

长期增长趋势不变，重整旗鼓再前行

——新能源汽车产业链 2023 年中期策略报告

核心观点

- **电动车仍处于高速增长期，新能源长期趋势不变。**国内电动车市场日臻成熟，进入由产品内在竞争力驱动的发展新阶段，截至 2023 年 4 月电动车渗透率已超 30%。2022 年欧洲/美国市场渗透率仅 23%/6.5%，相较于国内市场海外渗透率仍有极大提升空间，正处于政策推动与快速追赶过程中。全球视角来看，电动化进程正处于全面加速的阶段，据我们测算 2030 年全球电动化率将逾 50%。受益于成本下降和技术突破，储能锂电池也将迎来快速增长。电池行业将受益动力和储能需求保持高增，22-25 年 CAGR 预计可达 36%。
- **产业链去库存基本结束，行业盈利拐点将至。**进入 2023 年，受车端传统淡季影响，产业链整体进入去库存周期，国内动力电池产量在季度连续上升后，23Q1 环比下滑，同时产量与装机量差值环比降低。主要企业一季报显示，电池、正极、电解液等环节一季度库存水平已有明显回落；各企业排产情况 4 月以来环比显著改善，反映出产业链去库存逐渐走向尾声。当前碳酸锂价格也已止跌上涨，有望改变全产业链预期，部分环节已反向进入成本推涨过程，如六氟磷酸锂、磷酸铁锂已经出现涨价，前期资产端受损的公司将迎来修复。产业链普遍排产下滑、持续降价的至暗时刻已经过去，量价、经营均进入稳定趋好阶段。
- **各环节盈利分化，头部企业竞争优势显现。**一季度产业链盈利水平发生较大变化，其中电池环节受益于成本下降，盈利明显好转，而受产品降价及产能利用率下滑影响，中游材料企业一季报业绩普遍承压，盈利存在不同程度受损，与碳酸锂强相关的正极和电解液受高价库存影响利润下滑更为明显。在行业盈利底部区间，各环节内部企业也出现明显分化，而头部企业经历多轮产业周期淬炼，凭借成本优势展现出较强盈利韧性，龙头地位进一步强化。
- **产业融资高峰已过，未来供给端扩张出现收缩。**锂电产业链融资高峰分别出现在 2020 年下半年和 2022 年下半年，进入 2023 年整体融资节奏减缓，有助于减轻后续产能扩张压力，同时产业链公司融资规模也有可能不及预期。锂电中游材料企业在扩产端依旧理性，单季度在建工程缓慢扩张，基本能与下游需求匹配，并未出现市场担忧的巨幅增长，未来产业链盈利有望保持稳健。当前产业链实际扩产进度和落地情况不及预期，供给端扩张速度放缓，或将缓解产能过剩的担忧。

投资建议与投资标的

- 当下的电动车板块已经包含了市场大量的负面预期，对量、价、利、估值的担忧也在股价里面充分反应。而我们认为电动车发展大趋势依旧不用担心，从全球渗透率来看未来成长空间依旧可观，结合海外需求、供给难度、行业格局及龙头竞争力，我们依旧看好电动车投资机会，并建议关注海外供应链和龙头企业两条主线。
- 建议关注：在产业周期中脱颖而出、具备长期竞争力的公司，包括电池环节宁德时代(300750，未评级)和亿纬锂能(300014，未评级)、电解液龙头天赐材料(002709，未评级)、隔膜环节恩捷股份(002812，未评级)和星源材质(300568，买入)、负极成本优势显著的尚太科技(001301，未评级)、正极一体化公司华友钴业(603799，未评级)、精细氟龙头新宙邦(300037，未评级)等。

风险提示

政策变化风险；新能源汽车销量不达预期；原材料价格波动，盈利变化风险；供给释放提速，竞争超预期；假设条件变化影响测算结果等。

行业评级 看好 (维持)

国家/地区 中国
行业 新能源汽车产业链行业
报告发布日期 2023 年 06 月 14 日



证券分析师

证券分析师 卢日鑫
021-63325888*6118
lurixin@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860515100003

证券分析师 李梦强
limengqiang@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860517100003

证券分析师 顾高臣
021-63325888*6119
gugaochen@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860520080004

证券分析师 林煜
linyuy1@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860521080002

证券分析师 严东
yandong@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860523050001

联系人

联系人 杨雨浓
yangyunong@orientsec.com.cn

联系人 朱洪羽
zhuhongyu@orientsec.com.cn

相关报告

去库存基本结束，行业景气度将迎反转 2023-05-15
锂电隔膜量升利稳，关注全球化出海机 2022-12-09
遇：电池材料系列报告
淬火成钢质地显，玉汝于成新征程：—— 2022-11-24
新能源汽车行业 2023 年度投资策略

目 录

新能源长期趋势不改，电动车仍处高速增长期	5
国内：高渗透率下增速依旧可观	5
海外：全球渗透率提升空间宽广	6
储能：方兴未艾，拉动锂电需求增长	8
产业链去库存基本结束，盈利拐点将至	10
去库存成效已现，景气度筑底回升	10
碳酸锂价格止跌反弹，预期回暖助推盈利改善	12
各环节盈利分化，头部企业竞争优势显现	15
跌价周期中各环节盈利分化	15
盈利底部格局优化，龙头竞争力彰显	16
产业融资高峰已过，未来供给端扩张出现收缩	22
产业融资节奏放缓，扩张回归理性	22
供给端实际扩产低预期，过剩压力或将减轻	24
投资建议	26
风险提示	27

图表目录

图 1：国内新能源汽车月度销量（单位：万辆）	5
图 2：我国新能源乘用车历年销量和渗透率（单位：万辆）	5
图 3：2021 年新能源乘用车销售地区结构	6
图 4：2022 年新能源乘用车销售地区结构	6
图 5：全球新能源乘用车与燃油乘用车销量（单位：万辆）	7
图 6：全球新能源乘用车渗透率	7
图 7：欧洲新能源汽车销量及渗透率（单位：万辆）	7
图 8：美国新能源汽车销量及渗透率（单位：万辆）	7
图 9：全球新能源汽车销量预测（单位：万辆）	8
图 10：2022 年全球储能市场累计装机规模构成	8
图 11：全球储能锂电池装机需求测算（单位：GWh）	9
图 12：全球锂电池出货量预测（单位：GWh）	9
图 13：国内动力电池产量与装机量（单位：GWh）	10
图 14：正极材料月度产量（单位：吨）	10
图 15：负极材料月度产量（单位：万吨）	10
图 16：电解液月度产量（单位：吨）	11
图 17：隔膜月度产量（单位：亿平）	11
图 18：产业链各环节 23Q1 出货量环比降幅	11
图 19：锂电产业链部分环节存货（单位：亿元）	11
图 20：锂电全产业链主要公司归母净利润趋势（单位：百万元）	12
图 21：碳酸锂价格走势（单位：万元/吨）	13
图 22：三元正极价格走势（单位：万元/吨）	13
图 23：磷酸铁锂正极价格走势（单位：万元/吨）	13
图 24：六氟磷酸锂价格走势（单位：万元/吨）	13
图 25：锂电产业链主要材料公司归母净利润趋势（单位：百万元）	14
图 26：磷酸铁锂动力电池材料成本与电芯价格（单位：元/kWh）	15
图 27：锂电产业链各环节 23Q1 归母净利润同比增速	15
图 28：2022 年和 2023Q1 锂电产业链利润分配	15
图 29：锂电产业链各环节 2021-2023Q1 毛利率	16
图 30：锂电产业链各环节 2021-2023Q1 归母净利率	16
图 31：优势企业竞争优势有望放大	16
图 32：三元材料产业链一体化情况	17
图 33：2022 年人造石墨负极企业单吨净利与石墨化自给率	17
图 34：三元/锰酸锂/磷酸铁锂电解液价格（单位：万元/吨）	18

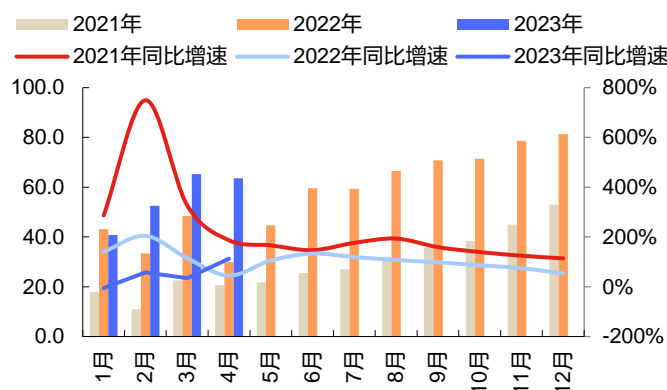
图 35：高电压电解液价格（单位：万元/吨）	18
图 36：六氟磷酸锂价格与碳酸锂成本价差走势（单位：万元/吨）	18
图 37：天赐材料电解液一体化布局	19
图 38：天赐材料核心竞争力来源	19
图 39：天赐材料季度扣非净利率	19
图 40：锂电隔膜壁垒构成	19
图 41：2022 年中国湿法隔膜市场格局	19
图 42：2017-2023 年 4 月我国动力电池配套装机企业数量	20
图 43：2022 年我国动力电池装机排名前十市场份额	20
图 44：2022 年全球动力电池装机排名前十市场份额	20
图 45：动力电池主流企业毛利率季度变化比较	21
图 46：动力电池主流企业归母净利率季度变化比较	21
图 47：电池企业研发投入（单位：亿元）	21
图 48：电池企业研发人员数量（单位：个）	21
图 49：2022 年锂电产业项目投资金额与项目数量	22
图 50：主要锂电池公司 ROE 水平	23
图 51：主要正极及前驱体公司 ROE 水平	23
图 52：主要电解液及六氟公司 ROE 水平	23
图 53：主要电解液溶剂公司 ROE 水平	23
图 54：主要负极公司 ROE 水平	23
图 55：主要锂电隔膜公司 ROE 水平	23
图 56：锂电产业链融资规模（单位：亿元）	24
图 57：锂电中游材料在建工程（单位：亿元）	24
表 1：中国乘用车市场零售销量 top10 变化（单位：万辆）	6
表 2：2023 年 Q1 锂电池产业链产品价格及跌幅	12
表 3：正极行业主要企业产能扩张变化	24
表 4：负极行业主要企业产能扩张变化	25
表 5：隔膜行业主要企业产能扩张变化	25
表 6：电解液行业主要企业产能扩张变化	25
表 7：其他环节主要企业产能扩张变化	25

新能源长期趋势不改，电动车仍处高速增长长期

国内：高渗透率下增速依旧可观

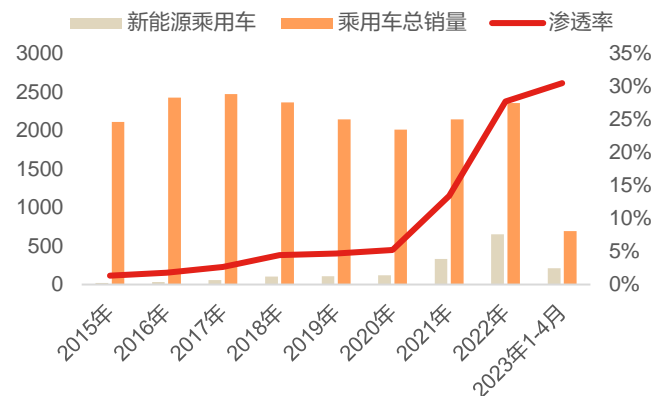
我国新能源汽车渗透率突破 30%，有望继续保持增长活力。我国新能源汽车 2022 年产销分别完成 704.0 万辆和 687.2 万辆，同比分别增长 99.3%和 96.0%，渗透率提升至 25.6%。当电动车迈过 20%渗透率，继续向前发展面临接受度鸿沟，消费者中更普遍的实用主义者、保守主义者和怀疑论者对电动车要求更加苛刻，也是引发市场对 23 年电动车销量不达预期的担忧的主要原因之一。进入 2023 年，国六老燃油车库存促销战引发市场价格混乱，消费者持币观望情绪浓厚，叠加春节较早、消费不旺等因素，车市整体表现偏弱。考虑到上述因素的影响，尽管 2023 年新能源汽车销量表现增速明显放缓，但渗透率提升趋势不改，1-4 月新能源乘用车累计销量达 212 万辆，累计渗透率达到 30.5%，较 22 年继续大幅上升。同时，二季度以来，随着消费逐步恢复以及价格战热度的逐渐消退，新能源汽车销量逐月修复，4-5 月同比增速已基本回到 22 年水平。

图 1：国内新能源汽车月度销量（单位：万辆）



数据来源：中汽协，东方证券研究所

图 2：我国新能源乘用车历年销量和渗透率（单位：万辆）



数据来源：中汽协，东方证券研究所

电动车产品力成行业核心驱动力，2023 年发展迈入新阶段。电动车行业 20-22 年实现了大发展，特斯拉及新势力带来爆款车型井喷、产品力提升，国内快速实现 20%电动化率的中期目标，该阶段主要驱动力为电车相对油车的性价比凸显。2023 年起电动车将进入新阶段，我们认为行业核心驱动力已经转变为消费者对电动车产品力的认可：一方面车企加速燃油车停售的进程，在车型升级上明显偏向电车，未来油车的升级换代将明显落后电车；另一方面电车的补能、快充、安全等短板逐步改善，电车的升级将进入质变阶段。

燃油车逐渐式微，电动车生机勃勃。当前燃油车销售已出现明显走弱特征：1）热门燃油车月销量大幅下降；2）燃油车出新款的数量明显下降；3）燃油车存量供给改款频率在降低；4）存量僵尸车型陆续退出舞台，进一步减少供给。从近年畅销车型变化来看，2020 年国内热销 top10 车型全部为燃油车；2021 年，宏光 mini 跻身 top10，销量达到 39 万；2022 年，燃油车销量大规模溃缩，轩逸、朗逸、H6 三款常年霸榜车型跌落神坛，top10 中已经有 5 款电动车，并且囊括前三。从最新的单月销量数据来看，2023 年 4 月，比亚迪秦、宋、海豚、元 Plus 以及特斯拉 Model Y 和 Aion Y 均进入前 10，top10 中电动车占六席，已实现对燃油车的超越。同样的趋势在 2023 年上海车展也可见一斑，新能源新车发布数量首次超过了燃油车，新能源车型更是牢牢占据了大多数展台的绝对 C 位，新能源汽车已经成为汽车行业新时代的主力军，完成了质的飞跃。

表 1：中国乘用车市场零售销量 top10 变化（单位：万辆）

排名	2020 年		2021 年		2022 年		2023 年 4 月	
1	日产轩逸	54	日产轩逸	51	宏光 mini	55	秦	4.3
2	大众朗逸	42	大众朗逸	43	宋 PLUS	46	宋	3.3
3	哈弗 H6	38	宏光 mini	39	Model Y	46	海豚	3.0
4	卡罗拉	34	哈弗 H6	36	日产轩逸	44	元 PLUS	2.9
5	大众宝来	33	卡罗拉	31	大众朗逸	39	轩逸	2.7
6	大众速腾	30	长安 CS75	27	秦 PLUS	32	Model Y	2.7
7	别克英朗	30	别克英朗	27	哈弗 H6	28	新朗逸	2.7
8	长安 CS75	27	大众宝来	27	汉	27	雅阁	2.6
9	本田思域	25	大众速腾	24	凯美瑞	27	Aion Y	2.1
10	本田 CR-V	24	丰田雷凌	22	卡罗拉	26	长安 CS75	2.1

数据来源：乘联会，东方证券研究所

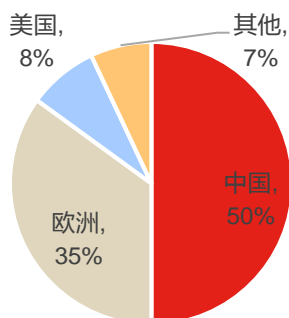
注：深色标注为电动车型

新能源车下乡政策导向日益明确，中国市场渗透率有望超预期进一步提升。前期新能源汽车渗透率提升主要来自限购特大城市需求增长，特大型城市电动车渗透率远超全国平均水平，而县乡市场渗透率相对较低。受基础人口规模约束，限购城市的销量增速将逐渐放缓，而人口基数大、公共交通差的县乡市场具有更大普及潜力。4 月 19 日国家发改委明确提出，鼓励汽车企业开发更适宜县乡村地区使用的车型；5 月 5 日，国务院常务会议部署加快建设充电基础设施，更好支持新能源汽车下乡和乡村振兴。新能源车下乡的政策导向日益明确，县乡市场有望接棒大城市，开启新能源汽车第二轮加速渗透。

海外：全球渗透率提升空间宽广

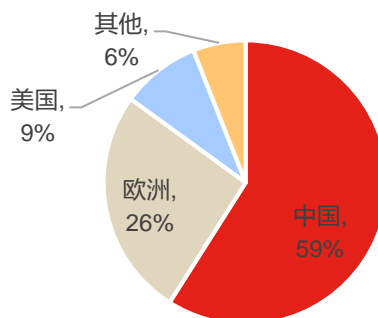
中国电动车发展全球领先，从销售结构看为全球最大市场。Canalys 数据显示，2021 年我国新能源乘用车销量 320 万辆，占全球新能源乘用车销量的近 50%，为全球最大的新能源汽车市场。2022 年，我国市场需求增长依然强劲，全球销售占比进一步提升至 59%。相比之下，欧洲市场 2022 年受疫情影响份额下降明显，美国份额较低但表现出积极增长态势。

图 3：2021 年新能源乘用车销售地区结构



数据来源：Canalys，东方证券研究所

图 4：2022 年新能源乘用车销售地区结构

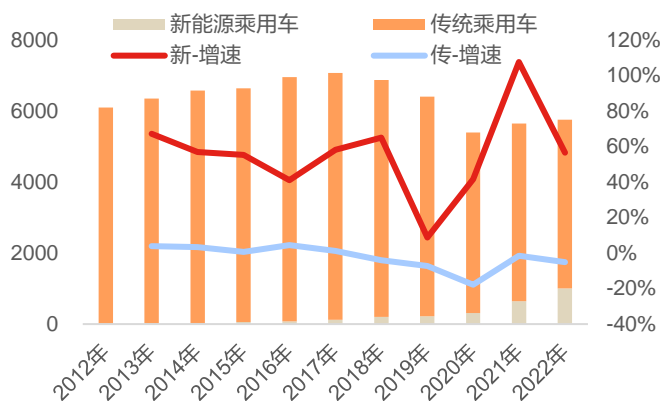


数据来源：Canalys，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

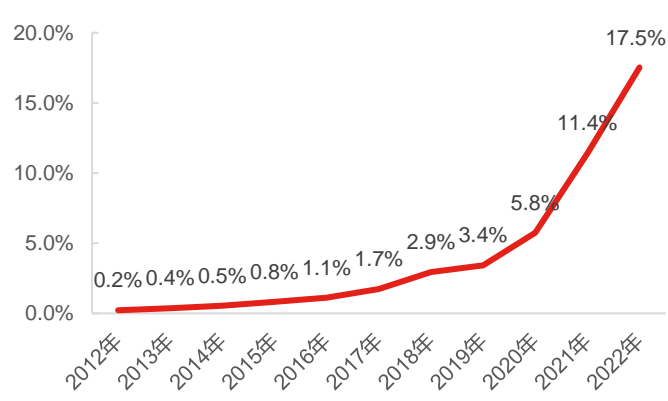
全球电动车发展不均衡，整体渗透率提升空间广阔。2020 年至今全球新能源乘用车销量保持快速增长，渗透率总体呈现快速提升趋势。2022 年全球新能源乘用车销量超过 1000 万辆，同比增长 56%；作为对比，2022 年全球燃油乘用车销量约 4741 万辆，同比下滑 5%，且自 2018 年以来已连续五年负增长。在各国激励政策和自主消费驱动下，新能源乘用车展现出超强竞争力，2022 年渗透率达 17%，但对比中国市场仍存在很大提升空间。尤其是新车型性能持续提升、支持政策延续以及使用体验带来的后端服务市场的分化，新能源汽车年度销量空间仍很大。各国在中长期可能进一步约束燃油车的生产和销售，给电动车持续渗透提供了强有力的保障。

图 5：全球新能源乘用车与燃油乘用车销量（单位：万辆）



数据来源：Clean Technic, Wind, 东方证券研究所

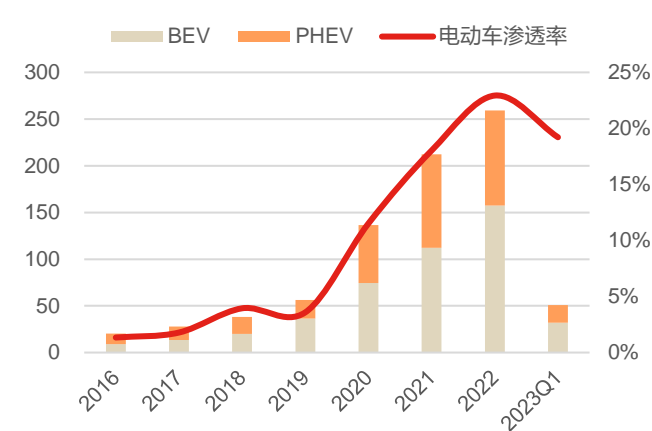
图 6：全球新能源乘用车渗透率



数据来源：Clean Technic, 东方证券研究所

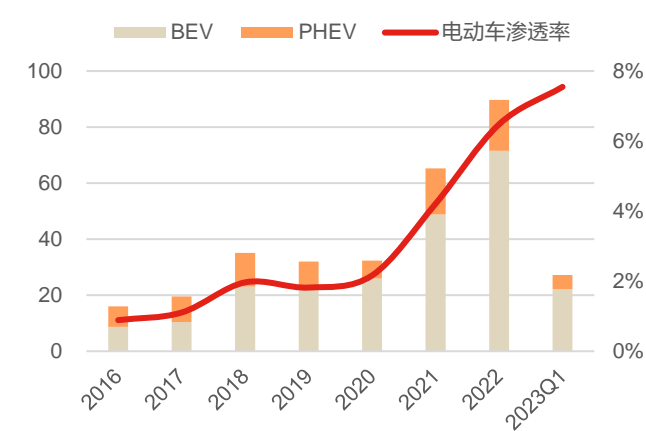
对照中国市场，欧美仍处于追赶与扶持过程。在欧盟碳排放的高标准要求 and 欧洲政府的强力补贴政策刺激下，欧洲市场 2020 年开始加速上行；2022 年实现电动车销量 259 万辆，渗透率提升至 23%；进入 2023 年，部分国家政策退出，渗透率受到影响有所回落，参照中国新能源汽车市场发展规律来看，随着本土传统车企电动化进程加速，远期渗透率仍存在上升空间。而美国市场 2022 年全年销量 90 万辆，渗透率仅 6.5%，仍处在发展起步阶段，随着新能源法案通过落地，美国电动车市场有望贡献可观增量。

图 7：欧洲新能源汽车销量及渗透率（单位：万辆）



数据来源：ACEA, 东方证券研究所

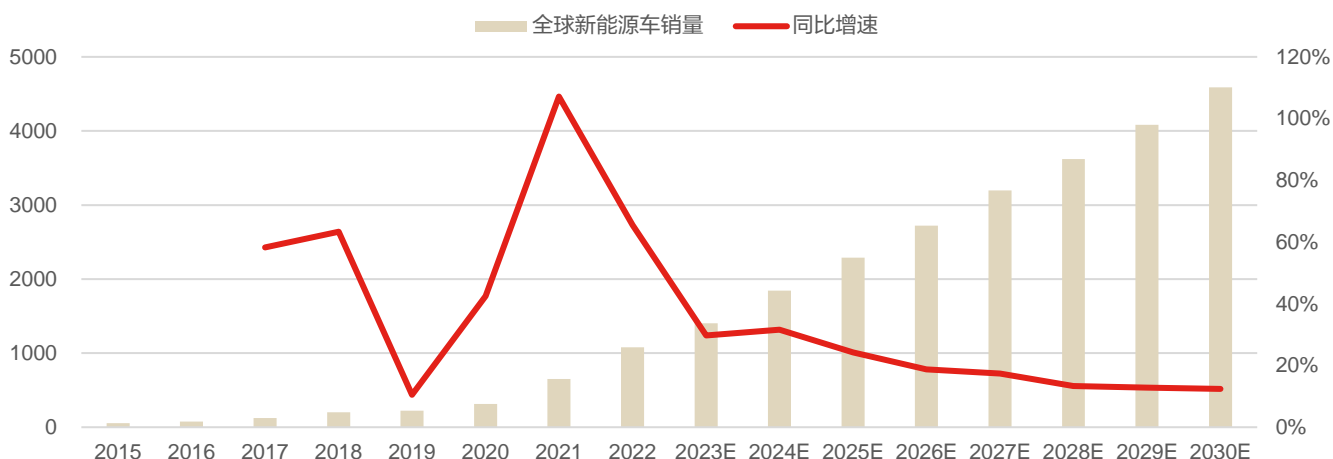
图 8：美国新能源汽车销量及渗透率（单位：万辆）



数据来源：Argonne, Marklines, 东方证券研究所

见贤思齐，欧美有望复制中国电动车发展速度，预计 2030 年全球电动化率逾 50%。全球视角看，电动化进程正处于全面加速的阶段，欧美主要国家极有可能复制中国市场的过往增速，迈入发展快车道。在多重因素影响下，我们预计 2023 年全球有望实现 1400 万辆新能源汽车销量，2030 年新能源汽车渗透率有望超过 50%，销量突破 4500 万辆，对应 2022-2030 年 CAGR 达 20%。

图 9：全球新能源汽车销量预测（单位：万辆）

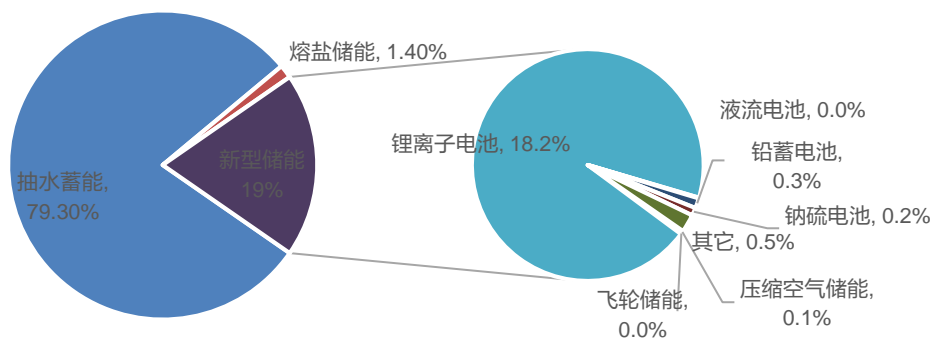


数据来源：Clean Technic，东方证券研究所测算

储能：方兴未艾，拉动锂电需求增长

锂电池降本增效，储能应用需求快速释放。自 2019 年开始，全球储能累计装机规模持续快速增长。据 CNESA 数据，截至 2022 年底全球储能累计装机规模达到 237.2GW，同比增长 15%。其中抽水蓄能仍为主流，但其累计装机规模占比同比下降 6.8pct，首次低于 80%。而新型储能累计装机规模达 45.8GW，同比增长 80%，其中锂电池占据绝对主导地位，年增长率超过 85%，其在新型储能中的累计装机占比同比上升 3.5pct。受益于锂电技术成熟及成本下降，锂电池在新型储能中的应用需求有望得到快速释放，成为全球储能新增装机的主要动力。

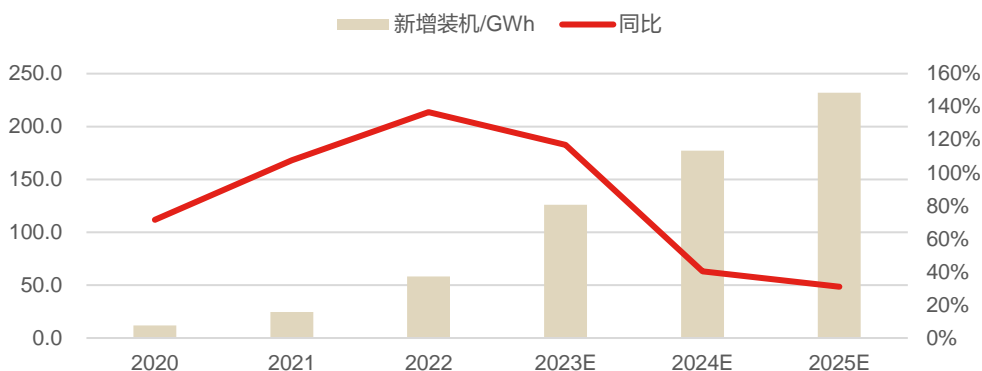
图 10：2022 年全球储能市场累计装机规模构成



数据来源：CNESA，东方证券研究所

储能市场需求广阔，储能锂电池装机有望高增。在全球一致的碳减排目标驱动下，储能作为能源转型的重要一环实现了迅速发展。2022 年全球电池储能新增装机量为 58GWh，同比+137%；中国电池储能新增装机量为 17GWh，同比+199%；美国新增电池储能系统装机量为 17GWh，同比+47%；欧洲新增电池储能系统装机量为 16GWh，同比+346%。欧洲户储与美国大储增长动能强劲，储能需求有望持续高景气。预计到 2025 年，全球储能锂电池装机量将达到 232GWh，22-25 年 CAGR 近 60%。

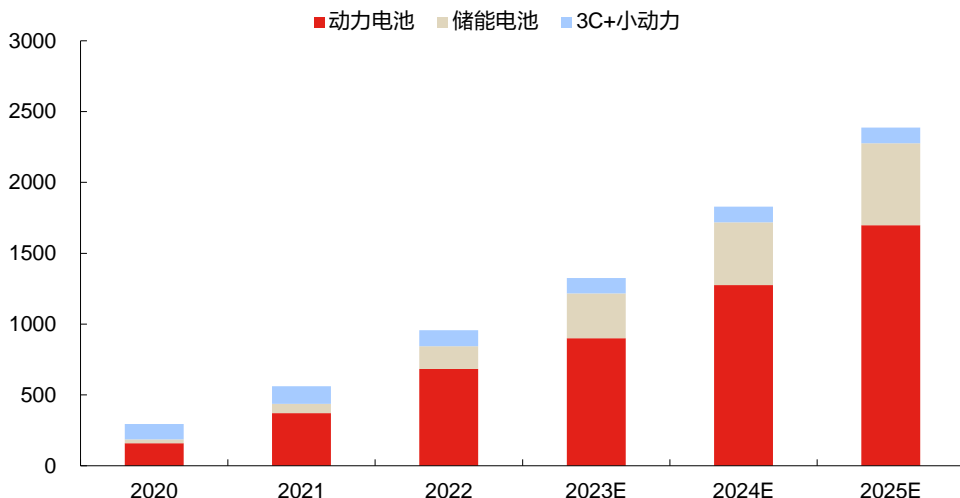
图 11：全球储能锂电池装机需求测算（单位：GWh）



数据来源：CNESA，东方证券研究所测算

锂电池行业赛道宽广，需求快速提升，22-25 年全球锂电池需求 CAGR 有望达 36%。放眼全球，新能源汽车市场发展呈加速之势，中国、欧洲、美国三个市场未来将持续贡献重要增量，储能市场也有望贡献可观增量。此外，锂电池还广泛应用于消费数码、电动工具、轻型动力等领域，需求场景日益丰富。我们预计到 2025 年全球动力电池装机需求达到 1358GWh。加上储能以及两轮车、电动工具、消费电子等领域的需求，我们预计 23/25 年全球锂电池出货量将达到 1326GWh/2388GWh，2022-2025 年均复合增速达到 36%。

图 12：全球锂电池出货量预测（单位：GWh）



数据来源：EVTank，东方证券研究所测算

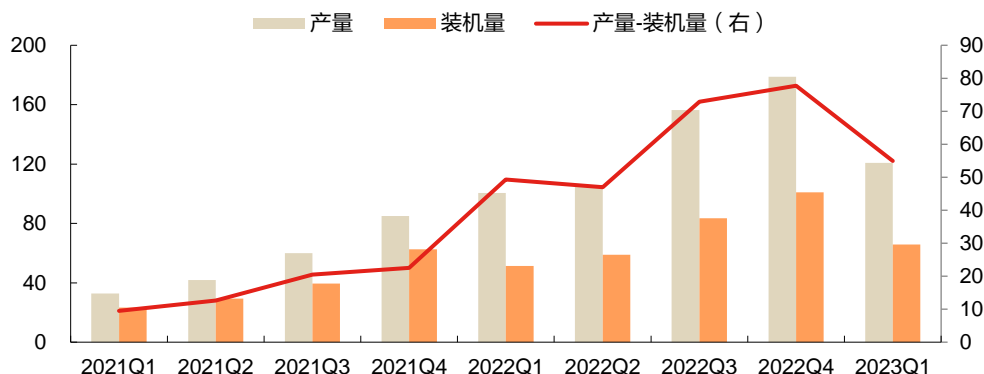
产业链去库存基本结束，盈利拐点将至

去库存成效已现，景气度筑底回升

行业发展节奏受短期外部因素影响，22Q4 起进入库存去化阵痛期。电动车产业链是长周期高成长赛道，长逻辑明确。但发展过程曲折，其中政策、产品力、供需等因素变化均对短期产业链景气度产生很大影响。经历了 21-22 年新能源汽车景气度爆发和行业规模的快速扩张，叠加 22Q4 在国补退出前夕对 23 年的需求预支，锂电产业链整体库存水平在 2022 年末达到历史高点。EVTank 统计数据显示，2022 年全产业链的动力电池库存达 164.8GWh，创历史新高，使得 2023 年行业去库存的压力大增。进入 2023 年，受车端传统淡季影响，锂电产业链整体进入去库存周期。

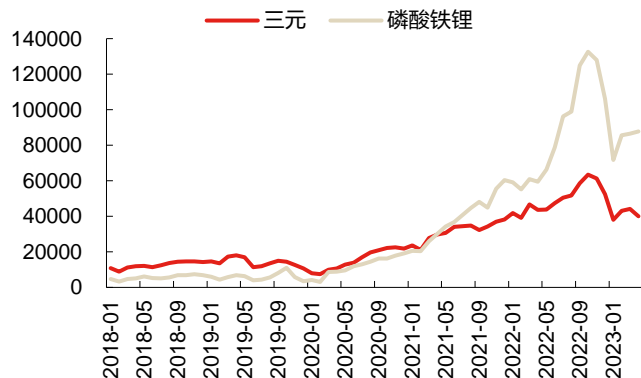
产业链自下而上集体减量。生产端，国内动力电池产量在季度连续上升后，23Q1 环比显著下滑，同时产量与装机量差值环比降低，反映出较强去库力度。减产向上传导，四大锂电主材 23Q1 产量环比也出现大幅下降，三元正极/磷酸铁锂/负极/电解液降幅分别为 29.2%/33.5%/16.9%/7.0%。从出货量来看，根据 GGII 统计，2023Q1 国内动力电池出货量为 128GWh，环比下降 12.3%；由于电池为降低成品库存，产量较出货更低，进一步压制材料采购需求，四大主材出货量环比降幅在 17-32%之间，均大于电池；上游资源销量受损更为严重，根据藏格矿业一季报，23Q1 碳酸锂销量为 534 吨，环比降幅高达 73.4%。

图 13：国内动力电池产量与装机量（单位：GWh）



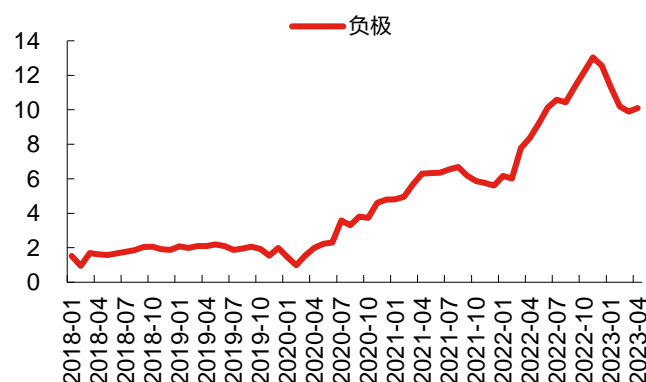
数据来源：中国动力电池创新产业联盟，东方证券研究所

图 14：正极材料月度产量（单位：吨）



数据来源：鑫椤锂电，东方证券研究所

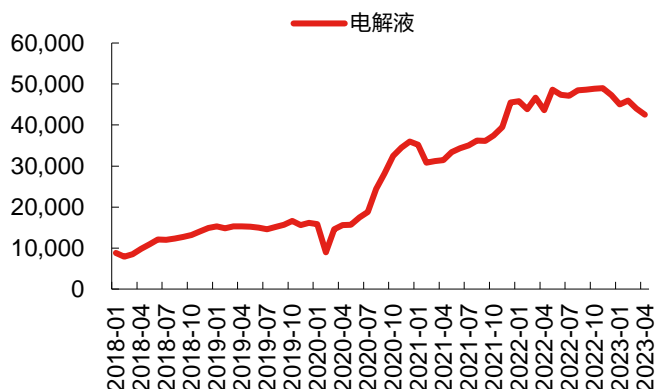
图 15：负极材料月度产量（单位：万吨）



数据来源：同花顺金融，东方证券研究所

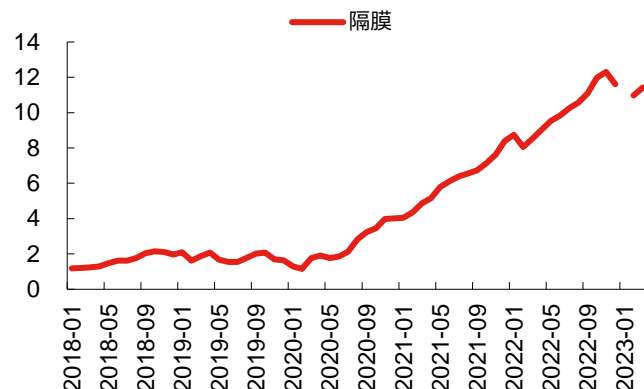
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 16：电解液月度产量（单位：吨）



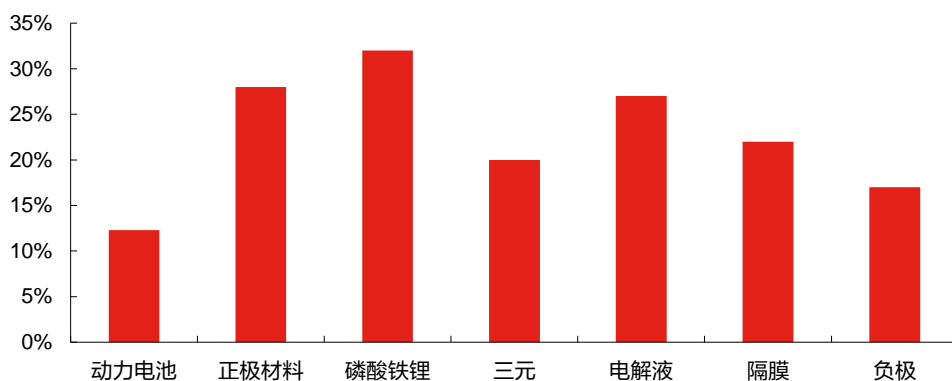
数据来源：同花顺金融，东方证券研究所

图 17：隔膜月度产量（单位：亿平）



数据来源：鑫源锂电，东方证券研究所

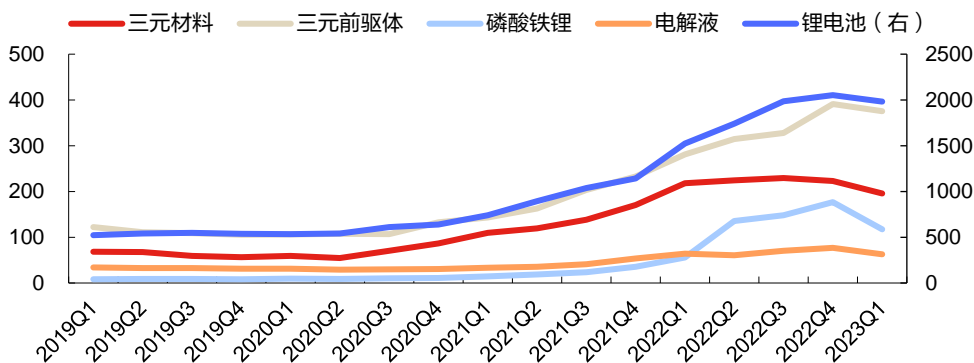
图 18：产业链各环节 23Q1 出货量环比降幅



数据来源：GGII，东方证券研究所

库存水位回落，排产释放积极信号。产业链主要企业一季报显示，电池、正极、电解液等环节一季度库存水平已有明显回落。作为产业风向标，宁德时代一季度存货金额已从年初的 766.7 亿元降至 640.6 亿元，环比降幅 16.5%；从绝对金额来看，其存货已回落至 2022Q1 水平。随着库存去化效果显现，产业链生产正逐步恢复正常，二季度排产呈现向好趋势，预计环比将有明显修复。

图 19：锂电产业链部分环节存货（单位：亿元）



数据来源：Wind，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

库存低位积蓄动能，需求复苏有望刺激补库需求。据 GGII 统计，2023 年 Q1 锂电池企业去库存超 35GWh，行业仍有超 80GWh 锂电池成品，排除约 40-50GWh 用于正常备货，剩余 30~40GWh 待清理库存，因此电池库存预计将于 Q2 下旬降至低位。同时下游新能源汽车市场也逐渐转入销售旺季，车企订单有望迎来环比向上拐点，采购需求回暖将增加产业链中上游补库和排产意愿，进一步带动产销水平增长。

碳酸锂价格止跌反弹，预期回暖助推盈利改善

一季度锂价快速下跌，引领产业降价潮。在需求增速低预期下，碳酸锂价格从 2022 年 11 月近 60 万元/吨的高位连续下跌 5 个月，至 2023 年 4 月跌破 20 万元大关，累计降幅达 70%。碳酸锂降价表现上有利于材料和电池厂商降低采购成本，但短期内过大幅度的价格波动破坏了稳定的价格预期，引发了强烈的观望情绪，在此影响下材料和电池价格联动下跌。截至 2023 年 3 月底，动力电池价格较年初下降超 10%，中游材料价格较年初降幅则在 20%-50% 不等。

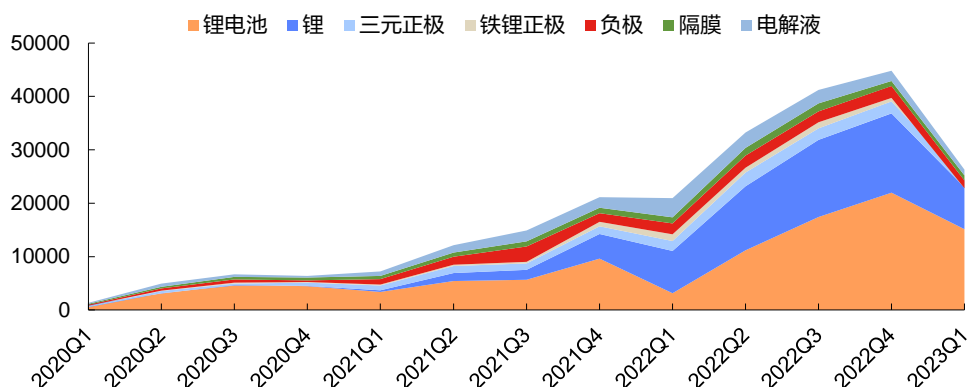
表 2：2023 年 Q1 锂电池产业链产品价格及跌幅

产品（单位）	2022 年末价格	2023 一季度末价格	跌幅
碳酸锂（万元/吨）	46-50	20-25	>50%
磷酸铁锂正极（万元/吨）	16-17	7.8-8.5	>50%
5 系三元正极（万元/吨）	33-34	19-20	>40%
350mAh/g 人造石墨（万元/吨）	4.0-4.5	2.9-3.2	>25%
负极石墨化（万元/吨）	1.4-1.6	1.0-1.2	>25%
六氟磷酸锂（万元/吨）	18-22	8.5-9.5	>50%
磷酸铁锂电解液（万元/吨）	4.0-4.5	3.0-3.3	>20%
三元动力电池系统（含税，元/Wh）	1.1-1.2	0.95-1.05	>10%
三元动力电池电芯（含税，元/Wh）	0.84-0.9	0.73-0.8	>10%

数据来源：GGII，东方证券研究所

量利双双受到冲击，一季报业绩普遍承压。去库减量叠加产品跌价，产业链一季度业绩受到较大冲击，正极/负极/电解液/隔膜 Q1 归母净利润同比下降 100%/32%/73%/29%，与碳酸锂强相关的正极和电解液受高价库存影响利润下滑更为明显。

图 20：锂电全产业链主要公司归母净利润趋势（单位：百万元）



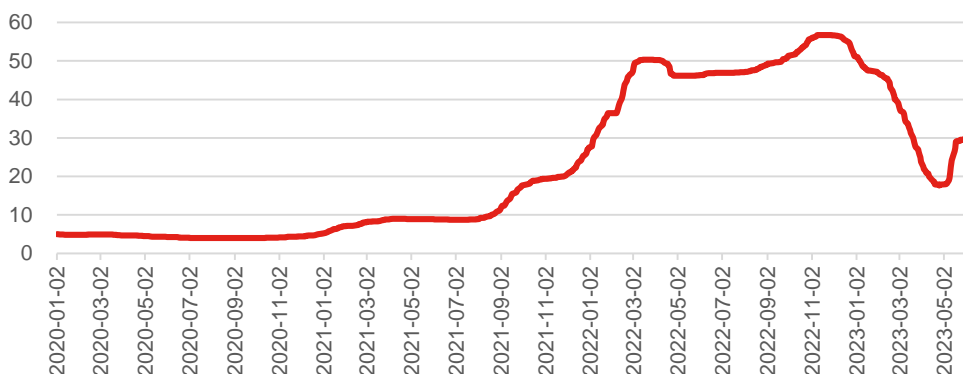
数据来源：Wind，东方证券研究所

注：利润统计为各环节主要上市公司加总

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

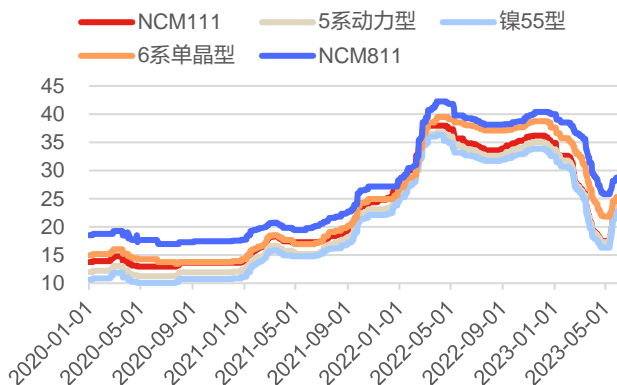
碳酸锂价格止跌反弹，预期反转向好。4月25日，电池级碳酸锂价格止跌于18万元/吨，打破下游观望情绪，采购订单增加助推碳酸锂价格持续回升，反映出下游的补库需求。市场预期受到提振，部分环节已反向进入成本推涨过程，如六氟磷酸锂、磷酸铁锂已经出现涨价，前期资产端受损的企业将迎来修复。

图 21：碳酸锂价格走势（单位：万元/吨）



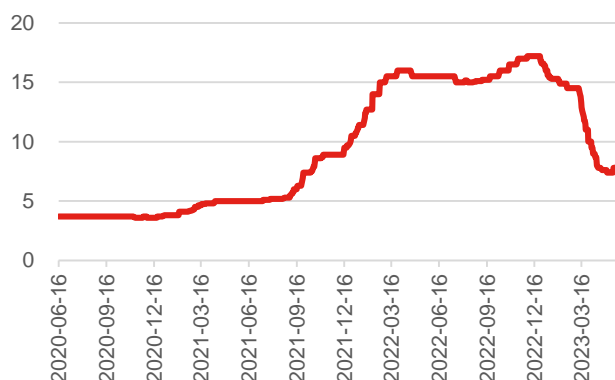
数据来源：同花顺金融，东方证券研究所

图 22：三元正极价格走势（单位：万元/吨）



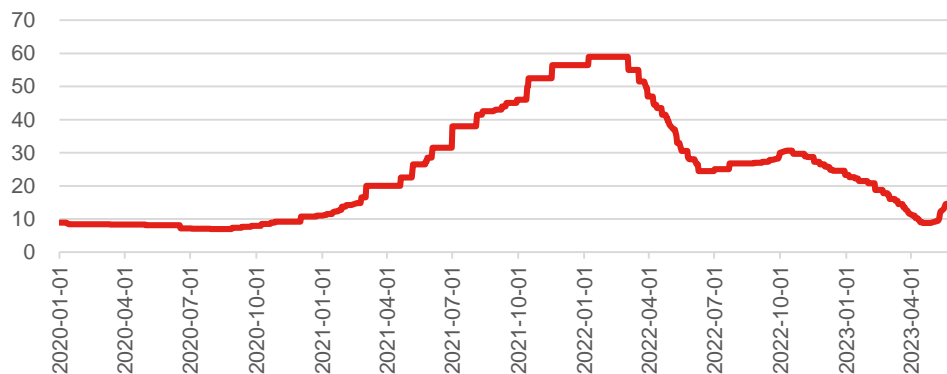
数据来源：同花顺金融，东方证券研究所

图 23：磷酸铁锂正极价格走势（单位：万元/吨）



数据来源：同花顺金融，东方证券研究所

图 24：六氟磷酸锂价格走势（单位：万元/吨）

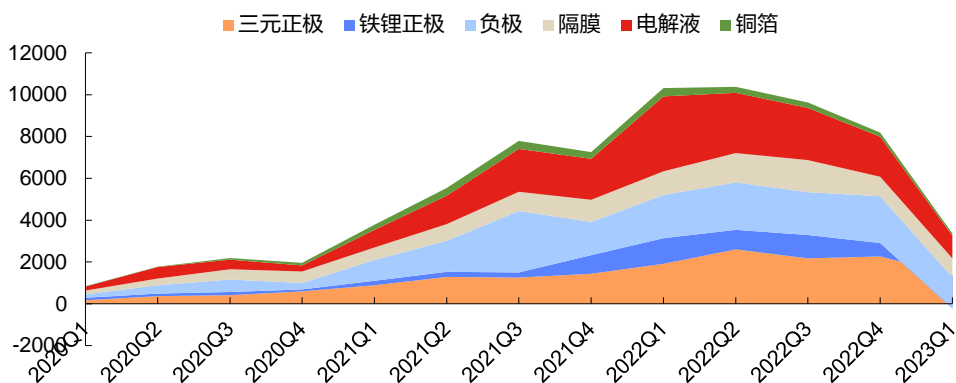


数据来源：同花顺金融，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

至暗时刻已过，行业盈利拐点将至。当前看锂电产业链，车端需求、库存水平、材料价格等关键指标都已经发出边际改善信号，随需求复苏、价格企稳以及库存水平恢复健康，产业链普遍排产下滑、持续降价的至暗时刻已经过去，量价、经营均进入稳定趋好阶段。对于中游材料企业而言，自 2022 年 Q1-Q2 触及盈利高点后，已经历近四个季度下滑，当下利空因素出尽，行业基本面和估值已在底部，未来随着终端销量和电池装机环比向上、新车型持续推出、单位盈利走稳向上，季度业绩修复具较强支撑。

图 25：锂电产业链主要材料公司归母净利润趋势（单位：百万元）



数据来源：Wind，东方证券研究所

注：利润统计为各环节主要上市公司加总

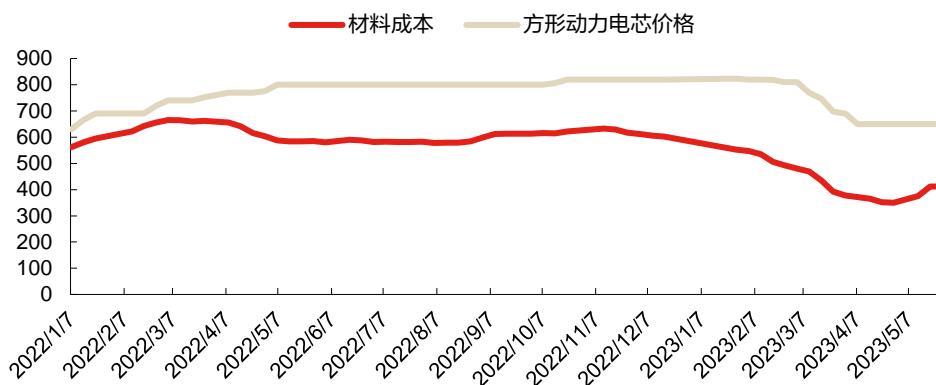
长期看锂价难以回到高点，合理区间运行利于产业链良性发展。截至 5 月底，碳酸锂价格重回 30 万元大关，短期涨幅较大主要受市场情绪指引。长期来看，偏向宽松的供需格局有望逐渐引导市场回归理性，即使后续价格继续上行，也难以重返 22 年高点。相较于 21-22 年持续上涨后 60 万元的高价，未来碳酸锂价格有望保持合理水平，对应电池和整车成本获得大幅改善，也有助于推动下游需求持续反弹。

各环节盈利分化，头部企业竞争优势显现

跌价周期中各环节盈利分化

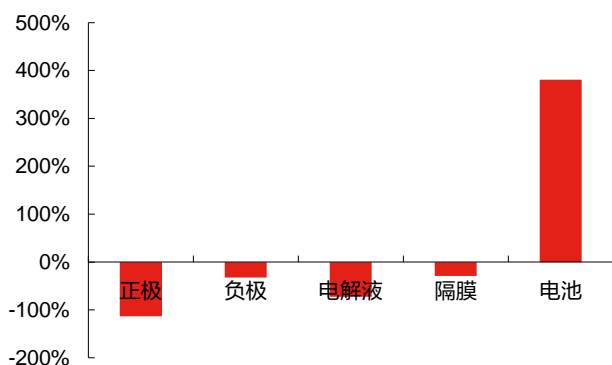
产业链利润向下游转移，电池环节利润增厚明显。2021-2022Q3 锂价上涨推高电池成本，2022 年全年电芯成本均处于高位；2023 年在锂价下行趋势下，电池成本显著优化，截至 5 月底，磷酸铁锂动力电芯成本较年初下降约 30%。从一季度业绩来看，尽管全产业链处于降价周期，但由于材料价格降幅远大于电池，材料环节盈利普遍受损，而电池环节在宁德时代带动下，归母净利润同比大幅增长。从产业链利润分配来看，2022 年全年上游金属资源环节利润占比最高达 39.0%，2023Q1 小幅下降至 34.8%，同期电池环节利润占比大幅提升至 47.5%，而中游材料环节产业链地位相对弱势，利润两端受挤，占比由 2022 年的 30.4%下降至 17.7%，产业链利润存在向下集中趋势。

图 26：磷酸铁锂动力电池材料成本与电芯价格（单位：元/kWh）



数据来源：则言咨询，Wind，东方证券研究所

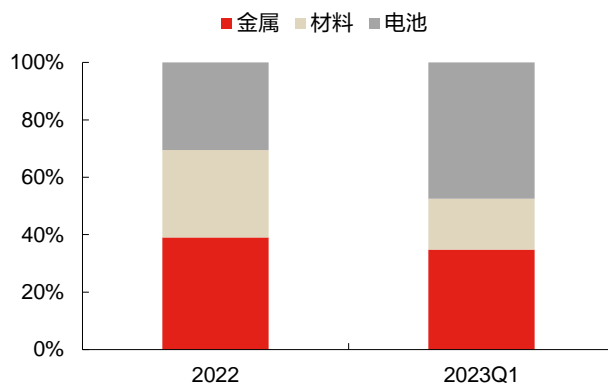
图 27：锂电产业链各环节 23Q1 归母净利润同比增速



数据来源：Wind，东方证券研究所

注：利润统计为各环节主要上市公司加总

图 28：2022 年和 2023Q1 锂电产业链利润分配



数据来源：Wind，东方证券研究所

注：利润统计为各环节主要上市公司加总

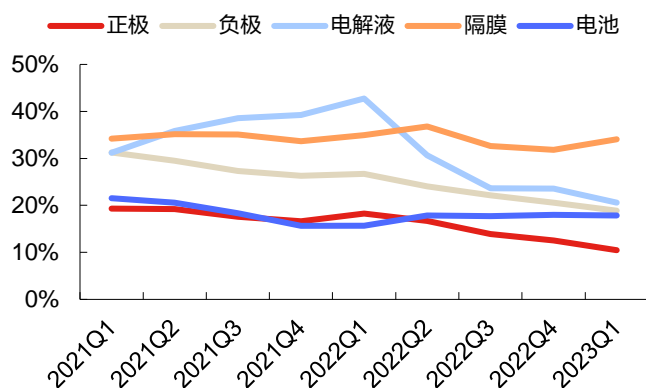
各环节盈利水平出现分化。受产品降价及产能利用率下滑影响，一季度产业链整体盈利水平环比下滑，主要企业毛利率均值 17.2%，环比下降 1.4pct，归母净利率均值 2.0%，环比下降 3.6pct。分环节来看，受益于 22 年定价模式转为大宗价格联动，电池环节盈利维持相对稳定，23Q1 毛利

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

率/归母净利率分别为 17.8%/4.0%，环比-0.1pct/+0.4pct，由于电池直接对接下游整车厂，将最先感知需求复苏，预计排产回升最快，产能利用率提高有望带动单位盈利稳中向上。

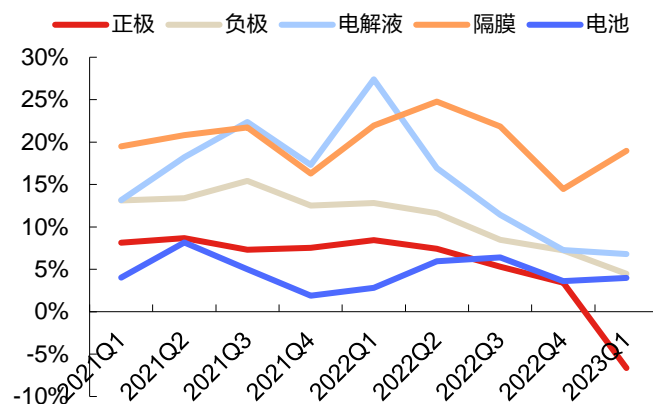
材料环节，正极材料直接受碳酸锂跌价冲击，一季度在存货减值拖累下盈利大幅下降，毛利率/归母净利率分别为 10.5%/-6.6%，环比-2.1pct/-10.1pct；负极行业竞争激烈，一季度石墨化降价带动产品价格下跌，盈利持续下行，毛利率/归母净利率分别为 18.9%/4.5%，环比-1.7pct/-2.8pct；电解液自 22Q2 即进入产能过剩的降价周期，六氟磷酸锂等溶质也受到本轮锂价下跌影响，盈利水平进入底部区间，23Q1 毛利率/归母净利率分别为 20.6%/6.8%，环比-3.0pct/-0.5pct；隔膜主要受电池去库影响，一季度价格有所松动，但涂覆比例提升在盈利端形成对冲，盈利能力保持稳定，毛利率/归母净利率分别为 34.1%/19.0%，环比+2.2pct/+4.5pct。

图 29：锂电产业链各环节 2021-2023Q1 毛利率



数据来源：Wind，东方证券研究所
注：各环节毛利率为主要企业均值

图 30：锂电产业链各环节 2021-2023Q1 归母净利率

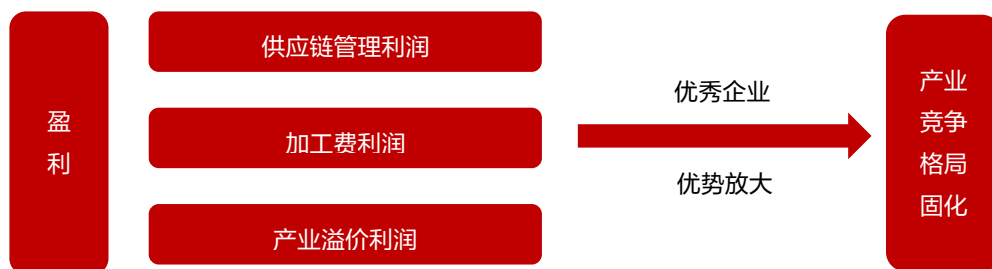


数据来源：Wind，东方证券研究所
注：各环节归母净利率为主要企业均值

盈利底部格局优化，龙头竞争力彰显

行业盈利进入周期底部，龙头优势彰显，格局有望优化。锂电产业链企业经历多轮发展与淬炼，大部分环节已产生了竞争优势显著的龙头公司，其核心壁垒体现在技术实力和量产工艺稳定性，从而形成了绝对的成本优势和保供能力，在阶段性承压时期表现出较强盈利韧性。而二线厂商一方面自身供应与需求均不稳定，量上受到的影响更大，另一方面降价对高成本产能形成的压力更大，部分企业已面临亏损。展望未来，随着技术迭代和产品升级，头部企业有望进一步巩固优势地位；而近期价格和需求带来的双重压力也将进一步倒逼二三线企业间的竞争，落后产能逐步出清，行业洗牌加速。从这个维度看，周期波动加深了行业壁垒，未来竞争格局将得到优化。

图 31：优势企业竞争优势有望放大



数据来源：东方证券研究所绘制

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

三元材料：龙头受益于一体化+海外布局。三元材料产业链包括三元正极，三元前驱体，以及上游硫酸钴、硫酸镍、硫酸锰、碳酸锂/氢氧化锂和对应的矿产资源。三元正极产业链占电池比重较大，一体化趋势已经确立。如华友钴业业务涉及上游钴镍锂矿产、中游钴镍冶炼、三元前驱体及正极材料，掌握核心钴镍锂原材料，通过成本+原料双优势打造超强竞争力，23Q1 实现归母净利润 3.4 亿元，维持同比正增长，增幅达 34%。正极龙头容百科技和当升科技也向前驱体环节拓展，同时着眼海外布局享较厚盈利，业绩保持稳健，一季度表现显著好于行业。

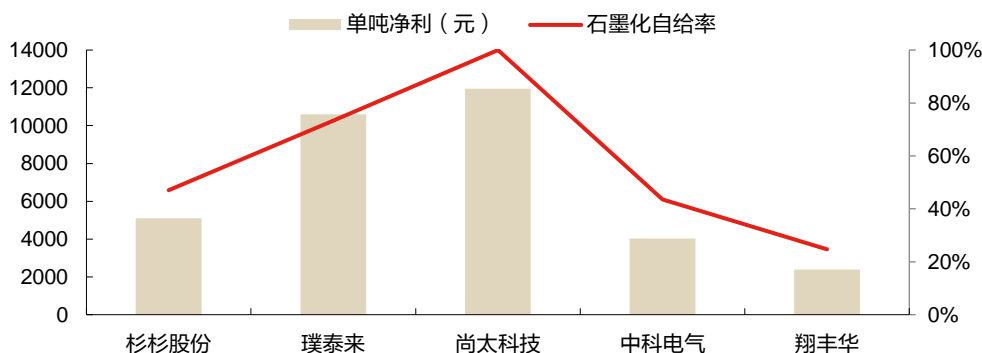
图 32：三元材料产业链一体化情况



数据来源：公司公告，东方证券研究所

负极：石墨化打造成本优势。石墨化成本通常占人造石墨负极材料生产成本的一半以上，在产业链普遍面临降本压力的情况下，负极材料行业头部厂商纷纷布局石墨化产能，石墨化工序成为生产成本控制的突破点；另一方面，石墨化工序决定人造石墨产品质量的稳定性，下游锂电池客户为保证供应链安全及产品质量的稳定性，对负极材料厂商提出自有石墨化加工能力的保障要求。因此石墨化一体布局成为负极企业提升供应稳定性、打造成本优势的重要手段。2022 年石墨化供给紧缺，负极企业单吨盈利与石墨化产能自给率密切相关；2023Q1 行业竞争加剧，负极价格一路下行造成行业盈利承压，石墨化一体布局较为完善的企业成本优势凸显，盈利端表现优于行业。

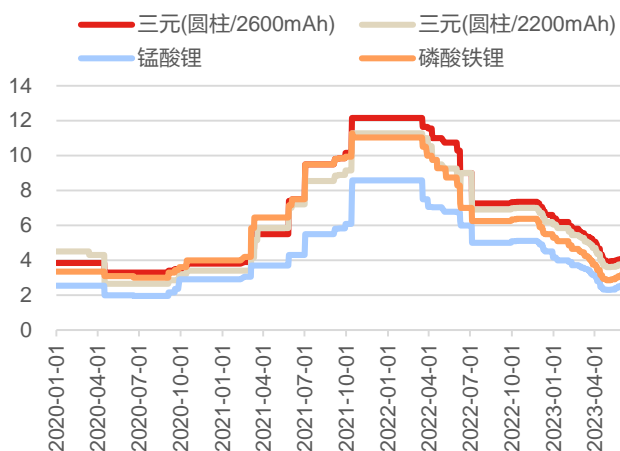
图 33：2022 年人造石墨负极企业单吨净利与石墨化自给率



数据来源：公司公告，东方证券研究所

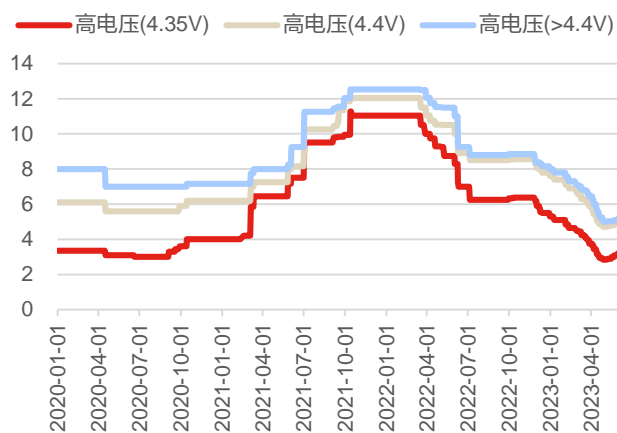
电解液：产业链价格波动剧烈，龙头盈利稳健彰显抗周期能力。2021年以来，由于上游部分环节扩产周期长，材料阶段性紧缺，电解液价格波动较大，行业呈现出较大周期性，电解液企业盈利稳定性生变。随着2022年以来六氟磷酸锂供需改善后的价格回归，电解液环节的单位盈利进入下降通道，从六氟磷酸锂价格与碳酸锂成本之间的价差来看，当前六氟磷酸锂盈利已触底回升，未来电解液环节的价格和盈利也有望迎来修复。随着需求的增长，电解液环节将由周期转向成长，在电解液环节一体化布局完善的公司将具备极强的成本优势和长期竞争力。电解液龙头天赐材料通过纵向深度布局，构筑全面一体化的核心竞争力，成本持续领先。受益于长单锁价、六氟自给等因素，其盈利能力受产业链价格波动影响较小，维持相对稳定水平。

图 34：三元/锰酸锂/磷酸铁锂电解液价格（单位：万元/吨）



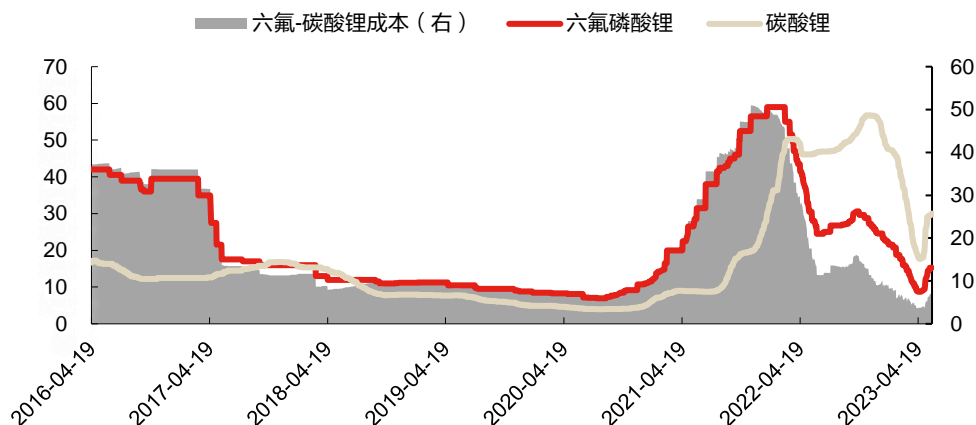
数据来源：同花顺金融，东方证券研究所

图 35：高电压电解液价格（单位：万元/吨）



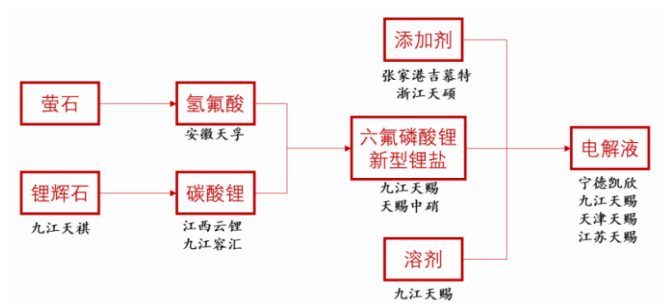
数据来源：同花顺金融，东方证券研究所

图 36：六氟磷酸锂价格与碳酸锂成本价差走势（单位：万元/吨）



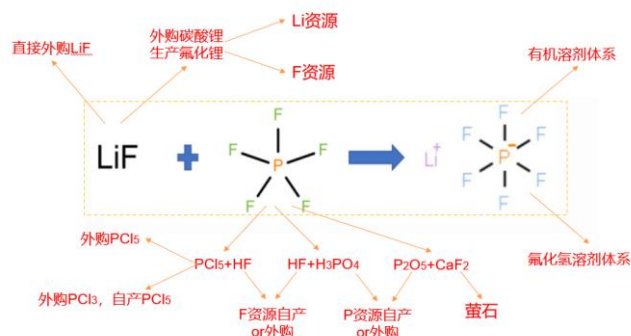
数据来源：同花顺金融，东方证券研究所

图 37：天赐材料电解液一体化布局



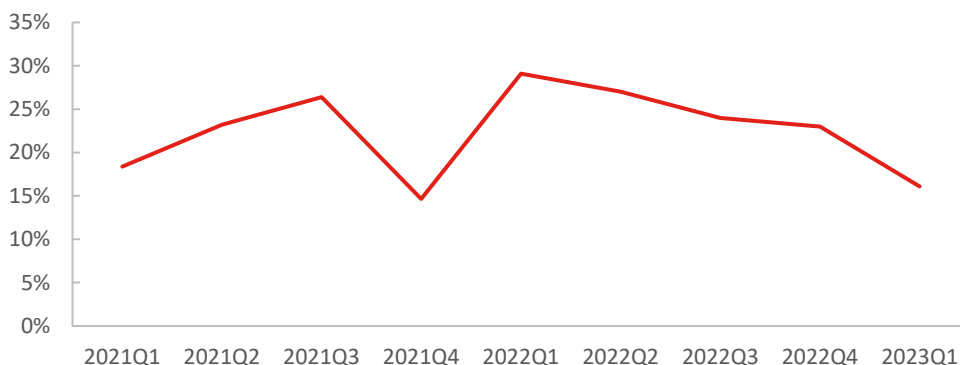
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 38：天赐材料核心竞争力来源



数据来源：公司公告，东方证券研究所

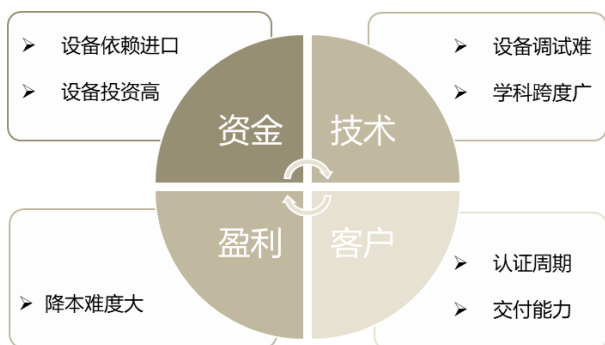
图 39：天赐材料季度扣非净利率



数据来源：Wind，东方证券研究所

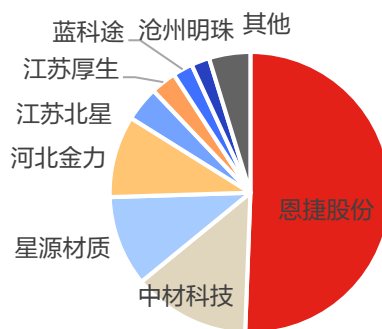
隔膜：高壁垒保障竞争格局。隔膜（尤其是湿法隔膜）行业壁垒极高，包括进入的资金壁垒、调试开车的技术壁垒、下游客户的认证壁垒以及降本盈利壁垒等，最终只有少数企业能实现规模化盈利。隔膜行业格局清晰，2022 年国内湿法隔膜领域 CR4 达 84%，并且由于头部企业在技术、融资、扩产等方面的优势，未来新增产能主要集中在当前头部企业中，行业集中度存在进一步提升的趋势。同时受制于全球隔膜设备产能有限，隔膜扩产周期长，长期看供需偏紧，仍为锂电产业链产能瓶颈环节，未来价格压力相对较小，盈利能力有望维持。

图 40：锂电隔膜壁垒构成



数据来源：东方证券研究所绘制

图 41：2022 年中国湿法隔膜市场格局

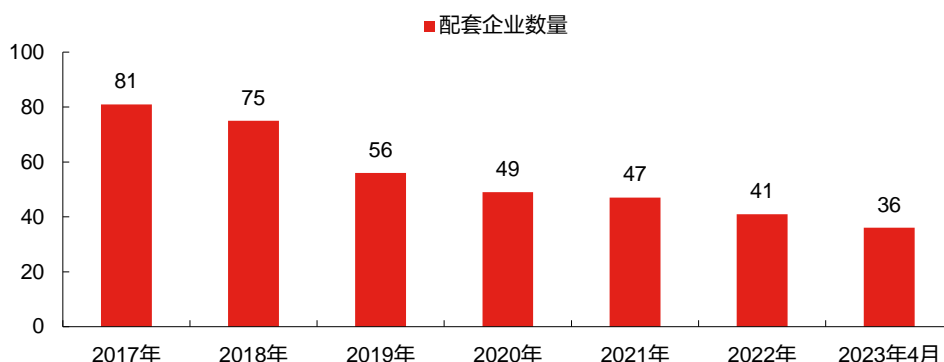


数据来源：鑫锂锂电，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

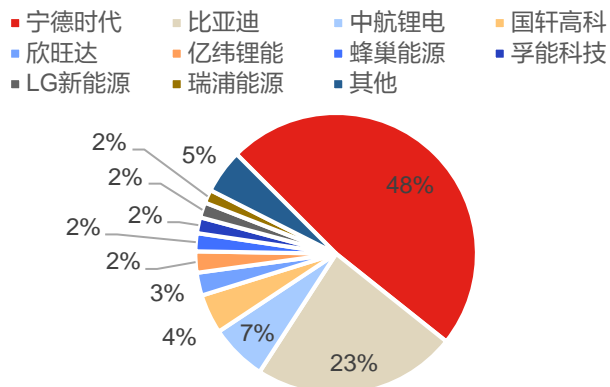
电池：份额向头部集中，格局优化趋于稳固。我国动力电池行业在过去 5 年经历大洗牌，能够配套车型的电池生产企业数量大幅减少，国内动力电池市场局持续优化。截止 2023 年 4 月，我国能够实现动力电池配套的企业已不足 40 家，且份额不断向头部集中，宁德时代以近 50% 的份额遥遥领先，CR5/CR10 分别高达 85%/95%。从全球范围看，2022 年 CR10 也高达 90%，宁德时代稳居第一，LG 和比亚迪分列第二和第三，市占率均在 10% 以上，松下、SK 和三星紧紧咬住第二梯队，格局基本趋于稳固。

图 42：2017-2023 年 4 月我国动力电池配套装机企业数量



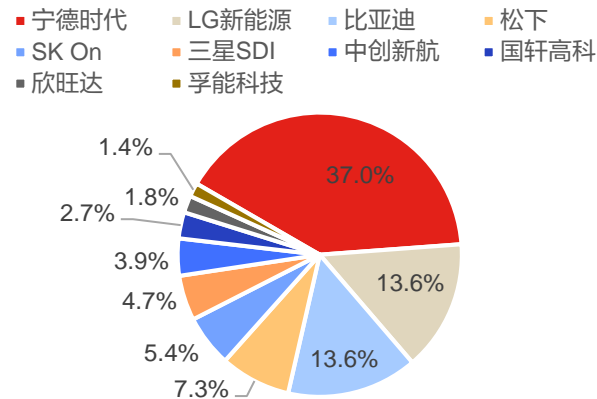
数据来源：动力电池联盟，东方证券研究所

图 43：2022 年我国动力电池装机排名前十市场份额



数据来源：动力电池联盟，东方证券研究所

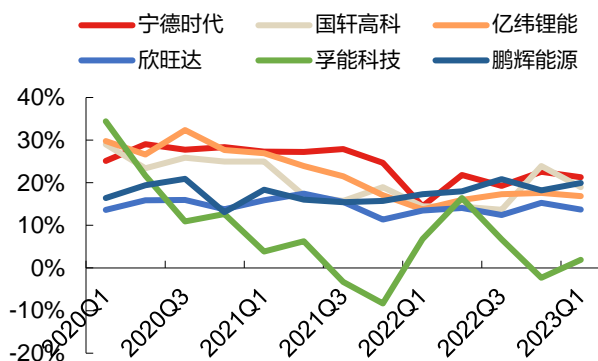
图 44：2022 年全球动力电池装机排名前十市场份额



数据来源：SNE Research，东方证券研究所

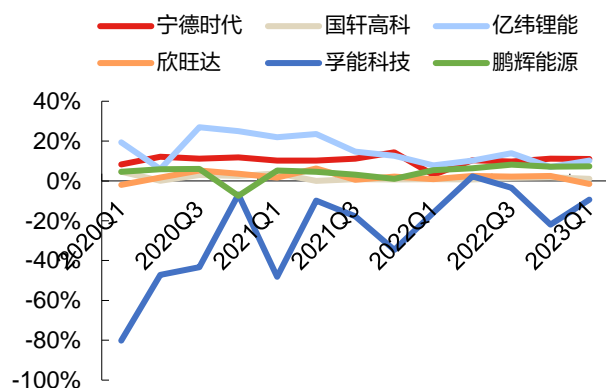
龙头核心竞争力持续强化。动力电池作为车规级零部件，技术壁垒和准入壁垒高，认证周期长，从样品测试到批量生产需要经历 A、B、C、D 四个阶段，国内 OEM 验证周期约为 12 到 18 个月，海外 OEM 验证周期约为 24-36 个月。因此电池厂与车企之间粘性极强，各企业的客户结构决定了量的大小。而头部企业在技术代差上的领先优势，保障了未来的车型配套级别和电池价格，供应体系的完善程度则决定了电池生产的成本水平，进一步拉大盈利差距。

图 45：动力电池主流企业毛利率季度变化比较



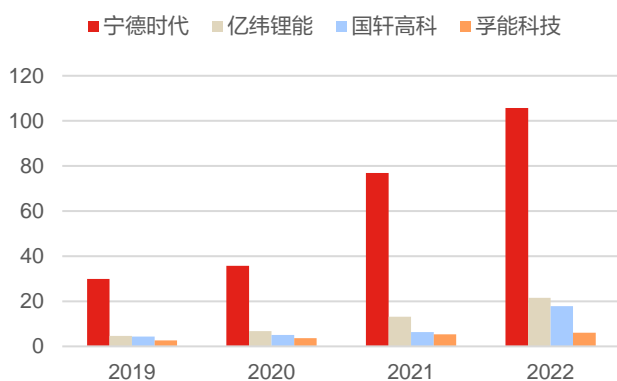
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 46：动力电池主流企业归母净利率季度变化比较



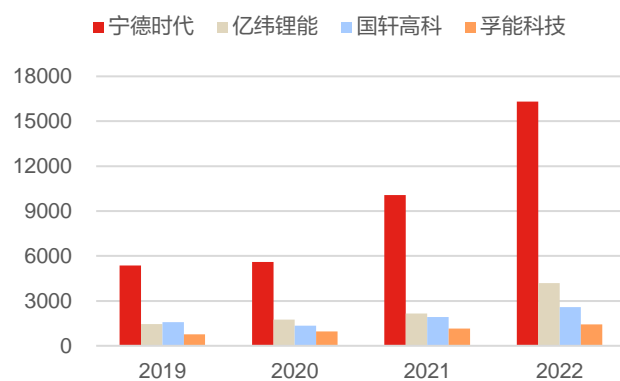
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 47：电池企业研发投入（单位：亿元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 48：电池企业研发人员数量（单位：个）



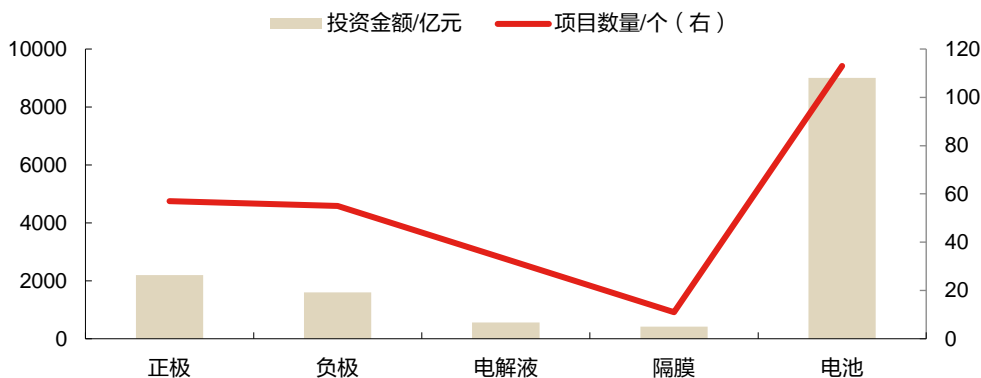
数据来源：公司公告，东方证券研究所

产业融资高峰已过，未来供给端扩张出现收缩

产业融资节奏放缓，扩张回归理性

景气上行周期吸引众多新入者，行业大规模扩张引发过剩担忧。自 2014 年以来，电动车或锂电产业链被产业和资本市场公认为优异的赛道，但期间也经历过周期性起伏，产业起起落落成为一大特点。本轮锂电周期自 2020 年启动以来，旺盛需求带来高增收入，吸引大量资金入场，其中不乏众多新进企业，产业链规模急剧扩张达到历史新高。随过去两年的新建产能集中投放，叠加需求增速放缓，部分环节已经出现过剩危机。以跨界玩家主战场磷酸铁锂为例，据高工锂电统计，2022 年投资新建的磷酸铁锂正极材料项目超过 40 个，总计规划新增产能在 500 万吨以上，需要 2TWh 以上的电池需求来消化。

图 49：2022 年锂电产业项目投资金额与项目数量



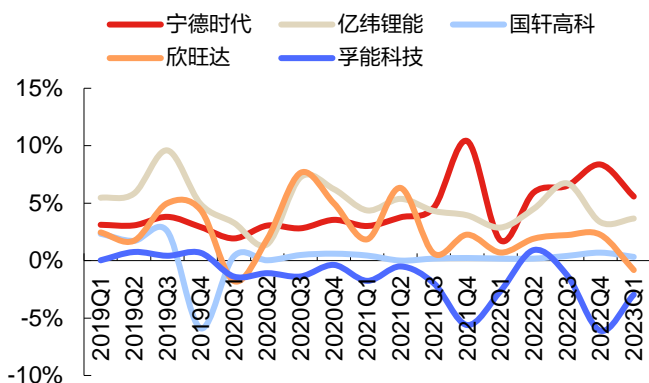
数据来源：GGII，东方证券研究所

锂电产业投资回报分化明显，头尾盈利差异值得关注。锂电的优异赛道属性并不适合行业内所有公司。在投资回报率方面，锂电产业头部企业与中部、尾部企业始终存在差距，大家过多关注了头部企业的高盈利水平，而忽略了尾部公司的低盈利现象。以电池环节为例，龙头企业能长期保持合理可观的盈利水平，但也有部分企业长期在盈亏平衡线附近波动，近几年甚至无法创造正向投资回报，从盈利角度并没有从电动车的高景气发展中受益。

新进入者盈利难度大，或将面临激烈同质化竞争。对于新进入者而言，龙头的高盈利水平或许只是目标，高风险低回报才是客观现实。从现有的产业链二线城市一季度业绩表现已经可以看出，21-22 年的高盈利不可持续，合理甚至更低回报才是常态。对于新进入者而言，既要面临较重的资本投入、较长的扩产及验证周期，还要在同质化程度较高的中低端市场面对与现有玩家的激烈竞争，因此很难在已经相对成熟的锂电产业链中立足，更难以复制过去两年的高额收益。

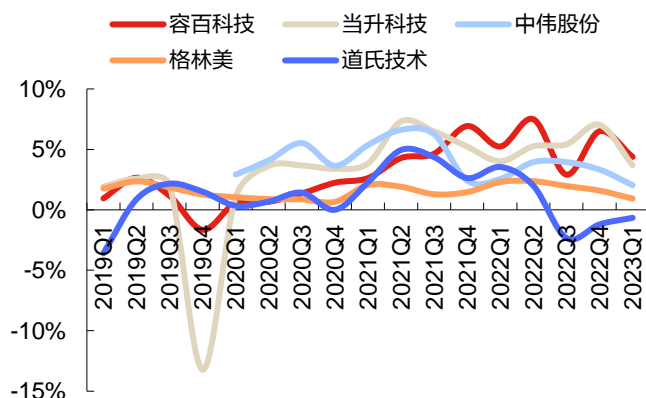
产业链回报进入下行周期，二三线公司率先面临压力。锂电产业链在经过 21-22 年量价齐升的高景气周期后，大部分环节的 ROE 水平开始下行，其中二三线企业将率先面临压力。部分公司自 22Q3 起已经出现亏损，这也可能影响其后续的投资决策与扩张动力，而头部企业抗风险能力相对更强，目前盈利水平仍处在可观位置。

图 50：主要锂电池公司 ROE 水平



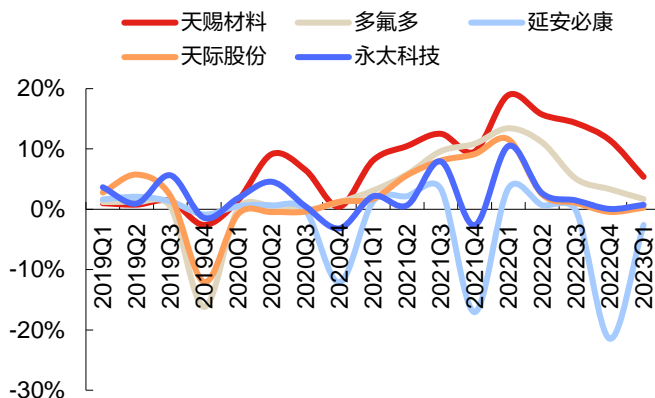
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 51：主要正极及前驱体公司 ROE 水平



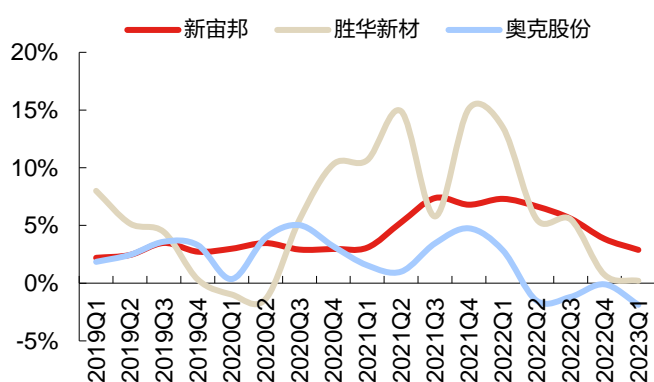
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 52：主要电解液及六氟公司 ROE 水平



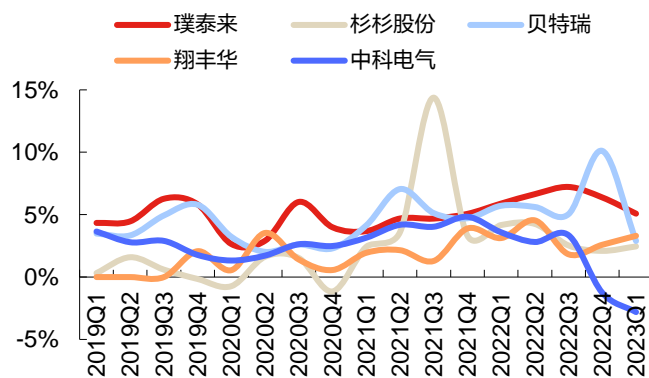
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 53：主要电解液溶剂公司 ROE 水平



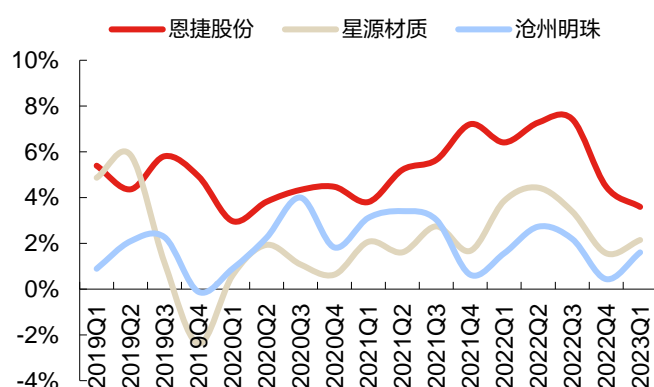
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 54：主要负极公司 ROE 水平



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 55：主要锂电隔膜公司 ROE 水平



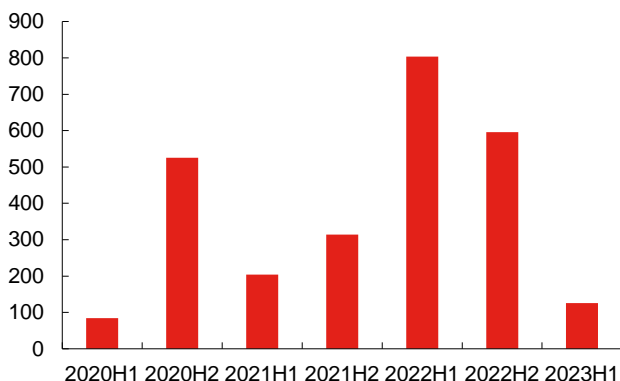
数据来源：Wind，东方证券研究所

当前产业链融资高峰已过，供应链扩张回归理性。一方面，上述论述的客观因素或将影响产业链相关企业扩张的决心与动能，使得前期已公告或拟公告的扩张计划需要重新决策；另一方面，市场的悲观预期已经影响产业链的整体估值，相关企业融资能力也因此变弱，不排除融资扩产取消、

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

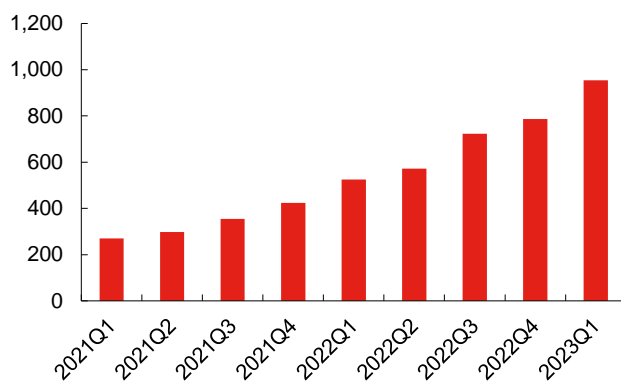
投资周期延长等因素出现，产业扩张的不确定性增加。从行业融资规模来看，锂电产业链融资高峰分别出现在 2020 年下半年和 2022 年，进入 2023 年整体融资节奏已显著减缓，有助于减轻后续产能扩张压力，同时产业链公司的实际融资规模也有可能不及预期。从在建工程季度变化来看，锂电中游材料企业在扩产端依旧理性，单季度在建工程缓慢扩张，基本能与下游需求匹配，并未出现市场担忧的巨幅增长，未来产业链盈利有望保持稳健。

图 56：锂电产业链融资规模（单位：亿元）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 57：锂电中游材料在建工程（单位：亿元）



数据来源：Wind，东方证券研究所

供给端实际扩产低预期，过剩压力或将减轻

未来供给端扩张低预期，部分规划产能已出现收缩。结合前述因素，产业的投资动力和融资能力受损，叠加一季度以来需求不及预期，行业产能利用率处于低位，在本轮扩产潮中新建、原计划于 23 年投产的项目产能或将延后释放。分环节来看，正极行业中三元材料当前的产能投放进度略有迟滞，磷酸铁锂材料的产能落地情况明显不及预期；负极行业部分公司存在产能投放不及预期的现象，仅个别公司提升产能规划；电解液方面，二线企业的扩产进度均不达预期，六氟磷酸锂的产能规划及出货目标普遍下调；隔膜行业整体产能规划变化不大，头部企业产能释放略有滞后。

中长期而言供需错配或带来结构性机会。产业链各环节实际的新增供给不及预期，基于投资的反身性，未来产业链部分环节可能出现供需错配，可能导致结构性短缺，而产业链实际扩产进度的滞后和市场对行业供给过剩的担忧之间可能形成预期差，这种预期差可能带来一定的结构性机会。

表 3：正极行业主要企业产能扩张变化

公司名称	前期 23 年产能规划	当前 23 年产能预期	备注
容百科技	26 万吨	25 万吨	基本未变
当升科技	12.4 万吨	12 万吨	未变
长远锂科	18 万吨	12 万吨	6 万吨磷酸铁锂项目延后
厦钨新能	14 万吨	10 万吨	三元略低，2 万吨磷酸铁锂延后
振华新材	8.2 万吨	8.2 万吨	未变
丰元股份	30 万吨	12 万吨	后续新增产能视市场需求扩产
德方纳米	44.5 万吨	38 万吨	磷酸铁锂产能降低
湖南裕能	50 万吨	40-50 万吨	当前产能 35 万吨，后续视需求扩产

数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 4：负极行业主要企业产能扩张变化

公司名称	前期 23 年产能规划	当前 23 年产能预期	备注
璞泰来	33 万吨	25 万吨	产能后延
贝特瑞	63 万吨	40-50 万吨	目前产能利用不高
中科电气	15 万吨	15 万吨	基本未变
翔丰华	12 万吨	12 万吨	基本未变
尚太科技	21 万吨	24 万吨	略有提升

数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 5：隔膜行业主要企业产能扩张变化

公司名称	前期 23 年产能规划	当前 23 年产能预期	备注
恩捷股份	80 亿平	70 亿平	干法产能低于预期
星源材质	28-30 亿平	30 亿平	基本未变
中材科技	21 亿平	20 亿平	基本未变
沧州明珠	5 亿平	5 亿平	基本未变
美联新材	2.5 亿平	3 亿平	略有增加，另有 4 亿平在建

数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 6：电解液行业主要企业产能扩张变化

公司名称	前期 23 年产能规划	当前 23 年产能预期	备注
天赐材料	60-70 万吨电解液	60-70 万吨	口径未变
新宙邦	15-20 吨电解液	15 万吨	出货目标略降
永太科技	15 万吨电解液	未知	六氟及电解液项目均延后
胜华新材	20 万吨电解液	未知	出货不及预期
多氟多	10 万吨六氟磷酸锂	5 万吨	产能下调
天际股份	2.8 万吨六氟磷酸锂	2.5 万吨	产能已建好，出货目标下调
延安必康	1.7 万吨六氟磷酸锂	0.7 万吨	新增产能不及预期
深圳新星	1.5 万吨六氟磷酸锂	1 万吨	基本停开

数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 7：其他环节主要企业产能扩张变化

公司名称	前期 23 年产能规划	当前 23 年产能预期	备注
嘉元科技	9 万吨铜箔	7 万吨	新增 10 万吨项目有所延后
铜冠铜箔	5 万吨铜箔	5.5 万吨	基本未变
天奈科技	11.6 万吨导电剂	8-10 万吨	略有下降

数据来源：公司公告，东方证券研究所

投资建议

电动车仍处于高速增长期，新能源长期趋势不变。国内电动车市场经历了 2014-2017 年的初创期、2018-2020 年的徘徊调整期和 2020 年下半年至今的高速增长期，行业主要驱动力从补贴转为产品内在竞争力，截至 2023 年 4 月渗透率已超 30%。2022 年欧洲/美国市场共销售 259.2 万/89.7 万辆电动车，渗透率仅 23%/6.5%，相较于国内市场，海外渗透率仍有极大提升空间，正处于政策推动与快速追赶过程中。全球视角来看，电动化进程正处于全面加速的阶段，据我们测算 2030 年全球电动化率将逾 50%。储能市场方面，电化学储能资源可得性高、安装灵活、建设周期短，受益于成本下降和技术突破，储能锂电池将迎来快速增长。电池行业将受益动力和储能需求保持高增，22-25 年 CAGR 预计可达 36%。

产业链去库存基本结束，行业盈利拐点将至。经历了 21-22 年新能源汽车的产销高增，叠加 22Q4 在国补退出前夕对 23 年的需求预支，锂电产业链库存水平在 2022 年末达到历史高点。进入 2023 年，受车端传统淡季影响，产业链整体进入去库存周期，国内动力电池产量在季度连续上升后，23Q1 环比下滑，同时产量与装机量差值环比降低。主要企业一季报显示，电池、正极、电解液等环节一季度库存水平已有明显回落；各企业月度排产情况 4 月以来环比显著改善，反映出产业链去库存逐渐走向尾声。当前碳酸锂价格也止跌上涨，有望改变全产业链预期，部分环节反向进入成本推涨过程，如六氟磷酸锂、磷酸铁锂已经出现涨价，前期资产端受损的公司将迎来修复。产业链普遍排产下滑、持续降价的至暗时刻已经过去，量价、经营均进入稳定趋好阶段。

各环节盈利分化，头部企业竞争优势显现。一季度产业链盈利水平发生较大变化，其中电池环节受益于成本下降，盈利明显好转，而受产品降价及产能利用率下滑影响，中游材料企业一季报业绩普遍承压，盈利存在不同程度受损，与碳酸锂强相关的正极和电解液受高价库存影响利润下滑更为明显。在行业盈利底部区间，各环节内部企业出现明显分化：二线厂商一方面自身供应与需求均不稳定，量上受到的影响更大，另一方面降价对高成本产能形成的压力更大，部分企业已面临亏损；而头部企业经历多轮产业周期淬炼，凭借成本优势展现出较强盈利韧性，龙头地位进一步强化。

产业融资高峰已过，未来供给端扩张出现收缩。锂电产业链融资高峰分别出现在 2020 年下半年和 2022 年下半年，进入 2023 年整体融资节奏减缓，有助于减轻后续产能扩张压力，同时产业链公司融资规模也有可能不及预期；锂电中游材料企业在扩产端依旧理性，单季度在建工程缓慢扩张，基本能与下游需求匹配，并未出现市场担忧的巨幅增长，未来产业链盈利有望保持稳健。当前产业链实际扩产进度和落地情况不及预期，供给端扩张速度放缓，或将缓解产能过剩的担忧。

建议关注：在产业周期中脱颖而出、具备长期竞争力的头部公司，包括电池环节宁德时代(300750，未评级)和亿纬锂能(300014，未评级)、电解液龙头天赐材料(002709，未评级)、隔膜环节恩捷股份(002812，未评级)和星源材质(300568，买入)、负极成本优势显著的尚太科技(001301，未评级)、正极一体化公司华友钴业(603799，未评级)、精细氟龙头新宙邦(300037，未评级)等。

风险提示

政策变化风险。新能源汽车销量可能受宏观政策及产业政策调整的影响。

电动车销量不达预期风险。锂电池产业链最终取决于下游新能源车销售，如果销量不及预期将影响整条产业链相关企业需求。虽然新能源汽车具有环保、补贴等诸多优势，但与传统燃油车比在续航里程、充电便利性上仍有不足，未来仍有销售不及预期的风险。

原材料价格波动，盈利变化风险。以锂为代表的金属原材料供应端具有不确定性，受各种因素影响，材料价格可能出现剧烈波动风险。

供给端产能释放提速，竞争超预期。若行业产能规模扩张速度加快，则可能引起过剩局面，导致行业竞争加剧。

假设条件变化影响测算结果。文中测算基于设定的前提假设基础之上，存在假设条件发生变化导致结果产生偏差的风险。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。