

海外电池厂聚焦北美市场，宁德时代全球地位和优势持续扩大

——海外电池厂专题报告

电新首席证券分析师：曾朵红
执业证书编号：S0600516080001
联系邮箱：zengdh@dwzq.com.cn

电动车首席证券分析师：阮巧燕
执业证书编号：S0600517120002
联系邮箱：ruanqy@dwzq.com.cn

联系电话：021-60199793

2024年5月31日

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

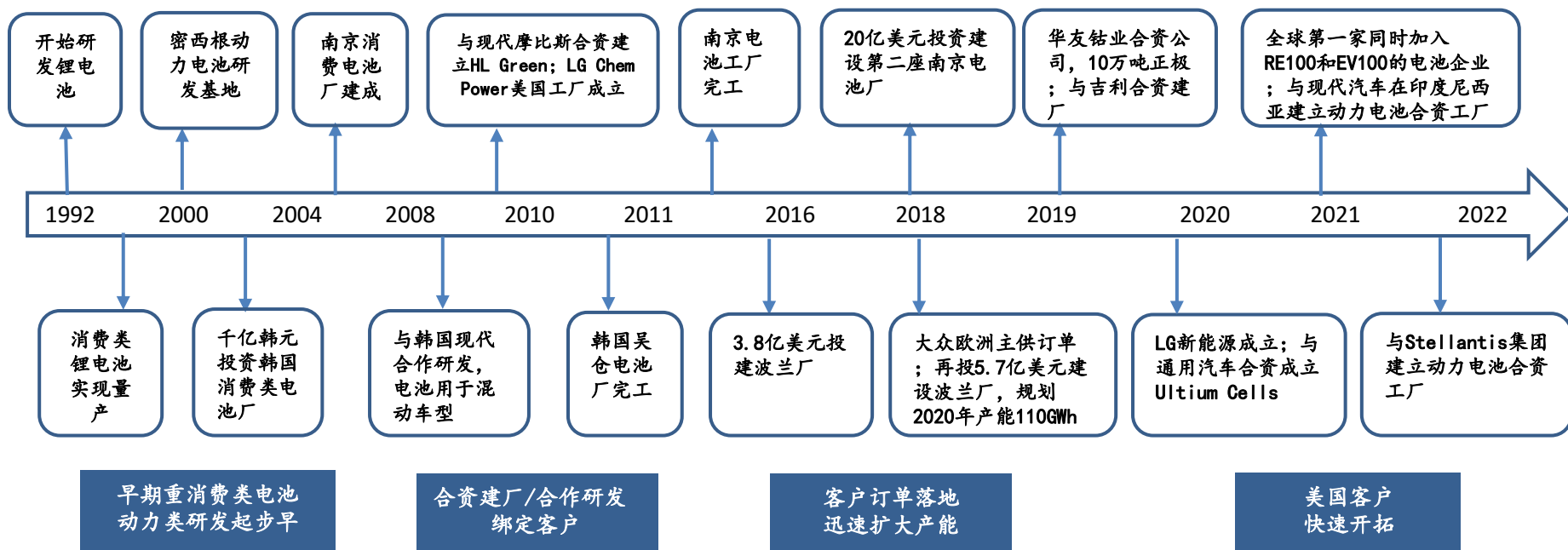
- ◆ **LGES：产能利用率低，Q1业绩承压，H2预计改善。** LGES脱胎于LG化学，布局软包+圆柱高端路线，主要客户为特斯拉和大众。24年Q1全球装机21.7GWh，同环比+8.4%/-17%，市占率13.7%，同比-1.8pct；24年Q1营业利润率2.6%，同环比-4.7/-1.3pct，扣除IRA补贴，营业利润率-0.5%，同环比-6.6/-1.5pct，受欧洲产能利用率维持低位，密歇根工厂转产增加固定成本影响，下半年看，随着北美大客户新车型交付，以及通用合资工厂二期投产，H2业绩预计相比H1大幅改善。
- ◆ **三星SDI：电池盈利能力稳健，资本开支大幅提升。** 三星SDI背靠韩国第一大财团，布局方形+圆柱高端路线，主要客户为宝马、Rivan、大众、Stellantis。24年Q1全球装机8.4GWh，同环比36.0%/-16.9%，市占率5.3%，同比0.6pct；24年Q1营业利润率4.7%，同环比-1.9/0.2pct，扣除IRA补贴，营业利润率4.6%，同环比-2.0/0.1pct，后续盈利预计维持稳健，随着Stellantis产线25年投产，未来IRA补贴预计大幅增加。
- ◆ **松下：动力电池业务承压，盈利环比大幅下滑。** 松下背靠日本第三大财团，布局圆柱高端路线，主要客户为Tesla。24年Q1全球装机9.3GWh，同环比-13%/-16%，市占率5.9%，同比-2.3pct；24年Q1电池营业利润率4.9%，同环比1.5/-8.5pct，扣除IRA补贴，营业利润率-5.8%，同环比-9.2/-9.6pct，受日本工厂产销量下滑，固定成本和费用影响，IRA补贴对松下影响较大，公司加速北美产能布局，年底量产大圆柱电池。
- ◆ **SK on：电池Q1亏损扩大，H2目标盈亏平衡。** SK on脱胎于SK on，布局软包高端路线，主要客户为现代和奔驰。24年Q1全球装机7.3GWh，同环比-7.2%/-21%，市占率4.6%，同比-1.5pct；24年Q1电池营业利润率-19.7%，同环比-9.3/-19pct，扣除IRA补贴，营业利润率-22%，同环比-10/-13pct，受北美客户去库，销量和价格下滑影响，产能利用率下降，Q2预计通过客户补库+优化产线，并灵活调整欧洲+中国产能扩张节奏，进而恢复盈利能力，目标24H2实现盈亏平衡。
- ◆ **宁德时代：单位盈利稳定超预期，与海外电池厂拉开差距。** 宁德时代24年Q1全球份额37.1%，同增2.9pct，海外市占率27.5%，超越LGES成为全球第一，24年随着返利锁量、量产神行电池，国内份额预计恢复至45%+，欧洲份额微增至35%+，美国份额维持15%，全球份额预计稳中有升。盈利方面，宁德时代24年Q1均价0.8元/wh，毛利率29%，环比微增，单wh毛利0.22元，单wh净利0.095元，归母净利率13.2%，领先海外电池厂均值近15个点，体现公司极强的成本、技术和规模优势。国内电池价格见底，海外定价模式可维持，随着24H2-25年新增产能预期减少，行业供需将有所改善，龙头盈利能力具备持续性。
- ◆ **投资建议：** 海外电池厂全球份额略有下降，盈利能力相对较低，未来主要发力北美市场，而宁德时代全球份额持续提升，盈利能力维持稳定，具备强大的创新基因和能力，后续通过技术授权模式突破北美市场，整体国内电池厂技术进步都较为显著，产品具备较强的成本优势，并加速布局海外市场，预计26年进入收获期。锂电整体需求未来预计复合增速20-25%，其中24年需求1250-1300GWh，增长25%，30年将超4000GWh，电池行业格局稳定，成本曲线较为陡峭，国内价格已降至底部，随着产能利用率提升，盈利预计迎来拐点。因此我们看好锂电板块的投资机会，看好中国锂电池企业的成长，首推**宁德时代**，其次为**比亚迪**、**亿纬锂能**、**欣旺达**等。

- ◆ **风险提示：** 价格竞争超市场预期，原材料价格波动，投资增速下滑

LGES：产能利用率低，Q1业绩承压，H2预计改善

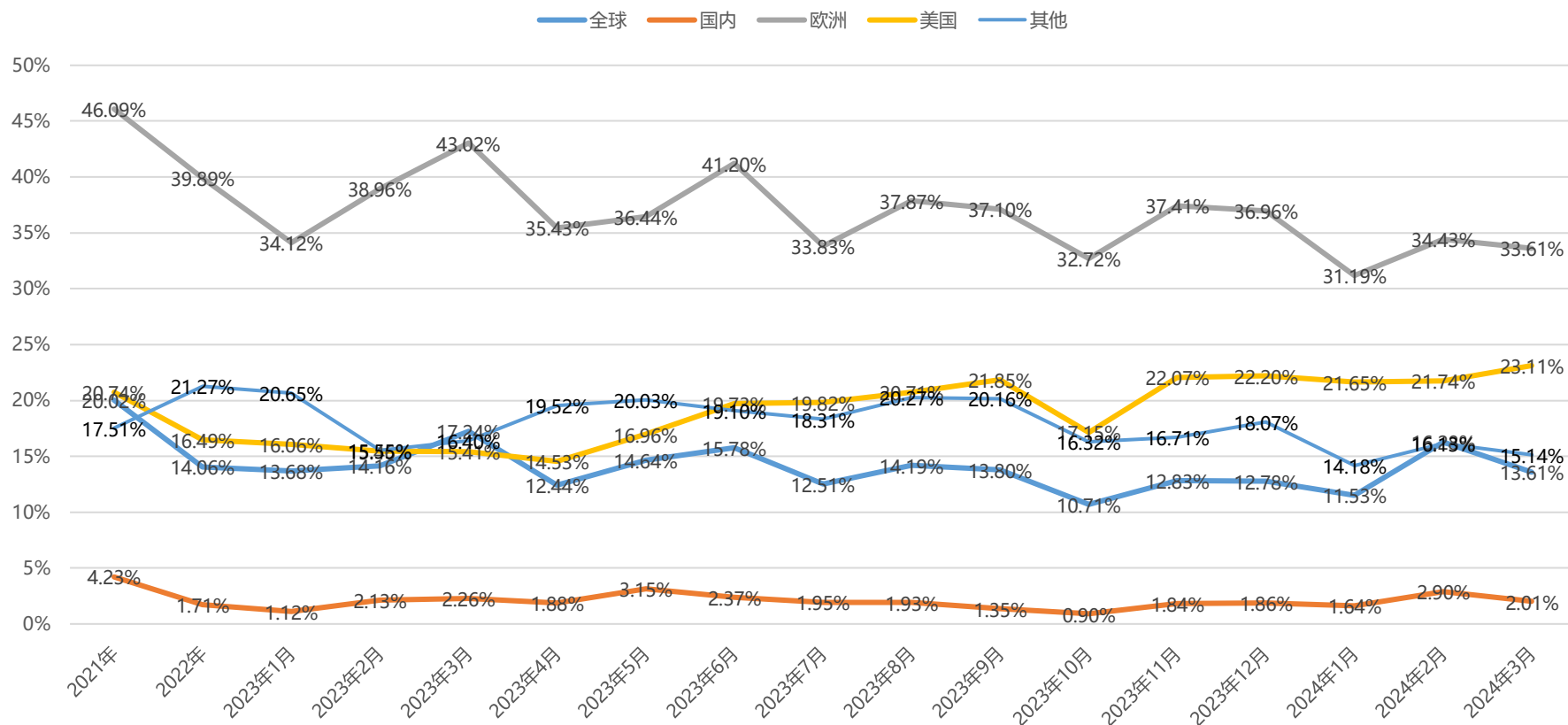
◆ **LGES脱胎于LG化学，布局软包+圆柱高端路线，主要客户为特斯拉和大众。** LG集团成立于1947年，是韩国仅次于三星的第二大财团，旗下子公司有LG电子、LG display、LG化学、LG生活健康等，事业领域覆盖电子电器、化学能源、通讯与服务等领域。LG新能源 (LG Energy Solution，简称LGES) 为LG化学的子公司，是全球电池厂商中唯一出身于化学材料的企业，电化学领域专业布局深而广，关键电池材料均有技术储备，产业链整合成熟。公司第一批进入锂电行业，1999年量产消费小圆柱，2009年拓展动力业务，布局软包+圆柱高端路线，2024年1-3月公司主要客户为Tesla（占43%）、大众（占18%）、通用（占9%）、现代（占7%）、福特（占7%）和沃尔沃（占6%）。

图：LGES发展历程



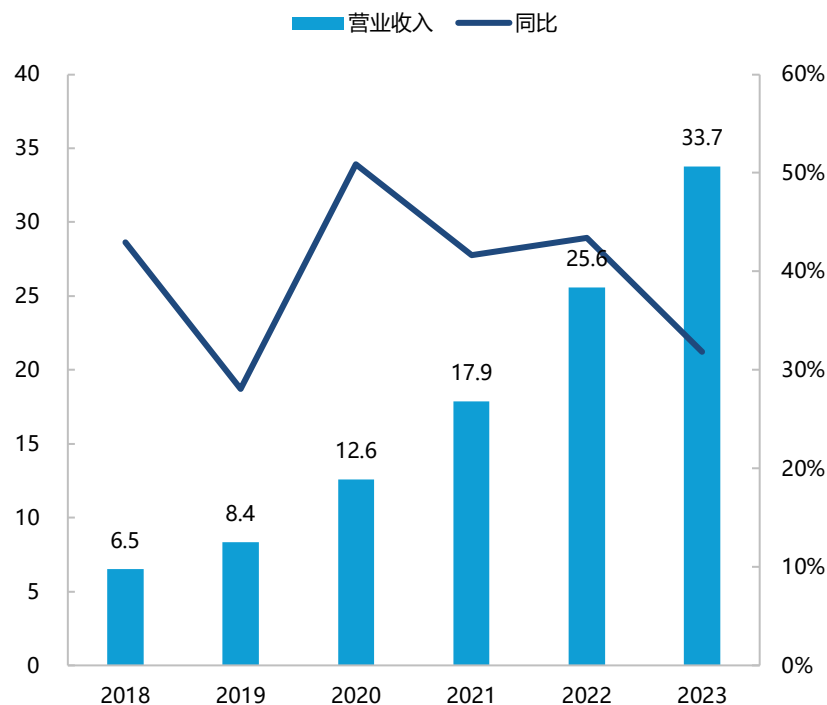
- ◆ **LG新能源23年全球份额96Gwh，同增34%，欧洲市占率持续下行，美国市占率开启提升。** LG新能源23年全球装机96GWh，同比+34%，全球市占率14%，同比-0.4pct，中国/欧洲/美国/其他地区市占率2/37/19/18%，同比+0.2/-2.4/+2.3/-2.9pct。24年1-3月全球装机21.7GWh，同环比+8.4%/-17%，市占率13.7%，同比-1.8pct，中国/欧洲/美国/其他地区市占率2%/33%/22%/15%，同比+0.1/-6.7/+6.6/-1.9pct。

图：LG新能源2021-2024年分地区装机市占率

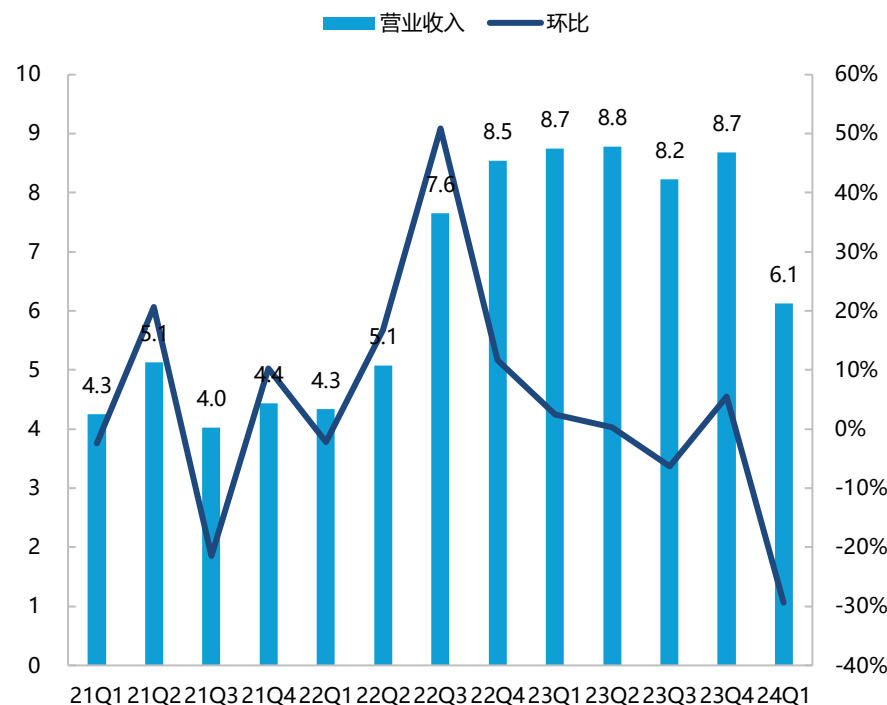


- ◆ **LGES 23年营收1861亿RMB，同比+32%。** LG新能源23年营收33.7万亿韩元(1861亿RMB)，同比+32%，其中Q1-Q4营收8.7/8.8/8.2/8.7万亿韩元，同比+101%/+73%/+7.5%/-6.3%，环比+3%/+0.3%/-6.3%/5.5%，季度营收约463/482/442/479亿RMB，呈放缓趋势，系欧洲需求放缓，电池单价下降影响。
- ◆ **LGES 24年Q1营收326亿RMB，同环比-30%/-29%。** LG新能源24Q1营收6.1万亿韩元(326亿RMB)，同比-30%，环比-29%，主要受动储电池需求减弱，以及原材料价格下降影响。

图：LGES年度营收及同比增速（万亿韩元）

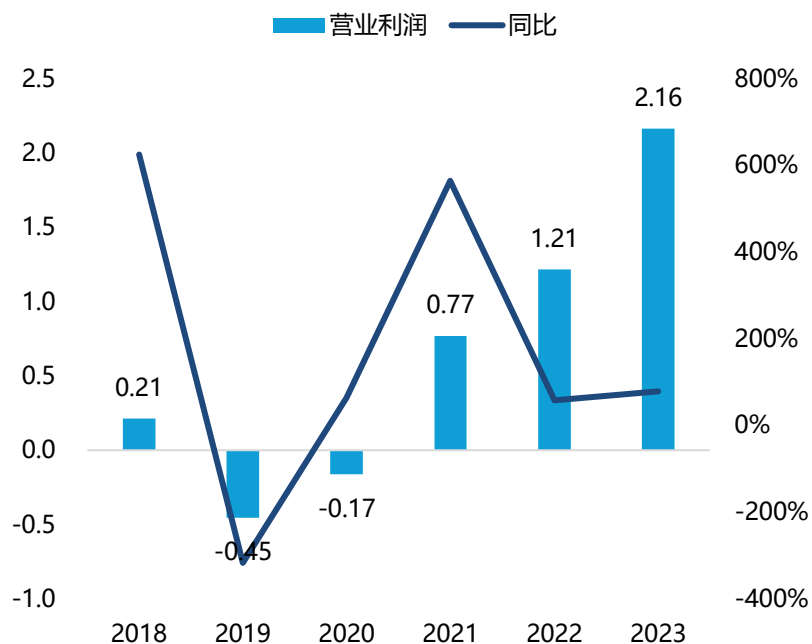


图：LGES季度营收及环比增速（万亿韩元）

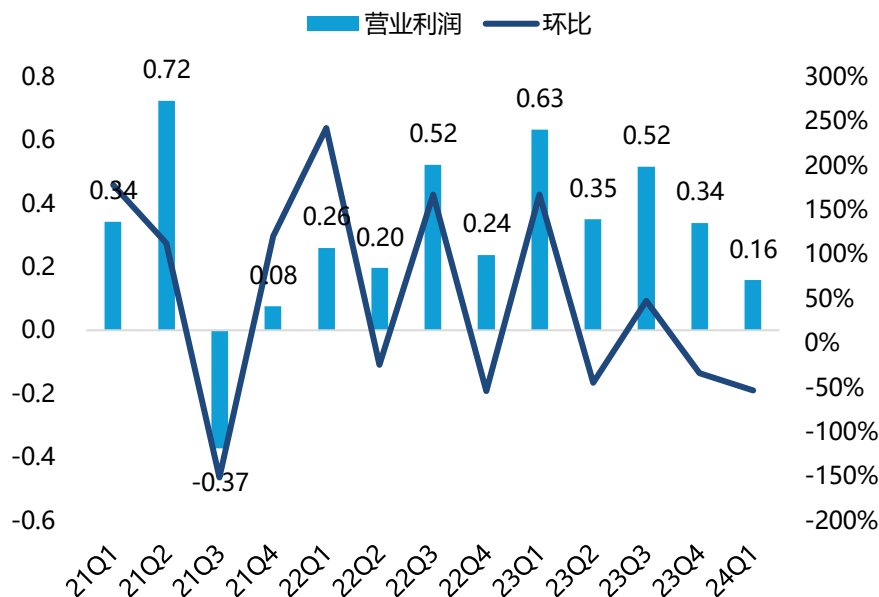


- ◆ **LGES 23年营业利润119亿RMB，同增78%。**LG新能源23年营业利润2.2万亿韩元(119亿RMB)，同比+78%，其中Q1-Q4营业利润0.63/0.35/0.52/0.34万亿韩元，同比+145%/+79%/-1%/+43%，环比+167%/-45%/+47%/-34%，Q3提升产能利用率提升+高价值产品占比提升，Q4下滑受欧洲需求下滑影响，波兰工厂调整导致固定成本增加。
- ◆ **LGES 24年Q1营业利润8.4亿RMB，同环比-75%/-53%。**LG新能源24Q1营业利润0.16万亿韩元(8.4亿RMB)，同比-75%，环比-53%。受欧洲产能利用率维持低位，密歇根工厂转产增加固定成本影响。Q2北美客户新车上市，电池出货预计环增，但金属价格下降存在迟滞，盈利环比改善有难度，下半年看，随着北美大客户新车型交付，以及通用合资工厂二期投产，H2业绩预计相比H1大幅改善。

图：LGES年度营业利润及同比增速（万亿韩元）

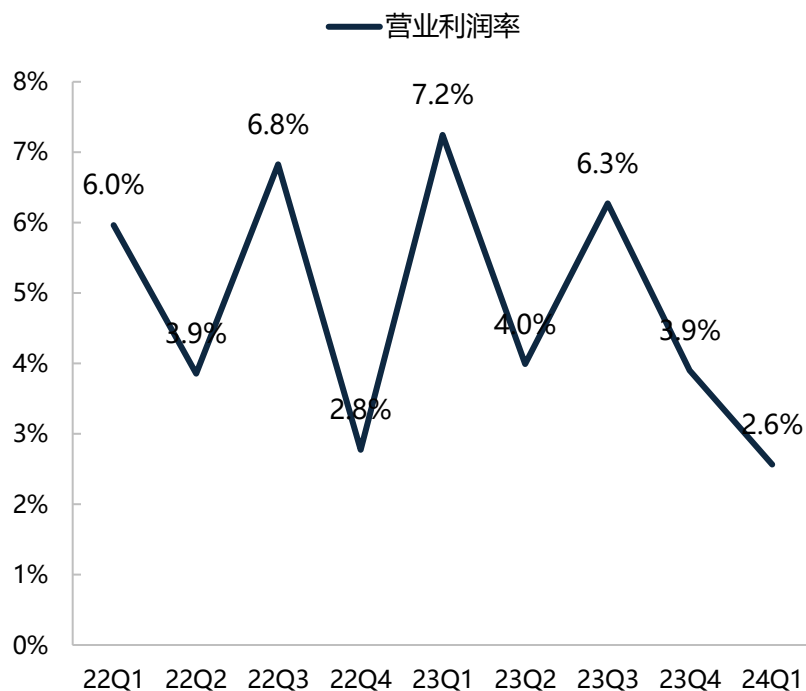


图：LGES季度营业利润及环比增速（万亿韩元）

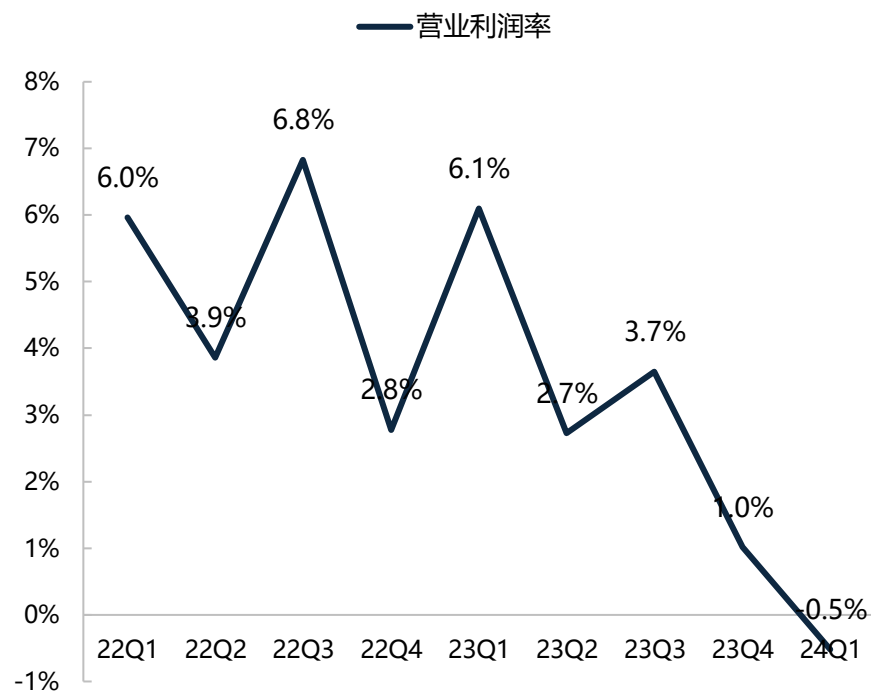


- ◆ **23年营业利润率6.4%，扣除IRA补贴，营业利润率4.4%。** LG新能源23年营业利润率6.4%，同比+1.7pct。其中Q1-Q4营业利润率7.2%/4%/6.3%/3.9%，24年Q1营业利润率2.6%，同环比-4.7/-1.3pct。**剔除IRA补贴后**，LG新能源23年营业利润率4.4%。其中Q1-Q4营业利润6.1%/2.7%/3.7%/1%，24年Q1营业利润率-0.5%，同环比-6.6/-1.5pct。
- ◆ **23年IRA补贴37.3亿RMB，24Q1对应IRA补贴10亿RMB，同环比88%/-24%。** LG新能源23年IRA补贴共计 6768 亿韩元 (37.3 亿 RMB)，其中 Q1/Q2/Q3/Q4 补贴 0.10/0.11/0.22/0.25 万亿韩元，环比 +11%/+94%/+16%，24Q1实现IRA补贴1890亿韩元(10亿RMB)，环比-24%。

图：LGES季度营业利润率



图：LGES季度剔除IRA营业利润率



- ◆ **25年规划产能530Gwh，亚、欧、北美分别为190Gwh、115Gwh、225Gwh，战略聚焦北美扩产。**
- ◆ **产能变化：**1) 美国通用合资工厂二期投产，产能计划提升至45-50GWh，为通用第三代纯电平台生产电池，采用最先进的自动化系统设计，制造效率大幅提升；2) 美国亚利桑那州工厂如期建设，总产能规划提升至53GWh，其中动力46系列大圆柱产能36GWh，储能铁锂电池产能17GWh；3) 印尼现代合资工厂24年Q2预计投产，产能10GWh；4) 加拿大Stellantis合资工厂24年H2投产，产能规划45GWh。

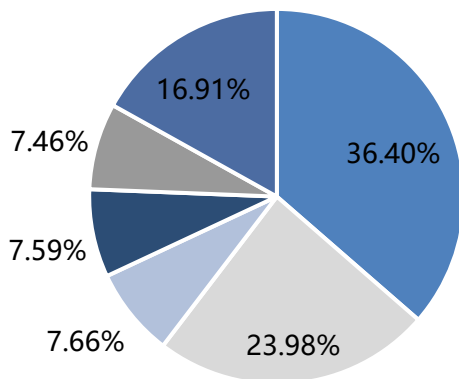
图：LGES全球产能规划 (Gwh)

基地	投产时间	规划产能	2022	2023	2025E
韩国-梧仓	2011	35	20	30	33
中国-南京	2015	145	95	115	145
印尼-现代	2023	30	0	10	12
亚洲合计		210	115	155	190
欧洲-波兰	2017	115	70	90	115
欧洲合计		115	70	90	115
美国-密歇根州	2013	26	6	15	20
美国-亚利桑那	2024E	53	0	0	15
美国-通用-俄亥俄州	2022	40	9	15	40
美国-通用-田纳西	2023	50	0	10	45
美国-通用-密歇根	2024E	50	0	10	50
美国-本田-俄亥俄州	2025E	40	0	0	0
美国-现代-佐治亚州	2025E	30	0	0	10
美国-丰田	2023	20	0	0	0
加拿大-Stellantis	2024E	45	0	5	45
北美合计		344	15	55	225
总计		679	200	300	530

- ◆ **新业务：**①BMS业务：24年3月与高通合作，开发先进BMS解决方案，利用高通的SoC技术，打造先进的电池诊断技术能力；②BSS业务：为电动两轮车提供换电服务，已在首尔建设250座换电站，到25年目标在韩国建成1000座换电站。
- ◆ **供应链&金融：**①铁锂正极采购：与常州锂源5年内签订16万吨长协；②符合IRA标准的金属采购：24年签署8.5万吨澳矿合同，继续在北美建设原材料供应链；③融资：24年2月发行1.6万亿韩元债券，以保证美国亚利桑那州工厂建设。
- ◆ **4680&储能：**46系列预计24年Q3开始量产；23年底已在南京工厂小批量生产铁锂电池，25年H2在南京工厂规划生产长刀铁锂电池，26年美国亚利桑那州工厂铁锂投产(17GWh)

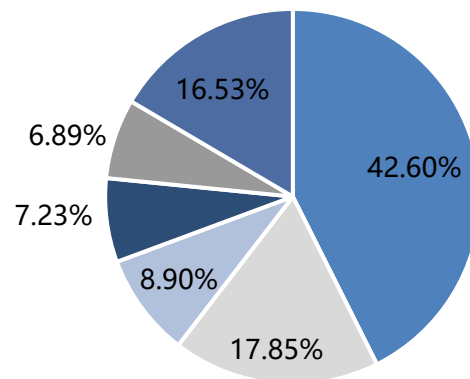
图：LGES 2023年累计客户结构

■ Tesla ■ VW ■ GW ■ Ford ■ volvo ■ 其他



图：LGES 2024年累计客户结构

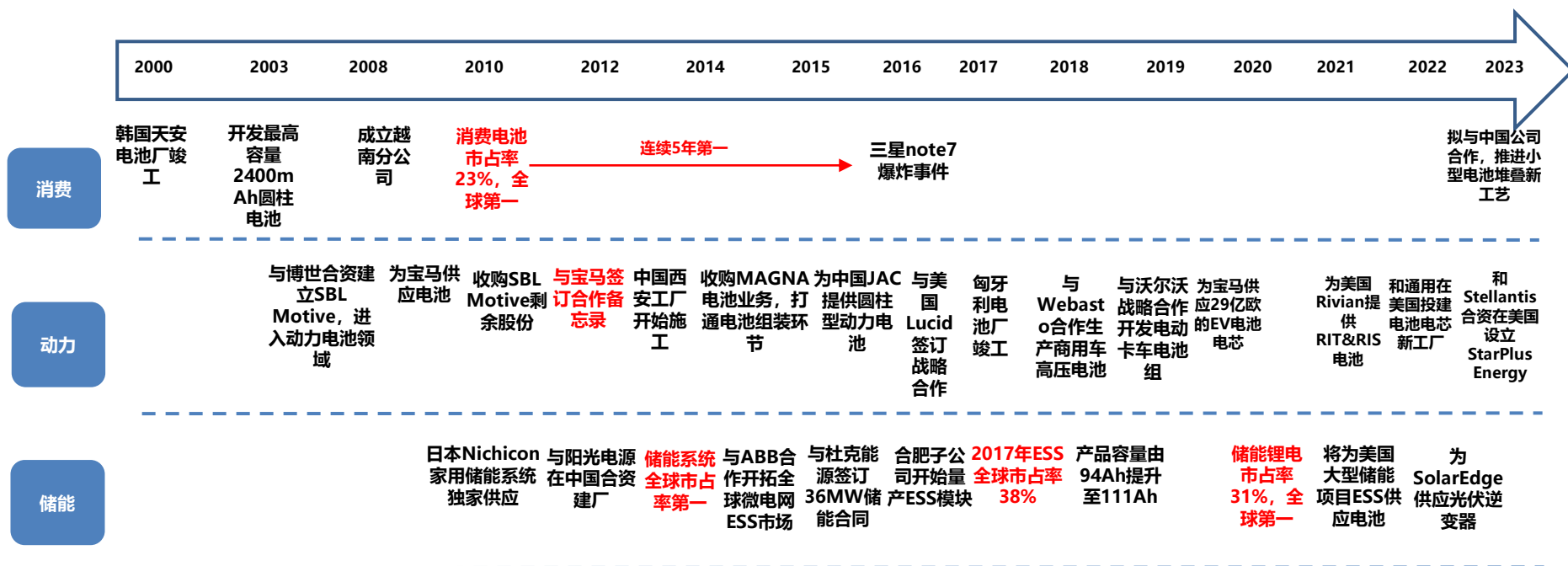
■ Tesla ■ VW ■ GW ■ Hyundai ■ Ford ■ 其他



三星SDI：电池盈利能力稳健，资本开支大幅提升

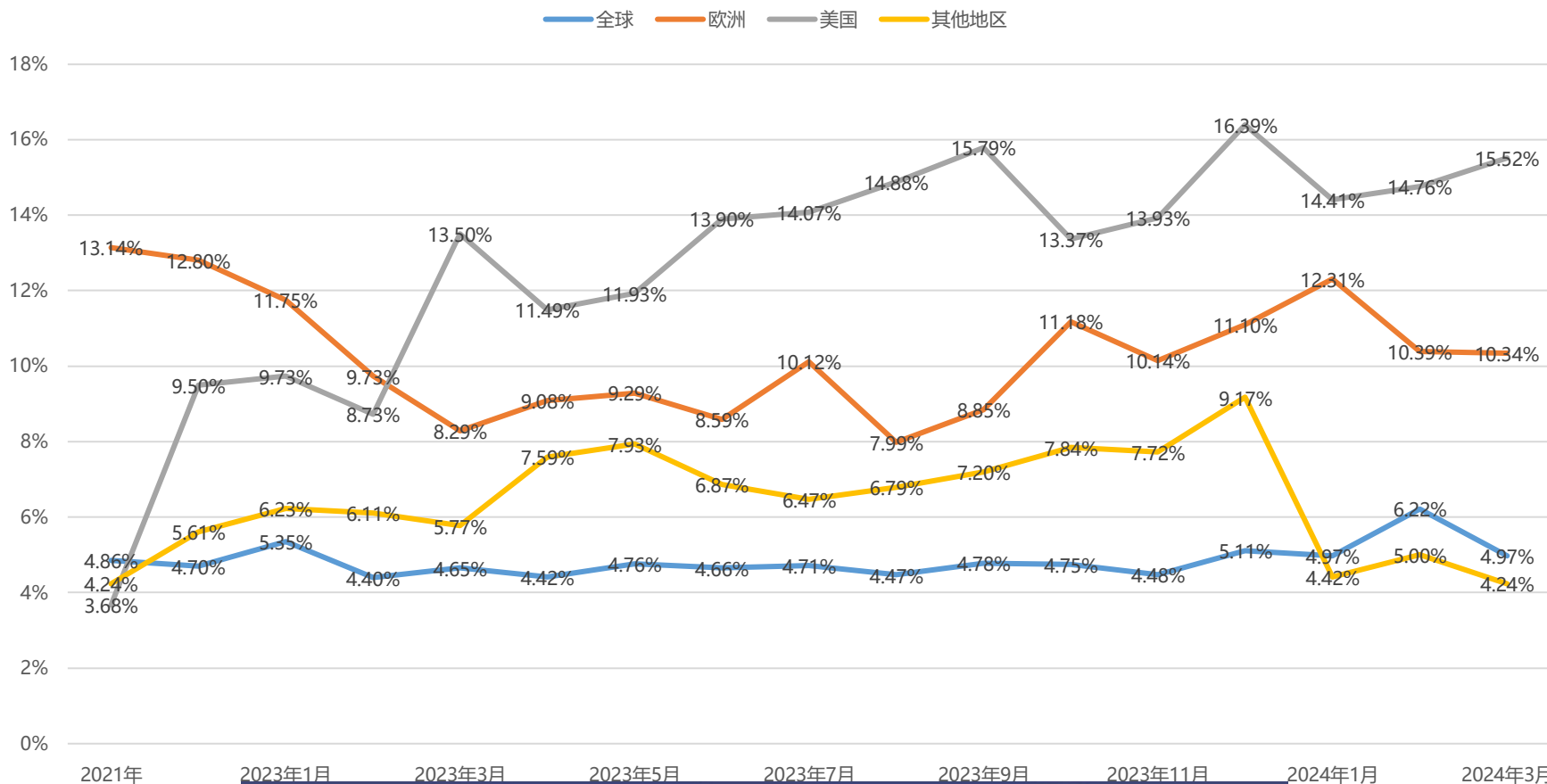
◆ **三星SDI背靠第一大财团，消费锂电第一梯队。**三星集团成立于1938年，是韩国的第一大财团，年收入相当于韩国GDP的20%，旗下子公司有三星电子、三星SDI、三星SDS、三星电机等。三星SDI主营电池和电子材料业务（电池占比90%），为第一批进入锂电行业的企业，2000年量产消费锂电池，2008年拓展动力业务，2010年拓展储能业务，2010年消费市占率全球第一，2014年储能市占率全球第一。公司主要布局方形+圆柱路线，2024年1-3月公司主要客户为宝马（占36%）、Rivan（占23%）、大众（占21%）、Stellantis（占12%）。

图：三星SDI发展历程

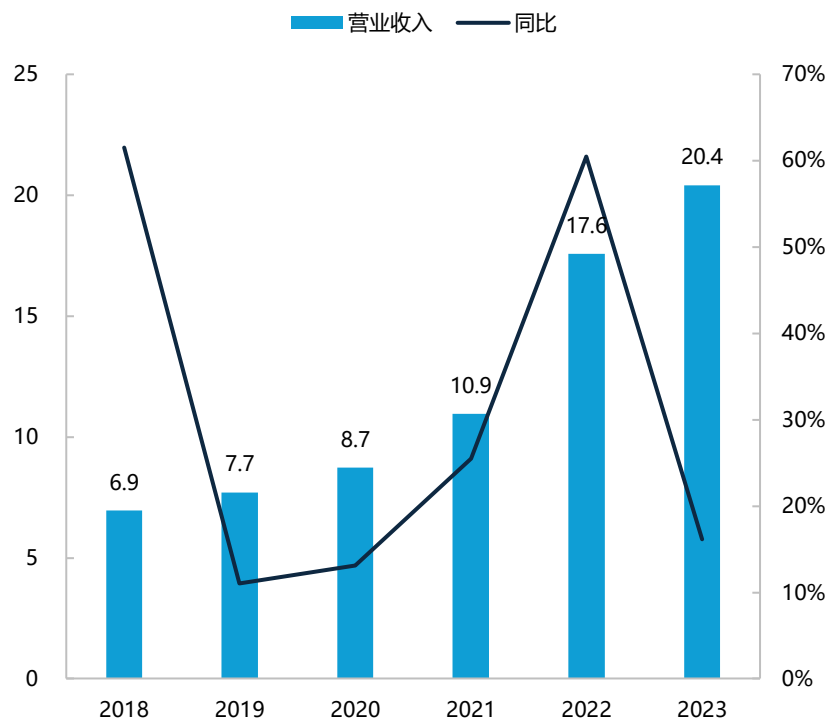
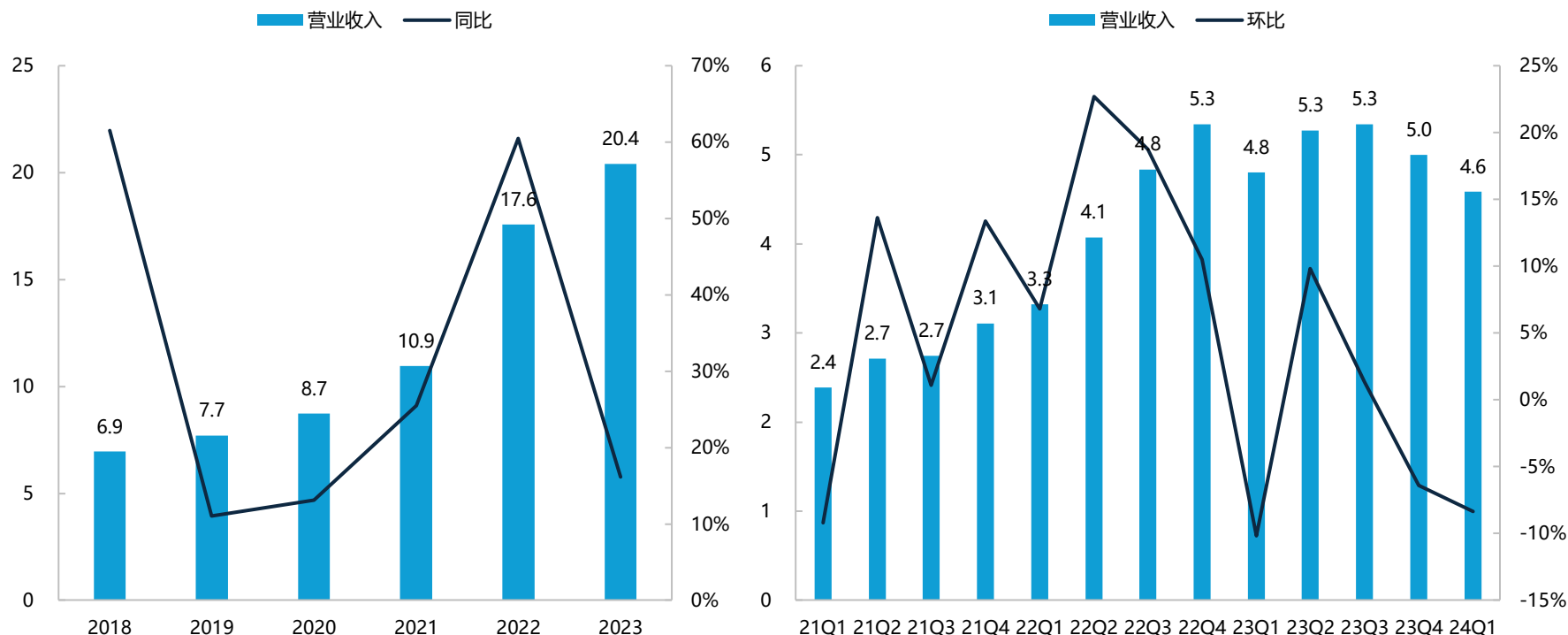


- ◆ **三星SDI 23年全球份额4.7%，同增0.01pct，全球份额相对稳定。**三星SDI 23年全球装机33GWh，同比36%，全球市占率4.7%，同比0.01pct，国内市占率极低，欧洲/美国/其他地区市占率9.6%/13.4%/7.3%，同比-3.3/+3.9/1.7pct。24年1-3月全球装机8.4GWh，同环比36.0%/-16.9%，市占率5.3%，同比0.6pct，欧洲/美国/其他地区市占率10.9%/14.9%/4.5%，同比+1.4/+4.3/-1.5pct。

图：三星SDI 2021-2024年分地区装机市占率



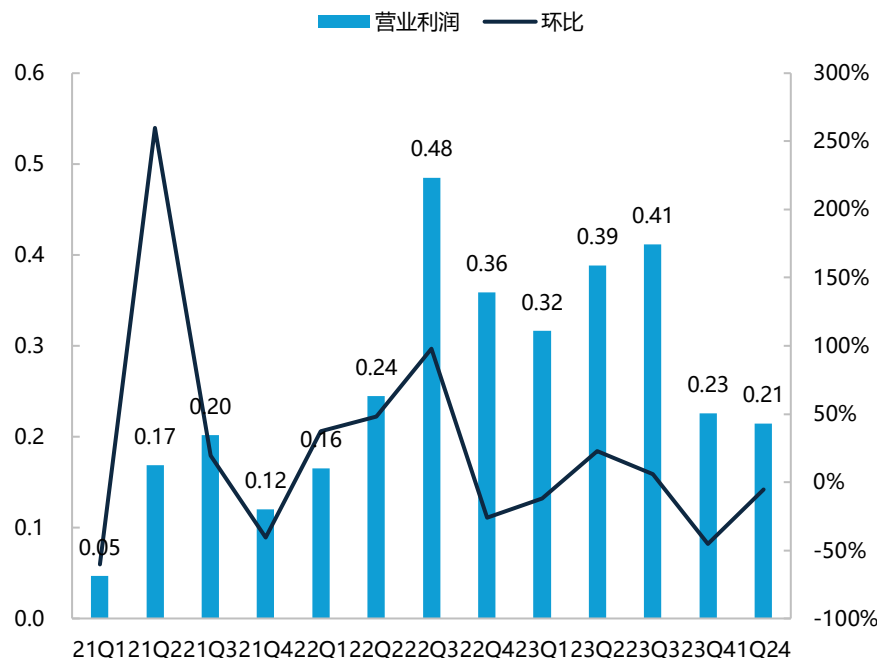
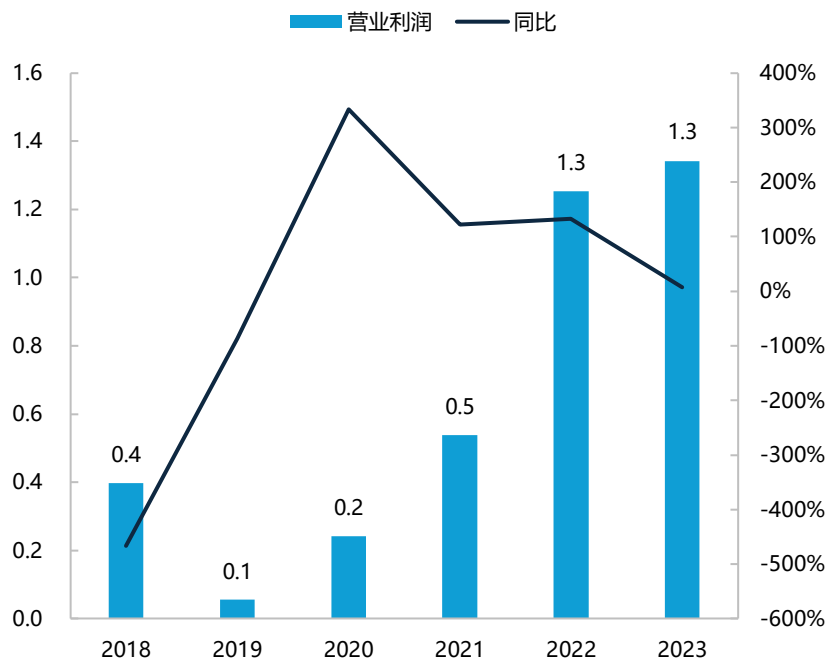
- ◆ **三星SDI 23年营收1125亿RMB，同比16.2%。**三星SDI 23年营收20万亿韩元(1125亿RMB)，同比16.2%，其中Q1-Q4营收4.8/5.3/5.3/5.0万亿韩元，同比44.6%/29.4%/10.5%/-6.4%，环比-10.2%/9.8%/1.4%/-6.4%，季度营收约250/290/287/276亿RMB，整体呈现稳中有升的趋势。
- ◆ **三星SDI 24年Q1营收244亿RMB，同环比-4.5%/-8.3%。**三星SDI 24Q1营收4.6万亿韩元(244亿RMB)，同比-4.5%，环比-8.3%。分产品看，**EV**收入环比下降，市场需求放缓，但收入同比上升，受益于P5等高价产品销量扩大，P6产品开始为美国高端车型供货；**ESS**收入下降，主要由于淡季影响和部分项目延迟；**消费**收入下降，系淡季影响，圆柱收入下滑。

图：三星SDI年度营收及同比增速（万亿韩元）

图：三星SDI季度营收及环比增速（万亿韩元）


- ◆ **三星SDI 23年营业利润74亿RMB，同比+7%。**三星SDI 23年营业利润1.3万亿韩元(74亿RMB)，同比7.1%，其中Q1-Q4营业利润0.32/0.39/0.41/0.23万亿韩元，同比91.7%/58.5%/-15.1%/-37.0%，环比-11.9%/22.7%/6.1%/-45.1%。
- ◆ **三星SDI 24年Q1营业利润11亿RMB，同环比-32.2%/-5.1%。**三星SDI 24Q1营业利润0.21万亿韩元(11亿RMB)，同比-32.2%，环比-5.1%。分产品看，**EV**利润同比上升，受益高端产品占比提升，电池盈利能力稳健；**ESS**利润同比下降；**消费**利润同比上升，系新款手机的强劲销售，电动工具类利润稳定。Q2看，**EV**盈利能力保持稳健，继续扩大P6产品的销售；**ESS**业绩预计改善，来源于公用事业+UPS需求增长；**消费**通过长协保证供应和盈利，抢先进入美国OPE新市场、印度及中东的两轮车和踏板车市场。

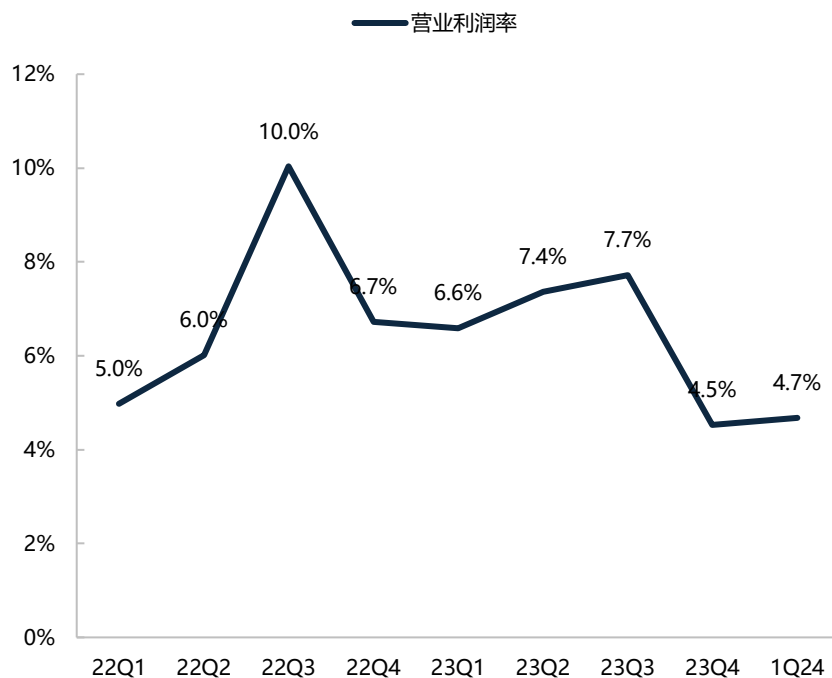
图：三星SDI年度营业利润及同比增速（万亿韩元）

图：三星SDI季度营业利润及环比增速（万亿韩元）

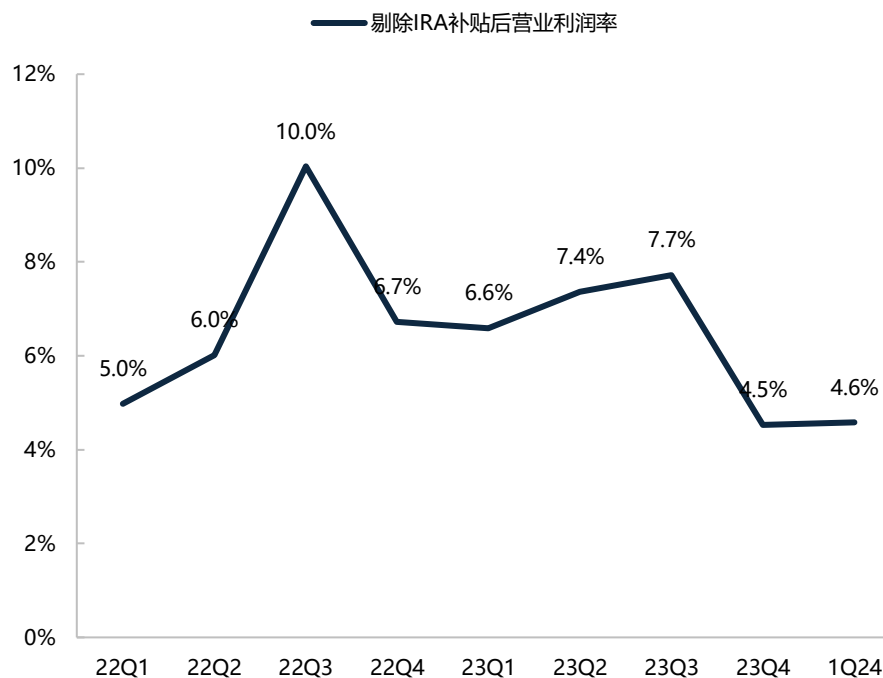


- ◆ **23年营业利润率6.6%，扣除IRA补贴，营业利润率6.6%。**松下23年营业利润率6.6%，同比0.5pct。其中Q1-Q4营业利润6.6%/7.4%/7.7%/4.5%，24年Q1营业利润率4.7%，同环比-1.9/0.2pct。**剔除IRA补贴后**，松下23年营业利润率6.6%。其中Q1-Q4营业利润6.6%/7.4%/7.7%/4.5%，24年Q1营业利润率4.6%，同环比-2.0/0.1pct。
- ◆ **23年未披露IRA补贴，24Q1对应IRA补贴0.25亿RMB。**三星SDI 24Q1实现IRA补贴0.0047万亿韩元(0.25亿RMB)，目前利润占比较低，Stellantis产线25年投产，未来预计大幅提升。

图：三星SDI季度营业利润率



图：三星SDI季度剔除IRA营业利润率



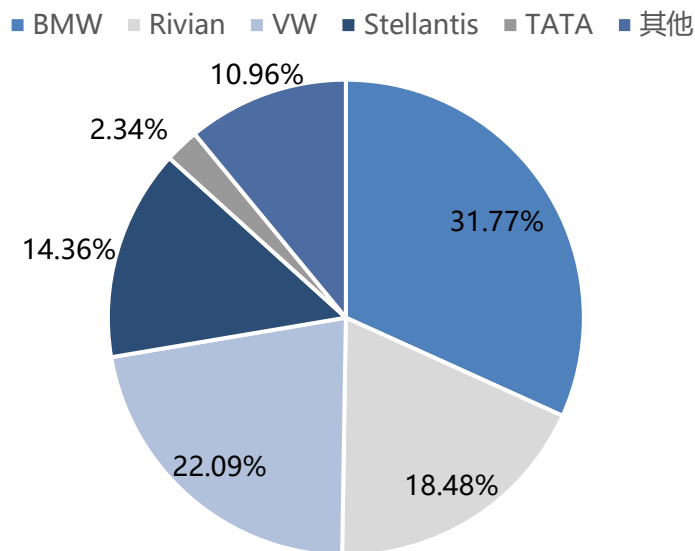
- ◆ 25年规划产能128GWh，亚、欧、北美分别为36GWh、60GWh、32GWh，战略聚焦欧美扩产。
- ◆ 美国：与Stellantis规划第二合资工厂，初始产能34GWh，预计2027年开始投产。
- ◆ 欧洲：扩建现有的匈牙利第二工厂，预计将在9月竣工，此外敲定了匈牙利第三座电池工厂，24年超过1万亿韩元将用于建设第三工厂，计划为现代汽车等厂商在欧洲推出的电动汽车供应电池。

表：三星SDI全球产能规划（Gwh）

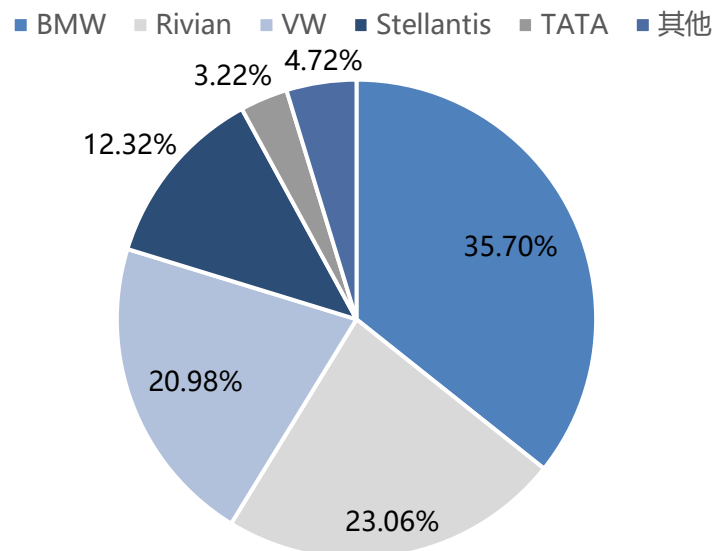
单位： GWh	地区	投产时间	规划产能	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
大型电池	韩国-天安工厂	2023E	1	0	0	0	0	1	1	1	1
	韩国-蔚山工厂	2010	5	5	5	5	5	7.5	10	10	10
	韩国总计		11	5	5	5	5	8.5	11	11	11
	中国-西安一期工厂	2015	15	0	3	6	10	12.5	15	15	15
	中国总计		15	0	3	6	10	12.5	15	15	15
	马来西亚第一工厂	2023E	8	0	0	0	0	0	5	8	8
	亚洲总计		35	5	8	11	15	21	26	36	36
	匈牙利第一工厂	2018	60	5	10	15	20	30	35	45	60
	欧洲总计		60	5	10	15	20	30	35	45	60
	美国-Stellantis-第一合资工厂	2025E	33	0	0	0	0	0	0	0	17
	通用-印第安纳州工厂	2025E	30	0	0	0	0	0	0	0	15
	美国总计		64	0	0	0	0	0	0	0	32
	全球总计		159	10	18	26	35	51	61	81	128

- ◆ **24Q1末资产增至1864亿RMB**，公司扩建匈牙利、马来西亚工厂，在美国建设新的合资工厂，同时积极布局46系列和铁锂电池，24年资本支出预计同比大幅提升。
- ◆ **新产品进展：**1) **全固态电池：**23年6月建立试验线，目前已收到多家客户样品请求，预计2027年量产；2) **46系列电池：**目前处于送样阶段，计划今年完成量产准备，此外也与21700客户谈判，商谈2025年的相关项目；3) **低成本电池：**开发NMX或LFP Plus平台，2026年实现量产，通过性能指标、制造工艺进行差异化竞争。

图：三星SDI 2023年客户结构



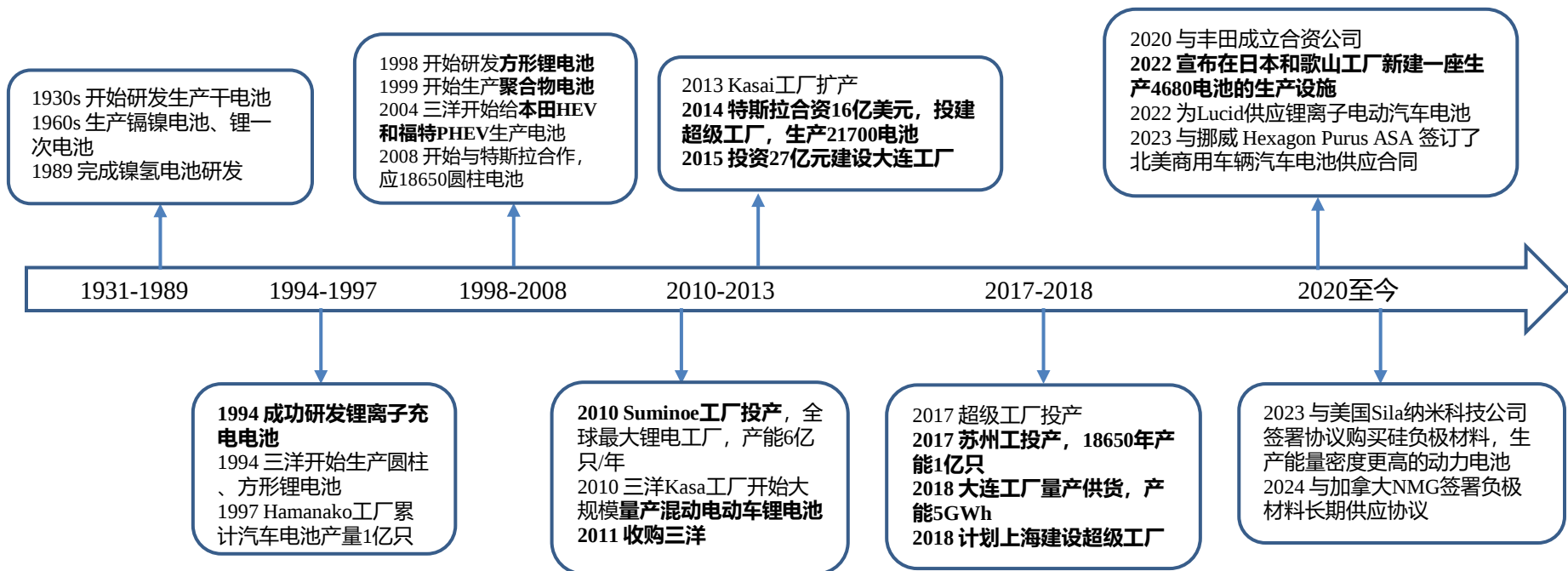
图：三星SDI 2024年客户结构



松下：动力电池业务承压，盈利环比大幅下滑

- ◆ **松下背靠日本第三大财团，布局圆柱高端路线，主要客户为Tesla。**松下集团成立于1918年，背靠日本第三大财团住友集团，定位大型电器制造企业，集团下设生活、汽车、互联网、工业、能源5大板块，业务较为分散，其中电池归属能源板块，23年收入占比10%左右。松下专注于圆柱路线，早期以消费电子起家，2008年开始与Tesla合作，主攻NCA高镍体系，客户结构相对单一，电池盈利能力较弱。2024年1-3月公司主要客户为Tesla（占95%）、丰田（占1.6%）、马自达（占1.2%）、福特（占0.8%）。

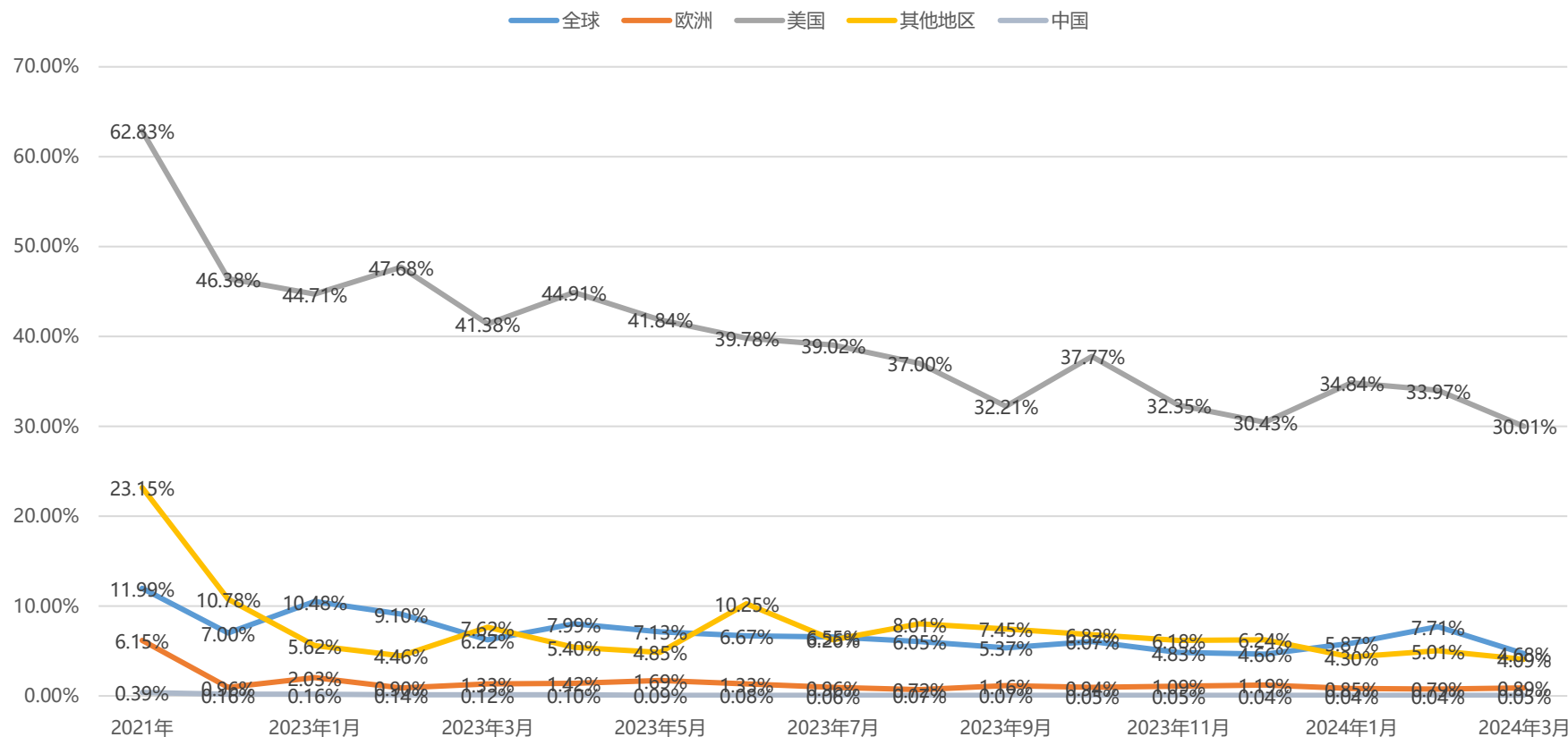
图：松下发展历程



松下：23年全球份额6.4%，同增-0.6pct，美国市占率持续下行

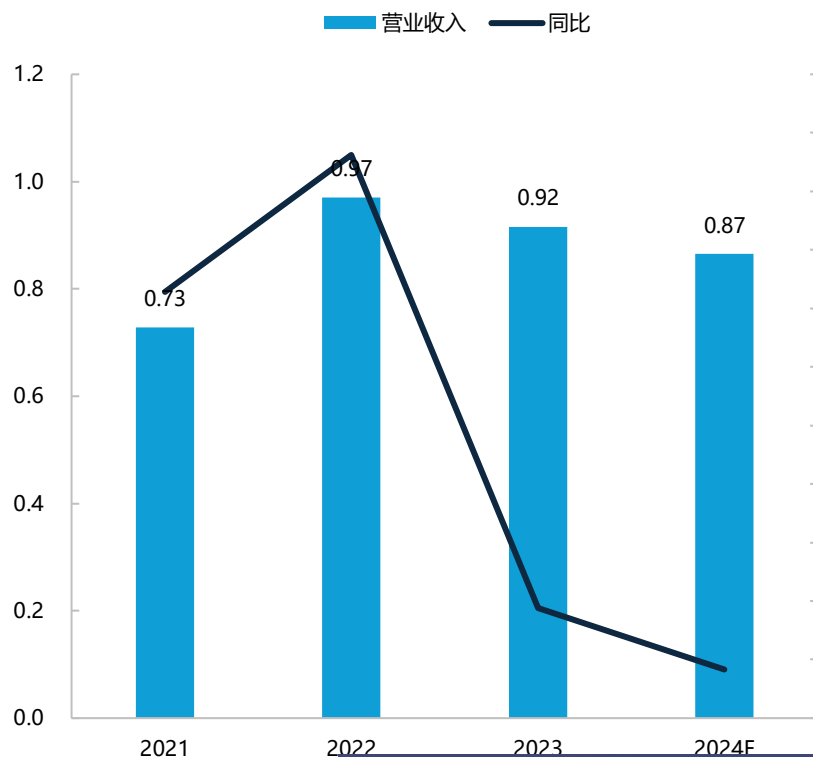
- ◆ **松下23年全球份额6.4%，同增-0.6pct，美国市占率持续下行。**松下23年全球累计装机45GWh，同比+26%，全球市占率6.4%，同比-0.6pct，中国/欧洲/美国/其他地区市占率0.08%/1.2%/39%/6.8%，同比-0.08/+0.25/-7.8/-4.0pct。24年1-3月全球装机9.3GWh，同环比-13%/-16%，市占率5.9%，同比-2.3pct，中国/欧洲/美国/其他地区市占率0.04%/0.9%/33%/4.4%，同比-0.1/-0.5/-11.8/-1.8pct。

图：松下2021-2024年分地区装机市占率

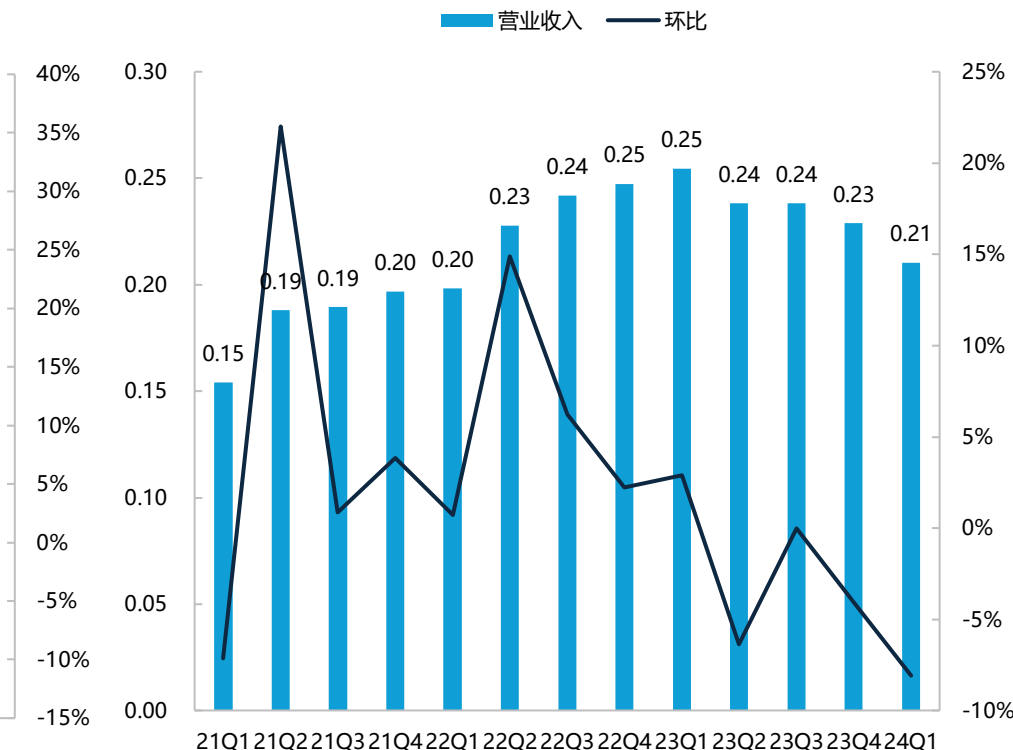


- ◆ **松下23年电池营收480亿RMB，同比4.9%。**松下23年电池营收0.92万亿日元(462亿RMB)，同比4.9%，其中Q1-Q4营收0.25/0.24/0.24/0.23万亿日元，同比28.4%/4.7%/-1.5%/-7.5%，环比2.9%/-6.4%/0.0%/-4.0%，季度电池营收约132/119/115/115亿RMB，季度呈下降趋势。
- ◆ **松下24年Q1电池营收99亿RMB，同环比-17%/-8%。**松下24Q1电池营收0.21万亿日元(99亿RMB)，同比-17.4%，环比-8.1%，系日本工厂产销量下滑，其中动力收入0.13亿日元(63亿RMB)，同环比-27%/-7%，储能&消费收入0.07亿日元(36亿RMB)，同环比+10%/-9%。

图：松下年度电池营收及同比增速（万亿日元）

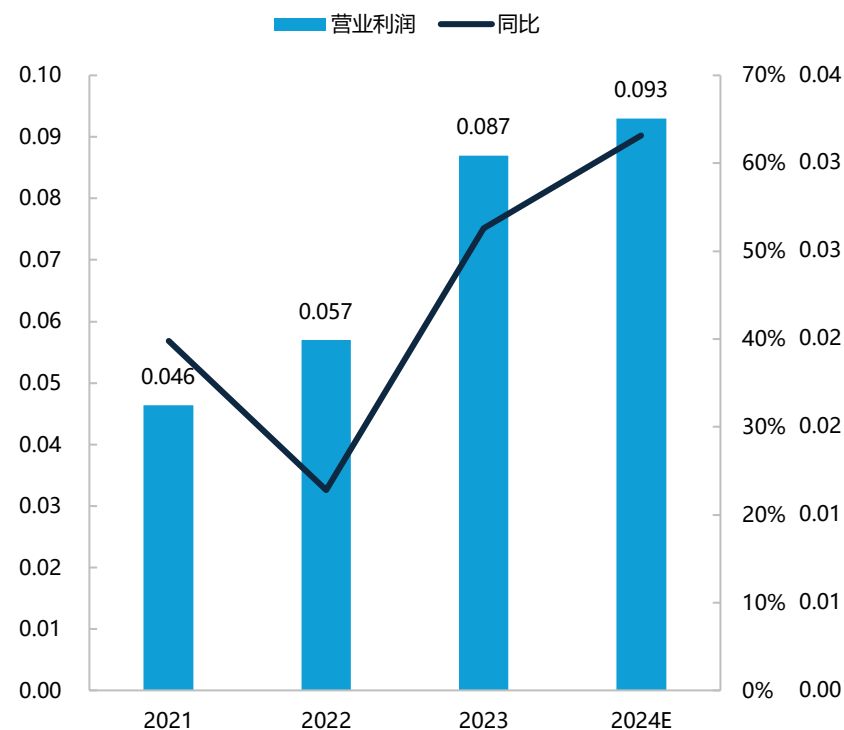


图：松下季度电池营收及环比增速（万亿日元）

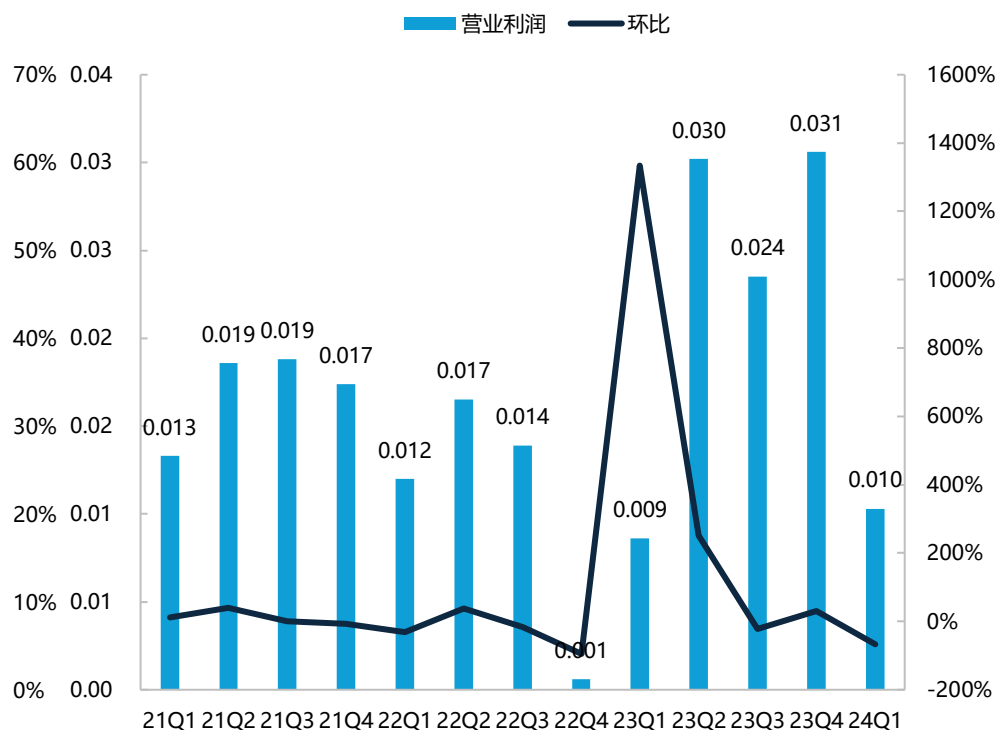


- ◆ **松下23年电池营业利润42亿RMB，同比52.6%。**松下23年电池营业利润0.087万亿日元(42亿RMB)，同比+53%，其中Q1-Q4电池营业利润0.009/0.030/0.024/0.031万亿日元，同比-28%/+83%/+69%/+5000%，环比+1333%/+251%/-22%/+30%。
- ◆ **松下24年Q1电池营业利润4.9亿RMB，同环比+20%/-66%。**松下24Q1电池营业利润0.01万亿日元(5亿RMB)，同环比+20%/-66%，系固定成本和费用增加，其中动力利润0.005万亿日元(2亿RMB)，同环比-9%/-75%，储能&消费利润0.008万亿日元(4亿RMB)，同环比+83%/-20%。

图：松下年度电池营业利润及同比增速（万亿日元）



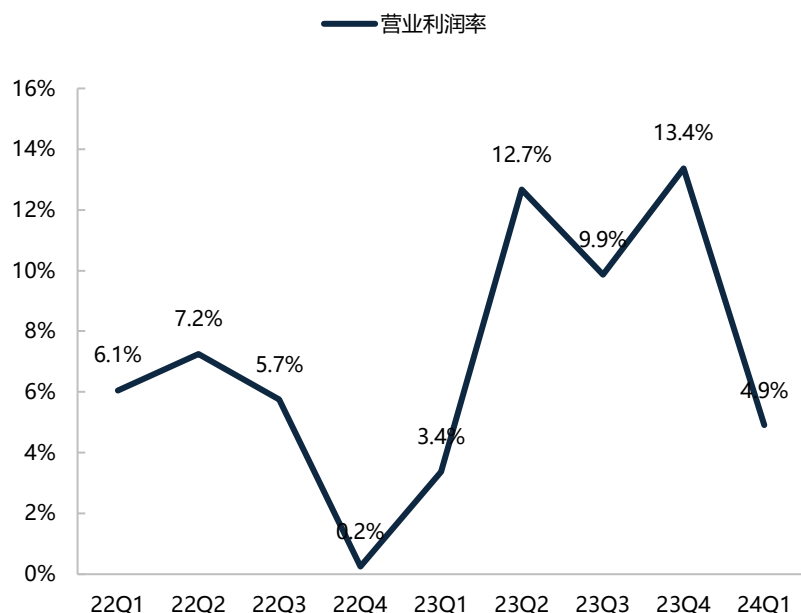
图：松下季度电池营业利润及环比增速（万亿日元）



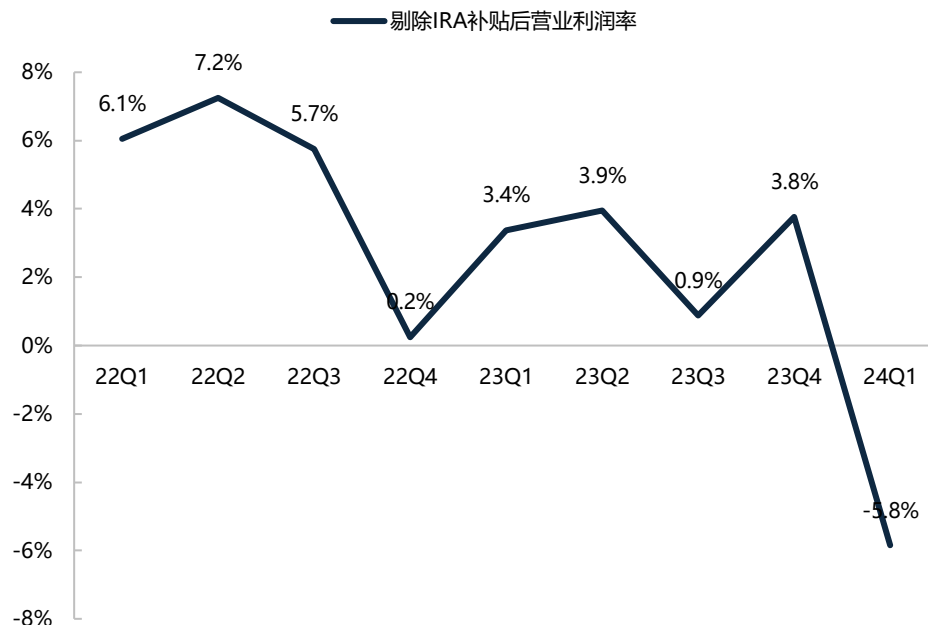
松下：23年利润率11.4%，扣除IRA补贴，利润率仅3.5%

- ◆ **23年电池营业利润率11.4%，扣除IRA补贴，营业利润率3.5%。**松下23年电池营业利润率11.4%，同比3.3pct。其中Q1-Q4电池营业利润3.4%/12.7%/9.9%/13.4%，24年Q1电池营业利润率4.9%，同环比1.5/-8.5pct，其中动力营业利润率3.8%，同环比-0.7/-10.3pct，储能&消费营业利润率9.7%，同环比+3.9/-1.2pct。**剔除IRA补贴后**，松下23年营业利润率3.5%，其中Q1-Q4营业利润-3.4%/3.9%/0.9%/3.8%，24年Q1营业利润率-5.8%，同环比-9.2/-9.6pct，动力营业利润率-11%，环比-10pct。
- ◆ **23年IRA补贴70亿RMB，24Q1对应IRA补贴23亿RMB，同环比22.3%/2.3%。**松下23年IRA补贴共计0.14万亿日元(70亿RMB)，其中Q2/Q3/Q4补贴0.045/0.047/0.048万亿日元，环比3.3%/2.8%，24Q1实现IRA补贴0.049万亿日元(23亿RMB)，环比2.3%。

图：松下季度营业利润率



图：松下季度剔除IRA营业利润率



- ◆ **加速北美产能布局，25年整体产能近100GWh。** 24Q1电池资本开支约45亿日元，同环比+95%/+7%，扩产计划不变，24年Q2-25年Q1预计206亿RMB，同增47%。
- ◆ **1) 北美-内华达：**截至24Q1产能38-39GWh，贡献IRA补贴约89亿RMB/年。
- ◆ **2) 北美-堪萨斯(在建)：**设计产能30GWh，25年Q1投产，27年达产，优先21700型号，预计贡献IRA补贴约69亿RMB/年。
- ◆ **3) 日本-(和歌山+住江+大阪)：**截至24Q1产能10GWh，和歌山预计24年Q4批量生产4680电池。

表：松下全球产能规划 (Gwh)

基地	规划产能	2021	2022	2023E	2024E	2025E	电池类型	投产时间
美国-内华达州	54 (扩产)	38	38	38	54	54	21700	2016
美国-堪萨斯州	30				5	15	21700	2024
美国俄克拉荷马州	30					5	4680	
美国总计	114	38	38	38	59	74		
日本-住江+大阪	10	10	10	10	10	10	18650	2010年4月
日本-和歌山	10				5	10	4680	2024年Q4
日本总计	20	10	10	10	15	20		
合计	134	40	48	48	74	94		

SK on: 电池Q1亏损扩大, H2目标盈亏平衡

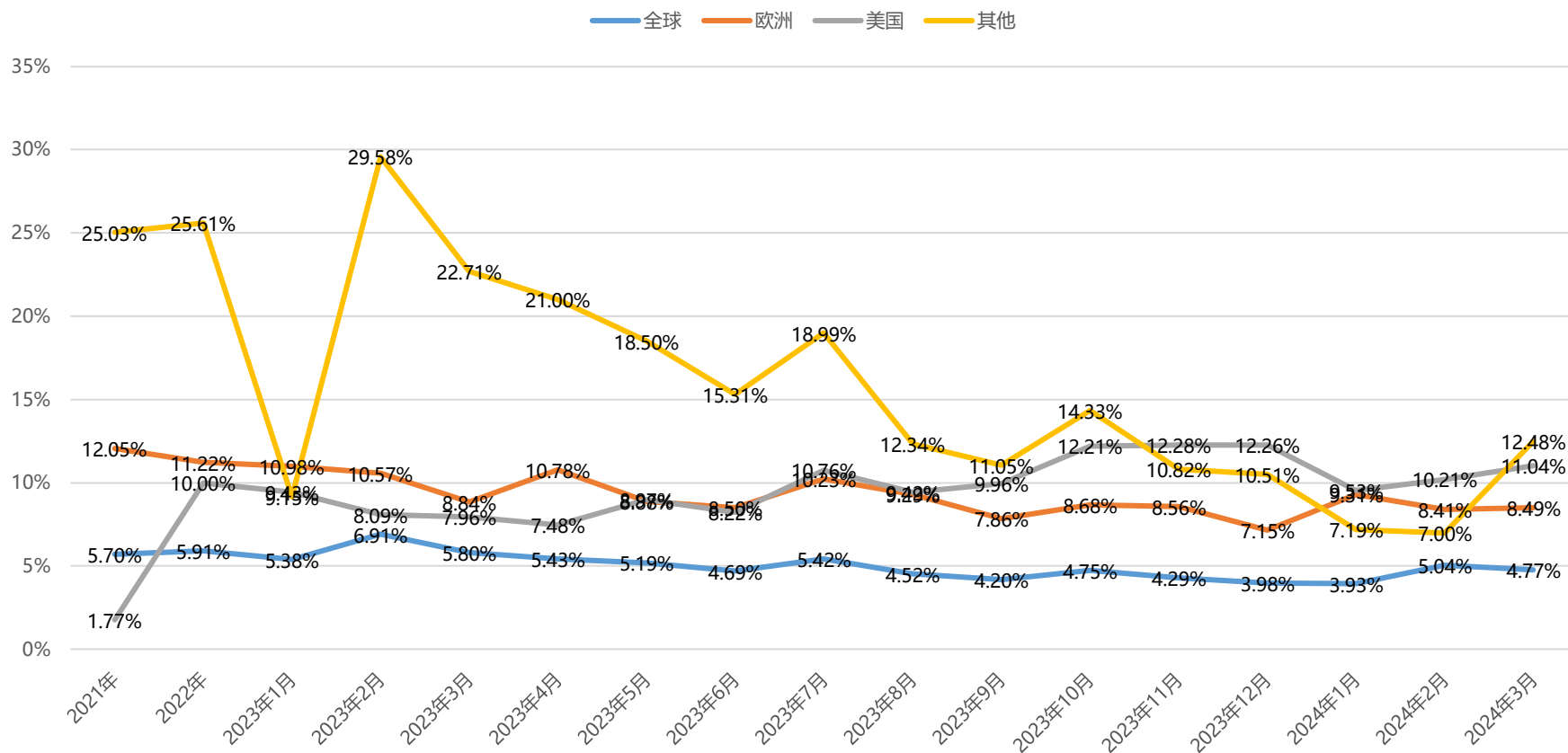
◆ **SK on脱胎于SK集团，布局软包高端路线，主要客户为现代和奔驰。**SK集团成立于1953年，是韩国第三大财团，主要以能源化工、信息通信为两大支柱产业。旗下的SK energy是韩国最大的综合能源化工企业；SK telecom是韩国最大的移动通信运营商，SK hynix是全球第三大DRAM制造商。SK on为SK innovation(SK on)的全资子公司，专注于锂离子电池业务，并由SK IE Technology(SK onET)自供隔膜。公司起步相对较晚，2005年起研发动力电池，布局软包高镍路线，2024年1-3月公司主要客户为现代（占55%）、奔驰（占21%）、福特（占13%）、大众（占10%）。

图：SK on发展历程



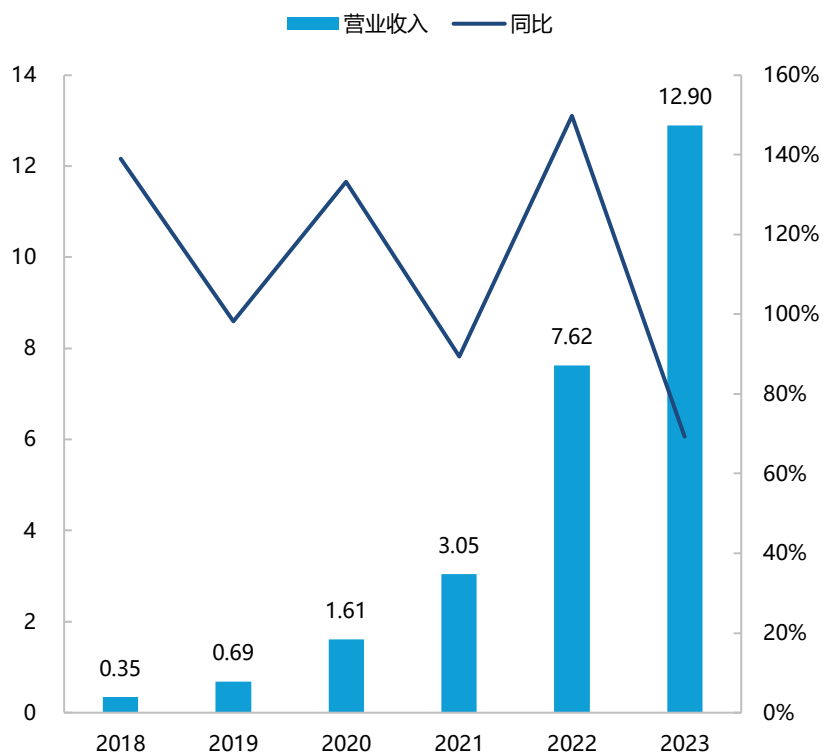
- ◆ **SK on 23年全球份额4.9%，同减1pct，市占率稳定。** SK on 23年全球累计装机34GWh，同比+14%，全球市占率4.9%，同比-1pct，欧洲/美国/其他地区市占率9.0%/9.9%/15.7%，同比-2.3/-0.1/-9.9pct。24年1-3月全球装机7.3GWh，同环比-7.2%/-21%，市占率4.6%，同比-1.5pct，欧洲/美国/其他地区市占率8.7%/10%/9.3%，同比-1.1/+1.8/-12.7pct。

图：SK on 2021-2024年分地区装机市占率

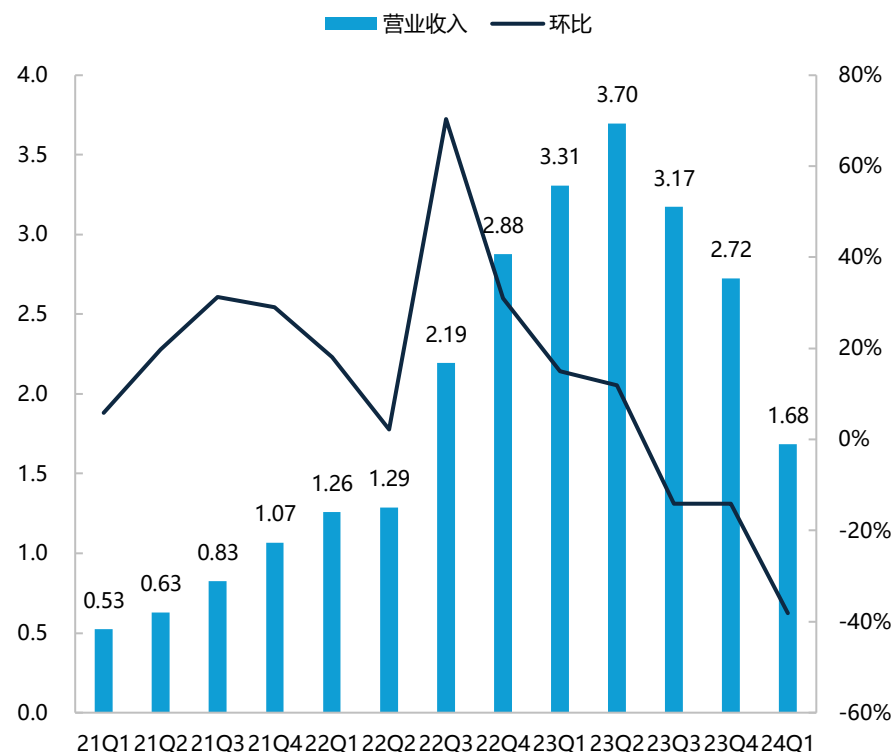


- ◆ **SK on 23年营收711亿RMB，同比+69%。** SK on 23年营收12.9万亿韩元(711亿RMB)，同比+69%，其中Q1-Q4营收3.3/3.7/3.2/2.7万亿韩元，同比+162%/+187%/+45%/-5%，环比+15%/+12%/-14%/-14%，季度营收约175/203/171/150亿RMB。
- ◆ **SK on 24年Q1营收90亿RMB，同环比-49%/-38%。** SK on 24Q1营收1.68万亿韩元(89.5亿RMB)，同比-49%，环比-38%，由于北美客户去库，销量和价格下滑。

图：SK on年度营收及同比增速（万亿韩元）

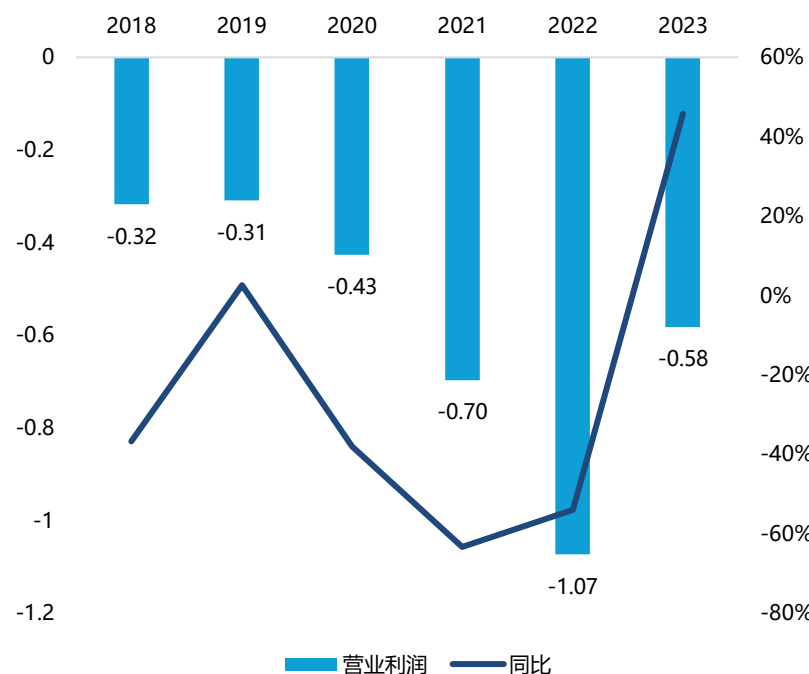


图：SK on季度营收及环比增速（万亿韩元）

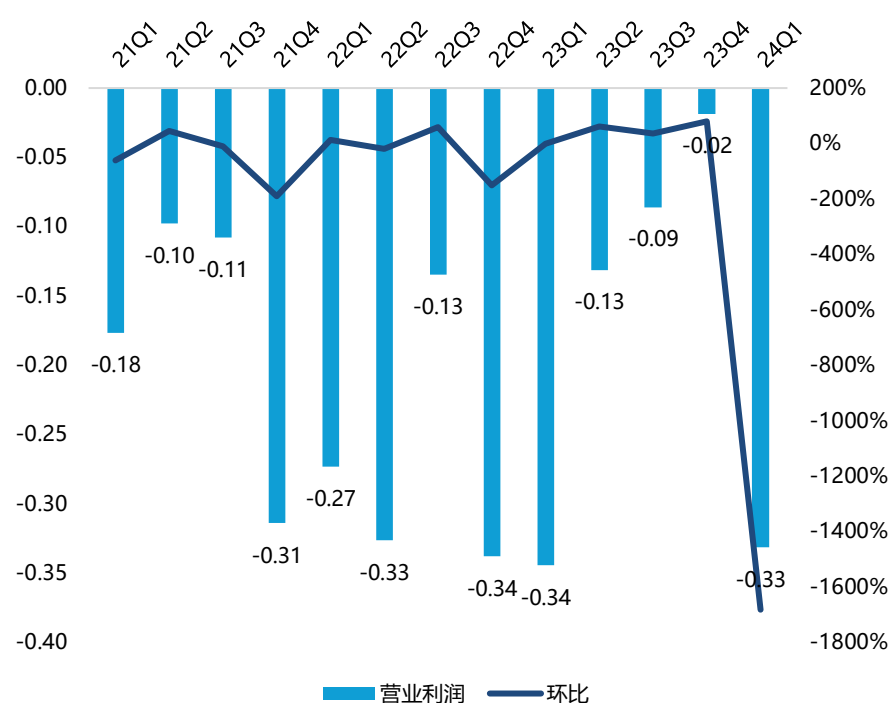


- ◆ **SK on 23年营业利润-32亿RMB，亏损缩窄46%。** SK on 23年营业利润-0.58万亿韩元(-32亿RMB)，同比+46%，其中Q1-Q4营业利润-0.34/-0.13/-0.09/-0.02万亿韩元，同比-26%/+60%/+36%/+94%，环比-2%/+62%/+35%/+78%。
- ◆ **SK on 24年Q1营业利润-17亿RMB，同环比+3.8%/-1682%。** SK on 24Q1营业利润-0.33万亿韩元(-17亿RMB)，同比亏损缩小3.8%，环比亏损扩大1682%。Q1业绩亏损扩大主要由于北美客户去库，销量和价格下滑，产能利用率下降。Q2预计通过客户补库+优化产线，从而提升出货量，并灵活调整欧洲+中国产能扩张节奏，进而恢复盈利能力，目标24H2实现盈亏平衡。

图：SK on年度营业利润及同比增速（万亿韩元）



图：SK on季度营业利润及环比增速（万亿韩元）

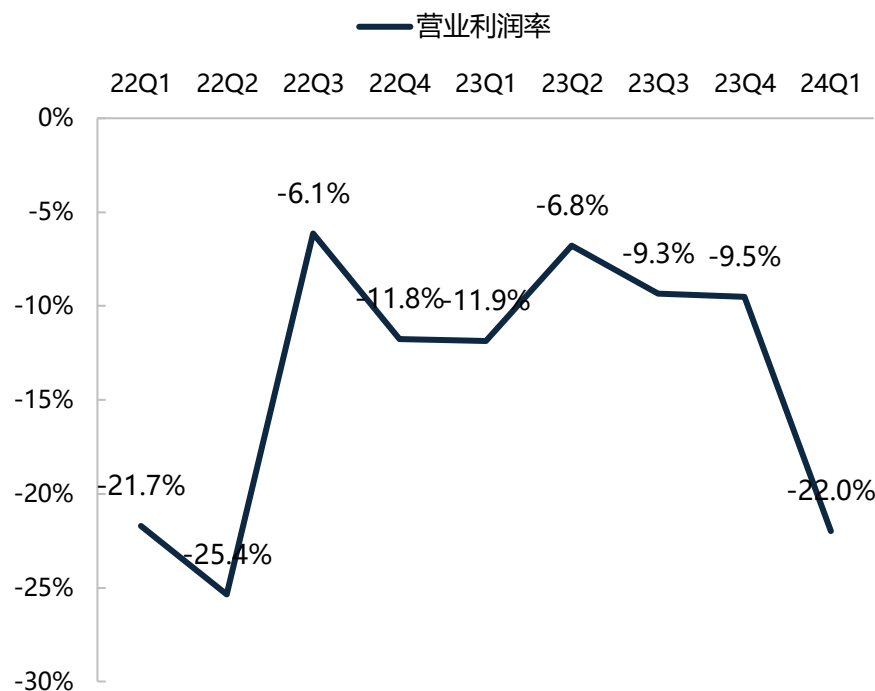


- ◆ **23年营业利润率-4.5%，扣除IRA补贴，营业利润率-9.3%。** SK on 23年营业利润率-4.5%，同比+10pct。其中Q1-Q4营业利润率-10.4%/-3.6%/-2.7%/-0.7%，24年Q1营业利润率-19.7%，同环比-9.3/-19pct。**剔除IRA补贴后**，SK on 23年营业利润率-9.3%。其中Q1-Q4营业利润-12%/-6.8%/-9.3%/-9.5%，24年Q1营业利润率-22%，同环比-10/-13pct。
- ◆ **23年IRA补贴34亿RMB，24Q1对应IRA补贴2亿RMB，同环比-18%/-84%。** SK on 23年IRA补贴共计6170 亿韩元 (34 亿 RMB)，其中 Q1/Q2/Q3/Q4 补 贴 0.05/0.12/0.21/0.24 万 亿 韩 元，环 比 +154%/+75%/+14%，24Q1实现IRA补贴385亿韩元(2亿RMB)，环比-84%。

图：SK on季度营业利润率



图：SK on季度剔除IRA营业利润率



- ◆ **产能扩张稳中有进，战略重心倾向北美，25年规划产能近200GWh。** 24年投产欧洲匈牙利第三工厂(最大产能30GWh)，中国SKOY盐城工厂(最大产能33GWh)。 23-25年全球产能88/132/199+GWh，同比持平/+50%/+51%，中国产能44/65/75GWh，同比持平/+48/+15%，美国产能22/22/55GWh，同比持平/持平/+150%，欧洲产能18/38/48GWh，同比持平/+111%/+26%，韩国产能5/7/21GWh，同比持平/+40%/+200%。

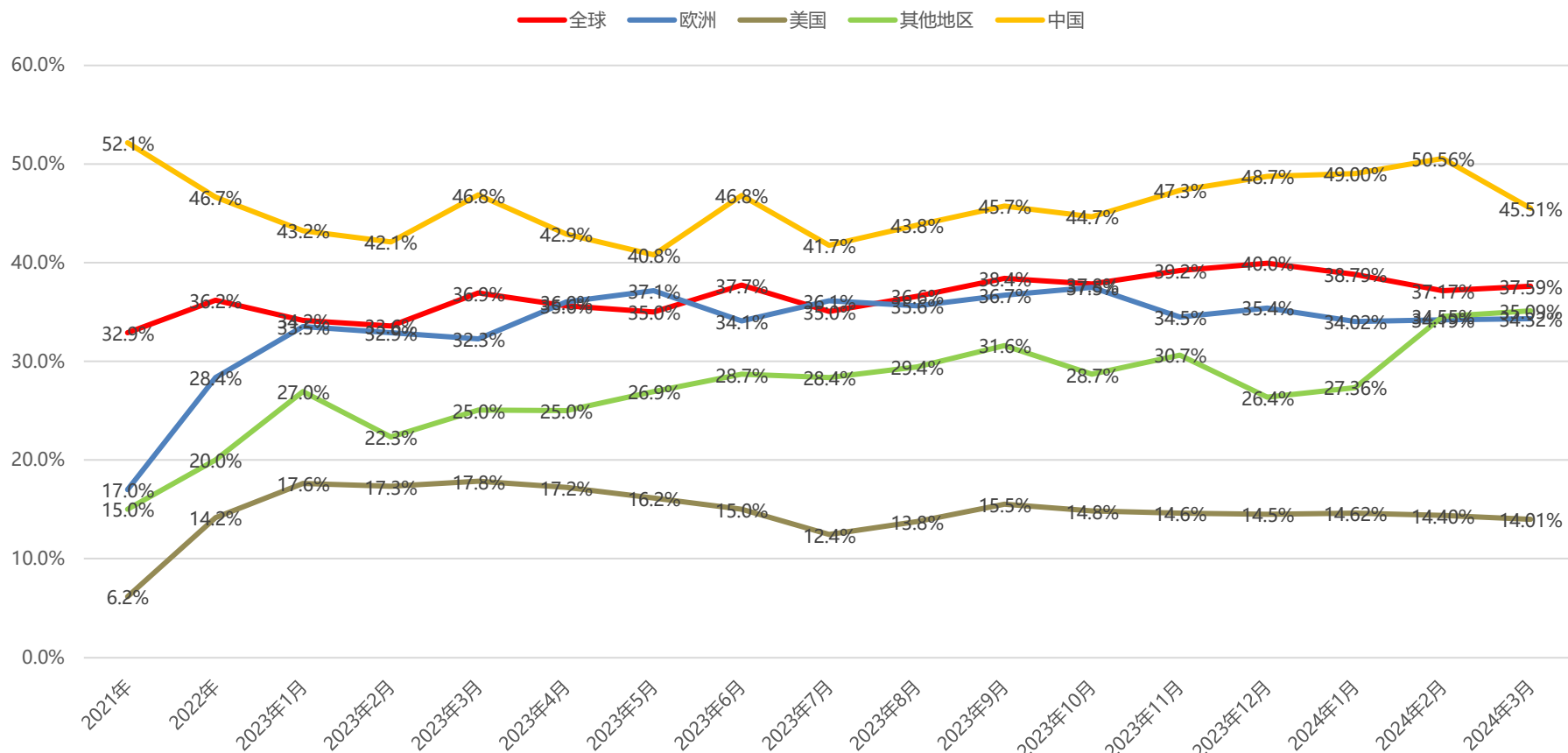
图：SK on全球产能规划(Gwh)

国家	基地	规划产能	2021	2022	2023E	2024E	2025E	投产时间
韩国	韩国-瑞山1/2	7	5	5	5	7	7	2018Q3
	韩国-瑞山3	14					14	2025
韩国总计		21	5	5	5	7	21	
美国	美国-佐治亚州第一工厂	10		10	10	10	10	2022Q1
	美国-佐治亚州第二工厂	12		12	12	12	12	2022Q4
	美国-田纳西工厂	43						2025Q1
	美国-肯塔基工厂	127					25	2025
	美国-现代合资	35					9	2025
美国总计		227	0	22	22	22	55	
欧洲	匈牙利-第一工厂	8	8	8	8	8	8	2020Q1
	匈牙利-第二工厂	10		10	10	10	10	2022Q1
	匈牙利-第三工厂	30				21	30	2024Q2
欧洲总计		48	8	18	18	38	48	
中国	中国-常州	8	8	8	8	8	8	2020Q2
	中国-惠州	10	10	10	10	10	10	2021Q1
	中国-盐城1号工厂	27	10	27	27	27	27	2021Q1
	中国-盐城2号工厂	33	0	0	0	21	30	2024Q1
中国总计		78	28	44	44	65	75	
总产能		373	40	88	88	132	199	

宁德时代：龙头全方位领先优势，盈利能力维持稳定

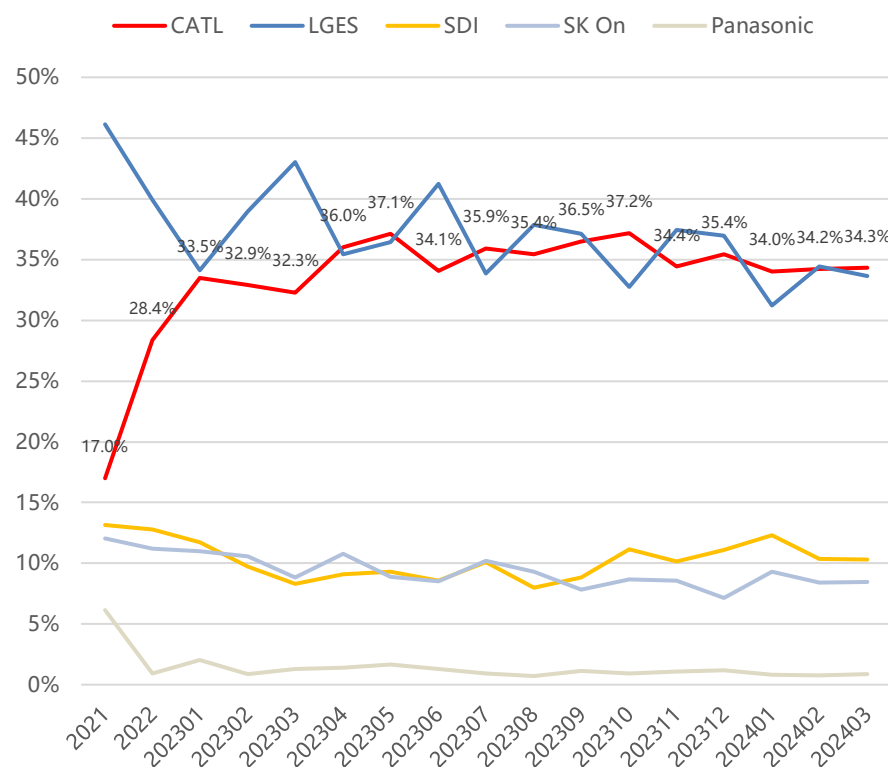
◆ **宁德时代Q1全球份额37.1%，同增2.9pct，海外市占率27.5%，跃升全球第一。**宁德时代24年1-3月全球装机21.3GWh，全球份额37.1%，同增2.9pct，其中国内/欧洲/美国/其他地区的份额47.8%/34.2%/32.6%/14.3%。宁德时代全球份额稳中有升，24年市占率预计维持37%左右，动力出货预计395GWh，同增25%。

图：宁德时代全球动力份额变化



- ◆ **宁德时代Q1欧洲份额34.2%，超越LG新能源，后续预计升至40-50%。** 24年1-3月，宁德时代/LGES/三星SDI/SK on/松下欧洲市场份额为34.2%/33.2%/10.9%/8.7%/0.9%，其中宁德时代份额稳步提升，LG新能源份额逐步下降。欧洲23-25年新一轮定点，对电池的安全性、回收、碳足迹等提出更多要求，仅能有宁德时代可以达到，本轮竞争中欧洲市占率有望提升至40-50%。

图：宁德时代欧洲动力份额变化

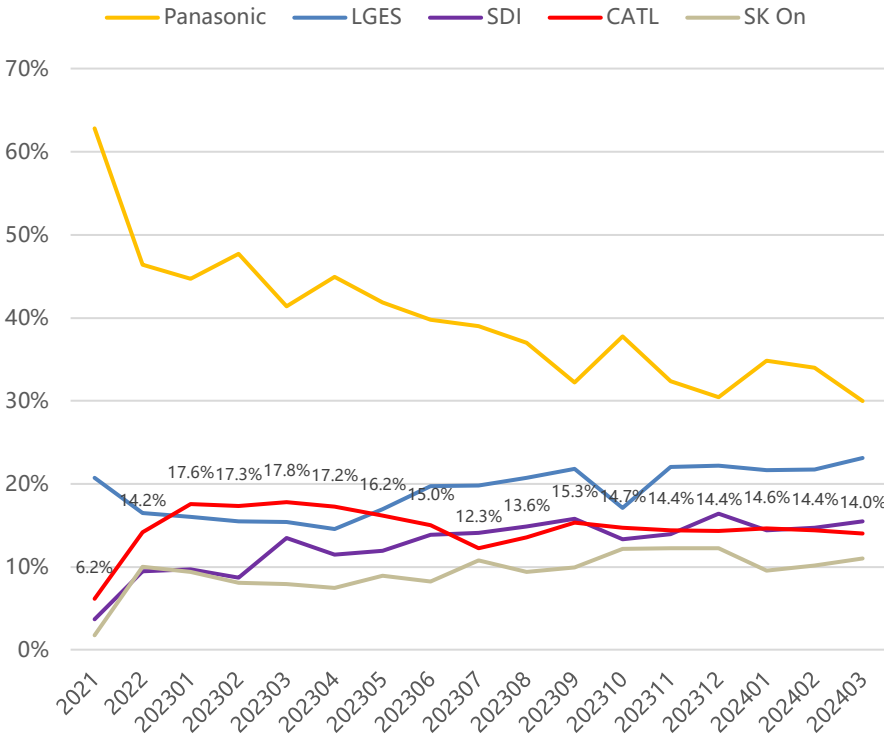


图：电池厂欧洲地区产能规划 (GWh)

		产能规划	2022	2023E	2024E	2025E
宁德时代	德国	14		5	14	14
	匈牙利	100				10
	合计	114		5	14	24
LG	波兰	115	68	90	100	115
SK on	匈牙利-第一工厂	8	8	8	8	8
	匈牙利-第二工厂	10	10	10	10	10
	匈牙利-第三工厂	30			30	30
	合计	48	18	18	48	48
三星	匈牙利	60	30	30	40	60
松下	挪威	38 (搁置)				
Northvolt	瑞典	60		10	20	40
	瑞典-沃尔沃合资	50				-
	德国-大众合资	60			4	16
	合计	170		10	24	56
ACC	法国	40		13	30	38
	德国	40				
	意大利	40				
	合计	120		13	30	38

◆ **宁德时代Q1美国份额14.3%，份额略有下降，后续通过技术授权突破。**24年1-3月，宁德时代/松下/LGES/三星SDI/SK on美国市场份额为14.3%/32.8%/22.2%/14.9%/10.3%，其中松下、宁德时代份额逐步下降，LG新能源份额大幅提升。宁德今年2月通过解除一致行动人协议，海外产能(无论持股比例)已无FEOC限制，可在美建全资产能、也可大规模推广LRS模式，目前已与福特/通用/特斯拉合作，后续预计推广至欧美其他车企/电池厂，未来在美份额有望从15%再提升。

图：宁德时代美国动力份额变化



图：电池厂美国地区产能规划 (GWh)

电池厂	基地	规划产能	2022	2023E	2024E	2025E
宁德时代	密歇根州	20				
	内华达州	30				
LGES	密歇根州	26	6	15	15	26
	亚利桑那	43	0	0	10	17
	通用-俄亥俄州	40	9	15	25	40
	通用-田纳西	50	0	10	20	45
	通用-密歇根	50	0	10	30	50
	本田-俄亥俄州	40	0	0	0	10
	现代-佐治亚州	30	0	0	0	10
	丰田合资	20	0	0	0	0
	加拿大- Stellantis	45	0	5	15	45
	北美合计	344	15	55	115	243
SK on	佐治亚州第一工厂	10	10	10	10	10
	佐治亚州第二工厂	12	12	12	12	12
	福特合资 (BlueOval)	129	0	0	0	72
	现代合资	35	0	0	0	0
	美国总计	186	22	22	22	94
松下	内华达州	54	39	39	54	54
	堪萨斯州	30	0	0	5	15
	俄克拉荷马州	30	0	0	0	5
	美国总计	114	39	39	59	74
三星SDI	Stellantis-印第安纳州	33	0	0	0	17
	通用-印第安纳州	30	0	0	0	15
	美国总计	63	0	0	0	32
			116	196	443	

◆ **宁德时代Q1国内市占率47%，份额有所恢复，在主流车企配套份额稳定。**分车企类型来看，**特斯拉**24年1-3月累计装机量7GWh，累计占比83.4%，较23年全年同比+2.8pct；**自主车企中**，24年1-3月，吉利汽车、长安汽车、上海汽车、金康汽车搭载宁德时代装机量累计占比分别为55.8%、71.4%、89.9%、99.9%；**新势力中**，**理想汽车**搭载宁德装机量24年1-3月累计占比88.8%，较23年全年份额-8.8pct，**蔚来汽车**搭载宁德时代装机量24年1-3月累计占比72%，较23年全年同比-14.5pct；**合资车企中**，24年1-3月，华晨宝马、上汽大众、一汽大众、上汽通用搭载宁德时代装机量累计占比超96%。**随着返利锁量、量产神行电池，国内份额预计稳中有升。**

图表：宁德时代配套国内主流车企装机量及占比

类型	车企	24年3月装机量(gwh)	占比	24年1-3月累计装机量(gwh)	累计占比	23年装机量(gwh)	全年占比
特斯拉	特斯拉	3.29	87.25%	7.03	83.36%	30.62	80.60%
自主	广汽乘用车	0.27	13.50%	0.86	19.09%	9.44	32.40%
	吉利汽车	1.19	50.89%	3.50	55.78%	16.06	68.30%
	长安汽车	0.96	48.63%	2.61	71.38%	7.62	64.10%
	上汽通用五菱	0.02	1.89%	0.14	5.68%	0.9	9.10%
	长城汽车	0.27	36.14%	0.55	27.20%	1.81	25.10%
	上海汽车	0.38	91.38%	1.52	89.85%	6.95	98.30%
	中国一汽	0.21	41.04%	0.36	34.36%	2.14	29.70%
	东风汽车	0.38	42.30%	0.80	45.92%	2.74	47.80%
	金康汽车	0.01	100.00%	0.82	99.92%	4.2	99.90%
新势力	理想汽车	1.39	84.13%	3.41	88.83%	15.23	97.60%
	蔚来汽车	0.65	54.77%	1.98	72.10%	11.58	86.60%
	小鹏汽车	0.00	0.45%	0.08	4.11%	1.26	12.90%
	零跑汽车	0.00	0.01%	0.00	0.26%	0.09	1.20%
	合众新能源	0.02	26.83%	0.00	0.59%	2.08	36.50%
合资	华晨宝马	0.61	96.55%	1.65	96.64%	7.12	98.60%
	上汽大众	0.55	100.00%	1.48	100.00%	6.88	100.00%
	一汽大众	0.42	100.00%	1.26	100.00%	6.17	100.00%
	上汽通用	0.49	97.80%	1.14	98.77%	3.84	96.90%
	北京奔驰	0.01	3.63%	0.02	4.05%	0.16	5.80%

- ◆ **24年预计出货491GWh，同增26%，30年预计出货近1.7TWh。**宁德时代Q1排产85GWh，出货95GWh，同环比+24%/-21%，Q2排产120GWh，预计出货110GWh+，同环比+20%/+18%，24年预计出货491GWh，同增26%，25年预计出货625GWh，同增27%。远期看，我们预计宁德的全球动力份额维持37%，其中国内市场份额维持50%，海外市场份额升至30%，2030年实现出货近1.7TWh。

表 宁德时代-业绩拆分

	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E	2030E
1.动力电池系统							
收入 (百万)	53,298	63,048	69,968	84,508	278,060	330,874	678,924
-环比增长	-26%	18%	11%	21%	-3%	19%	11%
销量 (gwh)	76.00	91.20	102.55	125.12	397.95	497.24	1,142
均价 (含税, 元/wh)	0.79	0.78	0.77	0.76	0.790	0.752	0.67
毛利率	29.10%	28.00%	28.00%	28.00%	28.00%	28.00%	28.00%
单位利润 (元/wh)	0.096	0.103	0.098	0.098	0.101	0.098	0.074
合计利润 (百万)	7,284	9,380	10,049	12,283	40,038	48,844	84,865
2.储能系统							
收入 (百万)	14,003	15,213	17,145	19,323	64,693	81,539	298,453
-环比增长	-14%	9%	13%	13%	8%	26%	26%
出货量 (gwh)	19.0	21.3	24.5	28.1	93.2	127.6	527
均价 (含税, 元/wh)	0.83	0.81	0.79	0.78	0.78	0.72	0.64
毛利率	28.5%	27.8%	27.7%	27.6%	27.00%	27.00%	27.00%
单位利润 (元/wh)	0.10	0.11	0.10	0.10	0.09	0.09	0.06
合计利润 (百万)	1,843	2,237	2,418	2,743	8,756	11,331	29,845
3.其他业务							
合计利润 (百万)	1,240.21	845.91	306.22	-23.55	2,677	5,237	35,647
-环比增长	-	-32%	-64%	-	-53%	96%	
合计: 营收	79,771	93,225	104,467	122,813	402,567	484,071	1,252,985
-环比	-25%	17%	12%	18%	0.4%	20%	15%
电池销售 (gwh)	95.0	112.5	127.0	153.3	491.1	624.9	1,669
电池单wh利润	0.096	0.103	0.098	0.098	0.099	0.096	0.07
归属于母公司所有者的净利润	10,510	12,546	12,853	15,085	50,162	62,222	150,358
-增长yoy	7%	15%	23%	16%	14%	24%	18%
-增长QOQ	-19%	19%	2%	17%			
-净利率	13.2%	13.5%	12.3%	12.3%	12.5%	12.9%	12%

◆ 从宁德时代客户结构拆分看，即便考虑国内盈利跌至0.02-0.03元/Wh，由于海外市场支撑，整体盈利仍可维持0.09-0.10元/Wh，合计电池利润维持稳定。根据我们测算，宁德时代23年动力电池出货321GWh，单Wh利润0.1元/Wh，24年预计动力电池出货增长近25%至400GWh左右，单Wh利润考虑国内市场盈利跌至二线厂商盈亏平衡线，为0.02-0.03元/Wh，海外客户微降，平均维持0.13元/Wh，对应24年单Wh利润0.09-0.10元/Wh，下降幅度可控，合计利润可维持稳定。

表 宁德时代分不同产品盈利预测

	出货量(gwh)		单位利润 (元/wh)		合计利润 (亿元)	
	2023	2024E	2023	2024E	2023	2024E
国内车企	127.5	152.6	0.06	0.05	71.3	71.3
-三元	67.7	74.9	0.07	0.06	47.4	48.0
-铁锂	59.8	77.7	0.04	0.03	23.9	23.3
合资车企	32.7	40.8	0.09	0.08	29.1	33.9
-三元	31.7	39.7	0.09	0.08	28.5	33.3
-铁锂	1.0	1.1	0.06	0.05	0.6	0.6
海外车企 (包含特斯拉)	160.8	204.5	0.14	0.13	220.6	272.7
-三元	115.0	151.8	0.16	0.15	184.0	233.7
-铁锂	45.8	52.7	0.08	0.07	36.7	39.0
动力合计	321.0	397.8	0.100	0.095	321.1	377.8
储能	69.0	94.5	0.10	0.09	71.8	87.1
-海外	55.2	80.0	0.12	0.11	68.4	85.6
-国内	13.8	14.5	0.02	0.01	3.3	1.4
电池合计	390.0	492.4	0.101	0.094	392.8	464.9

注：电池利润为电池收入*（毛利率-费用率）*（1-所得税率），不考虑其他业务、减值损失、其他收益、投资收益等影响

◆ 剔除IRA补贴后，海外电池厂Q1平均营业利润率-2%，与宁德时代差距扩大。24年Q1看，宁德时代/LGES/三星SDI/松下/SK on营业利润率13.0%/2.6%/4.7%/4.9%/-19.7%，剔除IRA补贴后，LGES/三星/松下/SK on营业利润率分别为-0.5%/4.6%/-5.8%/-22%，动力电池仍维持微利水平。此外，海外电池厂退守美国市场，格局较好，价格竞争并不激烈，定价方式稳定，但盈利水平仍于宁德时代有较大差距。

表：海外电池厂季度经营情况

公司	电池业务营收 (亿人民币)					营业利润 (亿人民币)					营业利润率					营业利润(剔除IRA补贴, 亿人民币)					营业利润率(剔除IRA补贴)				
	23Q1	23Q4	24Q1	同比	环比	23Q1	23Q4	24Q1	同比	环比	23Q1	23Q4	24Q1	同比	环比	23Q1	23Q4	24Q1	同比	环比	23Q1	23Q4	24Q1	同比	环比
宁德时代	890	1062	798	-10%	-25%	98	130	105	7%	-19%	11%	12%	13%	2.1pct	1.0pct	98	130	105	7.00%	-19.00%	11.00%	12.00%	13.00%	2.1pct	1.0pct
LGES	463	479	326	-30%	-29%	34	19	8	-75%	-53%	7%	4%	3%	-4.7pct	-1.3pct	28	4.9	-1.7	-106%	-136%	6%	1.02%	-0.52%	-6.6pct	-1.5pct
三星SDI	254	276	244	-5%	-8%	17	12	11	-32%	-5%	7%	5%	5%	-1.9pct	0.2pct	17	12	11	-34%	-7%	6.60%	4.50%	4.60%	-2pct	0.06pct
松下	132	115	99	-17%	-8%	4	15	5	20%	-66%	3%	13%	5%	1.5pct	-8.5pct	4.4	4.3	-5.8	-243%	-243%	3.40%	3.80%	-5.80%	-9.2pct	-9.6pct
SK on	175	150	90	-49%	-38%	-18	-1	-18	-4%	-1682%	-10%	-1%	-20%	-9.3pct	-19.0pct	-21	-14	-20	-5.6%	-43%	-12%	-10%	-22%	-10pct	-12pct

图 欧洲2023年动力电池竞争格局

■ LGES ■ CATL ■ SDI ■ SK On ■ Farasis ■ 其他

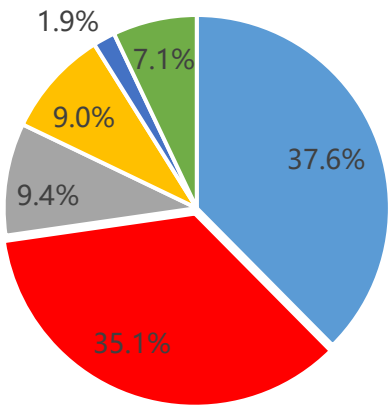
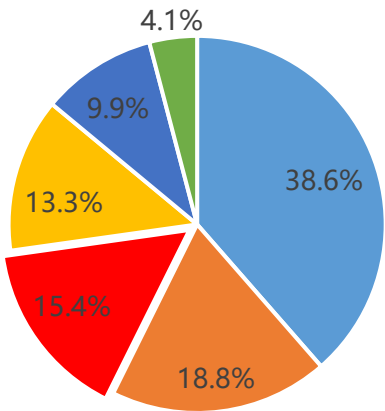


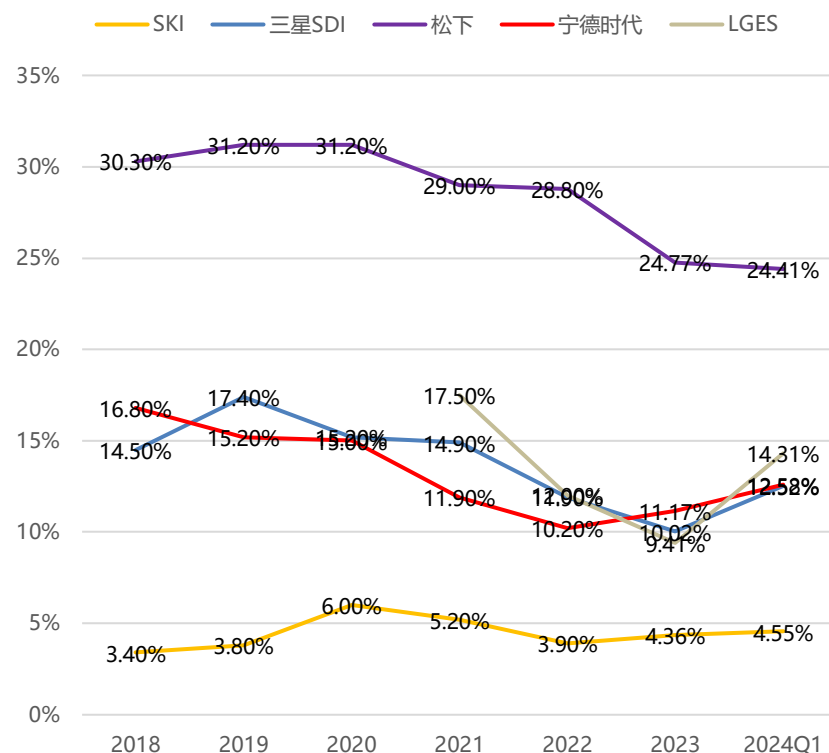
图 美国2023年动力电池竞争格局

■ Panasonic ■ LGES ■ CATL ■ SDI ■ SK On ■ 其他



- ◆ **宁德时代规模效应显著，期间费用率维持10%左右，松下费用率较高，SKI费用率较低。** 24年Q1宁德时代/LGES/三星SDI/松下/SKI费用率分别为13%/14%/13%/24%/5%，宁德规模效应显著，费用率呈现逐年下降趋势，21-24年稳定于10%左右水平，23年起增加销售返利，销售费用率略有提升；LGES和三星SDI与宁德时代费用率接近；松下机器设备折旧年限较短（2-10年），并且职工人数与相对薪酬较高，导致较高的期间费用率；SKI能源化工业务占比较高，电池业务占比较低，费用率相对较低。

图：宁德与海外电池厂费用率



表：宁德与海外电池厂费用率情况

销售与管理费用率	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1
宁德时代	10.10%	8.70%	7.90%	6.00%	5.50%	6.59%	7.14%
LGES				16.90%	11.50%	8.83%	13.47%
三星SDI	7.90%	10.30%	8.00%	8.40%	6.60%	5.02%	6.73%
松下	24.20%	24.90%	24.90%	23.30%	23.20%	18.99%	18.73%
SKI	3.00%	3.30%	5.30%	4.40%	3.40%	3.82%	3.89%
研发费用率	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1
宁德时代	6.70%	6.50%	7.10%	5.90%	4.70%	4.58%	5.44%
LGES				0.60%	0.50%	0.57%	0.84%
三星SDI	6.60%	7.10%	7.20%	6.50%	5.30%	5.00%	5.79%
松下	6.10%	6.30%	6.30%	5.70%	5.60%	5.78%	5.67%
SKI	0.40%	0.50%	0.70%	0.80%	0.50%	0.54%	0.66%

- ◆ **宁德时代研发支出迅速增长，处于较高水平，SKI、三星SDI、LGES研发投入较少。**24年Q1宁德时代/LGES/三星SDI/松下/SKI研发支出为43.4/13.7/18.2/63.4/6.7亿元，其中松下>宁德>三星SDI>LGES>SKI。宁德时代研发支出逐年上升，在22年出现高速增长后维持较高水平。松下为集团口径，涉及多项业务，总体研发费用较高，SKI、三星SDI、LGES研发投入显著低于宁德。

表：宁德时代与海外电池厂研发支出情况

研发支出 (亿人民币)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1
宁德时代	19.9	29.9	35.7	76.9	155.1	183.6	43.4
同比	22.0%	50.3%	19.3%	115.5%	101.7%	18.4%	-6.7%
LGES				36.9	45.7	56.3	13.7
同比							13%
三星SDI	36.3	42.2	47.3	49.4	56.1	61.6	18.2
同比	15.6%	16.3%	12.0%	4.5%	13.5%	9.8%	10.3%
松下	296.0	304.4	268.3	239.9	237.9	243.9	63.4
同比	10.4%	2.8%	-11.9%	-10.6%	-0.8%	+2.5%	-1.5%
SKI	14.0	13.5	14.8	20.5	21.8	22.6	6.7
同比	20.0%	-4.0%	10.1%	37.9%	6.4%	3.9%	-2.5%

- ◆ **宁德时代扩产放缓，海外电池厂资本开支高增。** 宁德时代扩产节奏放缓，23年底产能550GWh，24年扩产节奏放缓，Q1资本开支71亿元。海外电池厂发力北美市场，资本开支较高，LGES/三星SDI/松下/SKI资本开支183/43/82/84亿元。
- ◆ **宁德时代经营性现金流亮眼，海外电池厂波动较大。** 宁德时代/LGES/三星SDI/松下/SKI 24年Q1经营现金流净额分别为284/28/-19/127/-55亿元，宁德时代现金流遥遥领先，海外电池厂经营性现金流波动较大，LGES、SKI、松下现金流上升，三星SDI现金流回落。

表：宁德与海外电池厂经营活动现金流&资本支出

资本支出 (亿元)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1
LGES							195.1	323.9	547.1	182.8
SKI	24.9	34.8	56.1	76.5	152.8	220.3	178.9	353.5	619.7	83.7
三星SDI	40.3	47.7	59.2	129.1	112.5	101.2	127.0	146.5	223.2	43.1
松下	130.1	173.3	235.7	191.4	175.6	147.7	133.7	146.5	274.9	81.8
宁德时代	15.5	28.0	71.8	66.3	96.3	133.0	437.7	482.2	336.2	70.8
经营活动现金流 (亿元)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1
LGES							52.5	-32.0	245.0	28.2
SKI	225.3	211.7	133.2	105.8	110.1	171.0	-25.9	22.5	296.0	-55.4
三星SDI	48.6	-75.4	-15.3	16.0	55.7	116.9	116.6	145.9	116.0	-19.0
松下	252.0	229.4	238.1	250.0	124.0	282.0	300.2	131.3	435.3	126.6
宁德时代	6.7	21.1	23.4	113.2	134.7	184.3	429.1	612.1	928.3	283.6

- ◆ **宁德时代质保金计提最为严格，海外电池厂质保金基本计提在1-2%的水平。**宁德时代质保金计提费率16年前控制在5%，16-20年严格控制3%左右，21-23年质保率提升至3.5%-4%。海外电池厂质保金计提比率普遍呈现下降趋势，23年三星、LGES约为1.5%-2.5%左右，三星SDI约0.5%，整体计提较宽松。
- ◆ **8年质保期后转回利润，宁德时代预计存在3%利润率释放空间，部分海外电池厂或遭侵蚀。**质保期结束后，质保金可冲回利润，宁德时代实际计提的质保金远大于当期实际发生费用，23年当期售后服务实际发生额仅占电池收入的0.1%，后续该部分计提存在约3%的利润率释放空间。海外电池厂计提宽松，LG连续两年实际发生售后费用大于计提费用，23年当期计提率仅2.2%，实际发生费用占比2.8%，造成相关利润侵蚀。

表：宁德与海外电池厂质保金计提情况

公司	科目	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
宁德时代	当期计提售后服务费/业务销售 额	5.1%	3.0%	2.9%	3.0%	3.0%	3.1%	3.5%	3.5%	4.3%
	实际发生额/业务销售 额	0.3%	0.1%	0.4%	0.5%	0.2%	0.3%	0.3%	0.6%	0.1%
三星SDI	当期计提售后服务费/业务销售 额	0.8%	4.3%	0.7%	1.9%	3.9%	1.3%	0.5%	1.1%	0.5%
	实际发生额/业务销售 额	0.2%	1.5%	0.6%	1.7%	1.2%	2.5%	0.5%	0.7%	0.3%
SKI	当期计提售后服务费/业务销售 额				3.5%	3.2%	2.0%	1.7%	1.5%	1.6%
	实际发生额/业务销售 额				-1.5%	1.4%	2.2%	0.3%	0.2%	0.4%
LG新能源	当期计提售后服务费/业务销售 额								2.46%	2.2%
	实际发生额/业务销售 额								4.89%	2.8%

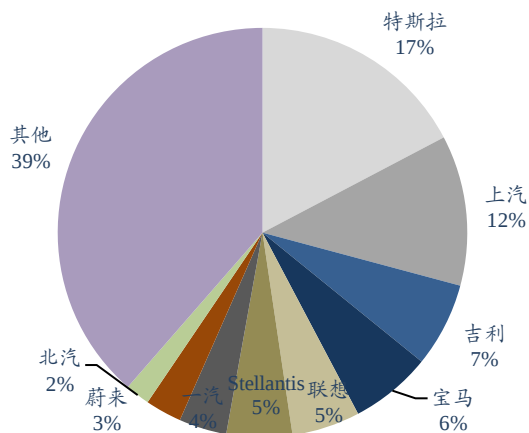
- ◆ **宁德时代存货周转率持续提升，应收账款周转率略有下降。** 存货周转率看，24年Q1 SKI>三星SDI>宁德时代>松下>LGES，其中SKI、三星SDI为集团口径，涉及石化、消费电子等多元业务，整体存货周转率高于宁德及LGES纯电池公司。24Q1宁德时代存货周转率高达5.51，在产能迅猛扩张的情况下仍能保持较快的周转速度。应收账款周转率看，24Q1 SKI>三星SDI>松下>LGES>宁德时代，SKI仍保持领先水平。23年至24年Q1，宁德时代应收账款周转率从6.57下降到5.54。

表：宁德时代与海外电池厂营运能力指标对比

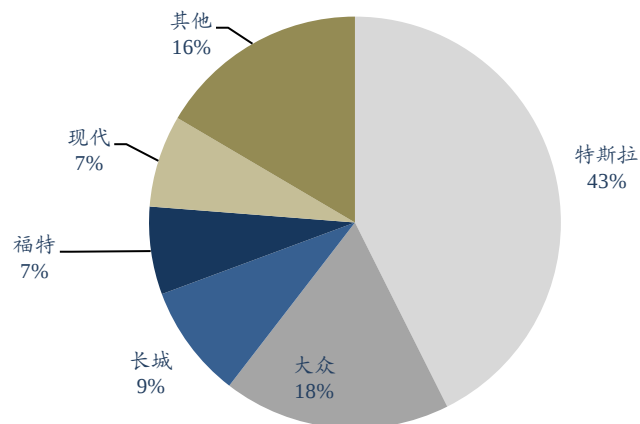
存货周转率	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1
宁德时代	5.17	6.98	5.33	3.79	3.50	2.93	3.59	4.48	5.06	5.51
LGES								3.91	4.65	4.04
三星SDI	8.15	6.02	5.94	5.25	4.56	5.07	4.87	5.59	5.76	5.58
松下	7.01	6.55	6.29	5.72	5.90	5.81	5.40	5.05	4.81	4.81
SKI	10.07	8.64	7.85	8.31	7.38	6.68	7.27	7.21	6.29	5.92
应收账款周转率	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1
宁德时代	4.12	3.06	2.81	4.51	6.29	5.13	7.44	8.04	6.57	5.54
LGES								6.66	6.82	6.26
三星SDI	6.93	4.62	5.58	5.97	5.22	5.81	6.67	7.85	8.24	7.92
松下	8.35	8.73	8.47	7.94	8.13	7.11	6.85	7.35	6.79	6.79
SKI	11.93	10.66	10.56	11.75	11.60	10.28	13.87	14.83	12.76	11.62

- ◆ **宁德时代客户结构明显优于海外电池厂。** 24年Q1宁德时代客户结构良好，绑定国内外大车企，并深度合作，LGES、三星SDI也相对分散，前者以特斯拉、大众为主，后者以宝马、Rivian为主，松下、SK on客户结构相对集中，前者以特斯拉为主，后者以现代、奔驰为主。

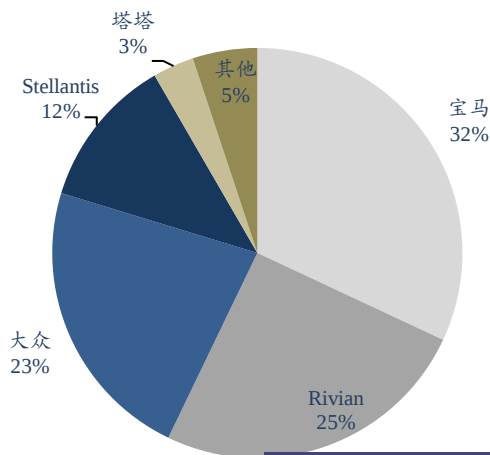
图表 24年Q1宁德时代配套车企情况



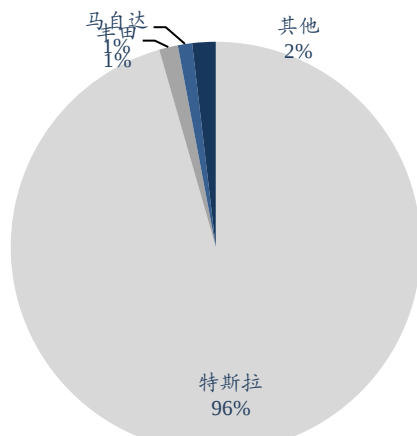
图表 24年Q1LGES配套车企情况



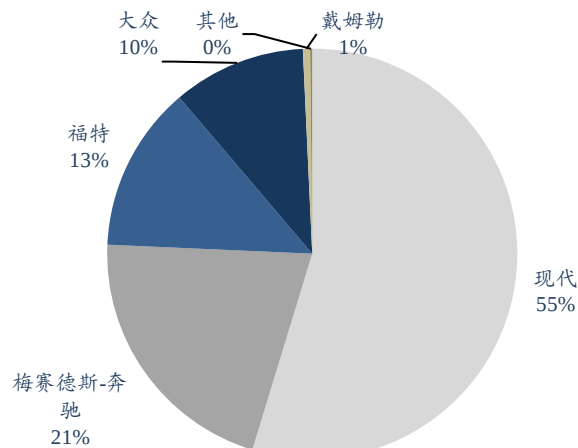
图表 24年Q1三星SDI配套车企情况



图表 24年Q1松下配套车企情况



图表 24年Q1 SK on配套车企情况



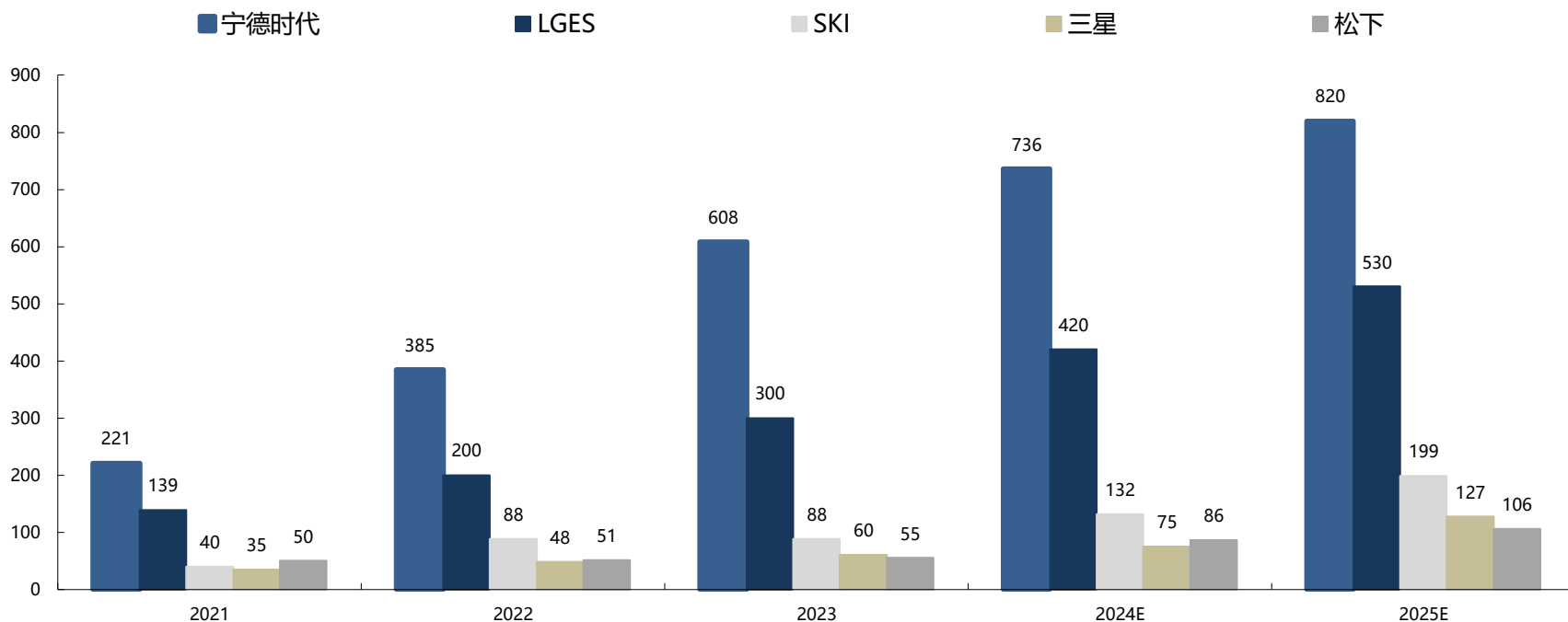
- ◆ **宁德时代24年储能全球份额预计35-40%，其中美国地区份额40%+，遥遥领先于海外电池厂。** 24年1-3月宁德时代储能出货量15GWh，同增9%，市占率36%，LGES/三星SDI/松下/SK on市占率2%/1%/0%/0%，合计市占率不达5%，海外电池厂26年前无铁锂电池出货，储能市场份额较低。宁德时代储能技术具备领先优势，独具备PPB级高安全，我们预计24年储能出货90-95GWh，同增35%，全球份额稳中有升。美国地区看，宁德时代23年美国出货35GWh，份额50%左右，24年预计美国出货40GWh，份额40%+。

图：全球储能份额变化（产量口径）

	23年	23年份额	24年1月	24年2月	24年3月	单月份额	24年累计	累计份额
宁德时代	79.1	35%	4.2	3.8	6.8	39%	14.8	36%
LGES	4.2	2%	0.3	0.3	0.3	2%	0.9	2%
比亚迪	21.3	9%	1.3	1.0	1.0	6%	3.3	8%
三星SDI	4.8	2%	0.2	0.2	0.3	1%	0.6	1%
亿纬锂能	22.0	10%	2.0	1.3	3.0	17%	6.3	15%
国轩高科	8.5	4%	0.5	0.4	0.8	5%	1.7	4%
松下	1.5	1%	0.1	0.1	0.1	0%	0.2	0%
鹏辉电源	10.0	4%	0.4	0.0	0.4	2%	0.8	2%
瑞浦兰钧	17.0	7%	1.0	1.0	1.2	7%	3.2	8%
派能科技	2.7	1%	0.1	0.0	0.1	0%	0.1	0%
南都电源	2.3	1%	0.0	0.1	0.1	1%	0.2	0%
中天储能	0.8	0%	0.0	0.0	0.0	0%	0.0	0%
中创新航	6.7	3%	0.5	0.3	1.2	7%	2.0	5%
海辰储能	18.0	8%	1.6	1.0	1.0	6%	3.6	9%
赣锋锂电	5.8	3%	0.4	0.3	0.3	2%	1.0	2%
其他	24.7	11%	0.7	0.8	0.8	5%	2.3	6%
合计	229.1	100%	13.2	10.6	17.3	100%	41.0	100%

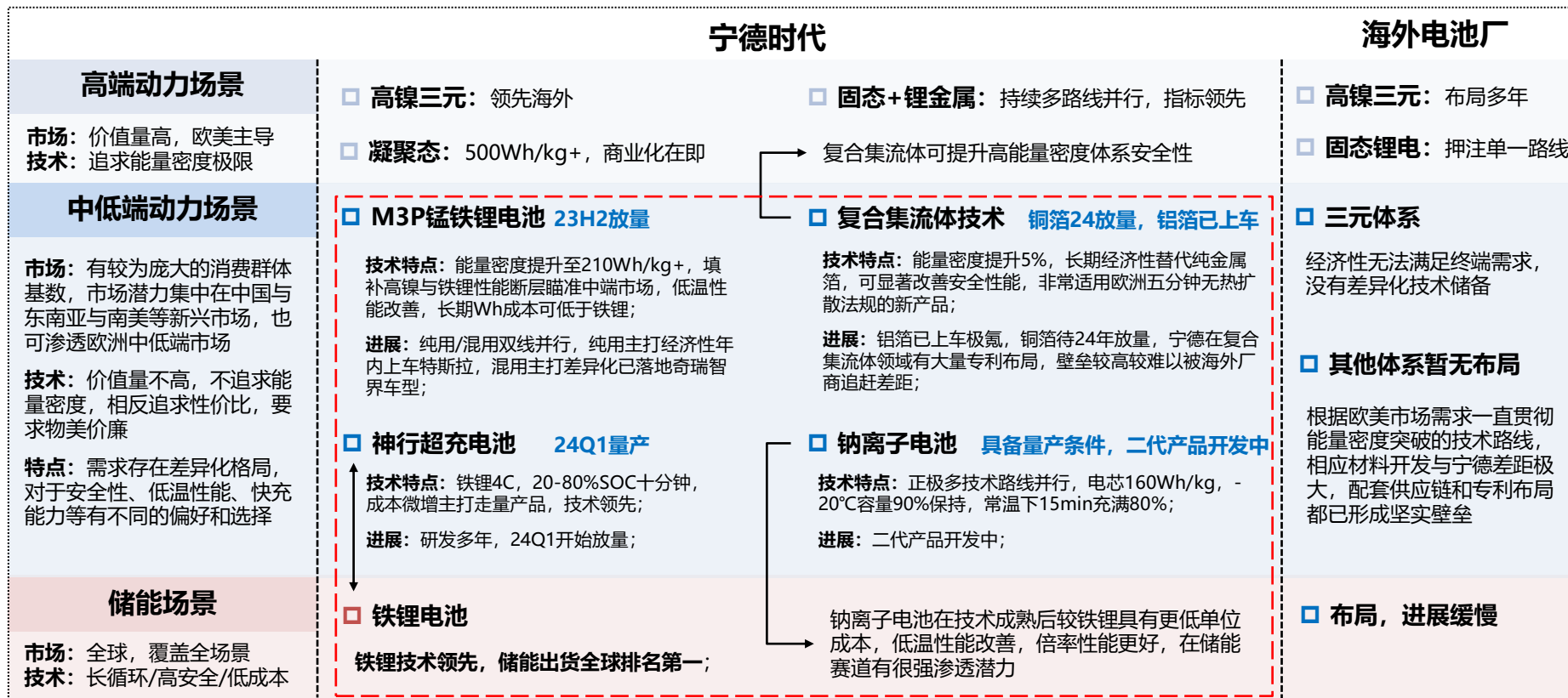
- ◆ **宁德产能布局全面领先，海外电池厂体量差距较大。**现有产能看，23年末宁德/LG/SK on/三星和松下产能分别为608/300/88/60/55GWh，宁德体量遥遥领先，LG近年来扩产激进，产能处于第二梯队，SK on虽落后于宁德与LG，但明显高于三星和松下，24-25年集中放量，而三星和松下受限于大集团小业务模式，产能规模已掉队。产能规划看，宁德逐年拉大产能差距，25年规划820GWh，LG规划530GWh，两者断层领先。
- ◆ **宁德年均扩产200GWh、LG紧随其后，三星、松下产能扩张缓慢。**扩产节奏看，宁德21-23年均扩产约200GWh，快速扩产节奏仅LG可追赶，21-23年SK on年扩产约25Gwh，三星年扩产约15Gwh，松下最为缓慢。IRA补贴催化下，海外电池厂扩产目标普遍聚焦北美，24-25年LG、SK on美国产能将集中放量，预计25年总产能分别新增110/67GWh。

图：总产能对比 (Gwh)



- ◆ **宁德全面布局新材料体系技术，陆续落地打造差异化竞争格局，提供强劲增长动力。** 宁德陆续推出神行超充电电池、M3P锰铁锂电池、钠离子电池和凝聚态电池等，覆盖各个细分市场打造差异化竞争格局，相关产品都将于23-24年落地，配套供应链和专利布局都已形成坚实壁垒，海外电池厂在新材料技术布局方面全面落后，国内二线多为跟随策略。

图：宁德时代电池新技术与海外对比



投资建议&风险提示

◆ **投资建议：**海外电池厂全球份额略有下降，盈利能力相对较低，未来主要发力北美市场，而宁德时代全球份额持续提升，盈利能力维持稳定，具备强大的创新基因和能力，后续通过技术授权模式突破北美市场，整体国内电池厂技术进步都较为显著，产品具备较强的成本优势，并加速布局海外市场，预计26年进入收获期。锂电整体需求未来预计复合增速20-25%，其中24年需求1250-1300GWh，增长25%，30年将超4000GWh，电池行业格局稳定，成本曲线较为陡峭，国内价格已降至底部，随着产能利用率提升，盈利预计迎来拐点。因此我们看好锂电板块的投资机会，看好中国锂电池企业的成长，首推**宁德时代**，其次为**比亚迪**、**亿纬锂能**、**欣旺达**等。

表 主流电池厂估值表（截止24年5月28日）

名称	总市值 (亿元)	归母净利润（亿元）			PE			PB现值	评级
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E		
宁德时代	8,701	502	622	768	17	14	11	4.7	买入
比亚迪	5,822	352	424	510	17	14	12	4.2	买入
亿纬锂能	744	48	64	80	16	12	9	2.2	买入
欣旺达	272	14	18	23	19	15	12	1.2	买入
蔚蓝锂芯	91	3	4	5	28	23	19	1.4	买入
派能科技	110	4	5	7	30	21	15	1.2	买入

- ◆ **市场竞争加剧：**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。

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证50指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园