不及预期风险：**若下游新能源车或者储能需求不及预期，产业链公司的业绩将受到影响；
- **原材料价格波动风险：**上游原材料价格影响公司毛利率，若波动太大，会影响公司利润；
- **行业竞争加剧风险：**行业高景气度正吸引更多企业进入，市场存在竞争格局恶化风险；
- **出口限制风险：**国内储能已进入全球市场，也相应会面临地缘政策摩擦导致的出口限制风险；
- **新技术进展不及预期风险：**新技术开拓过程较为漫长，若不及预期可能会影响公司业绩。

电新小组介绍

李航，首席分析师，曾先后就职于广发证券、西部证券等，新财富最佳分析师新能源和电力设备领域团队第五，卖方分析师水晶球新能源行业前五，新浪财经金麒麟电力设备及新能源最佳分析师团队第四，上证报最佳新能源电力设备分析师第三等团队核心成员。

邱迪，联席首席分析师，中国矿业大学（北京）硕士，电力电子与电气传动专业，4年证券从业经验，曾任职于明阳智能资本市场部、华创证券等，主要覆盖新能源发电、储能等方向。

李铭全，浙江大学硕士，能源环境工程专业，2年证券从业经验，主要覆盖新能源汽车、储能等方向。

洪瑶，南开大学学士，北京大学硕士。2022年加入国海证券，覆盖锂电新材料等板块。

分析师承诺

李航，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 电新研究团队

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168号
腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597