

锂电材料市场格局复盘与展望

华泰研究

2024 年 7 月 16 日 | 中国内地

专题研究

看好磷酸铁锂龙头及负极二线头部企业市占率提升

电池材料尤其是主材直接影响电池性能与安全性，供应稳定性强，少数格局颠覆案例往往发生在需求结构变化窗口期，当前行业处于下行期，需求增速放缓，盈利普遍承压，龙头优势趋于巩固，24 年以来多数环节集中度普遍提升。横向比较锂电材料各环节，集中度较高锂电材料环节龙头国内市占率多收敛于 40-50%，产品差异化较小且龙头成本优势较大的湿法隔膜、铝箔、电解液环节，龙头较早实现高市占率。向后展望，磷酸铁锂与负极行业集中度仍较低，磷酸铁锂龙头与负极二线头部企业具备较强成本优势，或有望凭借成本优势持续提升市占率。

格局颠覆多在需求结构变化的窗口期，下行期行业集中度提升

电池材料尤其是主材直接影响电池性能与安全性，验证周期较长，与终端产品高度匹配，供应稳定性强，格局颠覆往往出现在行业上行期，需求结构变化的窗口期，如磷酸铁锂环节的湖南裕能 2020 年受益于乘用车磷酸铁锂动力电池需求快速增长，成为行业龙头。与之相反，下行期需求增速放缓，行业盈利普遍承压，产能逐步出清，成本领先的龙头份额优势逐渐巩固，24 年以来多数环节集中度普遍提升。

各环节龙头国内市占率多收敛于 40-50%

横向比较锂电材料各环节，集中度较高锂电材料环节龙头国内市占率多收敛于 40-50%。差异化程度较小且龙头成本优势较大的湿法隔膜、铝箔、电解液环节，龙头往往能实现较高市占率。这些环节龙头市占率逐步向 40-50% 区间收敛，一方面反映龙头较强的产品和成本竞争力，另一方面反映下游客户出于供应链安全考虑，选择多元化供应商，限制龙头份额进一步提升。我们认为磷酸铁锂龙头与负极二线头部企业具备较强的成本优势，有望凭借成本优势持续提升市占率。

磷酸铁锂龙头盈利能力优势突出，份额逐渐提升

磷酸铁锂龙头成本与费用控制能力较强，在当前行业普遍盈利承压的下行期，盈利能力优势明显。虽然龙头份额提升，但当前行业集中度未明显提升，行业 3-5 名仍动态变化，或反映周期底部时长仍未足够。考虑到磷酸铁锂进入壁垒较低，历史上行业格局容易随景气修复而较快恶化，我们认为短期磷酸铁锂价格或仍将延续低位运行，加速龙头份额提升以及尾部产能出清。

负极二线头部企业成本领先，快充负极布局较快，有望进军一线

负极行业过往由于产品差异化程度较大，不同企业各有优势产品与客户资源，行业格局长期较为分散，23 年 CR5 仅 65%。但随着负极产品差异化程度缩小，具备成本优势的二线头部企业市占率持续提升。我们认为负极二线头部企业当前市占率较低，有望凭借成本优势以及较为领先的快充负极布局，持续提升市占率，进军一线。

风险提示：新能源车销量不及预期；新技术以及新工艺导致行业格局变化；竞争加剧导致盈利能力下行；本研报中涉及到未上市公司或未覆盖个股内容，均系对其客观公开信息的整理，并不代表本研究团队对该公司、该股票的推荐或覆盖。

电力设备与新能源

增持（维持）

研究员

SAC No. S0570522020002

申建国

shenjianguo@htsc.com

+(86) 755 8249 2388

研究员

SAC No. S0570518110004

边文蛟

bianwenjiao@htsc.com

SFC No. BSJ399

+(86) 755 8277 6411

研究员

SAC No. S0570524070003

连楷昇

liankaisheng@htsc.com

SFC No. BUK484

+(86) 755 8249 2388

行业走势图



资料来源：华泰研究

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

正文目录

核心观点	5
与市场观点不同之处	5
磷酸铁锂：进入门槛较低，湖南裕能后来居上，份额有提升空间	6
铁锂产能易快速复苏，格局稳定性弱，湖南裕能后来居上	6
湖南裕能快速崛起得益于 20-22 年乘用车铁锂回潮，颠覆铁锂需求结构	7
下行期，行业龙头凭借盈利优势侵蚀市场份额，但行业整体格局尚未优化	10
行业龙头成本与费用控制能力较好	11
负极：产品差异化降低，二线头部企业有望进军一线	13
负极出货量增速由高点回落	13
格局相对分散，成本领先的二线企业崛起	13
产品差异化程度减弱，快充负极升级有望助推二线头部企业向一线进军	14
电解液：天赐优势在周期波动中扩大，客户拓展有助市占率稳定	16
电解液出货量增长与动力电池同频	16
天赐材料凭借动力电池市场弯道超车后，龙头地位稳固	16
天赐材料市占率提升主要在六氟上行期加速上涨阶段以及下行周期后半程	18
三元正极：整体格局分散，产品迭代升级或带动集中度提升	20
三元渗透率降低，拖累三元出货量增速	20
格局相对分散，但高镍与 6 系三元集中度高，行业集中度有望提升	20
隔膜：格局有所松动，龙头份额下滑	23
国内隔膜市场出货高增，湿法占据隔膜主流	23
湿法隔膜市场一超多强，恩捷股份龙头地位稳固	23
龙头通过盈利能力优势兼并购提升份额，随行业盈利能力收敛市占率下滑	23
箔材：铝箔龙头优势突出，铜箔格局分散	25
箔材出货增长放缓	25
铝箔行业集中度有所下滑，但龙头优势依然显著，铜箔格局长期分散	25
格局趋于集中，行业内盈利或持续分化	27
风险提示	27

图表目录

图表 1：锂电材料各环节市占率第一公司国内市占率变化	5
图表 2：磷酸铁锂行业总出货量（万吨）及增速	6
图表 3：磷酸铁锂行业各企业市占率变化	6
图表 4：磷酸铁锂行业 CR3/5 变化	6
图表 5：磷酸铁锂单吨毛利（万元/吨）	7
图表 6：磷酸铁锂与三元电池成本比较	7

图表 7: 磷酸铁锂电池产量拆分 (单位: GWh)	7
图表 8: 磷酸铁锂电池下游拆分	8
图表 9: 国内动力电池装机量市场结构	8
图表 10: 磷酸铁锂厂商产品性能对比	8
图表 11: 磷酸铁锂动力电池装机量 (GWh) 及增速	9
图表 12: 磷酸铁锂动力电池装车量市场份额	9
图表 13: 磷酸铁锂厂商总产能情况 (单位: 吨)	9
图表 14: 磷酸铁锂厂商产能利用率	9
图表 15: 磷酸铁锂价格以及加工费走势 (万元/吨)	10
图表 16: 湖南裕能市占率变化	10
图表 17: 磷酸铁锂行业上市公司扣非净利率对比	10
图表 18: 磷酸铁锂 CR5	11
图表 19: 磷酸铁锂产量前五公司	11
图表 20: 磷酸铁锂企业 2023 年资产减值损失对比	11
图表 21: 磷酸铁锂企业单吨费用对比	12
图表 22: 中国负极历年出货量	13
图表 23: 中国负极行业市占率变化	13
图表 24: 人造石墨负极行业市占率变化	14
图表 25: 负极行业集中度变化	14
图表 26: 人造石墨负极行业集中度变化	14
图表 27: 负极企业产品单价	15
图表 28: 负极企业单吨净利	15
图表 29: 中国电解液历年出货量	16
图表 30: 电解液行业市占率变化	16
图表 31: 电解液行业集中度变化 (剔除比亚迪)	17
图表 32: 电解液行业集中度变化	17
图表 33: 电解液行业集中度变化 (剔除比亚迪)	17
图表 34: 电解液与六氟磷酸锂以及价差 (万元/吨)	18
图表 35: 天赐材料市占率与价差季度变化	19
图表 36: 中国三元正极历年出货量	20
图表 37: 2023 年中国三元正极市场结构	20
图表 38: 中国三元正极市占率情况	21
图表 39: 三元正极行业集中度变化	21
图表 40: 中国三元正极分产品系列市场格局	22
图表 41: 国内三元正极产品结构	22
图表 42: 国内锂电湿法隔膜出货量 (单位: 亿平)	23
图表 43: 湿法隔膜企业市占率变化情况	23
图表 44: 9 μ m 湿法基膜价格走势	24
图表 45: 恩捷股份 2019-2021 年市占率变化情况	24
图表 46: 隔膜企业年度毛利率情况	24



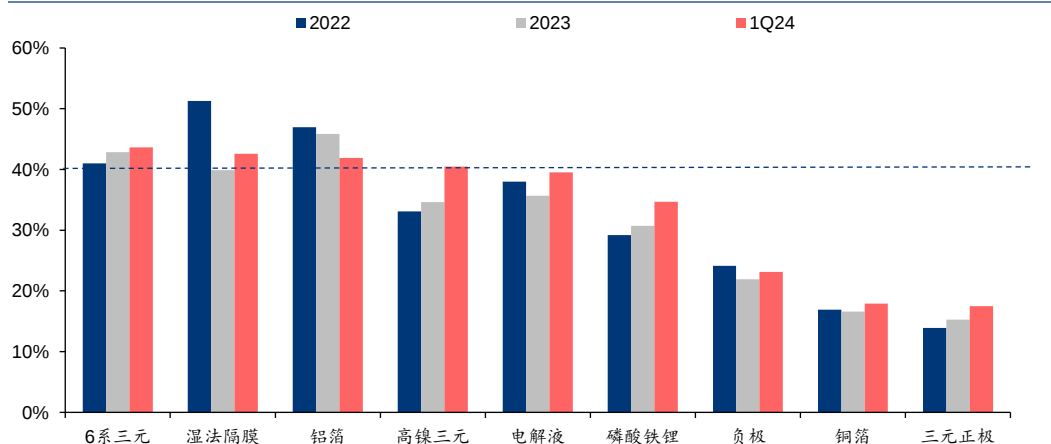
图表 47: 隔膜企业年度净利率情况	24
图表 48: 2022 年以来恩捷股份分季度份额变化	24
图表 49: 国内电池铝箔出货量	25
图表 50: 国内电池铜箔出货量	25
图表 51: 国内电池铝箔格局变化	25
图表 52: 国内电池铝箔行业集中度	25
图表 53: 国内电池铜箔格局变化	26
图表 54: 国内电池铜箔行业集中度	26
图表 55: 报告涉及公司	27

核心观点

电池材料与终端产品高度匹配，供应稳定性强，格局颠覆往往出现在需求结构变化的上行周期，下行期成本领先龙头份额优势逐渐巩固。复盘磷酸铁锂、电解液等过往出现过龙头变更的环节，二线企业反超龙头主要出现在行业产品结构变化，新需求涌现的窗口期，如天赐材料凭借动力电池市场快速发展成为电解液龙头，湖南裕能凭借乘用车动力电池市场高速成长窗口期成为磷酸铁锂龙头。电池材料尤其是主材直接影响电池性能与安全性，验证周期较长，电池产品生命周期内不会轻易变更供应商，因此行业格局变更往往伴随终端产品需求结构变化发生。而在行业盈利承压的下行周期，行业产能逐步出清，具备成本优势的龙头市占率往往逐步提升，24年以来多数环节集中度普遍提升。

集中度较高锂电材料环节龙头国内市占率多收敛于 40-50%，磷酸铁锂龙头与负极二线头部企业市占率或仍有提升空间。回顾过往不同环节龙头在国内的市占率变化情况，差异化程度较小且龙头成本优势较大的隔膜、铝箔、电解液环节，龙头往往能实现较高市占率；另外虽然三元材料整体产品差异化较大，但聚焦 6 系/高镍细分市场，龙头也实现了高市占率。这些环节，龙头市占率逐步向 40-50% 区间收敛，一方面反映龙头较强的产品和成本竞争力，另一方面反映下游客户出于供应链安全考虑，会多元化供应商，限制龙头份额进一步提升。磷酸铁锂产品差异化程度较小，负极产品差异化程度逐渐缩小，磷酸铁锂龙头以及负极二线头部企业具备较强的成本竞争力，份额或有望继续提升。

图表1：锂电材料各环节市占率第一公司国内市占率变化



资料来源：公司公告、鑫锂锂电、GGII、华泰研究

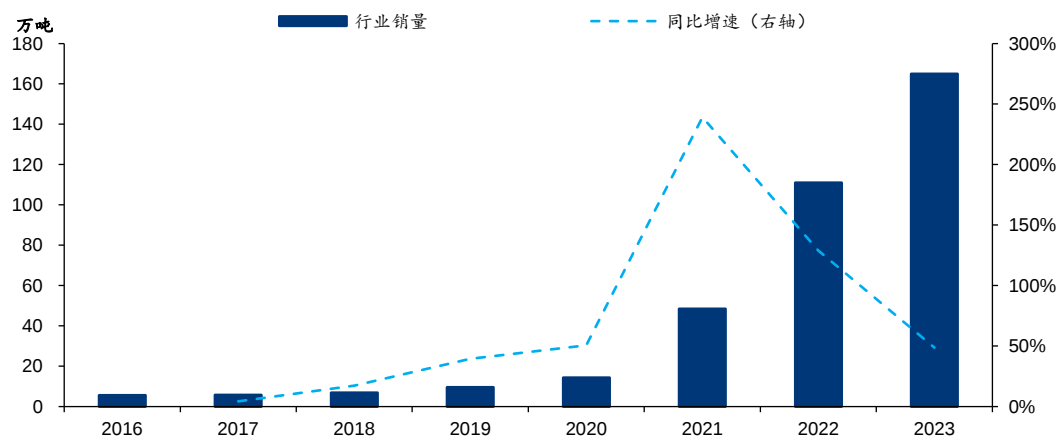
与市场观点不同之处

市场认为锂电材料供需失衡，产能同质化，行业竞争激烈，龙头市占率优势或下滑，但我们认为龙头产品品质控制以及成本优势突出，行业格局或趋于集中。锂电材料直接影响锂电池性能，下游电池企业对于材料一致性、杂质含量等指标日趋严格，龙头公司品控能力领先，行业新进入者以及尾部产能进入头部企业供应体系难度提升。另外，由于规模效应以及长期工艺优化，龙头公司成本优势明显，在行业下行期，盈利优势突出，尾部产能盈利持续承压，或将逐渐出清。我们观测到今年以来各环节龙头市占率普遍提升，我们预计行业盈利或将持续分化，带动龙头市占率优势进一步扩大。

磷酸铁锂：进入门槛较低，湖南裕能后来居上，份额有提升空间 铁锂产能易快速复苏，格局稳定性弱，湖南裕能后来居上

磷酸铁锂正极材料出货量 2021 年起高速增长。磷酸铁锂正极材料主要应用于动力及储能电池中，17-18 年行业增长相对较慢，19 年储能与小动力需求增长带动磷酸铁锂销量增速提升，20 年起，新能源乘用车市场快速增长，叠加磷酸铁锂电池渗透率提升，带动磷酸铁锂销量快速增长，2020-2023 年 CAGR 104%。

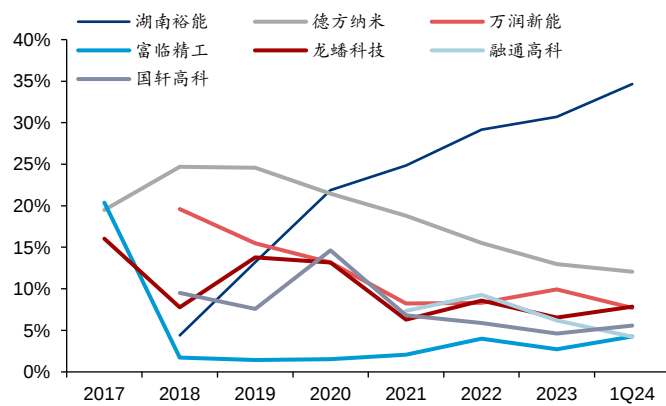
图表2：磷酸铁锂行业总出货量（万吨）及增速



资料来源：GGII、华泰研究

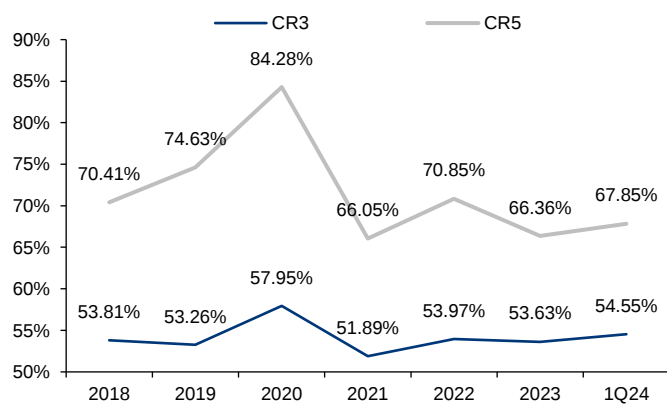
行业景气度提升导致磷酸铁锂行业集中度快速下降，湖南裕能后来居上。2018-2020 年行业增速较慢，盈利能力承压，集中度逐渐提升，CR5 由 2018 年的 70.41% 提升至 84.28%。但 2021 年随着行业需求快速增长，景气度提升，行业盈利能力普遍大幅提升，部分停产的磷酸铁锂企业复产，而磷酸铁锂技术壁垒不高，新竞争者进入该行业挤占份额，导致格局快速恶化，CR5 降至 66.05%，此后 CR5 在 65-70% 间波动。2017 年德方纳米与富临精工市占率领先，2018 年富临精工大客户，行业头部电池企业沃特玛出现债务危机，导致富临精工市占率大幅下降，德方纳米成为行业龙头。但 19 年以来，德方纳米市占率逐渐下滑，20 年湖南裕能反超德方纳米成为行业第一，此后湖南裕能市占率优势逐渐扩大，21/22/23 年市占率为 24.8%/29.2%/30.7%。

图表3：磷酸铁锂行业各企业市占率变化



资料来源：公司公告、鑫锂锂电、GGII、华泰研究

图表4：磷酸铁锂行业 CR3/5 变化



资料来源：公司公告、鑫锂锂电、高工产研、华泰研究

图表5：磷酸铁锂单吨毛利（万元/吨）

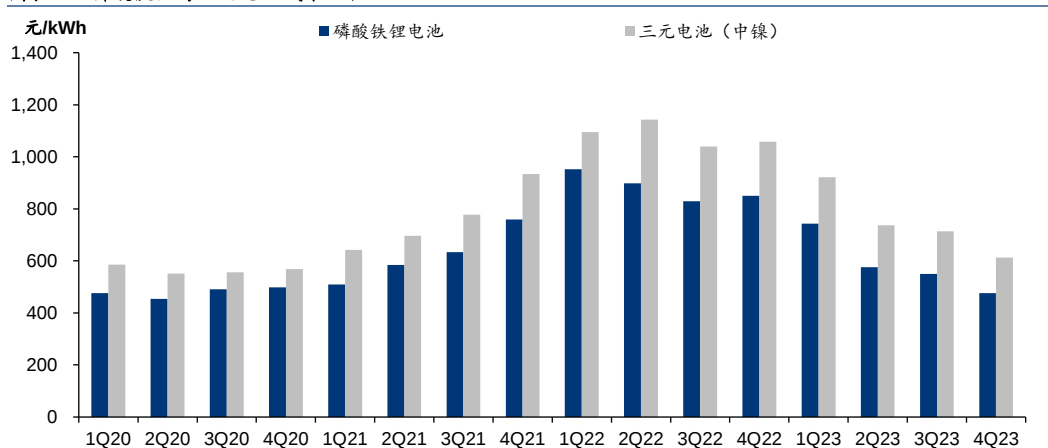
	2019	2020	2021	2022	2023
湖南裕能	1.13	0.48	1.54	1.64	0.59
富临精工	-0.10	-0.32	0.65	1.60	-1.05
德方纳米	0.90	0.30	1.52	2.62	0.02
万润新能	1.09	0.61	1.69	2.20	0.04
龙蟠科技	0.91		1.50	2.12	-0.49

资料来源：公司公告、华泰研究

湖南裕能快速崛起得益于 20-22 年乘用车铁锂回潮，颠覆铁锂需求结构

20 年起乘用车磷酸铁锂电池需求快速增长，逐渐成为磷酸铁锂主要下游场景。2017 年国家调整新能源汽车补贴政策，首次将电池能量密度纳入补贴参考指标，尤其是乘用车市场对于能量密度要求更高，三元电池因能量密度高、续航里程长等优势主导市场，磷酸铁锂电池主要下游为能量密度要求较低的商用车市场。2020 年起，1) 刀片电池、CTP 等电池结构创新技术成熟，显著提升磷酸铁锂电池能量密度；2) 补贴政策进一步退坡，动力电池和下游整车企业对成本敏感度大大提升，磷酸铁锂电池成本优势凸显，尤其是 22 年碳酸锂以及镍钴等金属价格上涨使磷酸铁锂电池成本优势愈发凸显，导致磷酸铁锂电池在乘用车市场渗透率快速提升，2020-2022 年乘用车磷酸铁锂电池产量增速分别达到 352%/755%/190%。按终端用途划分，乘用车市场在磷酸铁锂电池产量份额由 2019 年的 6.35% 提升至 2022 年的 60.82%，磷酸铁锂的主要下游由商用车切换为乘用车。

图表6：磷酸铁锂与三元电池成本比较



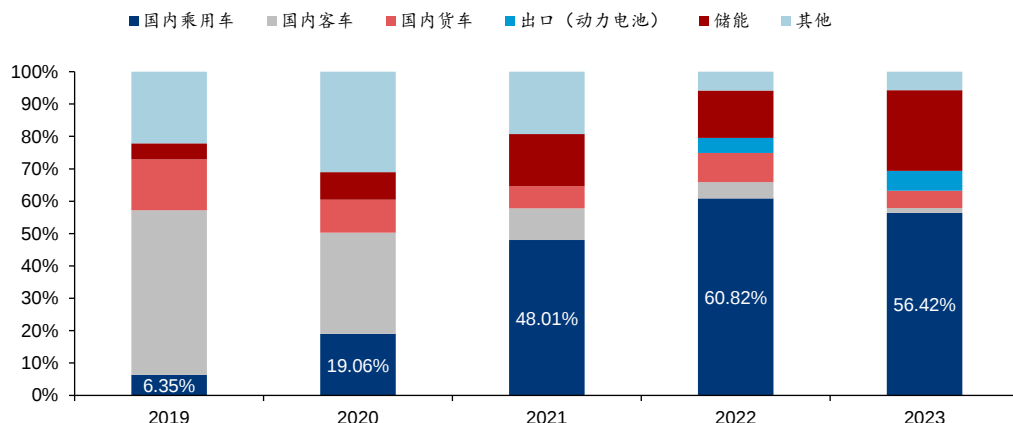
资料来源：鑫锂锂电、华泰研究

图表7：磷酸铁锂电池产量拆分（单位：GWh）

	2019	2020	2021	2022	2023
国内乘用车	2.41	10.90	93.14	270.05	372.38
增速	-32.07%	352.06%	754.50%	189.93%	37.89%
占比	6.35%	19.06%	48.01%	60.82%	56.42%
国内商用车	25.29	23.70	32.26	62.35	45.22
增速	3.27%	-6.28%	36.11%	93.28%	-27.47%
货车	5.97	5.82	13.33	39.64	35.66
增速	66.29%	-2.49%	129.00%	197.36%	-10.02%
客车	19.32	17.88	18.93	22.71	9.56
增速	-7.55%	-7.45%	5.87%	19.99%	-57.92%
出口量（动力电池）				20.88	39.90
增速					91.09%
其他	10.30	22.60	68.60	90.72	202.50
增速	-1367.03%	119.42%	203.54%	32.24%	123.21%
合计	38.00	57.20	194.00	444.00	660.00
增速	39.59%	50.53%	239.16%	128.87%	48.65%

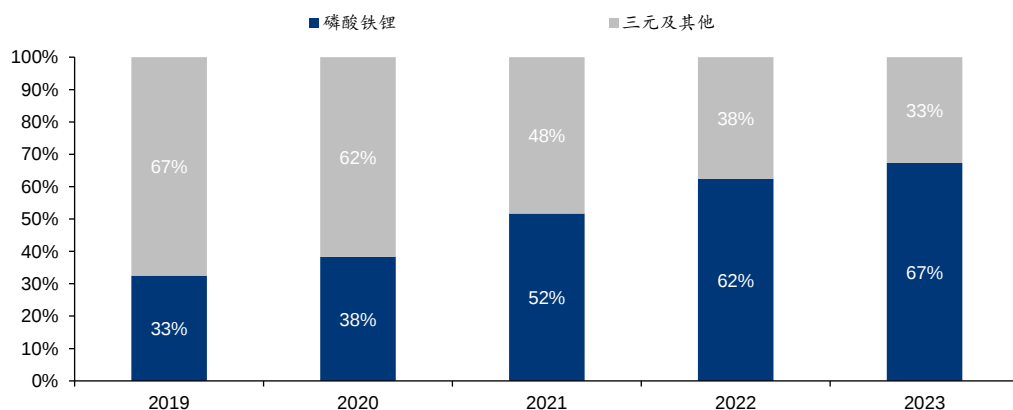
资料来源：GGII，华泰研究

图表8：磷酸铁锂电池下游拆分



资料来源：GGII、华泰研究

图表9：国内动力电池装机量市场结构



资料来源：动力电池产业创新联盟、华泰研究

湖南裕能产品优势在于压实密度高，更适配乘用车电池高能量密度要求。压实密度是衡量磷酸铁锂正极材料性能的重要指标，压实密度越高，电池的能量密度更大，更能够满足乘用车追求更高续航的需求。公司产品压实密度在 $2.45\text{-}2.65\text{g/cm}^3$ ，高于同行业其他可比公司，能更大程度受益于乘用车领域铁锂电池的放量。

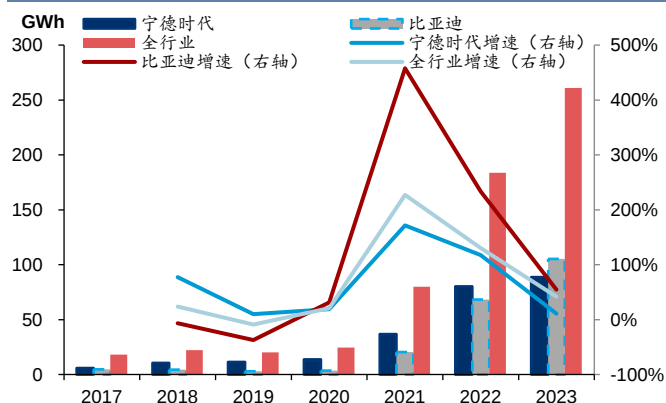
图表10：磷酸铁锂厂商产品性能对比

	湖南裕能			德方纳米			万润新能			龙蟠科技		
产品	YN-5	YN-6	YN-7	DY-1	DY-3	DF-5	A8-4	A8-4C	A8-4E	S27	S30	T2
压实密度 (g/cm ³)	2.45-2.65			2.35-2.40 2.45-2.50			≥2.20	≥2.35	≥2.40	≥2.5	≥2.25	≥2.15
循环次数 (周)	-	-	≥2000	≥2000	≥2000	≥2000	≥6000	≥4000	≥3500	-	-	-
比容量 (mAh/g)	≥156			≥150	≥150	≥154	≥158	≥155	≥156	≥154	≥157	≥155
应用领域	新能源汽车			动力汽车、储能领域			启停电源、功率型电池	储能、续航 300km 以下	续航EV、储能、两轮	动力	能、电动	高端储能、电动工具等

资料来源：公司官网、公司公告、华泰研究

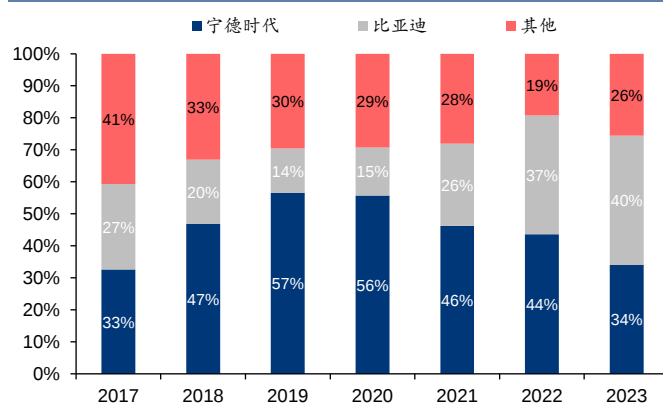
磷酸铁锂动力电池下游格局集中，宁德时代与比亚迪为两大主要客户，湖南裕能与头部客户深度合作伴随其增长。比亚迪与宁德时代在磷酸铁锂动力电池市场长期保持主导地位，尤其是比亚迪凭借终端车型销量高增长，份额快速提升，2023 年两者合计占 74% 份额。凭借产品优异的综合性能，湖南裕能与两大巨头深度合作，2020 年底宁德时代与比亚迪入股公司，宁德时代目前为湖南裕能第三大股东，持股 7.90%，比亚迪持股 3.95%。

图表11: 磷酸铁锂动力电池装机量 (GWh) 及增速



资料来源: 鑫锂锂电、GGII、华泰研究

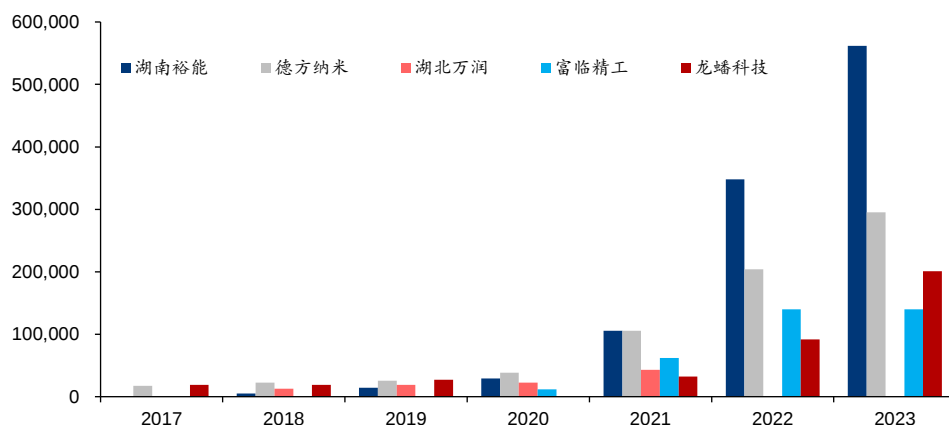
图表12: 磷酸铁锂动力电池装车量市场份额



资料来源: 鑫锂锂电、高工产研、华泰研究

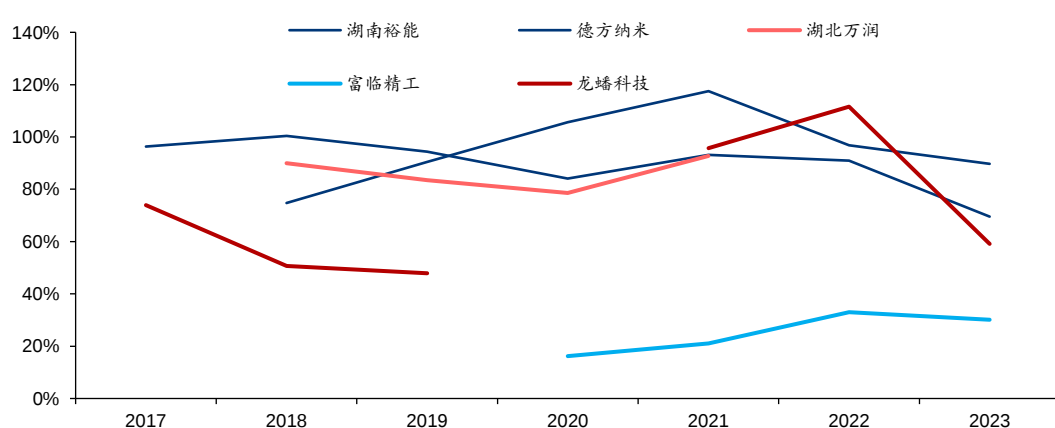
供给端, 湖南裕能匹配需求增长, 合理扩张产能, 同时保持高产能利用率。20-22 年为下游需求爆发期, 磷酸铁锂扩产周期约一年, 湖南裕能同步积极扩建产能, 扩产速度高于竞对, 22 年产能成为行业第一, 支撑公司销量高速增长。而且公司产能利用率长期保持高位, 19-23 年公司产能利用率为 90.5%/105.7%/117.5%/96.8%/89.8%, 始终处于行业较高水平。

图表13: 磷酸铁锂厂商总产能情况 (单位: 吨)



资料来源: 公司公告、华泰研究

图表14: 磷酸铁锂厂商产能利用率

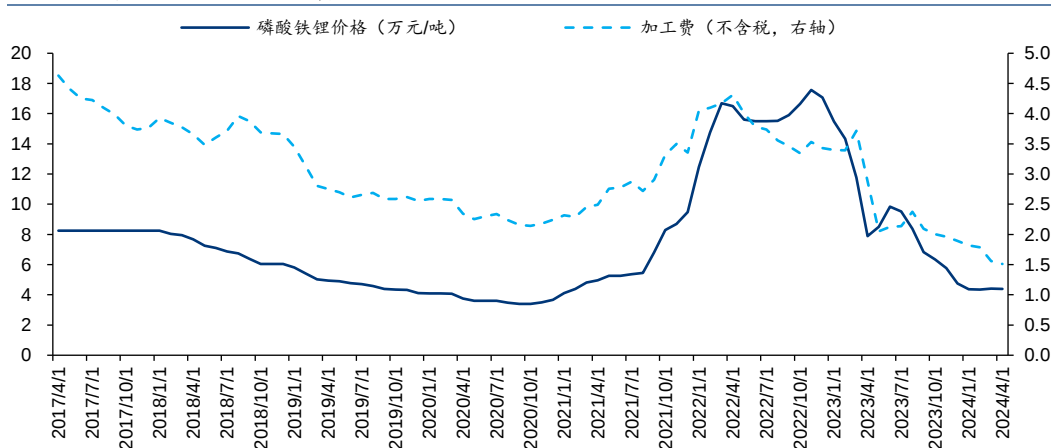


资料来源: 公司公告、华泰研究

下行期，行业龙头凭借盈利优势侵蚀市场份额，但行业整体格局尚未优化

2023 年至今，磷酸铁锂供需逆转，价格进入下行周期，加工费持续下降，盈利能力快速下滑，湖南裕能一枝独秀。受加工费持续下行以及库存管理策略影响，富临精工、德方纳米、万润新能等厂商 2023 年单吨毛利下滑明显，甚至大幅亏损。湖南裕能由于其成本优势以及优秀的库存管理能力，单吨毛利保持行业最高水平，在行业下行时期市场份额仍在不断上升，市占率由 4Q22 的 29% 小幅提升到 1Q24 的 35%。

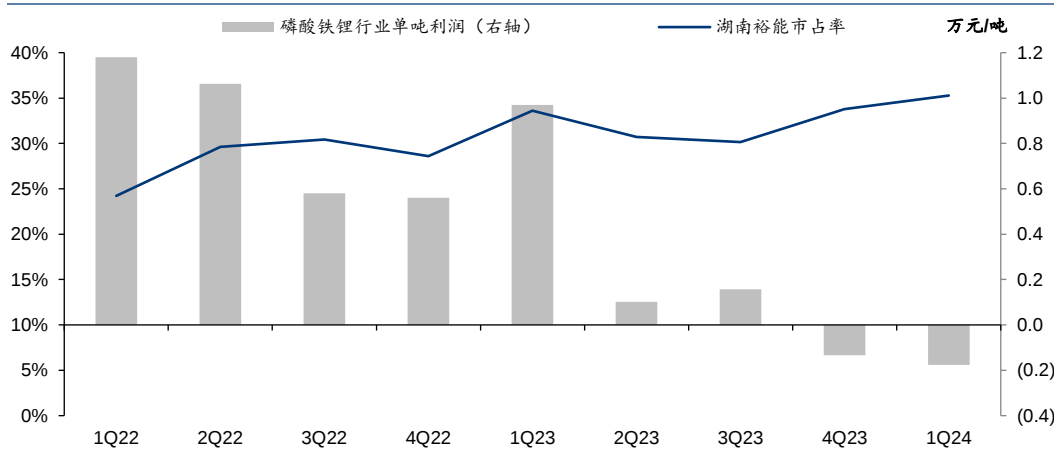
图表15：磷酸铁锂价格以及加工费走势（万元/吨）



注：加工费采用磷酸铁锂价格-碳酸锂价格*0.24（碳酸锂单耗），再剔除增值税估算

资料来源：、华泰研究

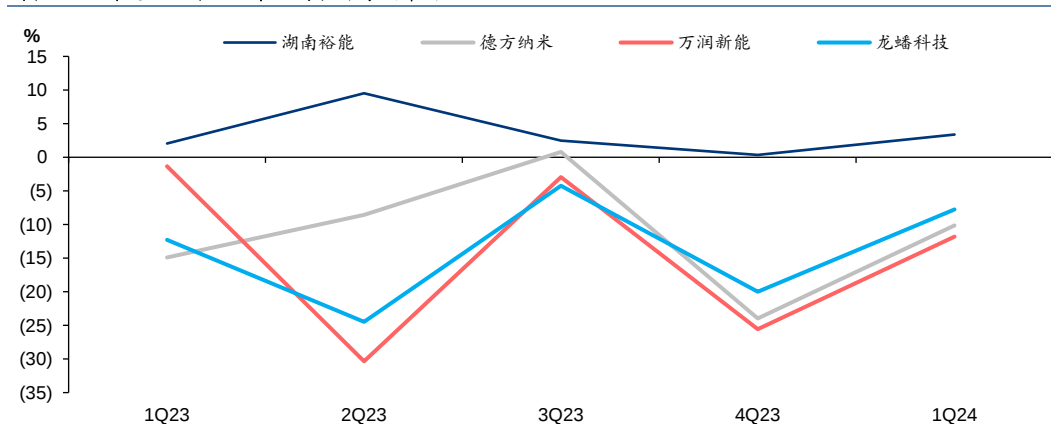
图表16：湖南裕能市占率变化



注：1Q23 由于碳酸锂价格快速下降，磷酸铁锂公司受高价库存拖累，盈利能力实际环比下滑

资料来源：鑫锂锂电、华泰研究

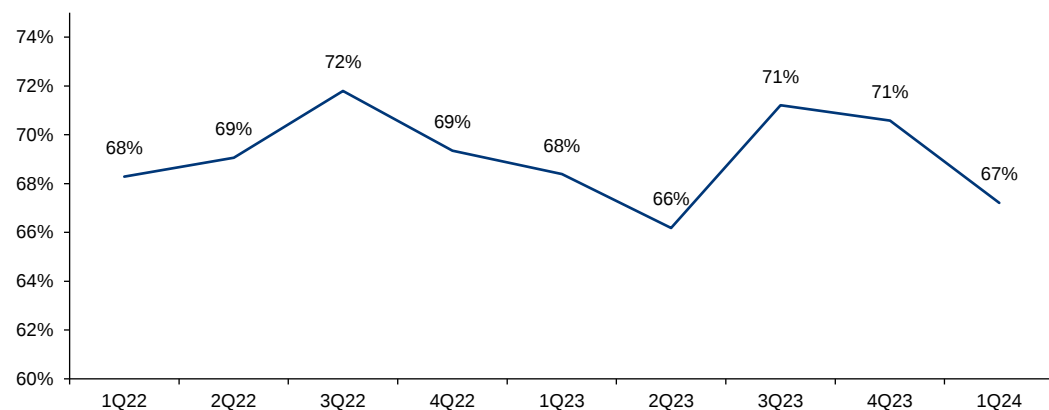
图表17：磷酸铁锂行业上市公司扣非净利率对比



资料来源：、华泰研究

行业集中度未明显提升，行业 3-5 名仍动态变化，或反映周期底部时长仍未足够。2023 年以来的下行期，行业 CR5 相较 22 年末明显提升，虽然湖南裕能与德方纳米稳定在行业前二，但 3-5 名次序变动频繁，万润新能、龙蟠科技、融通高科等竞争较为激烈，另外友山科技、金堂时代等新进入者市占率也提升较快。行业公司在上轮上行周期积累了较多利润，本轮格局出清时间或更长，行业格局暂未稳定，新进入者仍在抢占份额，或说明本轮产能出清仍需时间。

图表18：磷酸铁锂 CR5



资料来源： 、华泰研究

图表19：磷酸铁锂产量前五公司

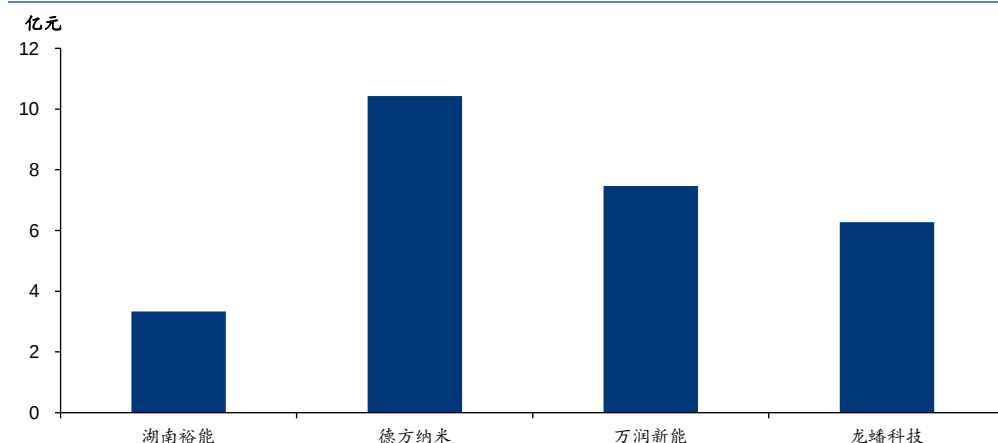
	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
1	湖南裕能	湖南裕能	湖南裕能	湖南裕能	湖南裕能	湖南裕能	湖南裕能	湖南裕能	湖南裕能
2	德方纳米	德方纳米	德方纳米	德方纳米	德方纳米	德方纳米	德方纳米	德方纳米	德方纳米
3	常州锂源	常州锂源	融通高科	湖北万润	湖北万润	湖北万润	湖北万润	湖北万润	常州锂源
4	融通高科	融通高科	湖北万润	常州锂源	融通高科	常州锂源	融通高科	常州锂源	湖北万润
5	湖北万润	湖北万润	常州锂源	融通高科	常州锂源	友山科技	常州锂源	友山科技	国轩高科

资料来源：鑫锂锂电、华泰研究

行业龙头成本与费用控制能力较好

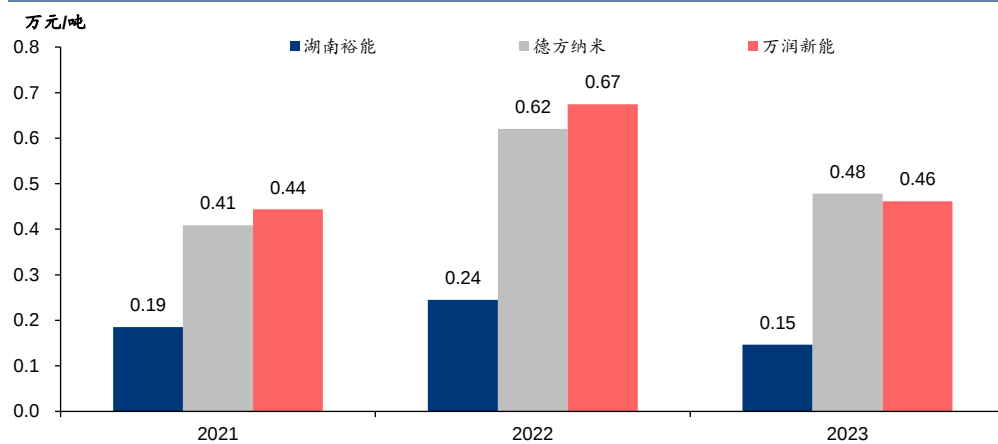
湖南裕能原材料库存管控与费用控制优势突出。湖南裕能对碳酸锂采购规模大，议价能力强，而且库存管理策略优秀，23 年碳酸锂价格大幅波动下，公司资产减值损失优于行业竞对。费用控制合理，研发追求实用性，规模效应明显，23 年单吨费用较竞对低 2-4 千元/吨。

图表20：磷酸铁锂企业 2023 年资产减值损失对比



资料来源： 、华泰研究

图表21：磷酸铁锂企业单吨费用对比



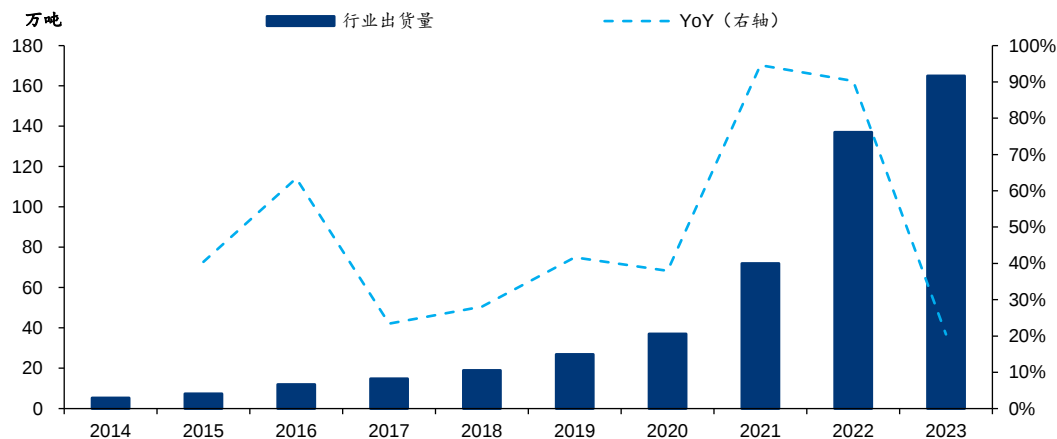
资料来源： 、华泰研究

负极：产品差异化降低，二线头部企业有望进军一线

负极出货量增速由高点回落

19 年负极市场增长提速，21-22 年高速增长，23 年增速快速回落。17 年由于补贴政策调整，行业进入调整期，19-20 年行业增速重新回升。2021 年起，伴随新能源汽车需求迅速增长，带动负极出货量高速增长，2021/2022 年增速达 94.6%/90.3%，但 2023 年行业去库叠加需求增速放缓，出货量增速明显放缓至 20.4%。

图表22：中国负极历年出货量

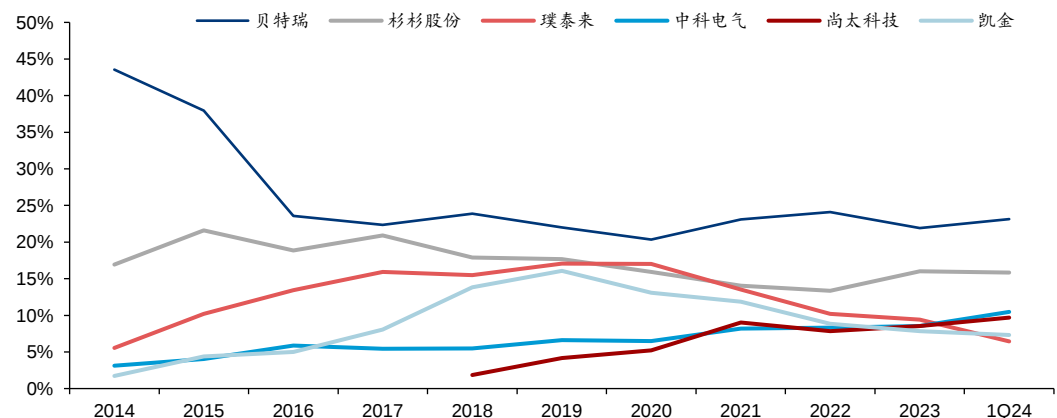


资料来源：GGII、华泰研究

格局相对分散，成本领先的二线企业崛起

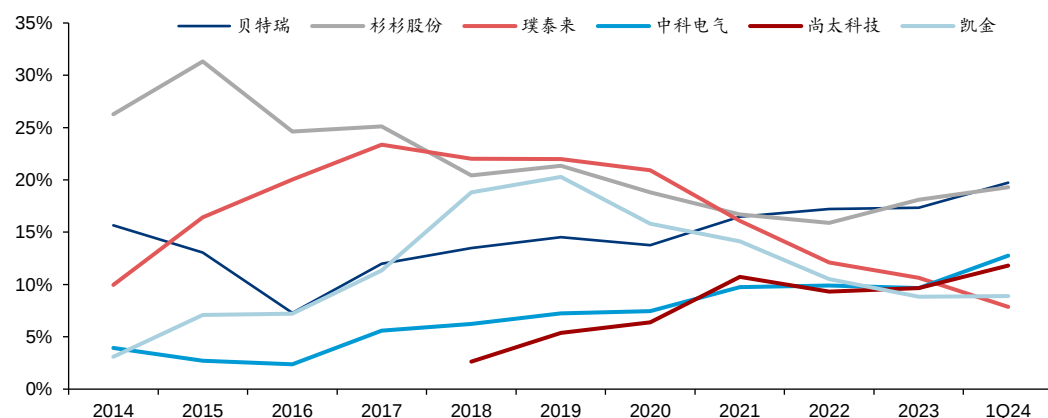
负极差异化较强，导致格局变化相对缓慢，璞泰来份额逐渐下滑，尚太、中科等成本领先的二线企业份额稳步提升。负极产品能量密度、倍率性能等指标难以兼得，因此通过原材料以及多种工艺组合形成了差异化较大的产品梯次，产品间难以直接替换导致历史上格局变化较为缓慢。负极传统三大龙头为贝特瑞、杉杉与璞泰来，贝特瑞天然石墨负极一家独大，人造石墨负极领域杉杉与贝特瑞份额领先且份额相对稳定，23 年两者负极市场市占率分别为 21.9%/16.0%，在人造石墨负极市场市占率分别为 17.4%/18.1%，与二线企业差距不大。定位高端产品的璞泰来 21 年以来份额持续下滑，市场份额与行业龙头差距逐渐拉大。二线负极企业中，尚太科技与中科电气，成本相对领先，份额稳步提升，23 年两者与璞泰来份额已基本追平，1Q24 尚太科技/中科电气/璞泰来市占率分别为 9.7%/10.5%/6.5%。

图表23：中国负极行业市占率变化



资料来源：鑫锂锂电、GGII、各公司公告、华泰研究

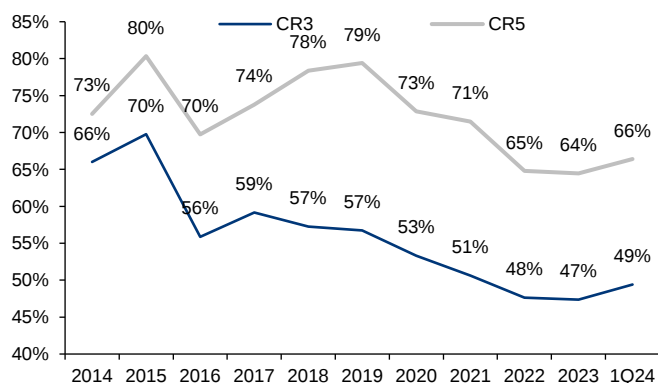
图表24：人造石墨负极行业市占率变化



资料来源：鑫锂锂电、GGII、各公司公告、华泰研究

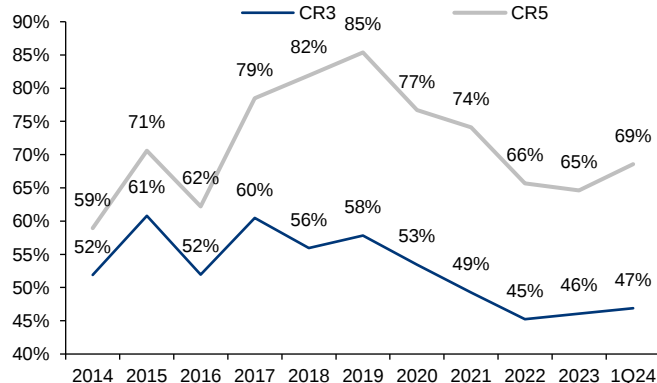
20-23 年行业集中度持续下降，24 年以来集中度回升。2019 年负极/人造石墨负极 CR5 达到高点，分别为 79.4%/85.4%，此后由于下游需求爆发，新进入者进入，行业格局出现恶化趋势，23 年 CR5 降至低点，分别为 64.5%/64.6%，其中璞泰来与凯金市占率降幅最为突出。22 年下半年以来由于供需反转，负极价格持续下滑，24 年行业盈利能力普遍承压，后排企业低价亏损抢单难以长期持续，行业集中度出现回升，1Q24 负极/人造石墨负极 CR5 回升至 66.4%/68.5%，较 23 年提升 1.9/3.6pct，其中二线龙头尚太科技与中科电气提升较为显著，人造石墨负极市占率提升至 11.8%/12.8%，与一线龙头差距进一步缩小。

图表25：负极行业集中度变化



资料来源：鑫锂锂电、GGII、各公司公告、华泰研究

图表26：人造石墨负极行业集中度变化

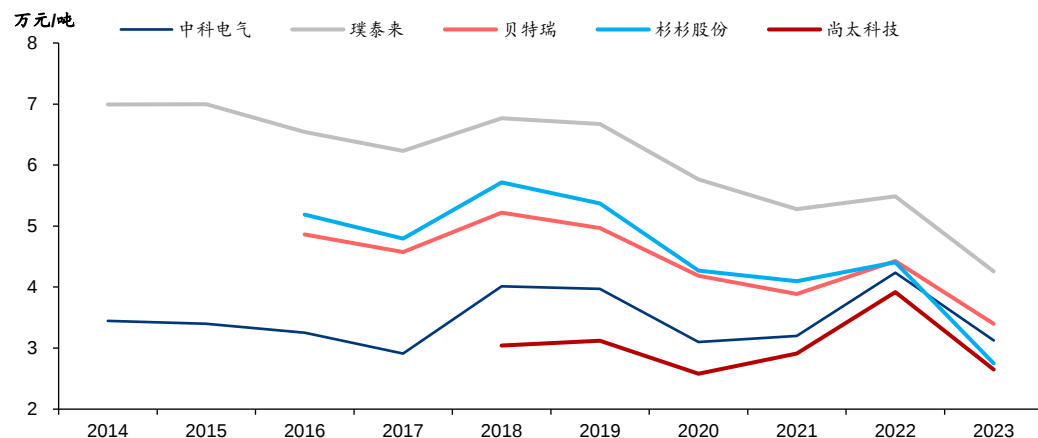


资料来源：鑫锂锂电、GGII、各公司公告、华泰研究

产品差异化程度减弱，快充负极升级有望助推二线头部企业向一线进军

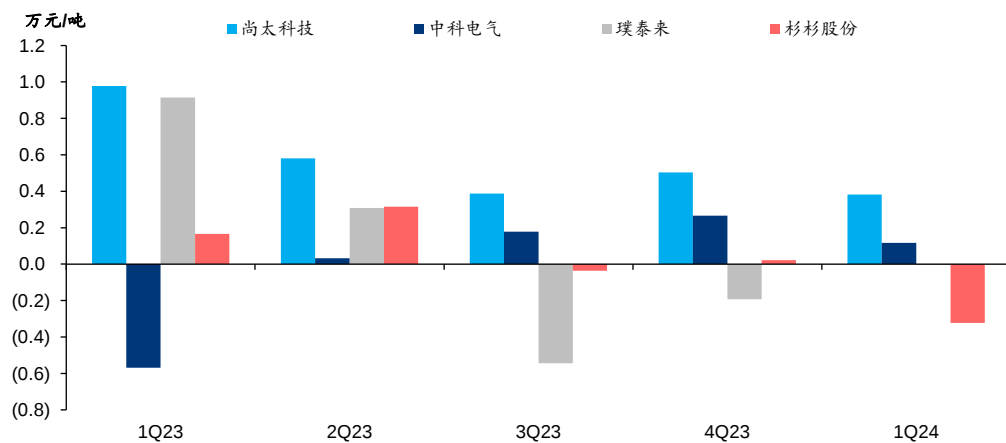
行业差异化削弱，尚太科技有望借助成本优势，以及快充负极机遇向一线进军。由于降本压力，负极对性价比追求提升，产品差异化减少，单价逐渐趋同，成本成为核心竞争要素。以尚太科技为代表的二线头部企业由于对石墨化工艺优化，成本控制更具优势，23 年行业进入下行期后，盈利能力优势逐渐凸显。快充负极为当前负极主要升级方向，尚太科技布局较早，增长势头较好，向后展望，我们认为二线头部企业份额有望逐步追赶龙头，带动负极行业集中度整体提升。

图表27：负极企业产品单价



资料来源：鑫锂锂电、各公司公告、华泰研究

图表28：负极企业单吨净利



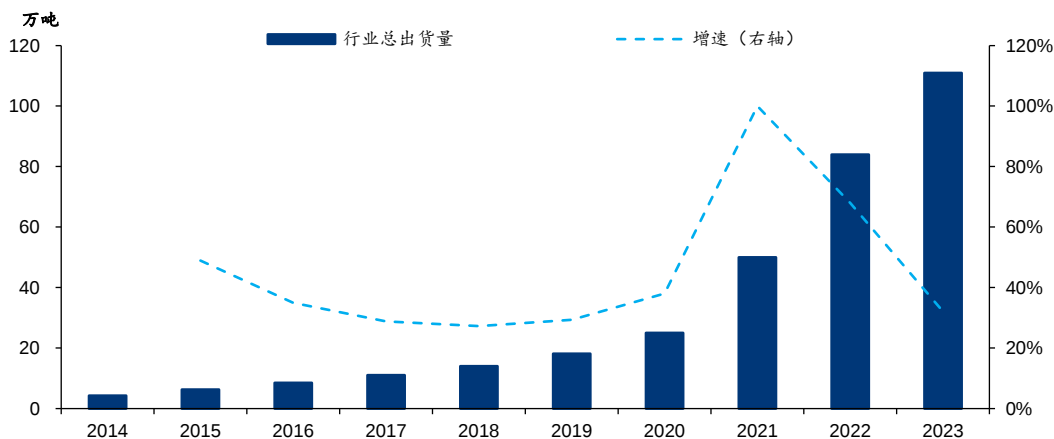
资料来源：华泰研究估算

电解液：天赐优势在周期波动中扩大，客户拓展有助市占率稳定

电解液出货量增长与动力电池同频

电解液出货量增长与锂电池需求增长同频。2014-2019 年，虽然动力电池增速较快，但主要下游 3C 电池需求以每年 5-10% 左右速度平稳增长，电解液市场出货量整体增速逐渐放缓。2020 年起，伴随新能源汽车需求爆发增长，带动上游电解液的出货量高速增长，2021-2023 年 CAGR 高达 64.4%，但 2023 年行业增速明显放缓至 32.1%。

图表29：中国电解液历年出货量

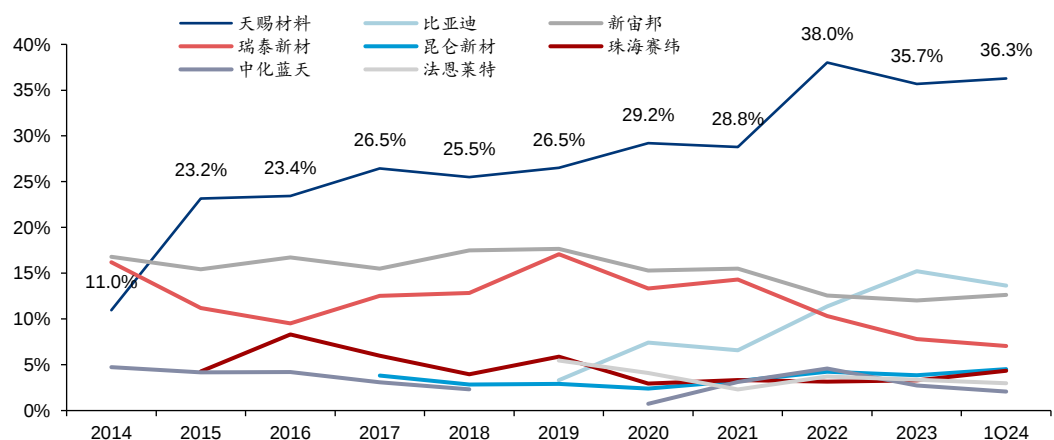


资料来源：GGII、华泰研究

天赐材料凭借动力电池市场弯道超车后，龙头地位稳固

天赐材料 2015 年凭借并购东莞凯欣，在动力电池市场高速成长期弯道超车。2015 年以前消费电池为锂电池主要市场，以新宙邦与江苏国泰为代表的国内电解液企业率先进入三星、索尼、LG 等日韩电池企业供应链，成为行业龙头。天赐材料在消费电池电解液入场较晚，2014 年天赐材料市占率 11.0%，排名国内第三。2015 年天赐材料收购东莞凯欣（2014 年市占率 9.4%），得以进入 ATL 与 CATL 供应链，2015 年市占率提升至 23.2%。2015 年起，动力电池市场进入加速期，并于 2016 年反超消费电池，成为锂电池主要下游，但由于工信部动力电池“白名单”将海外电池企业排除在补贴范围外，新宙邦与江苏国泰失去原有的海外客户优势，天赐材料凭借在动力市场的较早布局以及与 CATL 的良好合作关系，逐步确立龙头地位。

图表30：电解液行业市占率变化



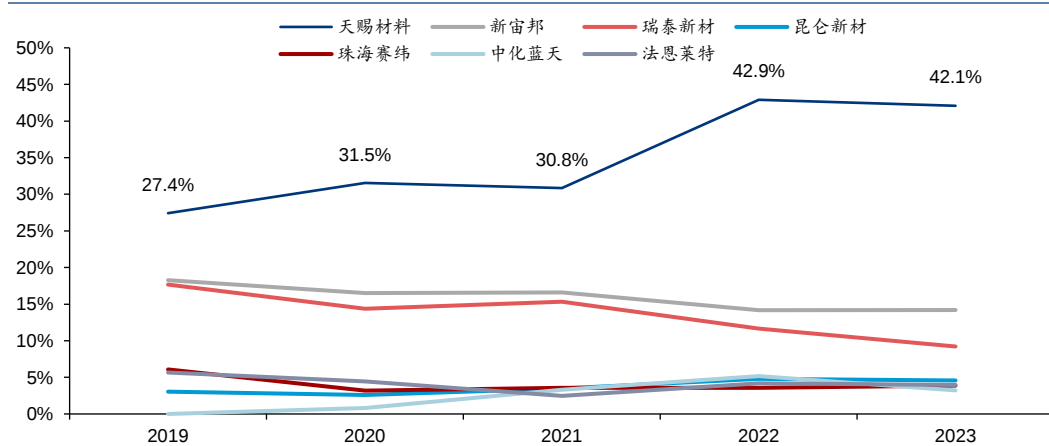
注：天赐材料 2015 年收购东莞凯欣

资料来源：鑫锂锂电、GGII、各公司公告、华泰研究

2015 年以来电解液行业相对格局清晰，天赐材料市占率稳步提升。电解液行业龙头天赐材料，2015 年以来始终保持领先。2015-2020 年天赐市占率逐步由 23.2% 提升至 29.2%。2021-2022 年六氟与电解液价格快速波动，天赐材料市占率大幅提升，由 2021 年的 28.8% 提升至 38.0%。2023 年由于比亚迪（基本自供电解液）份额提升，天赐材料市占率略有下滑，降至 35.7%。二线企业分化，三线企业竞争激烈。二线企业中，比亚迪基本为自用，受益于其终端汽车销量增长，市占率稳步提升，23 年升至行业第二，市占率 15.2%。二线企业新宙邦、瑞泰新材 19 年后市占率逐渐下滑。三线企业昆仑新材、珠海赛纬、法恩莱特等对客户配方依赖程度较强，差异化程度较小，竞争激烈，差距较小。

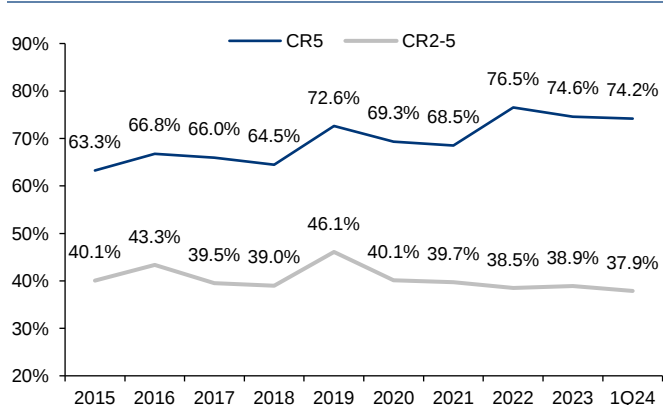
行业集中度提升主要得益于天赐材料抢占份额，2019 年以来二三线公司除比亚迪外总市场份额实际下降。电解液行业集中度较高，2015-2023 年 CR5 由 63.3% 提升至 74.6%，但二到五名合计份额变化不大，2015 年为 40.1%，23 年为 38.9%，实际上还略有下降。如果剔除自供电解液的比亚迪影响，2019 年以来行业 CR5 波动较大，提升并不明显，排名 2-5 名的二三线企业份额呈逐渐下滑趋势，行业集中度提升主要来自龙头天赐材料挤占二三线以及其他市占率靠后的小厂商份额。

图表31： 电解液行业集中度变化（剔除比亚迪）



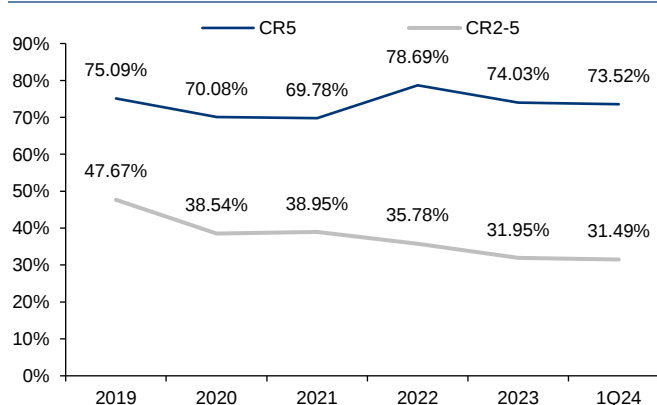
资料来源：鑫锂锂电、GGII、各公司公告、华泰研究

图表32： 电解液行业集中度变化



资料来源：鑫锂锂电、GGII、各公司公告、华泰研究

图表33： 电解液行业集中度变化（剔除比亚迪）

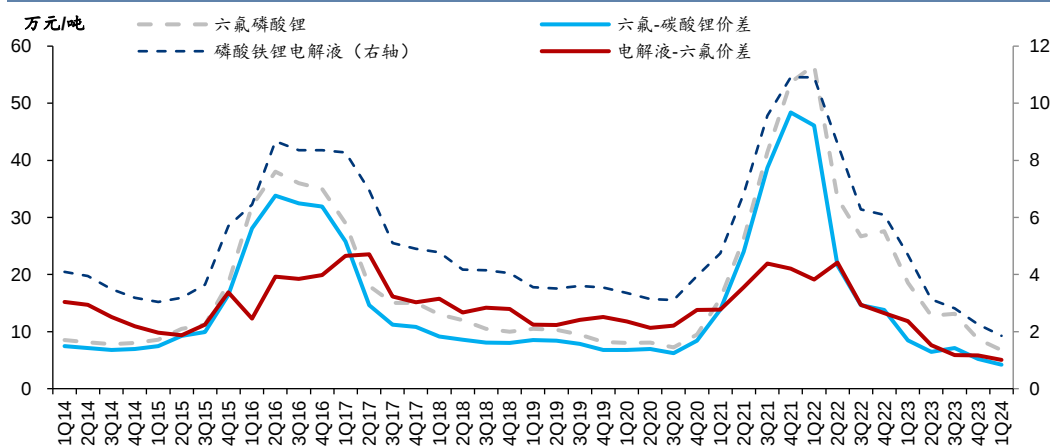


资料来源：鑫锂锂电、GGII、各公司公告、华泰研究

天赐材料市占率提升主要在六氟上行期加速上涨阶段以及下行周期后半程

六氟盈利周期与电解液基本同频，但六氟周期略微领先。2014 年以来，六氟磷酸锂价格主要经历了两轮周期。2H15-2016 年，下游动力市场需求快速增长，六氟产能紧缺，价格快速提升，带动电解液价格上涨。2017 年行业大幅扩产、新入局者显著增加，叠加需求端下游补贴政策退坡等因素，供需反转，价格持续走低。2021 年下游新能源车需求旺盛带动动力电池出货量增长，六氟再次出现紧缺，价格开始反弹飙升，于 2021 年底-2022 年初达到周期高点，2Q22，六氟价格快速回落。采用六氟与碳酸锂价差、电解液与六氟价差刻画六氟端与电解液制造端利润，两者整体同频，但由于电解液价格受六氟价格驱动，周期略微滞后。

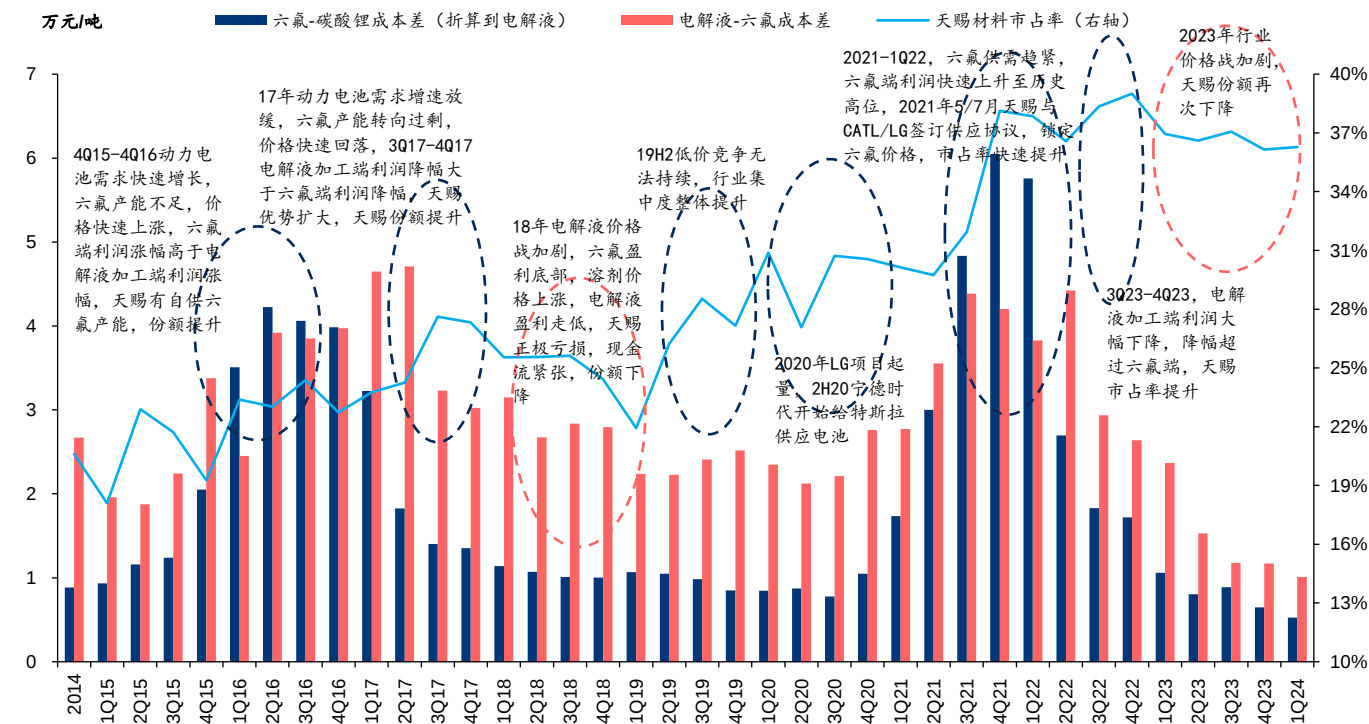
图表34：电解液与六氟磷酸锂以及价差（万元/吨）



资料来源：鑫锂锂电、各公司公告、华泰研究

天赐材料市占率提升主要发生在六氟上行期加速上涨阶段以及下行周期后半程，下行周期市占率拐点渐近。天赐核心比较优势在于早期就自建了六氟产能，2015 年公司便建成 2 千吨固态六氟产能，此后又持续扩建液态六氟产能，始终较高的六氟自给率。六氟上行周期后半段，价格加速上涨，供需紧张，电池企业保供以及锁价需求强烈，公司市占率快速提升，2021 年中，六氟价格加速上涨，天赐与宁德时代、LG 签订供应协议，公司市占率由 1H21 的 30% 左右提升至 4Q21 的 38%。在下行周期前半程，行业价格竞争激烈，公司市占率往往有所下降，但到了后半程，低价竞争无法持续，尾部产能出清，公司市占率会随着头部企业一起提升。2023 年以来，行业价格激烈竞争导致天赐市占率下滑，参考上一轮下行周期，天赐市占率下降 6 个季度后重新提升，目前公司市占率已下降 5 个季度，今年 6 月 17 日，天赐材料与宁德时代签订供应协议，约定至 25 年底向其供应 5.86 万吨六氟磷酸锂对应的电解液，巩固公司地位。若下半年行业加速出清，公司市占率有望迎来拐点。

图表35：天赐材料市占率与价差季度变化



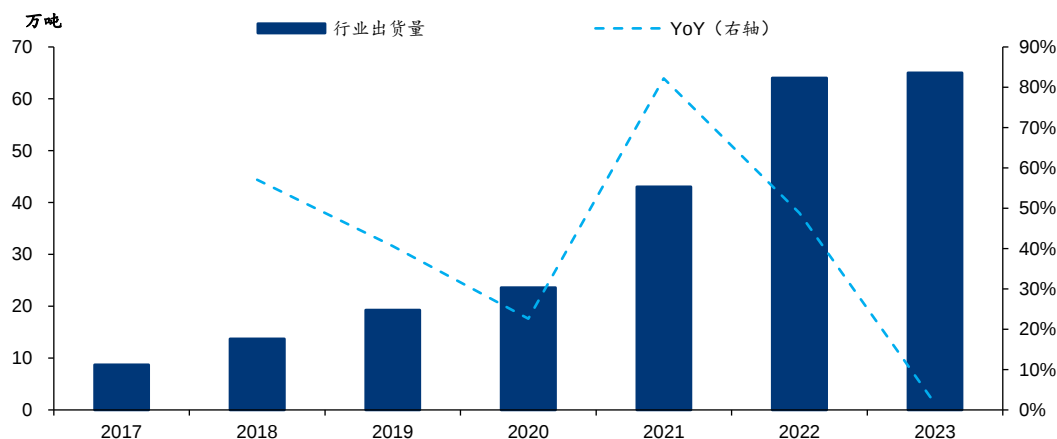
资料来源：，华泰研究

三元正极：整体格局分散，产品迭代升级或带动集中度提升

三元渗透率降低，拖累三元出货量增速

17-19 年，由于补贴政策对于电池能量密度限制，国内三元材料出货量维持较快增长。20 年以来，由于国内动力电池正极材料向磷酸铁锂倾斜，以及高增长的储能电池主要采用磷酸铁锂路线，三元材料出货量增速低于锂电池行业整体增速，21/22 年分别增长 82.2%/48.8%，23 年由于三元正极渗透率进一步下降以及下游去库影响，三元正极出货量同比微增 1.6%。

图表36：中国三元正极历年出货量

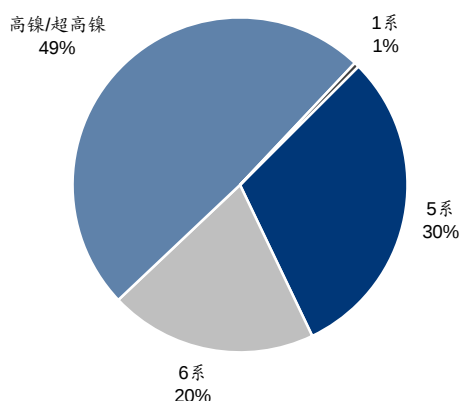


资料来源：GGII、华泰研究

格局相对分散，但高镍与 6 系三元集中度高，行业集中度有望提升

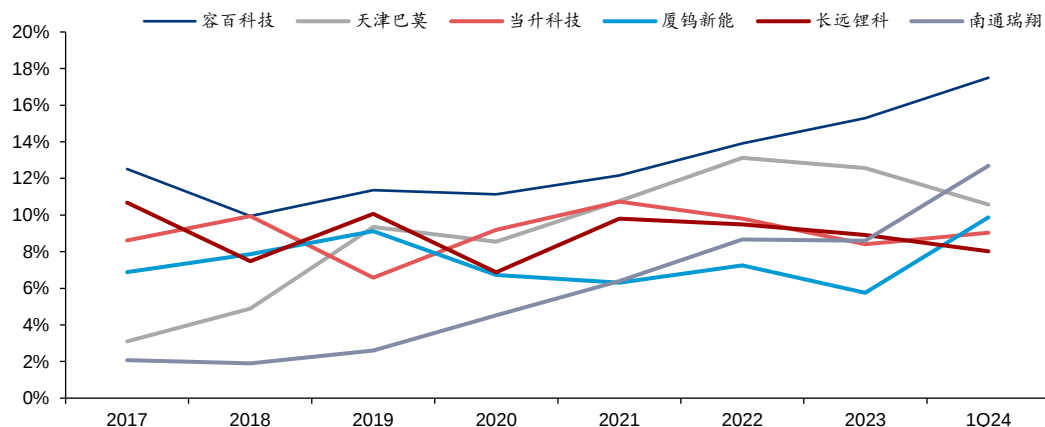
三元材料格局整体较为分散，20 年以来集中度缓慢提升。三元正极差异化较大，按镍含量，目前主流产品可分为 5/6/8/9 系等，镍含量越高，能量密度相应越高，但成本也随着提升。产品类型的差异化导致三元正极格局整体较为分散，高镍三元龙头容百科技受益于三元正极高镍化趋势，市占率稳步提升，1Q24 市占率提升至 17.5%。2-6 名间差距较小，排名变动频繁，23 年行业 CR5 仅 55.8%，24 年以来厦钨新能与南通瑞翔凭借中镍高电压产品优势，市占率显著提升，带动 CR5 1Q24 提升至 62.4%。

图表37：2023 年中国三元正极市场结构



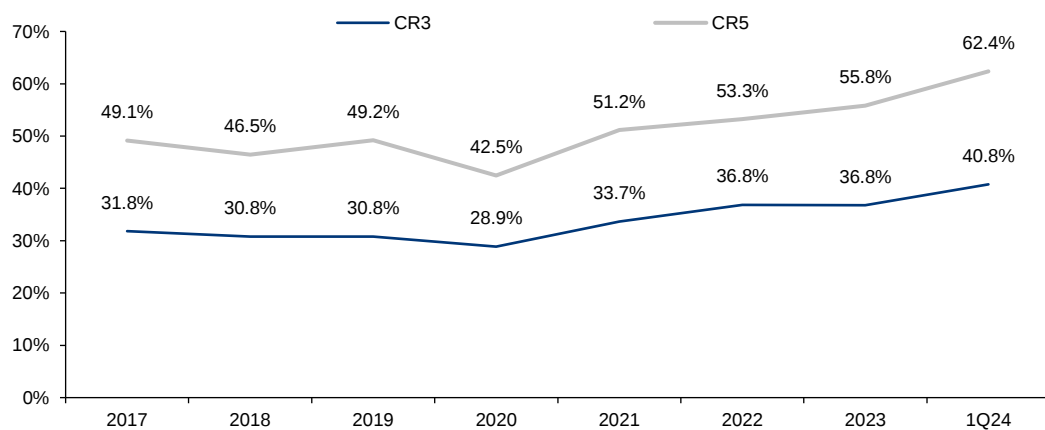
资料来源：鑫椤锂电、华泰研究

图表38：中国三元正极市占率情况



资料来源：GGII、华泰研究

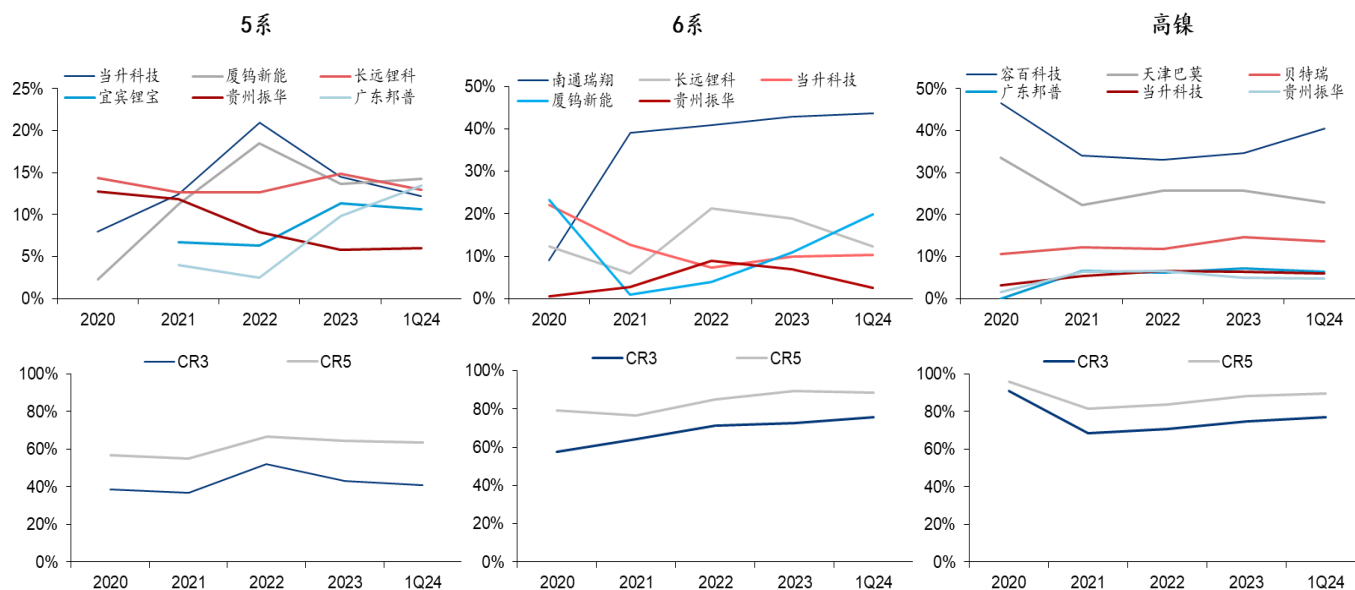
图表39：三元正极行业集中度变化



资料来源：GGII、华泰研究

5系三元格局分散，但技术难度更高的6系/高镍市场集中度较高。5系三元集中度长期较低，格局分散，1Q24 CR5 仅 64%。6系中镍高压以及高镍三元技术难度相对较高，市场较为集中，集中度呈现逐步小幅提升趋势，1Q24 6系/高镍三元 CR5 均达到 89%，CR3 达到 76%/76%，南通瑞翔与容百科技分别在 6 系/高镍三元市场占据绝对领先，1Q24 在对应市场市占率达 44%/40%。

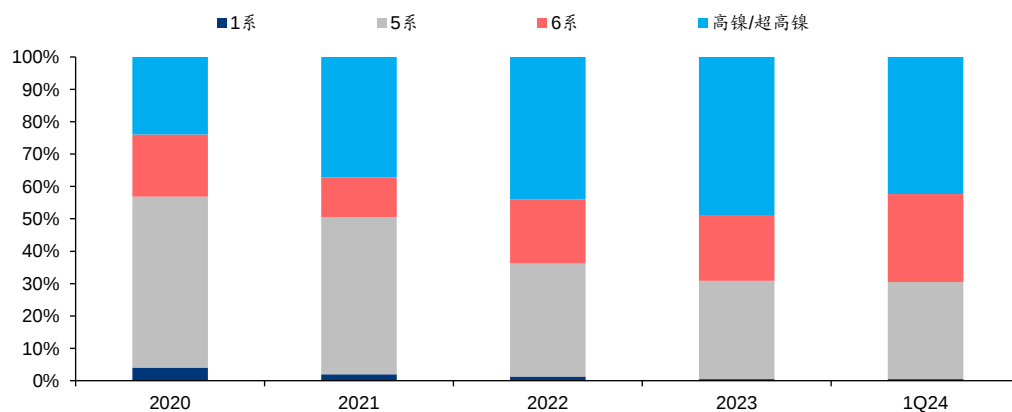
图表40：中国三元正极分产品系列市场格局



资料来源：鑫椤锂电、华泰研究

高镍与中镍高电压为技术趋势，产品升级带动行业集中度提升。为实现更高能量密度，三元正极向高镍或中镍高电压方向迭代趋势明显，24 年 6 系中镍高压表现尤为亮眼。1Q24 末 6 系与高镍三元占比提升至 27%/42%。6 系中镍三元能量密度优于 5 系，后续预计 5 系三元市场占比将进一步被挤压，集中度较高的 6 系/高镍三元占比提升，或将带动三元行业集中度提升。

图表41：国内三元正极产品结构



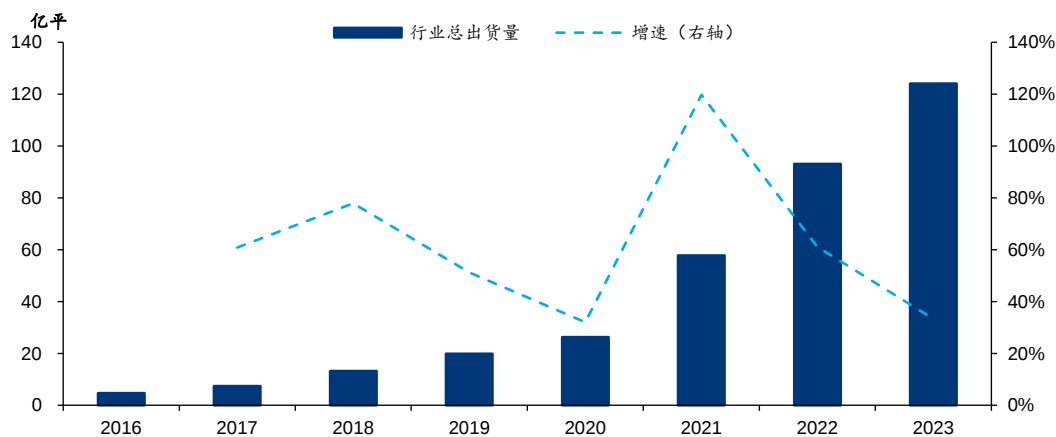
资料来源：鑫椤锂电、华泰研究

隔膜：格局有所松动，龙头份额下滑

国内隔膜市场出货高增，湿法占据隔膜主流

国内隔膜市场出货高增，湿法占据隔膜主流。伴随新能源汽车市场对锂电池需求的快速拉动，锂电隔膜市场也呈现高速发展态势，而由于动力电池行业对能量密度等性能的要求不断提升，湿法隔膜成为主流技术路线。2018-2023 年，湿法隔膜出货量 CAGR 高达 60.0%。

图表42：国内锂电湿法隔膜出货量（单位：亿平）

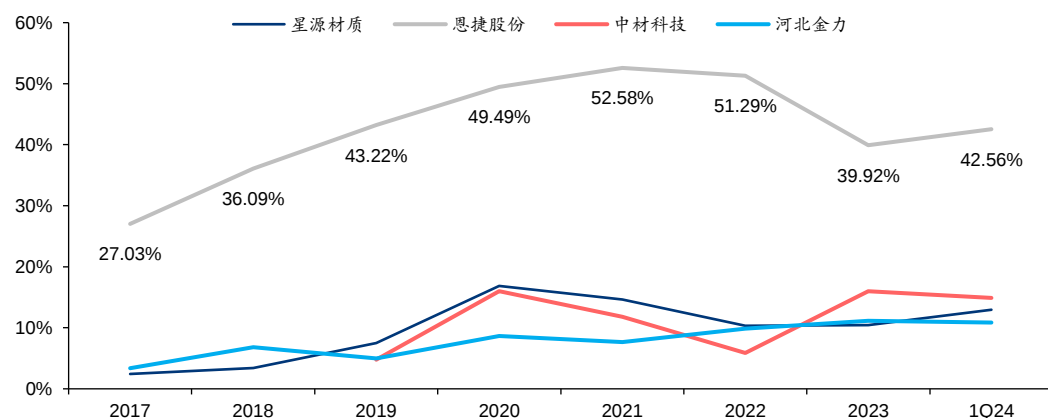


资料来源：高工产研、鑫锂锂电、华泰研究

湿法隔膜市场一超多强，恩捷股份龙头地位稳固

湿法隔膜市场一超多强，恩捷股份领先优势有所收窄。隔膜行业市场集中度较高，恩捷股份市占率遥遥领先于竞争对手，23 年市占率 40%，星源材质、中材科技与河北金力，2023 年市占率分别为 10%/16%/11%，1Q24 恩捷股份与星源材质市占率略有提升，升至 43%/13%。2017-2021 年，恩捷股份市占率持续提升，从 27%提升至 53%，2022 年起由于行业竞争加剧，市占率有所下降，但仍保持领先地位。

图表43：湿法隔膜企业市占率变化情况

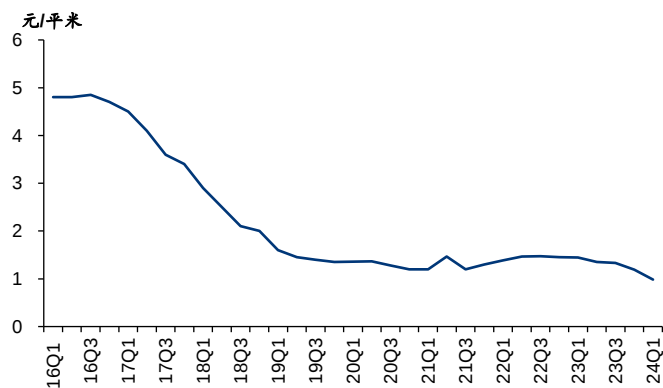


资料来源：公司公告、鑫锂锂电、高工产研、华泰研究

龙头通过盈利能力优势兼并购提升份额，随行业盈利能力收敛市占率下滑

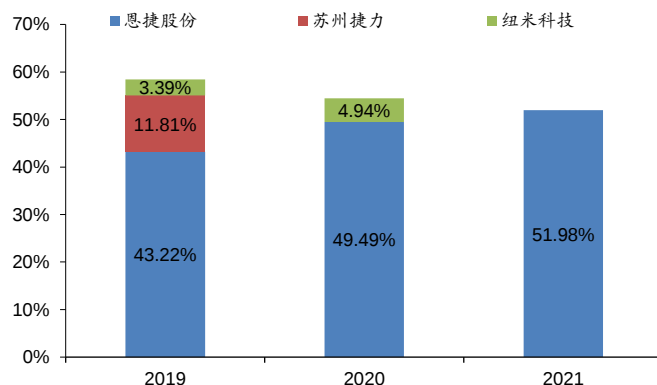
17-19 年恩捷股份凭借较强的盈利能力，扩张自身份额。湿法隔膜为资本密集型行业，恩捷股份通过对产能规模、生产技术、设备工艺以及品质控制的提升，具有较强的成本优势。2016-2019 年湿法隔膜价格不断下行，而恩捷股份凭借自身的成本优势，始终保持较强的盈利能力，毛利率与净利率与其他企业优势显著，如恩捷股份 17-19 年净利率分别为 44.00%/47.78%/44.27%，而同期星源材质净利率分别为 16.90%/34.73%/21.67%，并不断扩张自身的市场份额，市占率从 2017 年的 27.03%上升至 2019 年的 43.22%。

通过并购其他隔膜企业，恩捷股份于 20-21 年进一步提升市场份额。除自身的成本优势之外，恩捷股份还于 2019、2020 年分别收购了苏州捷力与纽米科技。2019 年苏州捷力市占率为 11.81%，2020 年纽米科技市占率为 4.94%，20-21 年恩捷股份的市占率提升主要得益于外生并购。

图表44：9 μ m 湿法基膜价格走势

资料来源：GGII、鑫锂锂电、华泰研究

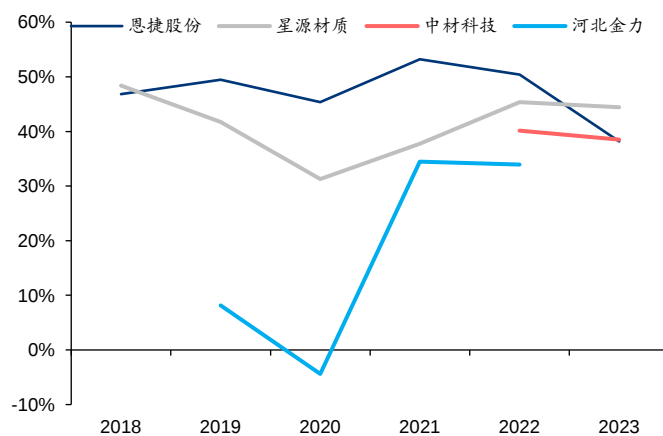
图表45：恩捷股份 2019-2021 年市占率变化情况



资料来源：公司公告、华泰研究

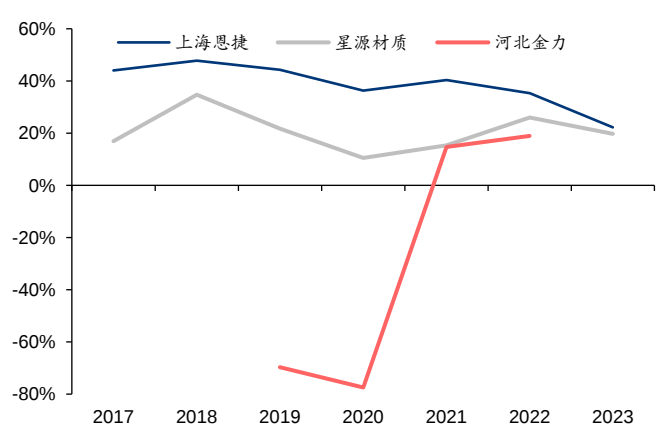
23 年以来行业盈利差距收窄，龙头份额下滑。2023 年，恩捷股份市场份额下滑至 42.44%，主要原因系行业成本与盈利能力差距缩小，龙头优势收窄，二线企业以及新进入者份额提升。24 年以来，龙头积极跟进降价，份额略有回升。

图表46：隔膜企业年度毛利率情况



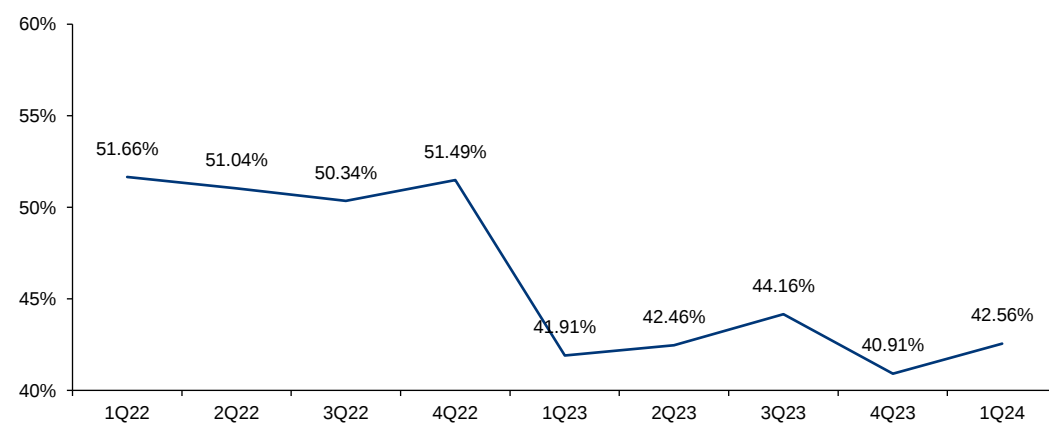
资料来源：华泰研究

图表47：隔膜企业年度净利率情况



资料来源：华泰研究

图表48：2022 年以来恩捷股份分季度份额变化



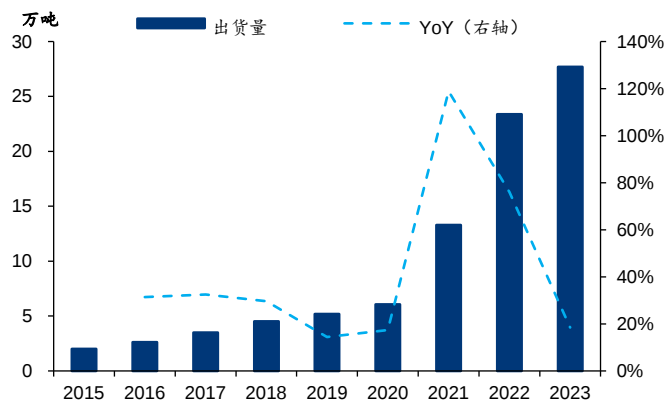
资料来源：鑫锂锂电、华泰研究

箔材：铝箔龙头优势突出，铜箔格局分散

箔材出货增长放缓

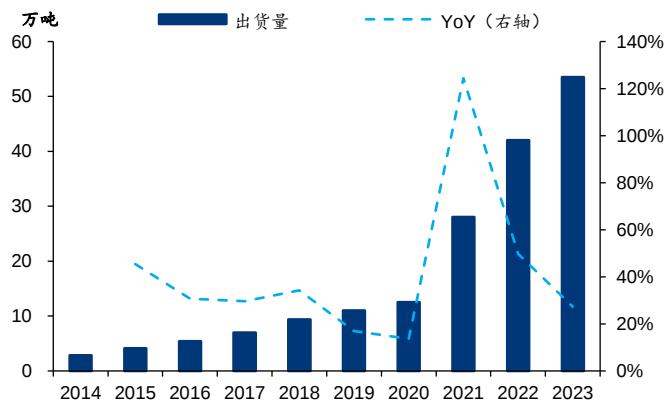
电池铝箔与铜箔出货基本同频，22年以来增速放缓。动力与储能电池增长驱动电池铝箔与铜箔出货增长，21年加速增长，22年以来增速放缓。由于电池能量密度提升，正负极集流体单耗下降，箔材整体增速略低于锂电池行业整体增速。2019-2023年，电池铝箔/铜箔出货量 CAGR 达 44%/42%。

图表49：国内电池铝箔出货量



资料来源：GGII、鑫锂锂电、华泰研究

图表50：国内电池铜箔出货量

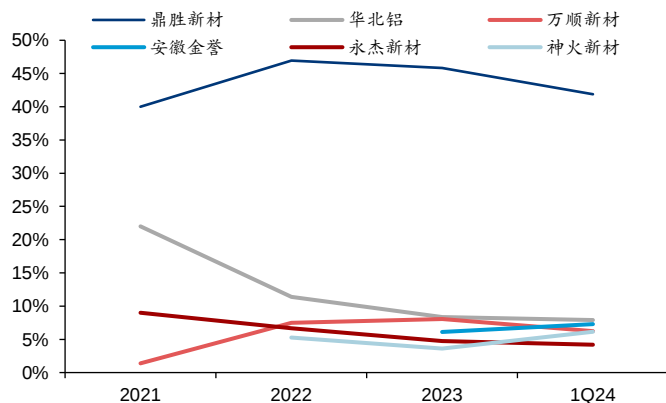


资料来源：GGII、鑫锂锂电、华泰研究

铝箔行业集中度有所下滑，但龙头优势依然显著，铜箔格局长期分散

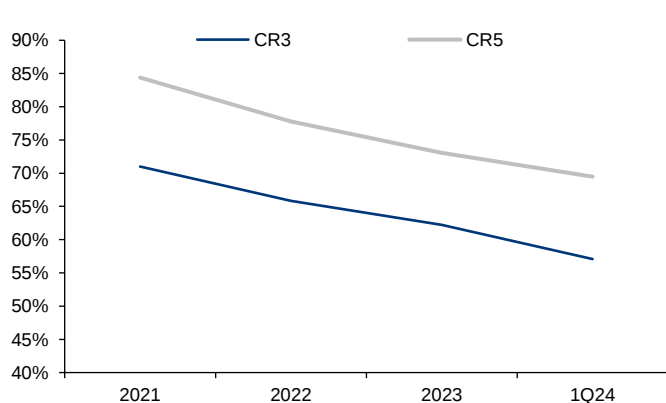
铝箔行业集中度有所下滑，但龙头优势地位仍然显著。铝箔行业 CR3/5 自 2021 年以来持续下降，但龙头鼎胜新材份额优势始终明确，1Q24 行业 CR5 达 69%，其中鼎胜新材市占率达 42%，鼎胜新材凭借客户资源优势以及成本控制优势，市占率长期保持领先。份额第二的华北铝市占率仅有 8%，二线企业份额竞争激烈，差距较小。

图表51：国内电池铝箔格局变化



资料来源：GGII、鑫锂锂电、华泰研究

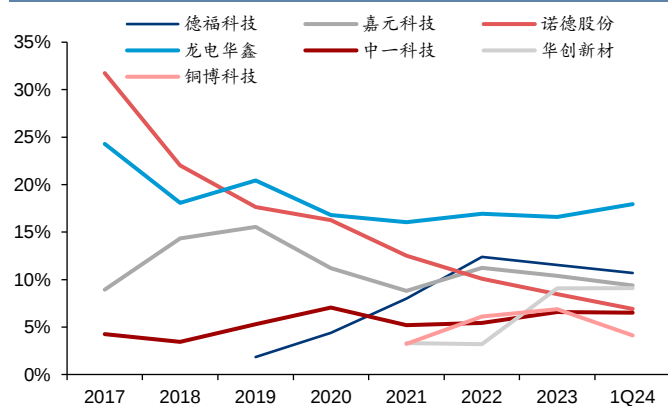
图表52：国内电池铝箔行业集中度



资料来源：GGII、鑫锂锂电、华泰研究

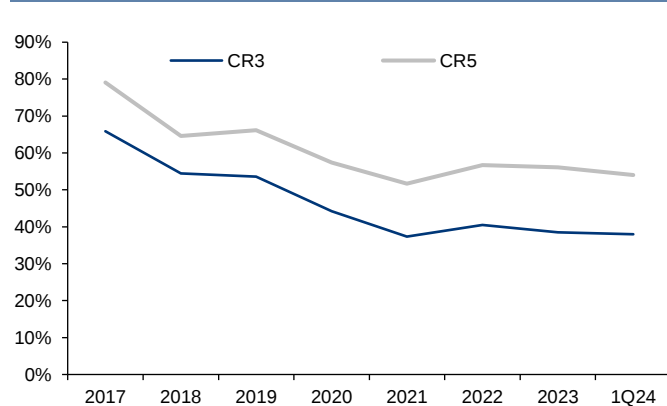
铜箔行业产品与成本差异化较小，行业格局长期分散。1Q24 铜箔行业 CR5 54%，其中龙电华鑫市占率排名第一，市占率 18%，德福科技、嘉元科技与华创新材市占率分别为 11%/9%/9%，差距较小，行业竞争激烈。历史上看，铜箔行业格局长期较为分散，市占率排名变动较为频繁，行业集中度也呈下降趋势，推测可能系产品差异化较小，导致竞争激烈。

图表53：国内电池铜箔格局变化



资料来源：GGII、鑫锂锂电、华泰研究

图表54：国内电池铜箔行业集中度



资料来源：GGII、鑫锂锂电、华泰研究

格局趋于集中，行业内盈利或持续分化

格局趋于集中，龙头盈利优势扩大，行业内盈利预计持续分化。自 22 年行业供需反转以来，锂电材料各环节盈利能力持续承压，成本与客户领先的龙头优势逐渐凸显，24 年以来，锂电材料各环节龙头市占率普遍提升，集中度提升。随着龙头市占率优势扩大，我们预计行业盈利能力差距或将进一步扩大：1) 龙头规模优势扩大，在原材料采购以及生产制造环节的成本控制能力提升；2) 行业产能利用率分化，龙头产能利用率保持高位，而尾部企业产能利用率低位徘徊，折旧成本差距扩大。

磷酸铁锂龙头与负极二线头部企业市占率或仍有提升空间。磷酸铁锂产品差异化程度较小，负极产品差异化程度逐渐缩小，成本成为核心竞争要素。我们认为磷酸铁锂龙头以及负极二线头部企业具备较强的成本竞争力，盈利优势有望保持领先，份额或有望继续提升。

图表 55：报告涉及公司

公司名称	公司代码	公司名称	公司代码	公司名称	公司代码	公司名称	公司代码	公司名称	公司代码
湖南裕能	301358 CH	璞泰来	603659 CH	长远锂科	688779 CH	容百科技	688005 CH	河北金力	未上市
德方纳米	300769 CH	尚太科技	001301 CH	南通瑞翔	未上市	天津巴莫	未上市	苏州捷力	未上市
富临精工	300432 CH	贝特瑞	835185 CH	昆仑新材	未上市	长远锂科	688779 CH	纽米科技	未上市
*ST 保力	300116 CH	杉杉股份	600884 CH	三星 SDI	006400 KS	南通瑞翔	未上市	鼎胜新材	603876 CH
万润新能	688275 CH	中科电气	300035 CH	索尼	SONY US	长远锂科	688779 CH	万顺新材	300057 CH
融通高科	未上市	凯金能源	未上市	LG	373220 KS	振华新材	688707 CH	安徽金誉	未上市
龙蟠科技	603906 CH	瑞泰新材	301238 CH	ATL	未上市	广东邦普	未上市	永杰新材	未上市
国轩高科	002074 CH	新宙邦	300037 CH	东莞凯欣	未上市	宜宾锂宝	未上市	华北铝	未上市
万润新能	688275 CH	珠海赛纬	未上市	尚太科技	001301 CH	星源材质	300568 CH	神火新材	未上市
宁德时代	300750 CH	中化蓝天	未上市	当升科技	300073 CH	恩捷股份	002812 CH	嘉元科技	688388 CH
比亚迪	002594 CH	法恩莱特	未上市	厦钨新能	688778 CH	中材科技	002080 CH	德福科技	301511 CH
诺德股份	600110 CH	龙电华鑫	未上市	中一科技	301150 CH	华创新材	未上市	铜博科技	未上市

资料来源：Bloomberg，华泰研究

风险提示

- 1) **新能源车销量不及预期。**新能源车为锂电池主要需求来源，若受政策以及宏观经济影响，导致销量不及预期，可能恶化供需格局，导致产品价格与企业盈利能力下降。
- 2) **新技术以及新工艺导致行业格局变化。**新技术路线以及生产工艺改良优化降低生产成本，削弱龙头优势，导致行业格局变化。
- 3) **竞争加剧导致盈利能力下行。**若行业产能出清速度慢于预期，竞争激烈，可能导致行业盈利能力不及预期。
- 4) 本研报中涉及到未上市公司或未覆盖个股内容，均系对其客观公开信息的整理，并不代表本研究团队对该公司、该股票的推荐或覆盖。

免责声明

分析师声明

本人，申建国、边文姣、连楷昇，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师申建国、边文姣、连楷昇本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投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（含此期间的股息回报）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，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司