

关税缓和需求小幅向上，固态新技术如火如荼

—— 电动车行业2025年5月策略

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
2025年06月1日

- ◆ **国内4月销量亮眼，车企价格战继续，25年预期30%增长。** 25年4月新能源车销123万辆，同增44%，淡季不淡，同环比+44%/-0.9%，渗透率47.3%，同环比+11.3pct/+4.9pct；1-4月新能源车销量430万辆，同增46%，渗透率42.7%，同增10pct。4月出口20.0万辆，同增76%。25年“以旧换新”政策落地，补贴支持范围扩大，叠加高阶辅助驾驶下沉，电动车价格战，电动化进一步提速，25年销量预期1670万辆，同增30%。
- ◆ **欧美4月销量略超预期，美国政策存不确定性。** 25年4月欧洲主流9国新能源注册量21.73万辆，同环比+31%/-25%，渗透率27%，环比+1.3pct。美国25年4月新能源车销量13万辆，同环比+1%/-17%，渗透率8.7%，同环比-0.7pct/-0.9pct，且共和党提案或将7500美金IRA补贴提前至2025年底结束，短期增长面临不确定，但美国车企加大新车型开发，接力成长。全球看，25年销量预计2055万辆，同增22%，26年预计2448万辆，同增18%，26-30年复合增速维持10-15%。
- ◆ **关税缓和，美国储能恢复发货，行业排产小幅向上，25年需求预期25-30%增长。** 产业链排产3-4月受关税冲击，有所下调，5-6月小幅回暖，美国恢复正常发货，尚未抢装（由于前期已抢装半年），增量来自国内动力和欧洲及新兴市场储能。Q2行业排产环比增10-20%，结构看，二线电池增速好于龙头（二线Q1基数低）。由于需求相对平稳，产业链价格继续底部盘整，碳酸锂跌至近6万/吨，中游加工费短期难再涨，加速产能出清。
- ◆ **固态电池产业链持续突破，进入中试线建设前期。** 固态电池技术聚焦硫化物，近半年产业链发展迅速。电芯端看，比亚迪、国轩高科、一汽集团60Ah车规级电芯已下线，能量密度可达350-400Wh/kg，充电倍率1C，循环寿命1000次，节奏时间早于预期半年左右。工信部项目预计25年底前进行中期审查，目前电池材料体系已定型，原材料性能已达量产要求，核心难点在于电池制造工艺，预计25H2-26H1进入中试线落地关键期，第一波设备陆续到位调试优化，第二波设备预期年底升级改造，固态电池有望进入测试+设备迭代关键期。
- ◆ **投资建议：**行业稳健增长，估值底部，具备业绩支撑，首推格局和盈利稳定龙头电池（宁德时代、比亚迪、亿纬锂能）、结构件（科达利）；并看好具备盈利弹性的材料龙头，首推（湖南裕能、尚太科技、富临精工、天赐材料、天奈科技），其次看好（璞泰来、新宙邦、容百科技、华友钴业、中伟股份、恩捷股份、星源材质等），关注（中科电气、龙蟠科技）等；同时看好固态电池产业方向，关注（厦钨新能、有研新材、纳科诺尔、宏工科技、英联股份等）。
- ◆ **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。



■ 电动车：4月国内销量同比增速亮眼，欧洲销量开始恢复

■ 储能：美国对等关税缓和，短期发货恢复，长期不乐观

■ 产业链：排产小幅向上，价格底部盘整

■ 新技术：固态电池技术聚焦，产业化进展加快

■ 产业链及核心公司更新

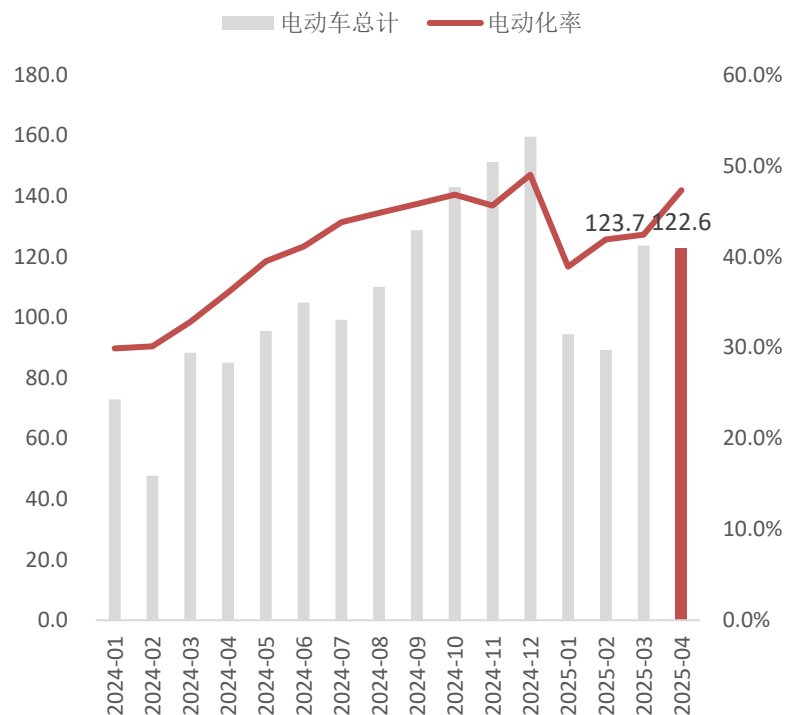
■ 投资建议与风险提示

电动车：4月国内销量同比增速亮眼，欧洲销量开始恢复

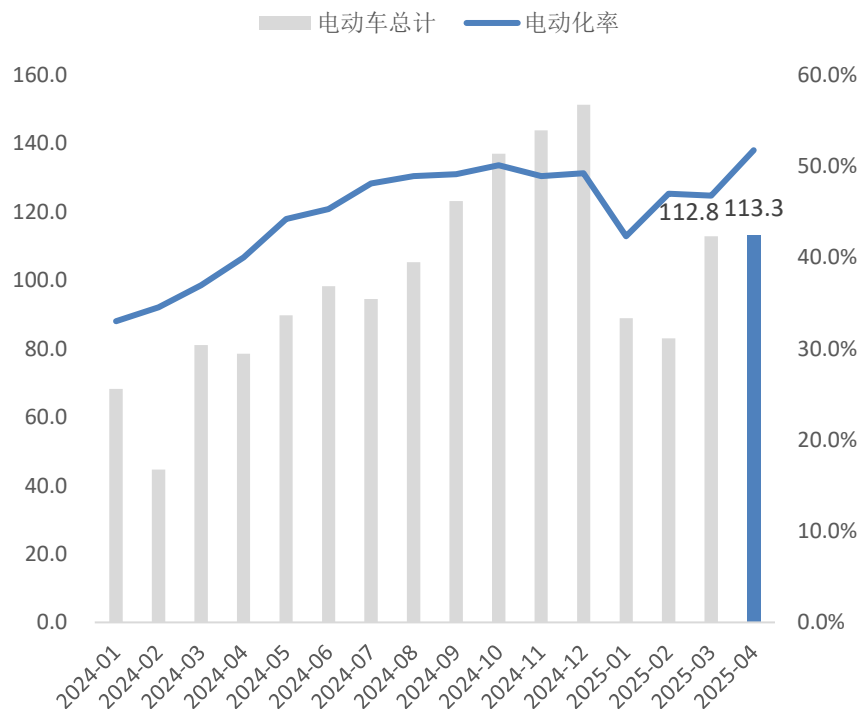
国内：25年4月销123万辆，同增44%，渗透率47.3%

- ◆ **政策刺激+本土需求拉动，25年4月新能源车销123万辆，同增44%，淡季不淡。**根据中汽协数据，25年4月国内新能源车销量123万辆，同环比+44%/-0.9%，渗透率47.3%，同环比+11.3pct/+4.9pct；1-4月新能源车销量430万辆，同增46%，渗透率42.7%，同增10pct。
- ◆ **25年4月新能源乘用车销113.3万辆，同增40%。**根据乘联会口径，25年4月国内电动乘用车批发销量113.3万辆，同环比+40%/+0.3%，渗透率52%，同环比+12pct/+5pct，零售90.5万辆，同环比+34%/-9%，渗透率49.5%，同环比+8pct/+1pct。1-4月批发销量398万辆，同增42%，零售332万辆，同增36%。

图：国内电动车总销量（万辆，中汽协口径）



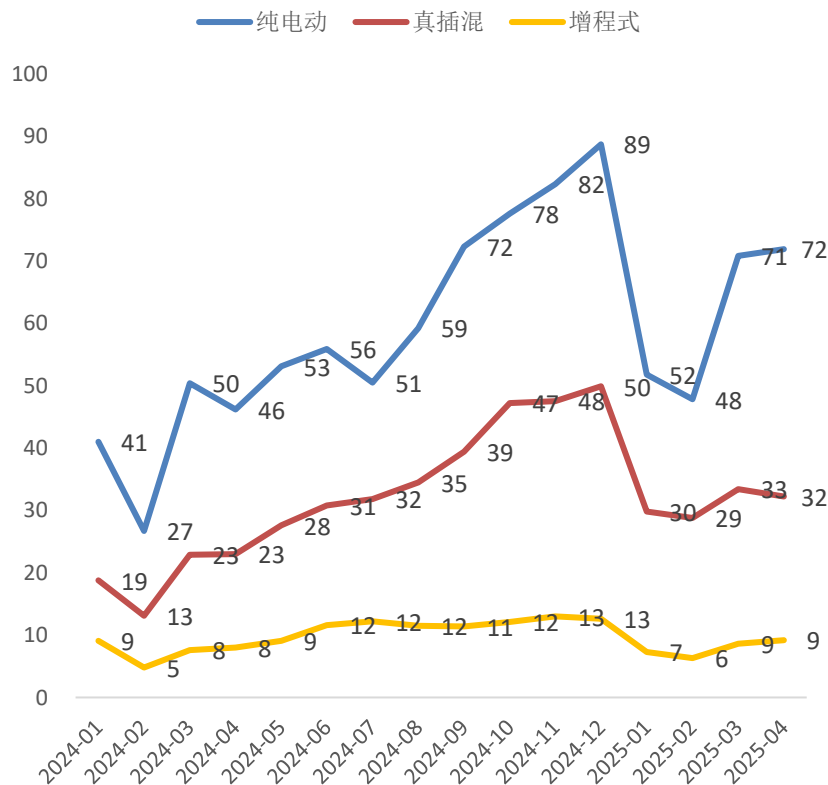
图：国内电动乘用车月度批发销量（万辆，乘联会口径）



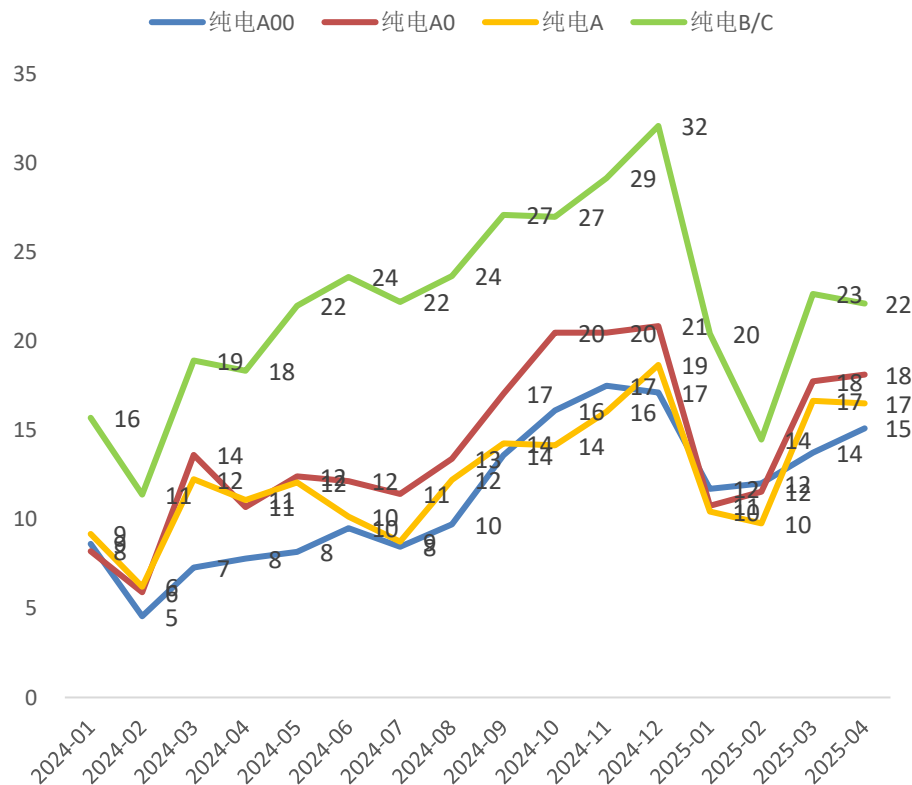
国内：25年4月插电同增40%，纯电占比上升至63%

- ◆ **25年4月纯电占比上升，纯电贡献主要增量。** 25年4月国内纯电销72万辆，同环比+56%/+2%，占比63%，同增3.6pct；插电式混动汽车销32万辆，同环比+40%/-4%，占比28%，同减1.4pct；增程式混动汽车销9万辆，同环比+15%/+7%，占比8%，同减2pct。1-4月纯电销242万辆，同增47%，占比61%，同增4pct；插电式混动汽车销124万辆，同增60%，增程式混动汽车销31万辆，同增6%。

图：乘联会分车型销量（单位：万辆）



图：乘联会纯电分车型销量（单位：万辆）

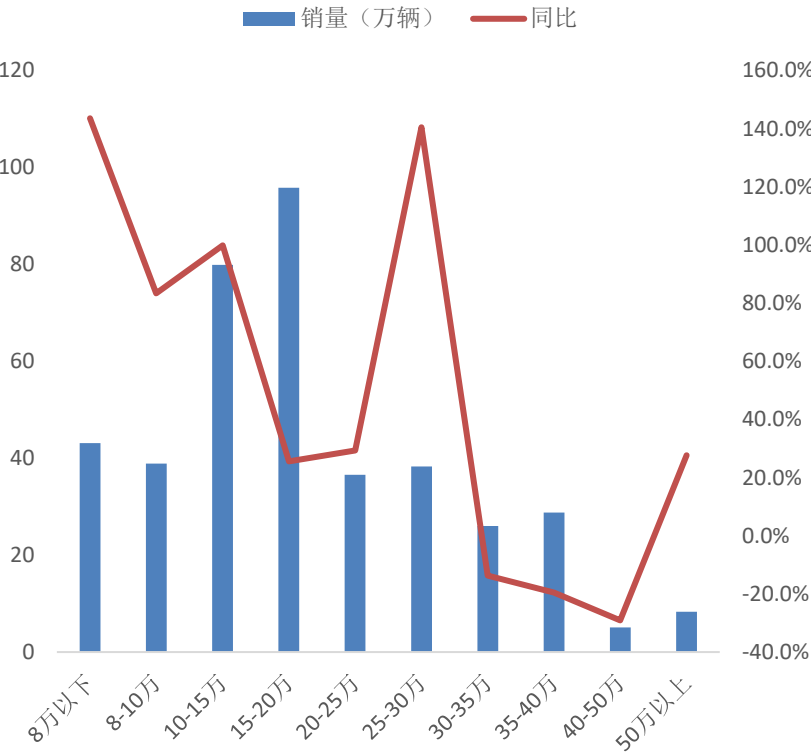


国内：低端化趋势明显，8万元以下销量同增显著



◆ 分价格带看，10-15万元区间增量明显，8万元以下区间增速最快，30-50万元区间销量同比下滑。25年1-4月8万元以下销量43.1万辆，同增143.6%；8-10万元销量38.9万辆，同增83.4%；10-15万元销量79.9万辆，同增99.9%；15-20万元销量95.8万辆，同增25.6%；20-25万元销量36.6万辆，同增29.3%；25-30万元销量38.3万辆，同增140.5%；30-35万元销量26.0万辆，同减13.7%；35-40万元销量28.8万辆，同减19.5%，40-50万元销量5.1万辆，同减29.1%；50万元以上销量8.3万辆，同增27.7%。

图：25年1-4月新能源乘用车各价格区间销量及增长率（万辆）



图：25年4月乘用车零售价格分布

乘联数据	2025年4月乘用车零售价格分布						较24年4月变化					
	2025					2025 汇	2024					2024 汇
	常规	混合动力	狭义插混	增程式	纯电动	总	常规	混合动力	狭义插混	增程式	纯电动	总
40万以上	4.0%	2.8%	0.5%	15.1%	1.4%	3.2%	-2.0%	2.8%	-0.7%	-14.0%	-1.4%	-2.1%
30-40万	10.7%	20.0%	12.9%	19.7%	3.2%	9.5%	0.0%	-1.9%	3.2%	-23.0%	-6.7%	-2.7%
20-30万	9.3%	35.3%	11.9%	40.4%	20.1%	15.8%	-2.8%	-7.0%	-7.8%	35.6%	-3.0%	-1.2%
15万-20万	24.3%	20.8%	13.6%	15.0%	13.8%	18.8%	2.3%	12.0%	4.4%	-5.5%	-7.5%	-0.7%
10-15万	33.9%	21.1%	46.7%	8.4%	30.0%	32.7%	-3.1%	-0.6%	-9.6%	8.4%	9.3%	-0.3%
5-10万	16.8%	0.0%	14.4%	0.0%	19.0%	15.6%	5.4%	-5.2%	10.6%	-3.0%	2.8%	4.6%
5万以下	1.0%	0.0%	0.0%	1.3%	12.4%	4.5%	0.2%	0.0%	0.0%	1.3%	6.5%	2.5%
总计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
乘联数据	2025年3月乘用车零售价格分布						较24年3月变化					
	2025					2025 汇	2024					2024 汇
	常规	混合动力	狭义插混	增程式	纯电动	总	常规	混合动力	狭义插混	增程式	纯电动	总
40万以上	56.4%	3.8%	2.4%	23.5%	14.0%	100.0%	-3.3%	3.8%	-0.8%	0.1%	0.2%	
30-40万	49.6%	9.2%	20.2%	10.2%	10.9%	100.0%	4.2%	1.7%	9.4%	-4.6%	-10.7%	
20-30万	26.1%	9.7%	11.1%	12.5%	40.5%	100.0%	-10.9%	-0.6%	-4.5%	11.3%	4.7%	
15万-20万	57.0%	4.8%	10.8%	3.9%	23.5%	100.0%	-1.4%	3.0%	4.4%	-0.5%	-5.4%	
10-15万	45.6%	2.8%	21.1%	1.3%	29.2%	100.0%	-12.2%	0.1%	-1.8%	1.3%	12.7%	
5-10万	47.6%	0.0%	13.7%	0.0%	38.8%	100.0%	-6.1%	-2.0%	9.0%	1.1%	0.2%	
5万以下	10.1%	0.0%	0.0%	1.5%	88.4%	100.0%	-11.1%	0.0%	0.0%	1.5%	9.6%	
总计	44.1%	4.4%	14.8%	4.9%	31.8%	100.0%	-7.7%	0.2%	1.3%	0.7%	5.5%	

◆ 2025年4月，国内头部自主品牌和新势力车企继续保持强劲增长态势。受国内以旧换新政策刺激，叠加车企新车型推动，自主品牌中，吉利、奇瑞销量同增亮眼，新势力中，小鹏零跑等销量同增亮眼，25年目标销量均为40%+以上增长。

表：主流车企新能源车月度销量（万辆）

车企	4月销量	本月同比	本月环比	1-4月销量	累计同比	市场份额
比亚迪	38.0	21.4%	0.7%	138.1	47.1%	32.1%
吉利汽车	15.3	118.3%	4.3%	55.0	114.5%	12.8%
上汽集团	12.1	71.8%	2.1%	37.7	38.3%	8.8%
长安汽车	6.2	17.8%	-28.9%	25.6	39.9%	6.0%
特斯拉	5.8	-6.0%	-25.8%	23.1	-18.3%	5.4%
奇瑞汽车	6.1	91.4%	-1.3%	22.3	151.7%	5.2%
东风汽车	7.5	30.1%	35.3%	21.2	-9.8%	4.9%
小鹏汽车	3.5	273.1%	5.5%	12.9	313.4%	3.0%
零跑汽车	4.1	173.5%	10.6%	12.9	165.6%	3.0%
理想汽车	3.4	31.6%	-7.5%	12.7	19.4%	2.9%
小米汽车	2.9	-	-2.3%	10.4	-	2.4%
广汽集团	3.5	30.7%	3.4%	9.8	5.7%	2.3%
一汽集团	2.8	14.2%	1.0%	9.6	24.6%	2.2%
长城汽车	2.9	28.7%	14.5%	9.1	12.2%	2.1%
北汽集团	2.3	56.4%	-27.6%	8.9	90.8%	2.1%

分车型：爆款车型持续推动，25年起量贡献主要增量

- ◆ **纯电车型中，比亚迪海狮05、比亚迪秦L等车型快速起量，销量环增亮眼。** 25年4月海狮05、秦L等车型持续增长，大多数车型销量下降。吉利星愿销量排行第一，销售3.6万辆，环减0.02%；比亚迪海狮05销量0.9万辆逐步起来，环增1042%。
- ◆ **插电车型中，比亚迪王朝系列、银河系列、腾势D9销量表现亮眼。** 25年4月比亚迪秦L销量排行第一，销售1.7万辆，环减14.7%，比亚迪秦PLUS、腾势N9、GL8等车型增速亮眼。

表：新能源纯电主流车型月度销量（万辆）

纯电动品牌	202504	环比	25年1-4月	同比
星愿	3.6	-0.02%	11.7	-
比亚迪海鸥	3.3	0.2%	11.1	18%
五菱宏光mini	2.9	-24%	11.3	95%
小米SU7	2.9	-2%	10.4	1250%
Model Y	2.0	-56%	10.3	-21%
小鹏MONA MO3	1.3	-25%	6.2	-
熊猫mini	1.3	-12%	4.5	56%
比亚迪元PLUS	1.2	-37%	5.1	-26%
长安Lumin	1.2	-8%	4.3	20%
五菱缤果	1.2	-18%	4.7	-2%
比亚迪秦PLUS	1.0	-23%	3.9	-25%
比亚迪海豚	0.9	-18%	3.2	-35%
比亚迪元UP	0.9	-44%	4.1	322%
Model 3	0.9	-64%	6.2	64%
比亚迪海狮05	0.9	1042%	1.0	-
蔚来ET5	0.8	88%	1.9	11%
比亚迪秦L	0.8	422%	0.9	-
比亚迪宋PLUS	0.8	-34%	3.4	9%
深蓝S05	0.7	-3%	2.3	-
AION Y	0.7	-22%	2.9	-27%

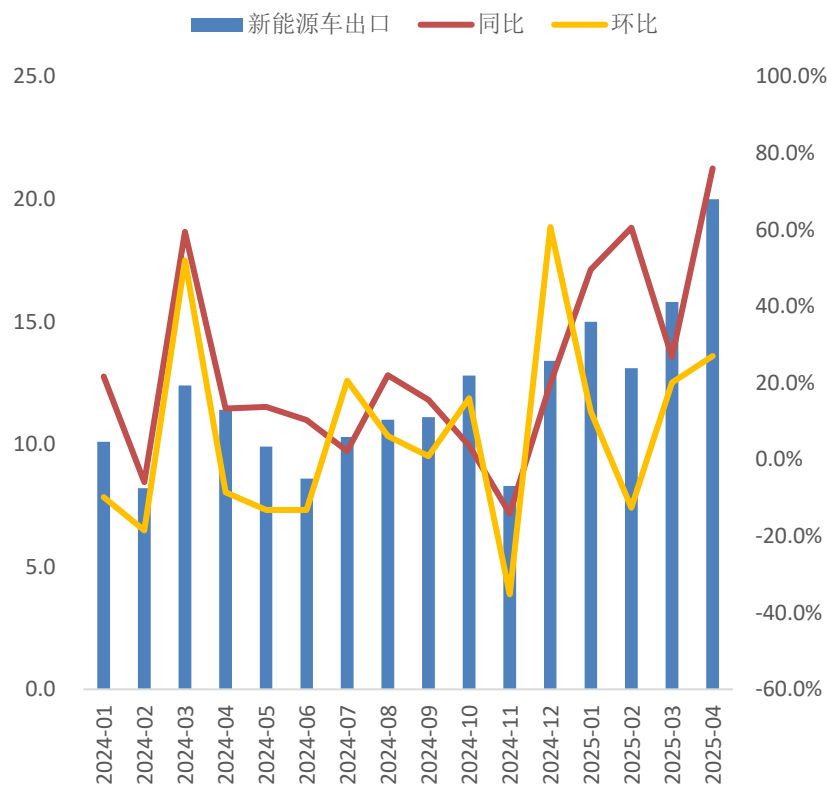
表：新能源插混主流车型月度销量（万辆）

插电品牌	202502	环比	25年1-4月	同比
比亚迪秦L	1.7	-14.7%	6.9	-
比亚迪秦PLUS	1.5	10.0%	5.6	-44.4%
比亚迪宋Pro	1.4	-30.3%	6.6	-16.1%
比亚迪海豹06	1.4	-16.9%	5.8	-
比亚迪宋L	1.0	-8.4%	4.1	-
比亚迪宋PLUS	1.0	-15.7%	4.5	-42.0%
腾势D9	0.8	-5.7%	3.3	21.7%
比亚迪汉	0.7	28.2%	3.3	16.0%
银河星舰7	0.7	-16.3%	3.7	-
比亚迪唐	0.6	-13.6%	2.5	-25.7%
银河L6	0.5	-28.2%	1.9	23.8%
驱逐舰05	0.5	-29.9%	3.1	-41.2%
豹5	0.5	-19.3%	1.6	30.5%
哈弗猛龙	0.5	-13.1%	1.9	70.8%
腾势N9	0.4	149.1%	0.6	-
风云T9	0.4	-22.3%	1.6	-
梦想家	0.4	-0.3%	1.6	66.6%
GL8	0.4	130.1%	0.9	-
蓝山	0.4	-3.0%	1.4	52.8%
比亚迪夏	0.4	30.3%	1.2	-

国内：4月新能源车出口20.0万辆，同增76%，超预期

- ◆ **25年4月新能源车出口同增76%。**根据中汽协数据，25年4月新能源车出口20.0万辆，同增76%；根据乘联会数据，4月新能源乘用车出口18.9万辆，同环比+44%/+32%。4月特斯拉出口3.0万辆，同降3%；比亚迪出口7.2万辆，同增77%，4月出口显著上升。

图：国内电动车出口情况（万辆）



表：国内25年4月新能源车企出口量（万辆）

车企	202504	同比	环比	25年1-4月	累计同比
比亚迪	7.2	77%	8%	27.3	97%
特斯拉中国	3.0	-3%	532%	6.8	-43%
奇瑞汽车	2.1	395%	30%	5.7	325%
沃尔沃亚太	0.7	-64%	122%	1.7	-73%
上汽通用五菱	0.7	243%	19%	2.0	107%
吉利汽车	0.7	197%	-23%	2.4	170%
零跑汽车	0.6	-	62%	1.4	-
上汽乘用车	0.6	-4%	-24%	2.0	-31%
光束汽车	0.5	-	14%	0.9	-
极星汽车	0.4	176%	73%	1.0	53%
小鹏汽车	0.4	266%	19%	1.1	330%
长城汽车	0.4	82%	18%	1.2	71%
东风汽车	0.4	169%	58%	1.2	517%
长安汽车	0.3	1%	46%	1.4	43%
一汽红旗	0.2	11418%	74%	0.4	449%

◆ 主流车企于4月份密集发布新车型，价格战依然是主旋律，支撑25年销量高增长。新势力方面，小鹏4月发布X9车型，内地7天大定超6000台；零跑新发B10，上市1小时内大定订单突破1万台。自主车企方面，比亚迪新发汉L、唐L等车型。

表：主流车企新车型情况

车企名称	新车型	价格区间	上市时间	车型亮点	订单量
比亚迪	海狮 06 DM-i	17-20 万元	2025 年第三季度	搭载第五代 DM 混动技术，亏电油耗低至 4.2L/100km，综合续航超 1300km	/
蔚来	萤火虫	11.98-12.58 万元	2025 年 4 月 19 日	支持换电模式，高强度钢与铝合金车身，支持城市快速路、高速 NOA 及离车泊入等功能	上市1小时订单超千台
小鹏	X9	35.98-41.98万元	2025 年 4 月 15 日	全系标配主动后轮转向，最小转弯半径 5.4 米；回归纯视觉智驾方案；新增过道版零重力座椅	内地7天大定超6000台
理想	MEGA Ultra 智驾焕新版	52.98-55.98万元	2025 年 4 月 23 日	Ultra 版升级辅助驾驶系统；基于 800V 平台，5C 麒麟电池支持充电 12 分钟续航 500 公里，车身扭转刚度 44000 牛米 / 度，安全性能突出	接近1万辆
问界	M8	36.8万元起	2025年4月16日	中大型增程式SUV；搭载华为乾崮ADS高阶智驾系统	预售6小时订单突破2.1万台
比亚迪	汉L	27-35万元	2025年4月初	基于超级e平台；全系标配云辇-C智能悬架、天神之眼B智驾系统	/
比亚迪	唐L	28-36万元	2025 年4月初	基于超级e平台；全系标配云辇-C智能悬架、天神之眼B智驾系统	/
零跑	B10	10.98万元起	2025 年4月10日	搭12万级首款搭载激光雷达车型；CLTC续航最高600km；搭载高通8650智驾芯片	上市1小时内大定订单突破1万台
广汽埃安	昊铂 HL	26.98 万 - 31.98 万元	2025 年 4 月 12 日	搭载星灵智行 ADiGO GSD 高阶智驾系统，配备激光雷达、Orin-X 芯片，算力 254TOPS	上市首月订单破1.2 万辆
方程豹	钛 3	13.38 万 - 19.38 万元	2025 年 4 月 16 日	双电机四驱版百公里加速 4.9 秒，搭载无人机系统支持航拍	上市首月销量3048 辆
零跑	B10	9.98 万 - 12.98 万元	2025 年 4 月 10 日	标配高通 8295 芯片和激光雷达智驾系统，续航最高 600 公里，快充 30%-80% 仅需 19 分钟	上市首月交付10000 辆

- ◆ **商用车同比50%+增长。**乘联会口径，25Q1电动商用车销16万辆，同+66%，电动化率20%，其中出口2.3万辆，同比+230%。3月电动商用车销7.8万辆，同环比+50%/+56%，电动化率22.3%，进一步提升。24年电动车商用车销60.7万辆，同比+71%，预计25年超90万辆，同比增50%。
- ◆ **卡车电动化率提升空间广阔、重卡引领。**新能源卡车Q1销8.5万辆，同+94%，渗透率14%，其中中重卡销3.1万辆，同+174%，渗透率19%。全年看新能源卡车销量有望实现60%-80%增长至50万辆，其中重卡预计翻番增长至17万辆，电动化率超25%。

表：乘联会商用车销量（辆）

车型	2025年3月				2025年1-3月			
	本期	同期	同比增长	新能源渗透率	本期	同期	同比增长	新能源渗透率
新能源商用车	78047	51896	50.39%	22.29%	159998	96351	66.06%	20.18%
卡车	42264	23739	78.04%	15.69%	85354	43901	94.42%	13.95%
中重卡	15433	5494	180.91%	19.82%	31289	11424	173.89%	18.58%
轻卡	16505	8633	91.18%	19.52%	31883	15213	109.58%	16.96%
微卡	8206	8794	-6.69%	10.71%	17382	15195	14.39%	9.62%
皮卡	2120	818	159.17%	6.99%	4800	2069	132.00%	6.40%
客车	35783	28157	27.08%	44.28%	74644	52450	42.31%	41.32%
大中客	2056	1199	71.48%	41.66%	6379	4975	28.22%	48.68%
轻客	28401	24145	17.63%	61.95%	58169	40985	41.93%	59.08%
微客	5326	2813	89.34%	17.74%	10096	6490	55.56%	14.61%

国内：25年销量预计超1670万辆，同增30%

- ◆ **25年国内电动车销量预计1670万辆，同增30%。**25年国内汽车“以旧换新”政策落地，补贴支持范围扩大，叠加高阶辅助驾驶下沉，25年销量预期超1670万辆，同增30%。

图：国内25年销量月度预测（万辆）

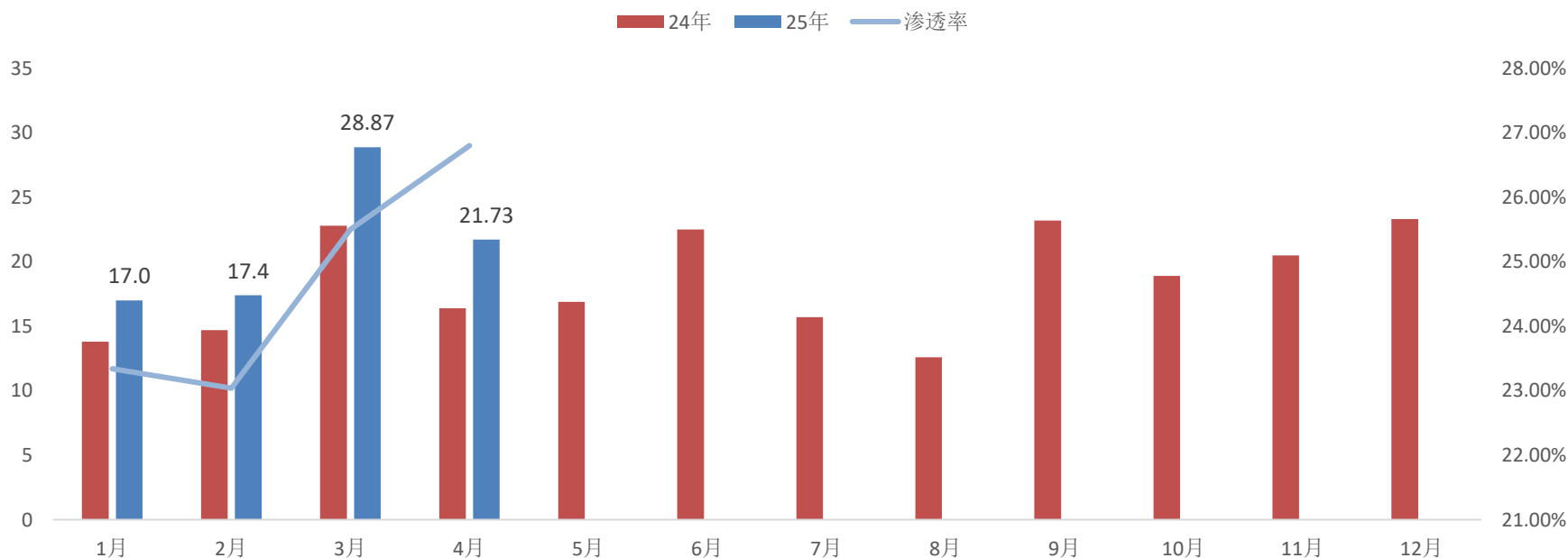
		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	合计
2024年	销量	72.9	47.7	88.3	85.0	95.5	104.9	99.1	110.0	128.7	143.0	151.2	159.6	1,285.9
	同比	79%	-9%	35%	34%	33%	30%	27%	30%	42%	50%	47%	34%	36%
2025年 (乐观)	销量	94	89	124	123	139	153	148	151	166	188	199	219	1,836
	同比	29%	87%	40%	44%	45%	46%	50%	37%	29%	31%	32%	37%	43%
2025年 (中性)	销量	94	89	124	123	126	139	135	137	151	171	181	199	1,670
	同比	29%	87%	40%	44%	32%	32%	36%	25%	17%	19%	20%	25%	30%
2025年 (悲观)	销量	94	89	124	123	114	125	121	124	136	154	163	179	1,503
	同比	29%	87%	40%	44%	19%	19%	22%	12%	6%	8%	8%	12%	17%

		Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2024年	销量	208.9	285.4	337.8	453.8	1,285.9
	同比	32%	32%	34%	43%	36%
2025年 (乐观)	销量	307.3	414.3	465.7	606.2	1,836.5
	同比	47%	45%	38%	34%	43%
2025年 (中性)	销量	307.3	387.8	423.3	551.1	1,669.5
	同比	47%	36%	25%	21%	30%
2025年 (悲观)	销量	307.3	361.3	381.0	496.0	1,502.6
	同比	47%	27%	13%	9%	17%

欧洲：4月主流9国销量同增31%，略超预期

- ◆ **欧洲市场25年4月销量继续向上增长。**25年4月欧洲主流9国新能源注册量21.73万辆，同环比+31%/-25%，渗透率27%，环比+1.3pct。
- ◆ **分国家看，德国已消化补贴退坡影响，增长明显恢复。**德国4月销售6.99万辆，同环比+56%/+1%。法国4月销3.51万辆，同环比-2%/-6%。英国4月销3.86万辆，同环比+16%/-63%。25年4月英法德三国合计销售14.36万辆，占主流9国66%销量，其余国家销量较平淡。

图：欧洲主流九国电动车销量（万辆）&渗透率（右，%）



- ◆ **特斯拉销量同比下滑明显，本土车企有所回升。** 特斯拉25年3月在欧销售2.7万辆，同环比-31%/+73%；1-3月累计销量5.3万辆，同比-39%。欧洲本土品牌25年3月销售20.4万辆，同环比+30%/+41%；1-3月累计销量49.5万辆，同比+31%。
- ◆ **中国品牌同比上升明显。** 中国品牌25年3月在欧销售5.4万辆，同环比+35%/+74%；1-3月累计销量11.9万辆，同比+22%。

图：欧洲分车企销量（万辆）及市占率（%）

欧洲新能源车销量	25M1-3销量(台)	同比	2025M3销量(台)	环比	同比
中国品牌出口	119,086	22%	54,429	74%	35%
欧洲本土品牌	494,817	31%	204,228	41%	30%
特斯拉	52,648	-39%	27,174	73%	-31%
其他品牌	154,314	22%	67,452	61%	18%
欧洲整体销量	820,865	19%	353,283	51%	20%
中国品牌分车企新能源车销量	25M1-3销量(台)	同比	2025M3销量(台)	环比	同比
吉利	59,941	-6%	24,787	47%	-8%
比亚迪汽车	27,330	259%	14,078	113%	377%
上海汽车工业(集团)总公司	18,827	-17%	8,846	97%	-4%
奇瑞集团	3,896	24250%	3,044	381%	101367%
小鹏汽车	3,384	225%	1,421	37%	210%
零跑汽车	3,012	1818%	1,284	44%	2468%
赛力斯集团	348	770%	245	302%	1785%
东风汽车公司	860	306%	231	-30%	261%
长城汽车股份有限公司	748	7%	202	25%	-43%
中国第一汽车集团有限公司	188	1%	86	12%	-18%
欧洲品牌分车企新能源车销量	25M1-3销量(台)	同比	2025M3销量(台)	环比	同比
大众集团	227,029	74%	97,206	51%	84%
宝马集团	80,063	24%	31,940	32%	22%
Stellantis	79,804	-8%	31,729	26%	-15%
梅赛德斯-奔驰集团	58,068	-13%	23,727	44%	-18%
雷诺	49,001	71%	19,286	35%	66%
Ferrari	601	9%	266	56%	9%
其他品牌分车企新能源车销量	25M1-3销量(台)	同比	2025M3销量(台)	环比	同比
丰田集团	28,704	58%	11,790	44%	34%
塔塔集团	13,721	-17%	7,207	196%	-13%
日产	8,019	-2%	3,143	35%	-13%
马自达	5,378	6%	2,765	98%	43%
三菱	1,835	-32%	1,010	127%	-22%

◆ **新平台新车型多集中于25H2推出。**2024年以欧洲为主的海外市场面临较大挑战，尤其在特斯拉和中国车企的激烈竞争压力下，欧洲车企的电动化战略逐渐回归务实。预计2025-2026年将迎来新车发布高峰期，Stellantis将率先推出新车型，而大众、现代起亚、雷诺日产、宝马及奔驰将在2025年下半年发布全新纯电动平台及相关车型。我们预计到2026年，伴随新车周期的到来，销量将出现明显回升。

图：欧洲车企新平台及新车型梳理

车企	电动化战略及新车进度
大众	2025年经济型车型多数需25H2上市：到2025年底，在西班牙生产四款售价低于25,000欧元的小型汽车，包括大众 ID.2、Cupra Raval、斯柯达 Epiq和大众 ID.2 SUV。其中ID.2将于24年底发布。并计划推一款低于2万欧元电动车，于2027年上市。大众CEO表示25年电动化率有挑战，更看好26年电动化率。 延期SSP平台15-33个月，主要由于软件等方面原因。SSP平台在整个集团内首先将在奥迪上使用，电动奥迪A4预计将在2028年底推出。电动版高尔夫 (ID.Golf) 预计在2029年秋季开始生产。Trinity (是一款全新开发的紧凑型SUV，具有较长的续航里程) 将于2032年底开始生产 (原计划2026年) 。
Stellantis	引进零跑欧洲销售，24Q4开始发力：零跑国际于24年9、10月在欧洲国家销售零跑T03和C10 SUV两款电动车型，二者起售价分别为18900欧元和36400欧元。T03最初从中国进口，也将在欧洲的 Stellantis 波兰 Tychy 工厂组装。此外，10月巴黎车展零跑B10亮相。有逾200家欧洲经销商启动了零跑汽车产品在欧洲的销售。 STLA平台24H2开始发力：24年推出众多基于STLA的首批产品。其中STLA Medium中型平台：已推出标致3008和5008，且即将推出欧宝Grandland (纯电紧凑SUV)，标致E-408改款上市 (4.3万欧)，还将发布C4、C5。全新3008订单那7.5万辆，纯电占比25%。智能汽车平台：雪铁龙C3 Aircross和Basalt、欧宝Frontera，以及菲亚特Grande Panda。雪铁龙C3今年9月开始向经销商批售，订单5万，纯电50%。
雷诺	25-26年2款小车发力：紧凑型电动汽车R4 E-Tech在2024巴黎车展首次亮相，将于25H1开始销售，预计售价将低于3.5万欧元。并计划在26H1推出2万欧元的Twingo E-Tech纯电动汽车。
现代起亚	起亚：24H2突出EV3，售价3.6万欧。EV2售价或低于2万美元，计划25-26年欧洲上市。 现代：24年6月在欧洲推出Instar EV，起价不到2.75万美元，成为欧洲市场上最经济实惠的电动车之一。
宝马	全新平台Neue Klasse 25H2上市：第一款车型代号NA5的SUV，是宝马首款采用第六代圆形电池的车型，与现有的第五代棱柱电池相比将提高30%的续航里程和充电速度，能量密度提高超过20%；其次会是一款四门轿车。宝马将在匈牙利的Debrecen建立一家新工厂，该车将于2025年下半年在欧洲上市销售。
奔驰	25年底推出MMA平台，但该平台纯电、燃油可同时使用：暂停了MB.EA中型平台和MB.EA大型平台的研发，继续沿用EVA2。但坚定推进MMA (紧凑型电动车)、MB.AMG (跑车) 和MB.VAN (商用车) 平台的研发。MMA平台将同时支持电动和燃油动力系统，覆盖了20-40万左右走量的车型。全新奔驰C级轿车将基于该平台首款车型，25年底发布，26年上市。

◆ **欧洲25年预计销量352万辆，同比增长20%。**2024年全年欧洲电动车销量292万辆，同增1%。但25年为欧洲碳排放考核节点，此外欧洲车企新平台25H2开始推出，铁锂电池预计也同期开启渗透，因此我们预计25-26年销量将改善，25年销量预计352万辆，同增20%，26年销量将继续增长。

图：欧洲25年销量月度预测（万辆）

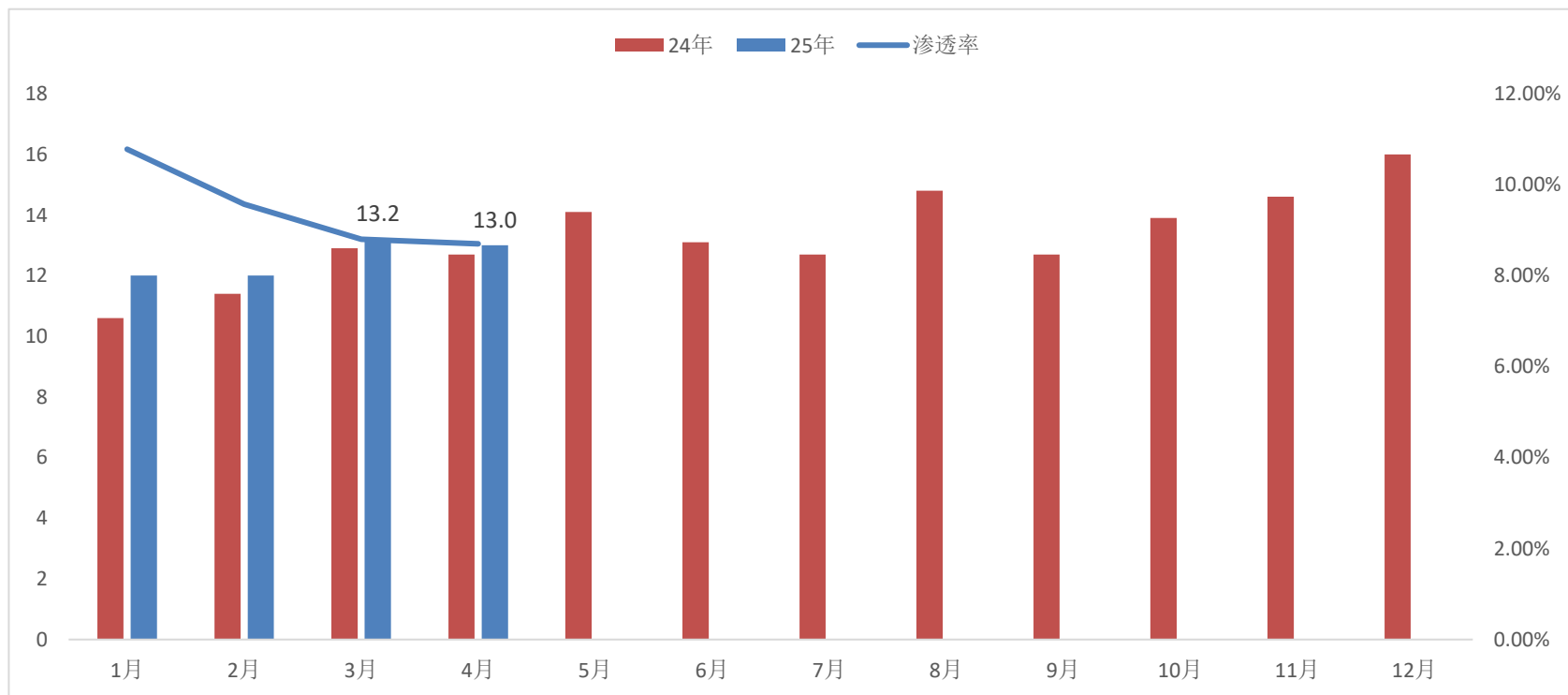
		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	合计
2024年	销量	19	20	29	22	22	30	21	18	29	25	27	30	293
	同比	30%	14%	-5%	14%	-8%	0%	-5%	-31%	9%	6%	2%	8%	1%
2025年 (乐观)	销量	23	23	35	29	31	37	30	30	36	29	33	42	379
	同比	21%	17%	20%	35%	37%	24%	44%	71%	23%	15%	23%	38%	29%
2025年 (中性)	销量	23	23	35	26	28	33	27	27	33	26	30	38	352
	同比	21%	17%	20%	22%	24%	12%	31%	56%	12%	5%	12%	26%	20%
2025年 (悲观)	销量	23	23	35	24	25	30	25	25	30	24	27	34	325
	同比	21%	17%	20%	10%	12%	1%	18%	40%	0%	-6%	1%	13%	11%

		Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2024年	销量	69	74	68	82	293
	同比	9%	1%	-9%	5%	1%
2025年 (乐观)	销量	82	96	96	104	379
	同比	19%	31%	42%	26%	29%
2025年 (中性)	销量	82	88	88	94	352
	同比	19%	19%	29%	15%	20%
2025年 (悲观)	销量	82	79	79	85	325
	同比	19%	7%	16%	3%	11%

美国：4月销量13万辆，同增1%，渗透率8.7%

- ◆ **美国25年4月新能源车销量13万辆，同增1%，渗透率8.7%。**4月电动车注册13万辆，同比+1%，环比-17%。其中纯电注册9.8万辆，同比-3%，环比-18%，占比75%；插混注册3.1万辆，同比+16%，环比-15%，占比20%；电动车渗透率8.7%，同环比-0.7pct/-0.9pct。25年1-4月电动车累计销55.2万辆，同增8.0%，渗透率9.5%。

图：美国电动车销量（万辆）&渗透率（右，%）



- ◆ **特斯拉、Stellantis25年4月美国销量继续下滑。**25年4月特斯拉在美销4.0万辆，同环比-20%/-20%，1-4月市占率43%，较24年同期下降9.58pct，4月Stellantis销0.3万辆，同环比+10939%/-6%，1-4月市占率2%；本土车企中4月福特销量0.5万辆，同环比-39%/-49%，1-4月市占率7%；4月通用销量1.5万辆，同环比+166%/+5%，1-4月市占率12%。
- ◆ **现代销量下滑明显，日韩车企销量整体下降。**奔驰4月销量0.2万辆，同环比-43%/-9%，1-4月市占率1.1%；现代4月销量0.7万辆，同环比-40%/-27%，1-4月市占率7%；丰田4月销0.2万辆，同环比-73%/-27%，1-4月市占率2%；雷诺日产4月销0.3万辆；本田4月销0.4万辆。

图：美国分车企销量（万辆）及市占率（%）

	25年4月	4月环比	4月同比	25年1-4月	25年1-4月累计同比	25年1-4月市占率	市占率同比
Tesla	4.0	-20%	-20%	17.4	-11%	43%	-9.58pct
通用集团	1.5	5%	166%	4.7	113%	12%	5.64pct
福特集团	0.5	-49%	-39%	2.7	-3%	7%	-0.81pct
现代-起亚汽车集团	0.7	-27%	-40%	3.0	-18%	7%	-2.32pct
大众集团	0.5	-37%	26%	2.4	42%	6%	1.37pct
本田	0.4	-13%	4387%	1.9	19856%	5%	4.53pct
宝马集团	0.6	1%	117%	2.0	42%	5%	1.16pct
其他中小整车集团	0.5	-12%	-19%	1.8	-26%	5%	-2.15pct
梅赛德斯-奔驰集团	0.2	-9%	-43%	1.1	-7%	3%	-0.46pct
丰田集团	0.2	-27%	-73%	0.9	-12%	2%	-0.50pct
日产	0.3	35%	64%	1.0	34%	2%	0.46pct
Stellantis	0.3	-6%	10939%	0.7	21106%	2%	1.81pct
吉利控股集团(Geely)	0.2	-1%	91%	0.7	64%	2%	0.61pct
斯巴鲁	0.1	-18%	-35%	0.4	57%	1%	0.31pct
塔塔集团	0.0	-88%	-93%	0.01	-63%	0.03%	-0.07pct

- ◆ 5月23日，美国众议院以微弱优势通过《美丽大法案》提案，共和党目标在7月4日前定稿并送往总统签署。其中，关于新能源车变动如下：
 - **新清洁车辆税收抵免终止：**原法律：最高抵免额度7500美元，将于2032年12月31日到期。
 - 新条款：抵免到期时间提前至2025年12月31日；还为2026纳税年度实施了一项特别规则，仅允许由截至2025年12月31日尚未售出20万辆新清洁车辆的制造商生产的车辆才有资格获得抵免。
- ◆ **IRA补贴取消或带来抢装效应，取消后，短期销量将回落。**但后续美国销量增长依赖于美国车企新车型推出，预计26-27年新车型推出后，增长将恢复。
- ◆ **若IRA补贴取消，或有利于中国供应链进入美国。**考虑此前的IRA补贴对敏感实体极严格的限制，中国供应链极少进入美国，若补贴取消，中国厂商相对成本优势明显，即使在当前对等关税情况下，较日韩本土化产能依然具备性价比，或有利于中国厂商进入美国市场。

图：美国IRA法案对电动车补贴要求

2022年8月《减少通胀法案》		
车辆类型	要求	补贴金额
全新 BEV、PHEV	1. 销量限制取消。 2. 轿车零售价≤5.5万美元。 3. 卡车、货车、SUV售价≤8万美元。	1. 电池关键矿物需要在于美国或有自由贸易协定的国家中开采或加工，23年起比例要求40%，逐步增加至27年80%，3750美元。 2. 主要电池组件来自北美，23年起比例要求50%，逐步增加至29年100%，3750美元 3. 电动车必须在北美组装，上述合计最高封顶7500美元。 4. 若个人申报者年收入≤15万美元，或联合申报者年收入≤30万美元，则可拿全部补贴。 5. 结束日期至少到2031年底。
二手 BEV、PHEV		最高限制为4000美元。

美国：25年销量预计177万辆，同比增长10%



◆ 综合考虑美国短期需求放缓、新车型延期，我们中性预期2025年美国销量177万辆，同增10%；悲观下有望达到165万辆，同增3%。但美国市场电动化率不足10%，且未来中国供应链占比提升，有助于成本下行，25-26年新车型推出后有望提速，渗透率进一步提升。

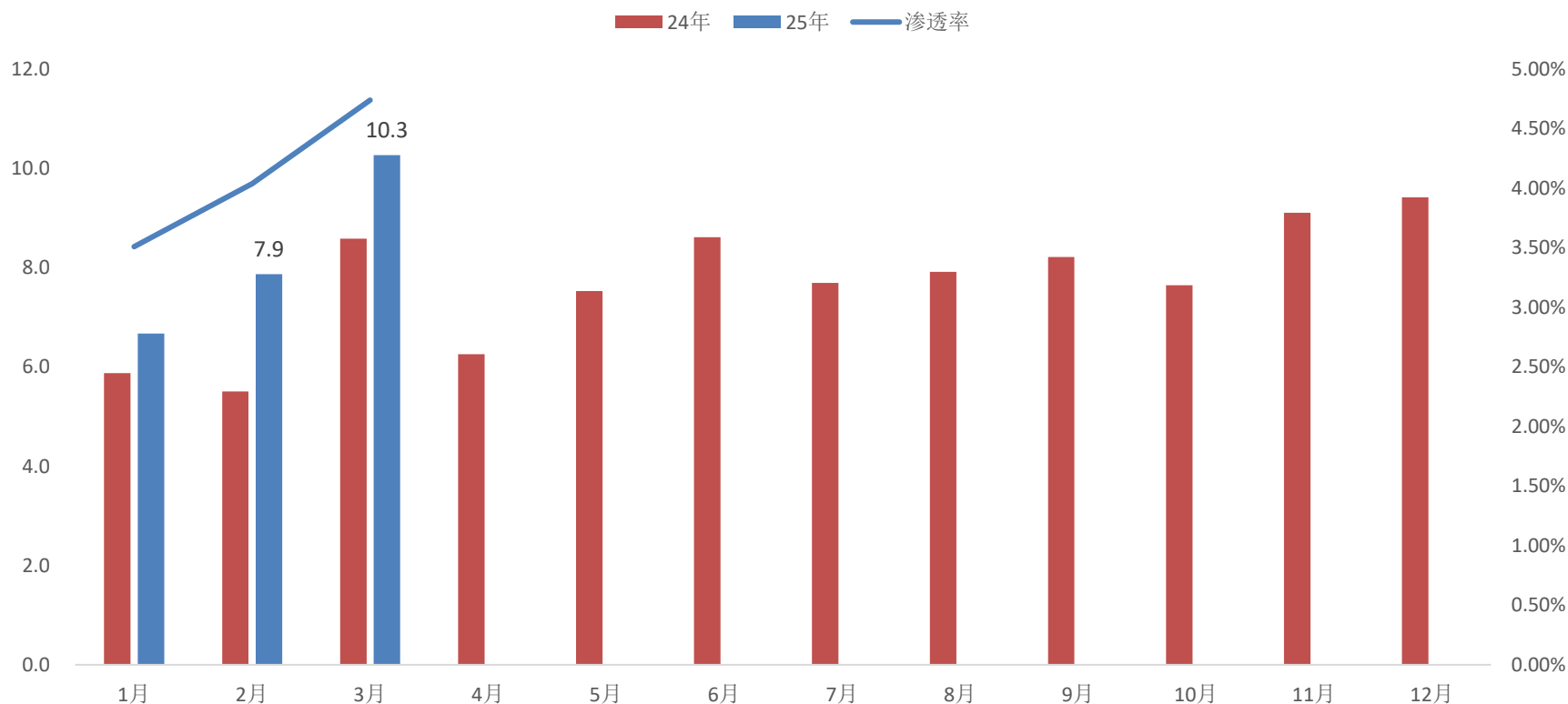
图：美国2025年销量月度预测（万辆）

		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	合计
2024年	销量	11	12	13	13	14	13	13	15	13	14	15	16	161
	同比	9%	9%	15%	11%	16%	-1%	-1%	12%	-3%	16%	19%	11%	9%
2025年 (乐观)	销量	12	12	16	13	16	16	16	16	18	17	18	21	190
	同比	7%	3%	19%	1%	10%	26%	25%	8%	38%	19%	26%	30%	18%
2025年 (中性)	销量	12	12	16	13	14	15	14	15	16	15	17	19	177
	同比	7%	3%	19%	1%	0%	15%	14%	-1%	25%	8%	15%	18%	10%
2025年 (悲观)	销量	12	12	16	13	13	13	13	13	14	14	15	17	165
	同比	7%	3%	19%	1%	-10%	3%	2%	-11%	13%	-3%	3%	7%	3%

		Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2024年	销量	35.5	40.2	40.0	44.8	160.5
	同比	11%	8%	3%	15%	9%
2025年 (乐观)	销量	39.3	45.2	49.2	56.2	189.8
	同比	11%	12%	23%	25%	18%
2025年 (中性)	销量	39.3	42.2	44.7	51.1	177.3
	同比	11%	5%	12%	14%	10%
2025年 (悲观)	销量	39.3	39.3	40.3	46.0	164.8
	同比	11%	-2%	1%	3%	3%

- ◆ **其他国家25年3月销量同增20%。**其他国家新能源汽车3月销10.3万辆，同环比+20%/+30%，渗透率4.74%，同环比+0.8+0.7pct。1-3月其他国家销量累计19.9万辆，同比增25.7%。

图：其他国家电动车销量（万辆）&渗透率（右，%）



◆ 日韩、泰国、澳大利亚等传统市场销量放缓，巴西、印尼、墨西哥等新兴市场开始起量。2025年3月销量看，加拿大销量0.96万辆，同环比+66%/+59%；日本销量0.96万辆，同环比+7%/+37%；韩国销量1.98万辆，同环比-6%/+29%；泰国销量0.94万辆，同环比+66%/+59%；巴西销量0.86万辆，同环比+24%/+13%；印度尼西亚销量0.89万辆，同环比+325%/+71%；墨西哥销量0.10万辆，同环比+33%/-2%。

表 主流国家电动车月度销量（万辆）

	2025年3月	3月环比	3月同比	2025年1-3月	累计同比	占比
泰国	0.94	59%	66%	2.78	14%	12%
加拿大	0.96	37%	7%	2.62	19%	11%
日本	0.96	31%	-24%	2.60	-16%	11%
巴西	0.86	13%	24%	2.34	35%	10%
土耳其	0.98	-2%	166%	2.59	174%	11%
韩国	1.98	29%	-6%	3.79	39%	16%
澳大利亚	1.10	50%	13%	2.18	-6%	9%
印度尼西亚	0.89	71%	325%	1.66	183%	7%
印度	0.41	8%	169%	1.05	108%	4%
以色列	0.39	47%	-32%	1.13	-42%	5%
墨西哥	0.10	-2%	33%	0.29	37%	1%
马来西亚	0.16	59%	12%	0.35	1%	1%
合计	9.73	-	-	23.37	-	-

其他国家：25年销量预计110万辆，同比增长20%



◆ 预计25年销量110万辆，同增20%。其他国家电动化率低、国内车企出口优势明显，印尼、马来西亚、拉美、中东等新兴市场中国车企出口占比高，部分国家有望加速渗透。

图：其他国家25年销量月度预测（万辆）

		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	合计
2024年	销量	5.9	5.5	8.6	6.3	7.5	8.6	7.7	7.9	8.2	7.6	9.1	9.4	92.3
	同比	63%	0%	27%	20%	32%	20%	29%	27%	12%	13%	25%	32%	24%
2025年 (乐观)	销量	6.7	7.9	10.2	9.0	9.4	10.4	9.9	9.9	10.9	10.3	11.4	13.1	118.9
	同比	13%	43%	19%	44%	26%	21%	29%	25%	33%	35%	25%	39%	29%
2025年 (中性)	销量	6.7	7.9	10.2	8.2	8.6	9.4	9.0	9.0	9.9	9.4	10.3	11.9	110.4
	同比	13%	43%	19%	31%	14%	10%	17%	14%	21%	23%	13%	26%	20%
2025年 (悲观)	销量	6.7	7.9	10.2	7.4	7.7	8.5	8.1	8.1	8.9	8.4	9.3	10.7	101.8
	同比	13%	43%	19%	18%	3%	-1%	5%	2%	8%	11%	2%	14%	10%

		Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2024年	销量	19.9	22.4	23.8	26.1	92.3
	同比	26%	24%	22%	23%	24%
2025年 (乐观)	销量	24.7	28.8	30.6	34.7	118.9
	同比	24%	29%	29%	33%	29%
2025年 (中性)	销量	24.7	26.2	27.8	31.6	110.4
	同比	24%	17%	17%	21%	20%
2025年 (悲观)	销量	24.7	23.6	25.0	28.4	101.8
	同比	24%	5%	5%	9%	10%

新能源车需求总结：25年全球销量同增22%

- ◆ 25年国内爆款车型持续，海外新车周期在即，未来两年维持20%左右增长。我们预计25年2077万辆，同增22%，全球电动化率25%。

图：全球电动车销量预测

	2023	2024	2025 E	2026 E	2027 E	2028 E	2029 E	2030 E
海外：新能源乘用车销量（万辆）	510	538	624	787	979	1,143	1,338	1,575
YoY	30%	6%	16%	26%	24%	17%	17%	18%
海外汽车销量（万辆）	5,271	5,429	5,592	5,759	5,932	6,110	6,293	6,482
-海外电动化率	9.7%	9.9%	11.2%	13.7%	16.5%	18.7%	21.3%	24.3%
-欧洲新能源车销量（万辆）	289	289	332	425	510	561	617	678
-YoY	15%	0%	15%	28%	20%	10%	10%	10%
-欧洲电动化率	19%	19%	21%	26%	30%	32%	34%	37%
-美国	147	161	186	232	302	377	472	589
-YoY	50%	10%	15%	25%	30%	25%	25%	25%
-美国电动化率	9%	10%	11%	14%	17%	21%	25%	31%
-其他国家	75	88	106	130	167	205	250	307
-YoY	76%	18%	20%	22.4%	28.7%	22.4%	21.9%	22.9%
-其他国家电动化率	3.4%	3.9%	4.5%	5.4%	6.7%	8.0%	9.5%	11.3%
国内：新能源车合计销量（万辆，本土销量）	829	1,159	1,453	1,661	1,807	1,965	2,129	2,308
YoY	34%	40%	25%	14.3%	8.8%	8.8%	8.3%	8.4%
国内新能源车销量合计（含出口，万辆）	950	1,287	1,607	1,846	2,029	2,232	2,449	2,691
YoY	38%	36%	24.91%	15%	10%	10%	10%	10%
-国内电动化率	31.6%	42.2%	51.9%	58.4%	65.5%	72.2%	79.2%	86.9%
全球新能源车销量（万辆）	1,339	1,697	2,077	2,448	2,785	3,108	3,467	3,882
YoY	33%	27%	22%	18%	14%	12%	12%	12%

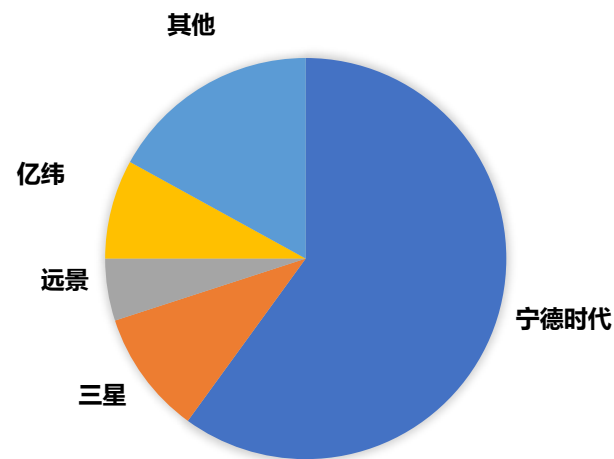
储能：美国对等关税缓和，短期发货恢复，长期不乐观

- ◆ 25年5月14日起，美国暂停实施对等关税，仅保留10%基准关税，中国出口美国的动力电池累计关税税率将达到58.4%，储能电池关税58.4%，储能模组/电柜/集装箱40.9%，26年将提升至58.4%。具体包括：1) 基础关税，进口电池（3.4%）；2) 301条款关税（25%），24年9月动力电池，26年扩展至储能电池；3) 芬太尼关税（20%）；4) 基准关税（10%）。
- ◆ 电芯高度依赖中国，宁德份额约60%。美国本土缺乏铁锂电池产能，且生产成本低，特斯拉储能电芯宁德独供，阳光和fluence宁德为主供，我们判断宁德在美国储能份额近60%。
- ◆ 24Q4和25Q1已抢发美国储能近半年需求，5月关税缓和，已恢复对美储能发货，但仅近补发4月需求，未出现大幅抢装。此前预计25年美国储能下滑50%，目前看可上修至持平或微降左右。

图：储能关税组成

关税	比例
基准关税	10%
芬太尼关税	20%
进口电池基础关税	3.4%
301关税	电池25%，储能26年由7.5提至25%
对等关税	暂停

图：2023年美国储能电芯竞争格局



- ◆ 5月23日，美国众议院以微弱优势通过《美丽大法案》提案，共和党目标在7月4日前定稿并送往总统签署。其中，关于大储变动如下：
- ◆ **清洁电力投资税收抵免提前至2029年退坡、并设置Feoc限制**：30%抵免额度原定退坡时间2032年，现提前至2029年，另外法案生效一年后开始建设，且包含受限制外国实体的任何材料援助，则不可抵免。
- ◆ **此前市场担心补贴退坡对大储IRR影响较大，新法案从29年开始逐步退坡，相比原政策提前3年，好于市场此前担心。但由于Feoc限制，需要全产业链由海外非中国厂商控股产能供应，低于预期。**

图：新法案储能补贴退坡

税收抵免	原法律	新条款
清洁电力投资 税收抵免	电力设施或能源储存技术的抵免额度一般为合格投资的6%，如果纳税人满足现行工资和学徒标准，则增加到30%。原定退坡时间在2032年或美国达成温室气体目标达成后一年取较晚者，退坡时间共3年。	对于2029年投入使用的设施，抵免额度减少20%；对于2030年投入使用的设施，抵免额度减少40%；对于2031年投入使用的设施，抵免额度减少60%，并且在2031年12月31日之后不再提供抵免。另外，如果设施在本法案生效一年后开始建设，并且包含来自受限制外国实体的任何材料援助，则不允许抵免。
先进制造业生 产税收抵免	电池组件等2030年抵免额度减少25%，2031年抵免额度减少50%，2032年减少75%，并且在2032年之后不再提供抵免，但关键矿物生产的抵免是永久性的。	所有组件在2031年之后取消抵免；如果在本法案生效一年后制造且包含来自受限制外国实体的任何材料援助，不允许抵免；如果根据受限制外国实体的技术许可协议生产，且在本法案生效两年后协议价值超过100万美元，不允许抵免。

- ◆ **关税对IRR影响：**若从中国进口储能系统，目前关税40.9%，IRR为17%，26年关税提升至58.4%，IRR为14%，仍具备经济性；若从中国进口储能电芯，目前关税58.4%，IRR为19.6%，具备经济性。考虑24%对等关税恢复执行，若从中国进口储能系统，25年关税64.9%，IRR为13%，26年关税提升至82.4%，IRR为11%，具备少量经济性；若从中国进口储能电芯，关税82.4%，IRR为17.6%，具备经济性。
- ◆ **ITC抵免额度退坡影响：**新法案从29年开始逐步退坡，在58.4%关税下，若从中国进口储能系统，IRR逐步降至4.7%，失去经济性；若从中国进口储能电芯，IRR逐步降至7.5%，基本无经济性。

图表：ITC抵免额度30%情况下不同关税对应的IRR测算

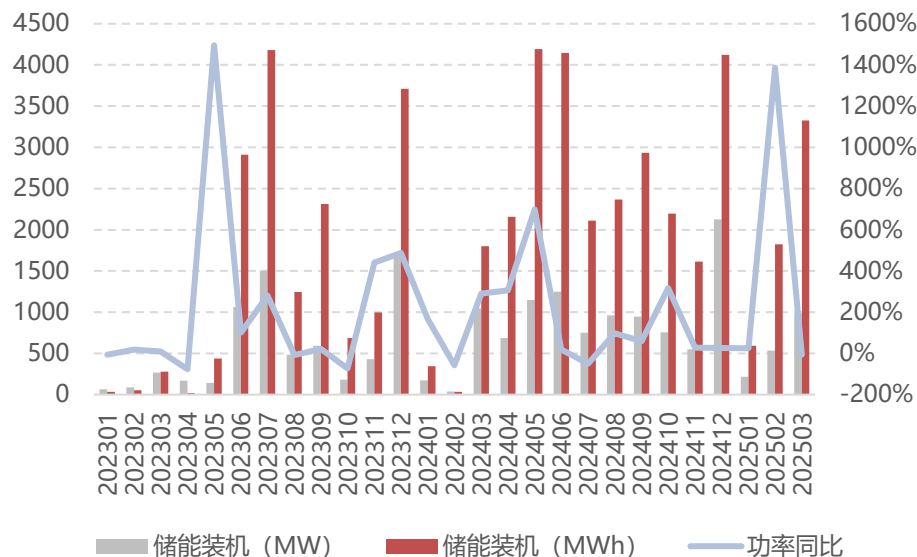
	出口储能系统			出口储能电芯	
	储能EPC成本 (美元/Wh)			储能EPC成本 (美元/Wh)	
关税	19.60%	0.27	关税	19.60%	0.28
	10.9%	24.3%		10.9%	24.4%
	40.9%	17.2%		58.4%	19.6%
	58.4%	14.1%		82.4%	17.6%
	64.9%	13.2%			
	82.4%	10.9%			

图表：58.4%关税下ITC抵免额度退坡对应的IRR测算

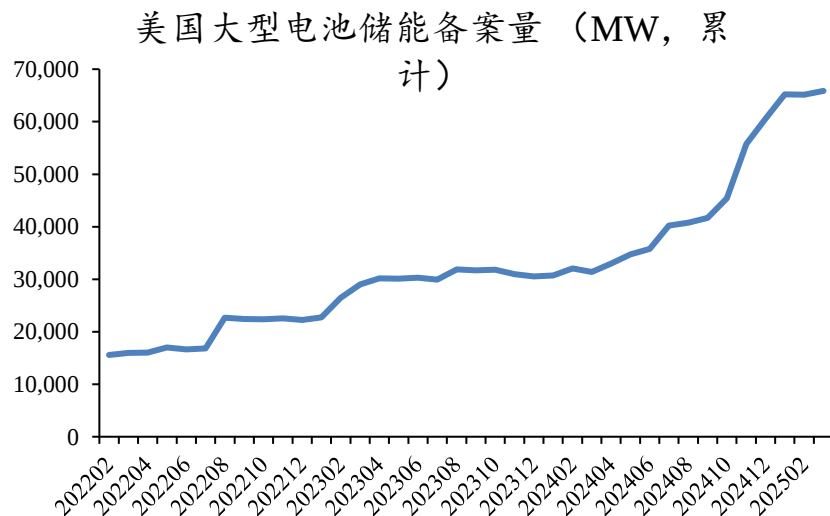
	出口储能系统			出口储能电芯	
	储能EPC成本 (美元/Wh)			储能EPC成本 (美元/Wh)	
ITC 抵免额度	7.50%	0.27	ITC 抵免额度	7.50%	0.28
	30.0%	14.1%		30.0%	19.6%
	24.0%	11.3%		24.0%	15.9%
	18.0%	9.1%		18.0%	13.1%
	12.0%	7.4%		12.0%	10.8%
	0.0%	4.7%		0.0%	7.5%

- ◆ **美国：25年1-3月大储装机5743MWh，同增164%。**25年1-3月美国大储累计装机1734MW，同比+38%，对应5743MWh，同比+164%，配储时长3.2h。美国大储3月装机984MW，同环比-6%/+84%，对应3.3GWh，同环比+85%/+83%，平均配储时长3.4h。
- ◆ **3月末美国大储备案量65.9GW**，较2月末增1.1%，较年初增9%。备案量中，**计划25年内新增并网规模为18.3GW，同比翻倍增长**；计划2026并网规模为18.5GW。
- ◆ 由于电池已提前发货至美国，预计全年美国储能装机仍可维持40%-50%增长。

图：美国EIA月度大储装机 (MW/MWh)



图：美国大型电池储能备案量 (MW，累计)



储能需求：预计25年储能需求增长25-30%

- ◆ **美国：**考虑美国市场一定的政策不确定性（ITC补贴和关税变化），我们预计25年美国市场储能电池需求为62gwh，同比下滑20%，但储能装机预期仍可以保持40-50%增长（电池提前发货）
- ◆ **全球：**欧洲、新兴市场大储预计翻番以上，确定性强；中国大储基本平稳，考虑光伏装机放缓。因此预期25年全球储能电池需求为402gwh，同比增26%。

图：全球储能电池需求测算

全球市场	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
全球储能装机需求 (Gwh)	206.9	261.3	321.3	399.9	495.7	609.9	749.5
-储能装机增速	63%	26%	23%	24%	24%	23%	23%
-放大比例	154%	147%	148%	144%	137%	132%	128%
全球储能出货量 (Gwh)	319	402	480	575	679	804	960
-储能出货增速	56%	26%	19%	20%	18%	18%	19%
美国 (Gwh)	78	62	50	69	89	105	124
-增速	32%	-20%	-20%	38%	30%	18%	18%
-占比	24%	11%	10%	12%	13%	13%	13%
中国 (Gwh)	139	131	144	160	180	203	230
-增速	79%	-6%	10%	11%	12%	13%	14%
-占比	43%	34%	30%	28%	26%	25%	24%
欧洲 (Gwh)	42	70	97	126	147	171	197
-增速	33%	68%	38%	29%	17%	16%	15%
-占比	13%	18%	20%	22%	22%	21%	21%
其他地区 (Gwh)	61	139	189	220	263	325	408
-增速	68%	128%	36%	16%	20%	23%	26%
-占比	19%	36%	40%	38%	39%	40%	43%

产业链：排产小幅向上，价格底部盘整

- ◆ 产业链排产3-4月受关税冲击，有所下调，5-6月小幅回暖，美国恢复正常发货，尚未抢装（由于前期已抢装半年），增量来自国内动力和欧洲及新兴市场储能。Q2行业排产环比增10%-20%，结构看，二线电池增速好于龙头（二线Q1基数低）。

图 行业月度排产情况

	24年8月	24年9月	24年10月	24年11月	24年12月	25年1月	25年2月	25年3月	25年4月
动力电池产量 (gwh)	124.2	135.5	148.1	156.4	153.5	143.6	134.1	161.2	160.0
-同比	15.0%	27.7%	41.8%	56.0%	59.3%	74.6%	97.3%	67.2%	51.7%
-环比	6.0%	9.1%	9.3%	5.6%	-1.8%	-6.5%	-6.6%	20.2%	-0.7%
三元电池产量 (gwh)	48.2	48.7	49.2	48.4	46.1	43.6	40.9	45.5	46.4
-同比	0.5%	-0.1%	2.0%	0.9%	4.3%	2.5%	11.3%	-2.3%	-7.3%
-环比	-1.1%	1.0%	1.0%	-1.6%	-4.7%	-5.3%	-6.1%	11.1%	2.1%
铁锂电池产量 (gwh)	76.1	86.9	99.0	108.0	107.5	100.0	93.1	115.7	113.6
-占比	61.2%	64.1%	66.8%	69.1%	70.0%	69.6%	69.5%	71.8%	71.0%
-同比	26.5%	51.1%	76.0%	106.3%	105.9%	151.9%	198.8%	132.2%	105.1%
-环比	11.0%	14.2%	13.9%	9.1%	-0.5%	-7.0%	-6.8%	24.2%	-1.8%
正极 (万吨)	24.0	28.9	29.8	32.0	31.7	25.4	24.7	26.7	27.7
-同比	20.9%	35.0%	41.9%	68.0%	90.5%	58.2%	86.2%	16.5%	5.6%
-环比	6.9%	20.5%	2.9%	7.6%	-1.1%	-19.8%	-2.6%	7.9%	4.0%
负极 (万吨)	17.7	19.2	19.9	20.7	20.5	19.0	18.0	19.6	20.6
-同比	1%	18%	21%	27%	58%	49%	55%	16%	12%
-环比	3%	8%	4%	4%	-1%	-7%	-5%	9%	5%
隔膜产量 (亿平)	18.8	20.1	21.0	21.6	21.7	20.0	18.6	21.9	23.3
-同比	8.8%	17.1%	26.4%	28.4%	56.1%	47.5%	92.2%	40.2%	35.2%
-环比	4.4%	7.2%	4.4%	2.7%	0.6%	-7.9%	-7.0%	17.7%	6.5%
电解液 (万吨)	13.0	14.5	15.3	16.4	16.1	14.5	13.4	15.7	15.7
-同比	18%	32%	50%	75%	102%	102%	122%	57%	38%
-环比	7%	11%	5%	7%	-2%	-10%	-8%	17%	0%

碳酸锂：5月库存维持稳定，短期价格承压

- ◆ **碳酸锂现货成交价格重心持续下探，矿价大幅下跌。**5月锂价呈现持续下跌趋势，截至5月28日，SMM电池级6.15万/吨，较5月初跌8.3%；在碳酸锂价格的拖动下，澳矿价格跌至630美元/吨，较5月初低16.6%。
- ◆ **5月库存维持稳定。**5月22日库存环比前一周减少141吨至13.2万吨，与月初基本持平。
- ◆ **预计碳酸锂价格短期承压。**短期看，需求端后续增量有限，整体持稳为主，且在客供及长协占比较高的情况下，下游材料厂的采购意愿相对薄弱。从供应端来看，在盘面呈现小幅反弹的套保机会下，将会有部分非一体化锂盐厂出现复产或是增量迹象。而锂矿价格的不断下探也使得成本支撑不断走弱，碳酸锂价格缺乏上涨动力。

图 国内碳酸锂周度库存（万吨）

■ 碳酸锂样本周度库存：下游 ■ 碳酸锂样本周度库存：其他 ■ 碳酸锂样本周度库存：冶炼厂

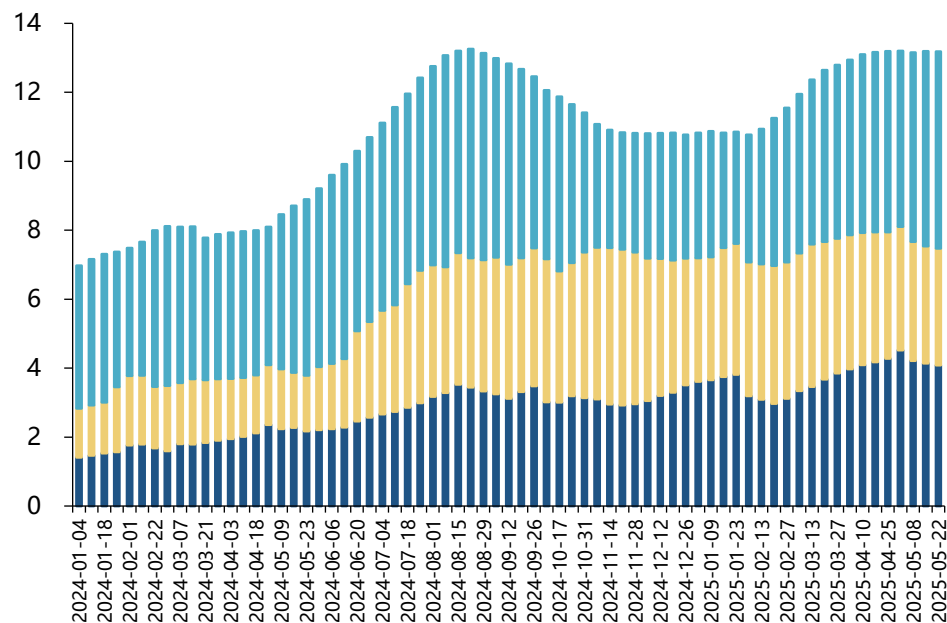
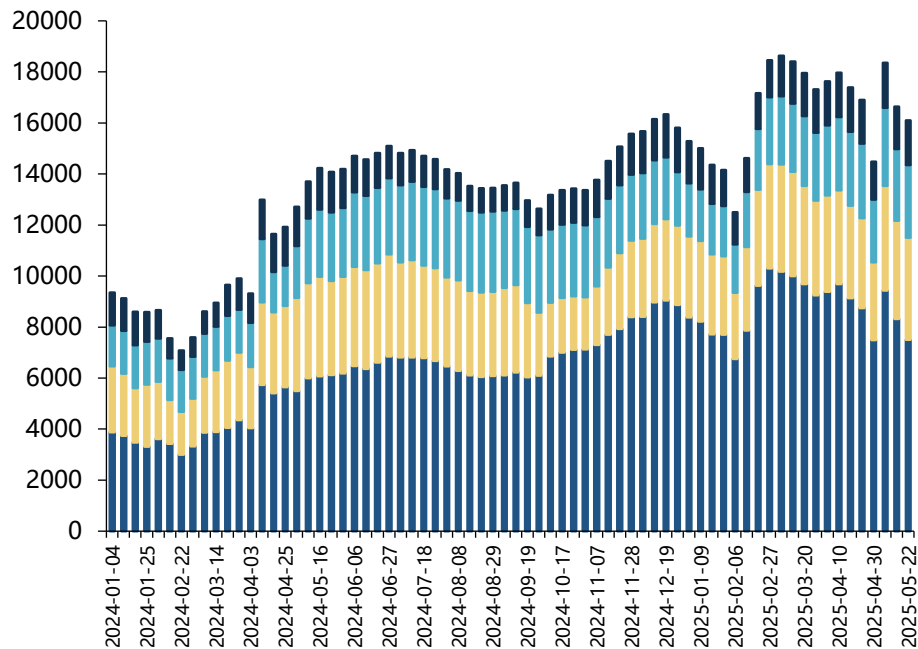


图 国内碳酸锂周度产量（吨）

■ 锂辉石产碳酸锂 ■ 锂云母产碳酸锂 ■ 盐湖产碳酸锂 ■ 回收料产碳酸锂



碳酸锂：25年供给过剩30万吨左右，26年依然过剩

- ◆ **25年供给增速25%，需求增速18%，过剩30万吨左右。**全年看，我们预计25年供给166万吨，同增25%，增量主要来自非矿、南美盐湖，较年初预期上调11万吨；需求133万吨，同增18%，过剩量近33万吨，同比有所扩大。

图 碳酸锂供给测算

产量 (万吨LCE)	2022年	2023年	2024	2025E	2026E
国内盐湖	9.7	12.6	14.6	16.6	21.5
国内辉石矿	1.5	1.8	2.0	5.3	8.7
国内云母矿	5.6	8.5	11.8	20.0	19.7
国内供给合计	16.8	23.0	28.4	41.9	49.9
海外盐湖	26.6	31.6	38.2	45.7	53.3
澳洲辉石矿	30.0	39.6	41.9	44.3	46.4
非洲辉石矿	0.6	4.1	10.9	17.6	25.2
美洲辉石矿	1.5	4.1	6.4	8.1	12.7
欧洲辉石矿	0.0	0.0	0.0	0.4	2.6
海外供给合计	58.6	79.3	97.3	116.1	140.3
锂回收	4.9	8.4	6.8	8.2	9.4
合计	80.4	110.7	132.6	166.2	199.6

图 碳酸锂供需测算

	2022	2023	2024	2025E	2026E
全球锂有效供给 (万吨LCE)	80.4	110.7	132.6	166.2	199.6
全球锂需求 (万吨LCE)	76.7	93.2	112.5	133.3	152.9
过剩 (万吨LCE)	3.7	17.4	20.0	32.9	46.7

- ◆ **5月电解钴价格小幅回落。**截至5月28日，钴价23.5万元/吨，较5月初跌3%。
- ◆ **短期钴价维持震荡，等待6月刚果金出口政策公布。**短期从供应端来看，冶炼厂减产持续，目前仍在消库节奏；需求层面，虽然下游依旧维持按需采购节奏，但整体接货情绪有所好转，预计钴价维持震荡。刚果金的钴出口禁令拟于6月下旬解除，但其矿业主管部门人士在5月14日的新加坡钴业大会上透露，该国可能仍将收紧钴出口政策。

图 中国电解钴价格 (万元/吨)

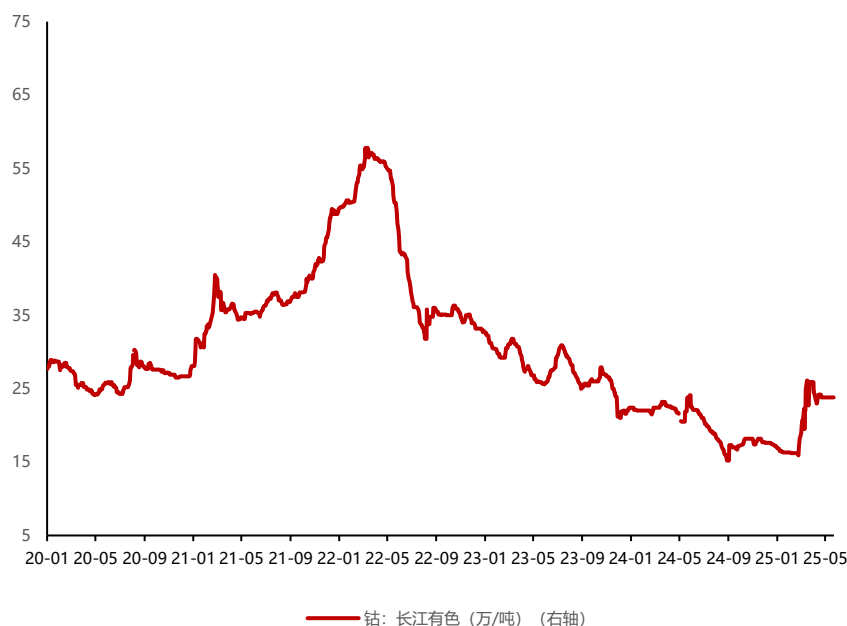
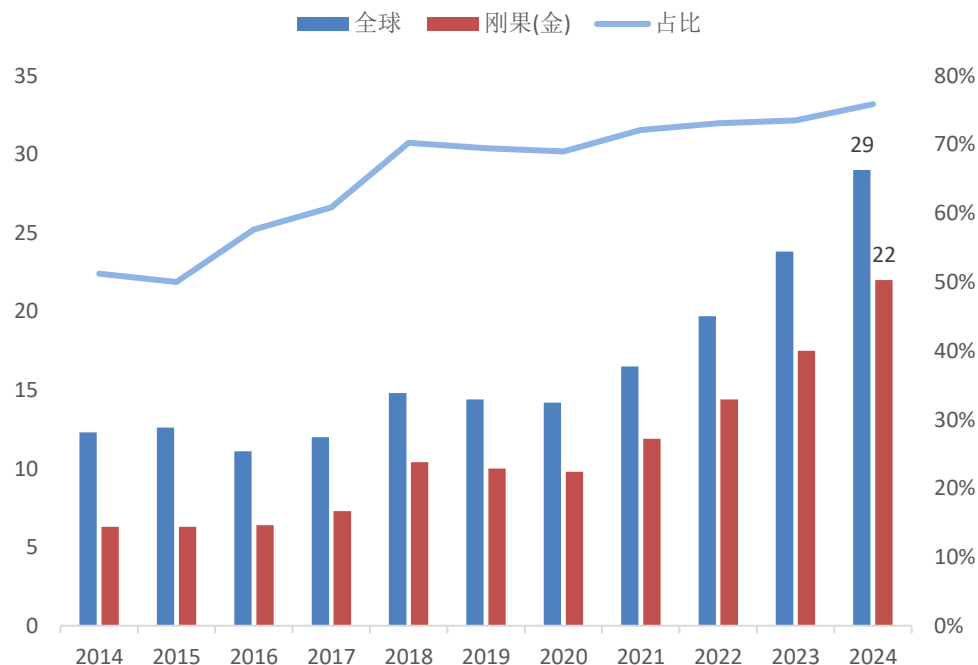


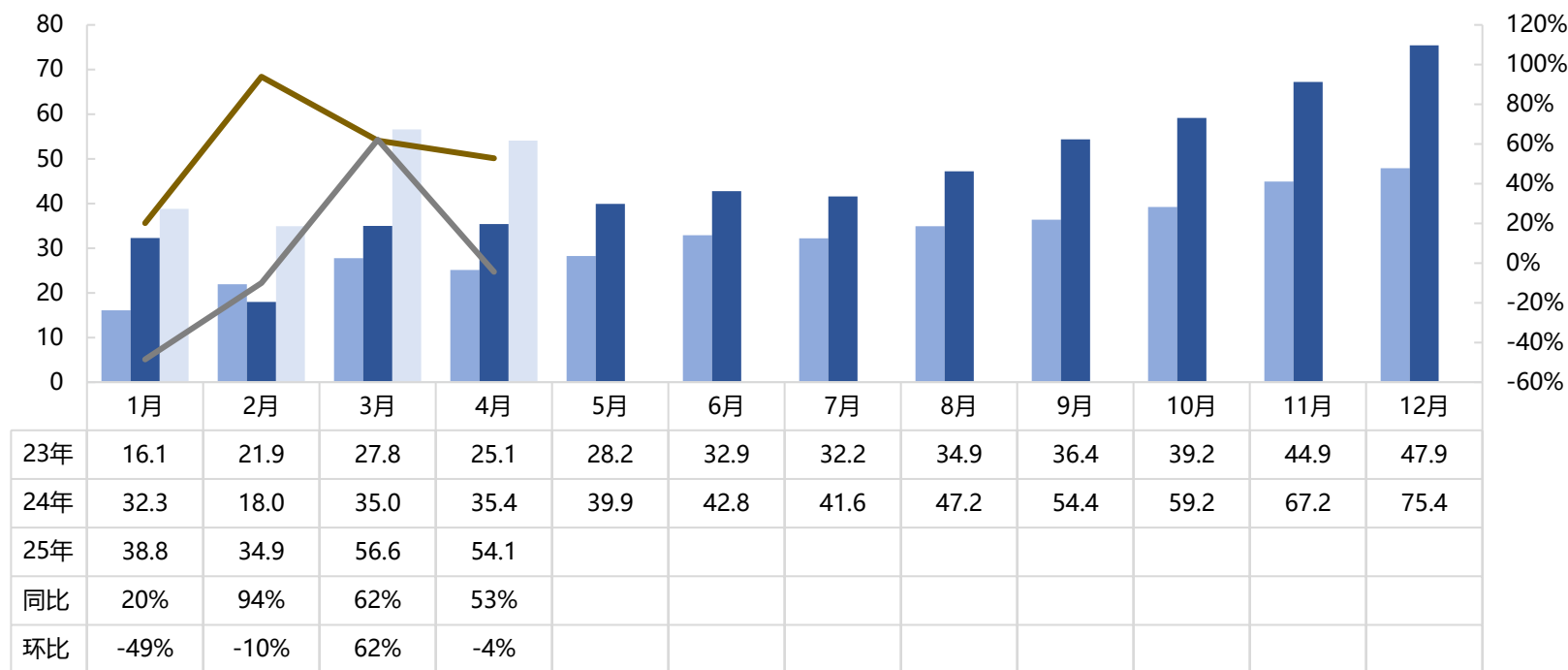
图 刚果(金)与全球钴矿产量 (左, 万吨) & 占比 (右, %)



电池：25年4月动力装机54.1GWh，同增53%

- ◆ **25年4月国内动力电池装机量54.1GWh，同比增长约53%。**25年4月国内动力电池装机量54.1GWh，同环比+53%/-4%，其中三元装机9.3GWh，同环比-6%/-7%，占比17%；铁锂装机44.8GWh，同环比+76%/-4%，占比83%，环比持平。25年1-4月国内动力电池装机量184.4GWh，其中三元34.2GWh，铁锂150.0GWh。
- ◆ **25年4月国内动力电池产量118.2GWh，同比增长约51%。**25年4月国内动力电池产量118.2GWh，同环比+51%/-0%，其中三元23.5GWh，同环比+4%/-1%，占比20%；铁锂94.6GWh，同环比+71%/+0%，占比80%，环比持平。25年1-4月国内动力电池产量444.7GWh，其中三元87.3GWh，铁锂356.8GWh。

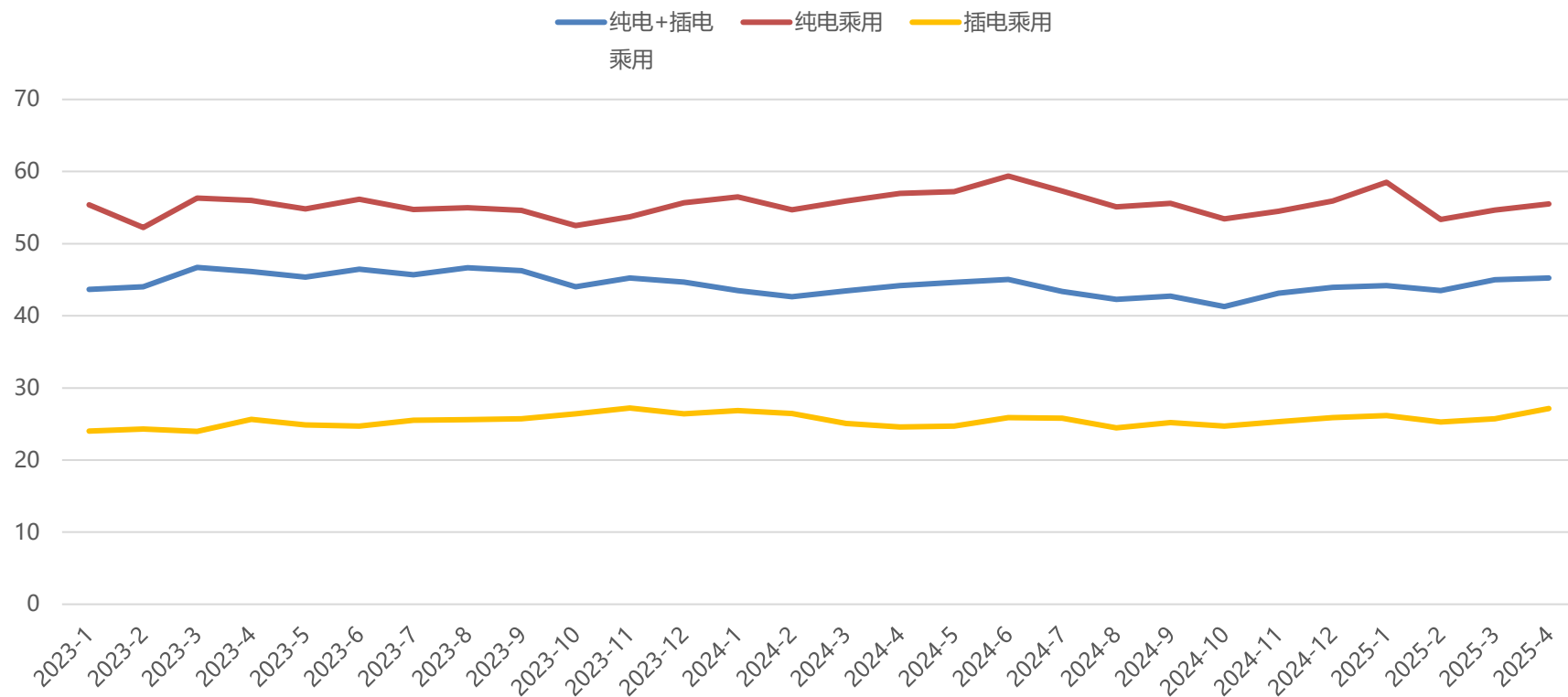
图：国内电动车月度电池装机量（GWh）



电池：国内25年4月新能源乘用车平均带电量提升2.4%

- ◆ 25年4月国内纯电+插电乘用车平均带电量45kwh，同比+2.4%，环比+0.5%。25年4月纯电乘用车平均带电量55.5kwh，同比-2.6%，环比+1.6%；插电乘用车平均带电量为27.1kwh，同比+10.4%，环比+5.4%。

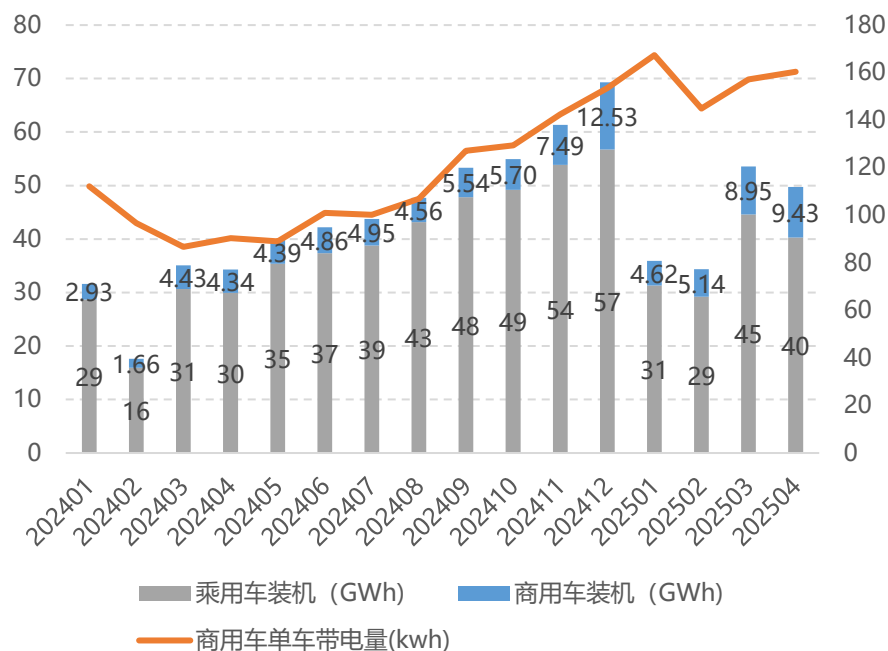
图：国内乘用车平均带电量 (kwh)



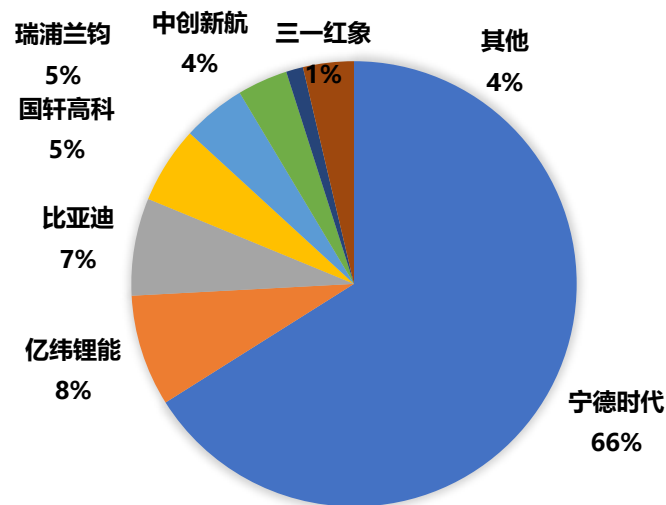
电池：商用车电池贡献15%+，占比提升

- ◆ **商用车电池占比提升明显。** GII口径，24年商用车装机63gwh，占国内装机12%，25年1-4月为28.1gwh，同比增111%，占总装机16%（70%为重卡），单车装机157kwh，预计全年装机需求超130gwh。其中，4月商用车装机9.4gwh，同环比+117%/+5%。而乘用车4月装机40gwh，同环比+34%/-10%，1-4月累计105gwh，同比+38%。
- ◆ 25年1-4月商用车宁德时代份额66.1%，较24年-2.6pct；亿纬锂能8.1%，较24年-0.7pct；比亚迪7%，较24年+2.8pct；国轩5.6%，瑞浦兰钧4.6%。

表：国内动力电池装机（分商用车和乘用车）



表：商用车动力电池供应结构（GII上险装机口径）

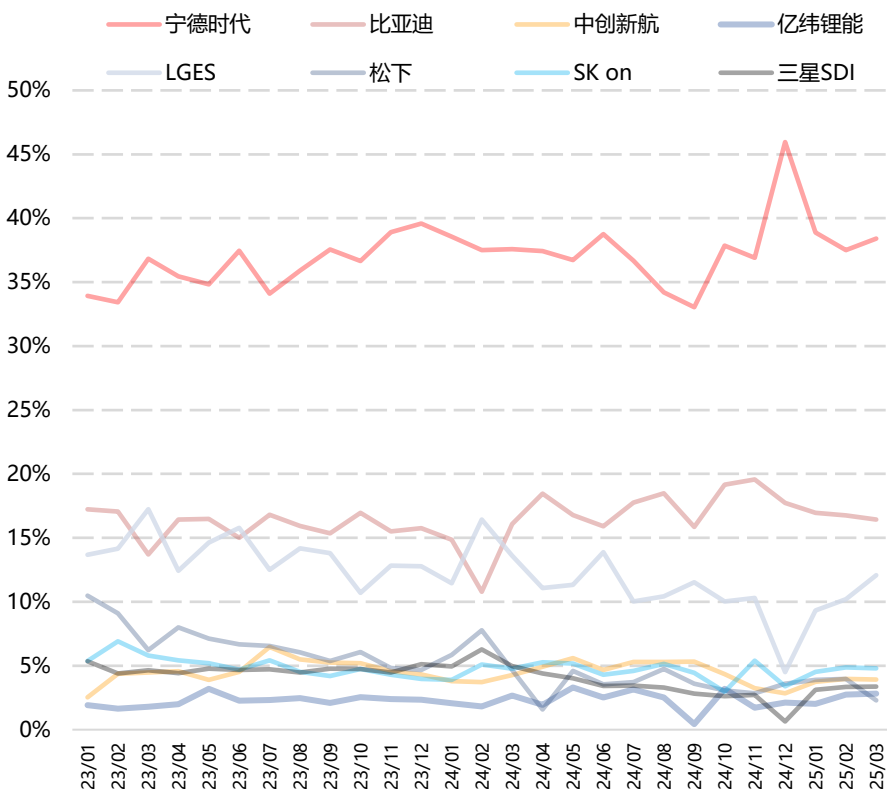


◆ 全球格局看，宁德维持38%，日韩厂商份额持续下降，比亚迪、国轩、亿纬等份额提升。25年3月，全球动力电池装机总量91.9GWh，其中比亚迪装机量15.1GWh，占比16.4%。前十厂商累计占比89.8%，同比增长0.3pct。宁德时代仍领先，环比增长0.9pct，比亚迪环比小幅下降0.3pct。

表：动力电池厂商全球装机量 (GWh, SNE口径)

Top10	简写	25年3月	占比	环比 (pct)	25年累计	占比	同比 (pct)
1	宁德时代	35.3	38.4%	0.9	84.9	38.3%	0.5
2	比亚迪	15.1	16.4%	-0.3	37.0	16.7%	2.5
3	LG新能源	11.1	12.1%	1.9	23.8	10.7%	-2.6
4	SK on	4.4	4.8%	-0.1	10.5	4.7%	-0.1
5	中创新航	3.6	3.9%	0.0	8.6	3.9%	-0.1
6	国轩高科	3.1	3.4%	-0.3	7.7	3.5%	1.2
7	三星SDI	3.1	3.4%	0.0	7.3	3.3%	-1.8
8	亿纬锂能	2.6	2.8%	0.1	5.7	2.6%	0.2
9	松下	2.1	2.3%	-1.7	7.2	3.2%	-2.0
10	蜂巢能源	2.1	2.3%	-0.2	5.6	2.5%	2.5
前十总量		82.5	89.8%	0.3	198.3	89.4%	-1.3
其他		9.4	10.2%	-0.3	23.5	10.6%	1.3
全球总量		91.9	100.0%	-	221.8	100.0%	-

图：动力电池厂商全球市占率 (SNE口径)

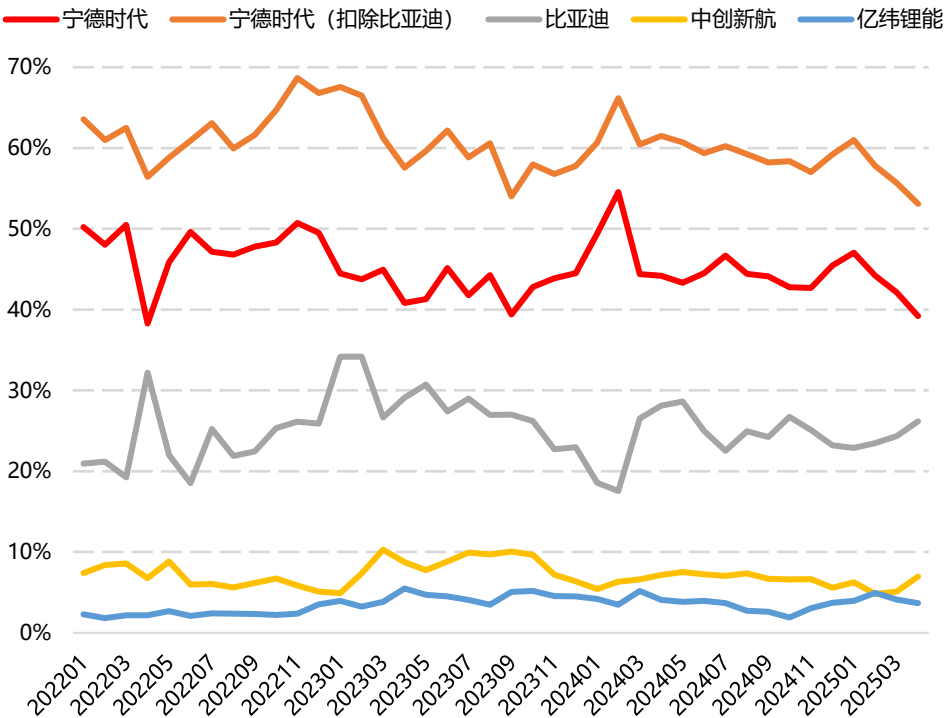


◆ **车型低端化，4月宁德时代国内份额小幅下降。** 25年4月国内装机54.1GWh，宁德时代份额39.4%，环比下降2.9pct；比亚迪份额26.4%，环比增长1.8pct。25年1-4月，国内动力累计装机184.4GWh，其中比亚迪份额24.4%，同比增长0.9pct。宁德时代虽仍居首位，但同比下降4.6pct。前十厂商累计占比93.3%，同比下降2.2pct。

表：动力电池厂商国内装机量 (GWh，不含出口)

Top10	简写	2025/4	占比	环比 (pct)	25年累计	占比	同比 (pct)
1	宁德时代	21.2	39.4%	-2.9	78.7	42.7%	-4.6
2	比亚迪	14.2	26.4%	1.8	45.0	24.4%	0.9
3	国轩高科	3.8	7.0%	1.9	10.8	5.8%	-0.6
4	亿纬锂能	3.1	5.9%	1.0	9.6	5.2%	1.5
5	中创新航	2.0	3.7%	-0.5	7.6	4.1%	-0.2
6	蜂巢能源	1.7	3.1%	0.2	4.7	2.5%	-0.4
7	瑞浦能源	1.5	2.7%	0.7	4.1	2.2%	0.6
8	因湃电池	1.2	2.3%	0.7	2.9	1.5%	0.3
9	欣旺达	1.2	2.2%	-1.1	6.0	3.3%	-0.1
10	极电新能源	0.8	1.4%	0.0	2.7	1.4%	0.3
前十总量		50.6	93.6%	0.8	172.0	93.3%	-2.2
其他		3.5	6.4%	-0.8	12.4	6.7%	2.2
国内总量		54.1	100.0%	-	184.4	100.0%	-

图：动力电池厂商国内市占率 (%，不含出口)



- ◆ **龙头涨价已落地，对冲成本，盈利小幅改善。** Q1时B铁锂正极涨价2k/吨，裕能对C产品小幅涨价落地，考虑原材料铁、磷、硫酸等涨价，成本提升近1k/吨，因此对冲涨价，总体盈利小幅提升。
- ◆ **大客户通过长协锁定供应商，产业链掌控能力依旧强有力，后续涨价受限。** 宁德时代投资富临精工铁锂子公司，合作扩产，并与万润新能签订2025-2030供132万吨的铁锂供货协议。
- ◆ **产品迭代升级仍持续进行，具备技术和成本管理优势的厂商依然最具竞争优势，而三四线厂商产能加速出清。**

表：铁锂正极主流厂商季度盈利情况（亿元）

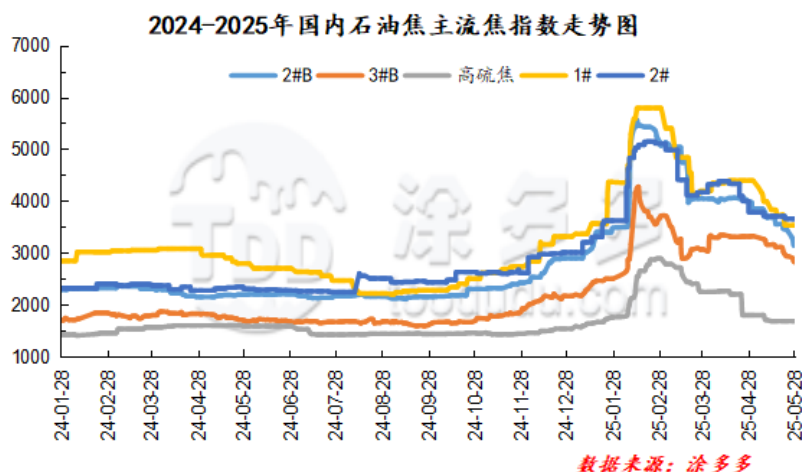
代表公司	单位	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
裕能	出货	10.3	11.6	15.1	13.7	13.6	17.3	16.7	23.5	22.3
	单价	14.52	9.74	8.34	5.79	3.76	4.09	3.45	3.24	3.43
	单位净利	0.27	0.83	0.20	0.03	0.10	0.13	0.06	0.04	0.04
德方	出货	4.0	5.0	6.9	5.5	4.5	6.1	6.2	5.8	6.2
	单价	13.97	8.92	8.87	5.49	4.75	4.54	3.99	2.12	3.65
	单位净利	-2.11	-0.76	0.07	-1.29	-0.55	-0.69	-0.64	-1.12	-0.37
万润	出货	2.2	4.0	5.6	4.6	3.1	4.7	5.6	9.0	7.4
	单价	15.91	7.57	8.52	5.32	4.21	4.31	3.59	3.35	3.49
	单位净利	-0.15	-2.01	-0.20	-1.20	-0.42	-0.58	-0.30	-0.30	-0.21
龙蟠	出货	1.2	2.5	3.3	3.8	2.7	5.2	5.6	4.3	3.5
	单价	14.96	9.74	4.31	5.14	3.69	3.47	3.37	2.91	-
	单位净利	-0.43	-1.90	-0.15	-0.67	-0.68	-0.30	-0.25	-0.35	-0.30
富临	出货	0.3	1.2	1.6	1.5	1.7	3.0	3.5	4.4	4.4
	单价	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	单位净利	-9.33	-2.33	-1.56	-1.70	-0.35	-0.10	0.08	0.00	0.07

- ◆ **石油焦价格近期持续回落，负极成本压力缓解。**石油价格回落，另一方面石油焦产能检修后恢复正常生产，而需求端增长并不明显，近期高端低硫焦价格回落至3500元/吨，较高端下跌2000元/吨，以上，基本回落至24Q4水平。1吨负极对应1.5-2吨石油焦，因此负极厂商成本压力下降明显。
- ◆ 负极价格基本平稳，25年2-3月的石油焦涨价部分多由负极厂商承担。但考虑石油焦来源多样化，且库存周期长，平滑成本，因此25年Q2负极厂商的盈利预计保持平稳，小幅受影响。

图表：负极主流公司盈利拆分（亿元）

代表公司	单位	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
尚太	出货	4.6	3.3	5.1	6.4	6.9	7.0
	单价	3.02	2.95	2.74	2.70	2.65	2.64
	单位净利	0.35	0.38	0.37	0.33	0.35	0.35
贝特瑞	出货	8.2	9.0	11.0	10.5	12.5	11.0
	单价	4.11	3.25	2.66	2.47	2.34	-
	单位净利	0.27	0.24	0.25	0.16	0.25	0.18
璞泰来	出货	4.5	3.1	3.6	3.3	3.2	3.1
	单价	3.72	-	-	-	-	-
	单位净利	-0.62	-0.05	-0.30	-0.30	-1.10	-0.05
中科	出货	4.2	3.8	5.0	6.5	7.0	7.0
	单价	3.72	3.17	2.69	2.82	2.73	2.58
	单位净利	0.29	0.09	0.11	0.17	0.20	0.18

图表：石油焦价格走势（元）



新技术：固态电池技术聚焦，产业化进展加快

- ◆ 国家多部门重点支持固态电池，技术聚焦硫化物全固态，剑指27年装车示范性运营，小批量节奏有望提前至26-27年。
- ◆ **关键节点：**工信部项目预计25年底前进行中期审查。

图：固态电池政策端梳理



国务院国有资产监督管理委员会

State-owned Assets Supervision and Administration Commission of the State Council

国资委项目：23年12月，固态电池产业创新联合体成立，由中国一汽牵头，有研广东院、国联研究院、东风汽车、长安汽车等27家单位联合组建，目标26年实现硫化物全固态装车示范应用，能量密度400wh/kg，循环寿命1000次。

中华人民共和国工业和信息化部

Ministry of Industry and Information Technology of the People's Republic of China

工信部重大研发专项：24年2月，开始组织申报，4月进行答辩，4月底出评审结果，5月份进行公告，资金体量共60亿，12月开启发放。每个项目8亿，其中硫化物三家（宁德、比亚迪、一汽），半固态三家（卫蓝、清陶、吉利），凝聚态一家（宁德时代），此外，含知识产权体系的构建2亿，表征体系的构建2亿。目标27年单项目实现1千辆示范性装车应用。25年年底前，工信部项目预计进行中期审查，对车规级电芯性能进行阶段性测试。



中华人民共和国国家发展和改革委员会

National Development and Reform Commission

发改委超长期国债：目前对布局固态电池的企业和机构给予实际投资额15%的资助，企业自行进行申报，需当地发改委推荐至国家发改委审核。

- ◆ 中国电动汽车百人会相关负责人表示，全固态电池预计27年开始装车，30年是完全可以实现量产的，国内主要汽车电池企业聚焦硫化物全固态，目标实现动力电池能量密度400wh/kg+。
- ◆ **关键节点：**25年底车规级电芯下线，26年完成样车测试，27年示范性装车上路。固态后续催化具备持续性，且密集程度呈提升态势，后续预计更多电池厂&车企更新量产情况。

图：固态电池车企端梳理



国轩高科 (25年5月17日)：公司发布金石全固态电池，采用硫化物体系，电芯尺寸70Ah，能量密度350Wh/kg，循环寿命超1000次，公司首条全固态电池中试线已建成，设计产能0.2GWh，良品率高达90%，全固态已搭载星纪元ET开启装车测试。



比亚迪 (25年2月17日)：13年启动全固态电池研发；16年进行技术可行性验证，低于1Ah软包、钢制夹具圆形电池；23年启动产业可行验证，电芯、系统、产线、材料技术；24年20Ah、60Ah电芯已中试下线，能量密度高达400Wh/kg；27年启动批量示范装车应用，30年大规模应用。



一汽集团 (25年2月17日)：全固态电池容量达66Ah，200℃热箱滥用试验不起火、不爆炸，已开发正极材料比容量>220mAh/g，1C循环寿命达到1000次，基本满足400Wh/kg的需求，离子电导率硫化物达6.2mS/cm，卤化物达4.6mS/cm，正极侧80%硫化物+20%卤化物，目标计划27年实现小批量应用。



后续展望：现代宣传25年3月发布“梦想”全固态电池试点产线，首车有望年底亮相。此外，赛力斯、上汽、广汽、吉利、东风、江淮、丰田、大众、宝马、本田、日产预计在25年更新量产进展。

◆ **硫化物未来潜力最大，头部电池厂商均重点布局。**硫化物固态电解质未来最具潜力，具备极高的离子电导率，部分硫化物电解质的离子电导率甚至已经超越电解液，此外具备相对较好的界面接触性能、柔韧可加工性，成为主流厂商重点布局的路线。目前来看，**国内**宁德时代、比亚迪、华为，**日本**的丰田、松下，**韩国**的三星SDI、LG新能源、SK on，**美国**的QuantumScape、Solid Power等均重点布局硫化物体系。硫化物体系具备突出的性能优势，待材料、设备、工艺突破后，预计成为未来全固态电池的主流路线。

表 部分国家地区全固态电池路线

国家	公司	技术路线	进展
中国	宁德时代	硫化物、卤化物	进入20Ah样品试制阶段，27年小批量量产，能量密度500wh/kg
	清陶能源	卤化物+硫化物	26年装车验证，27年小批量量产，能量密度400-500wh/kg
	卫蓝新能源	聚合物、硫化物	26年装车验证，27年小批量量产，能量密度400-500wh/kg
日本	丰田	硫化物	26年小批量产，10分钟即可充满，续航里程1000-1200km
	本田	硫化物	25年试生产，30年量产装车
韩国	三星SDI	硫化物	27年小批量量产，能量密度500wh/kg
	LG新能源	聚合物、硫化物	30年小批量量产
	SK on	聚合物+氧化物、硫化物	25-26年试生产，28-29年商业化
美国	QuantumScape	氧化物、硫化物	进入B样测试阶段，
	Solid Power	硫化物	A样品交付宝马，30年量产装车
	ION	氧化物	25年产能10MWh，28年产能500MWh

- ◆ **硫化物合成工艺有三种，其中厦钨CVD工艺最有潜力。** 硫化锂为固态电池降本的核心，目前行业合成主流为锂硫燃爆法（直接固相法），厂商反馈性能还可以，但生产成本较高，市场价格300-500万/吨，主要为有研新材、赣锋锂业、天齐锂业、凯亚达等；未来具备降本潜力的为溶剂法和CVD法，其中溶剂法为天赐材料、恩捷股份和部分正极厂商，但溶剂难以去除，烧结后成炭大幅影响性能，厂商反馈性能一般，市场价格仍在百万级/吨；CVD法为厦钨新能独创工艺，结合钨金属冶炼工艺，此前在氧化锂（同主族产品）中大获成功，应用到硫化锂存在腐蚀性问题的，未来待工艺、设备突破后，有望大幅降低硫化锂成本。

图 锂磷硫氯固相法合成工艺

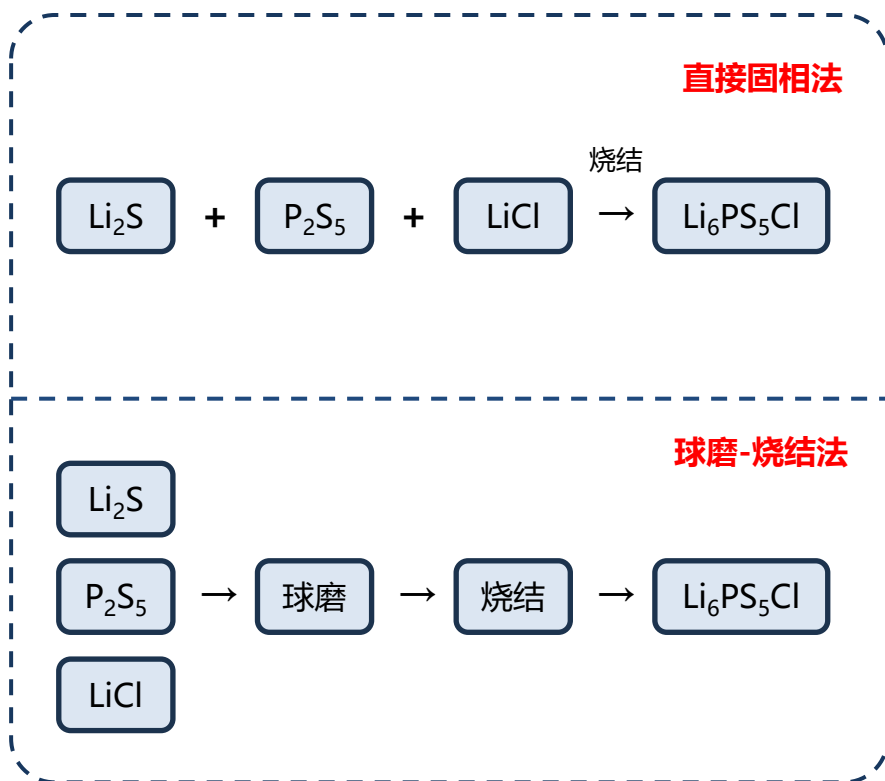
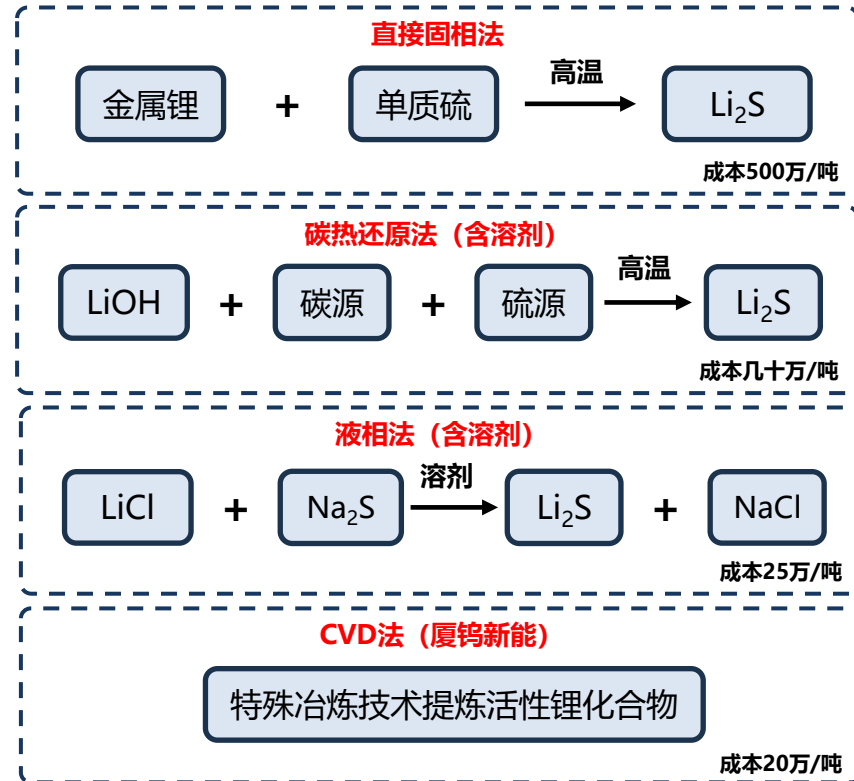


图 硫化锂（前驱体）主流合成工艺



- ◆ 固态电解质成膜为全固态电池关键工艺，其中多级连辊设备与辊压设备具备相通性，重点关注纳科诺尔，此外关注曼恩斯特。全固态电池中，硫化物电解质对极性有机溶剂极为敏感，主流思路为切换干法电极工艺，但少部分（如中科固能）认为湿法为短期更优方案，能实现较薄的固态电解质膜厚度。整体看，干法电极仍为未来大趋势，核心瓶颈在于辊压成膜，受限与工业母机精度等因素，重点关注成膜工艺理解深厚的厂商，相关标的纳科诺尔、曼恩斯特，关注配比混料厂商，相关标的宏工科技，关注等静压厂商，相关标的利元亨。

图 湿法电极工艺

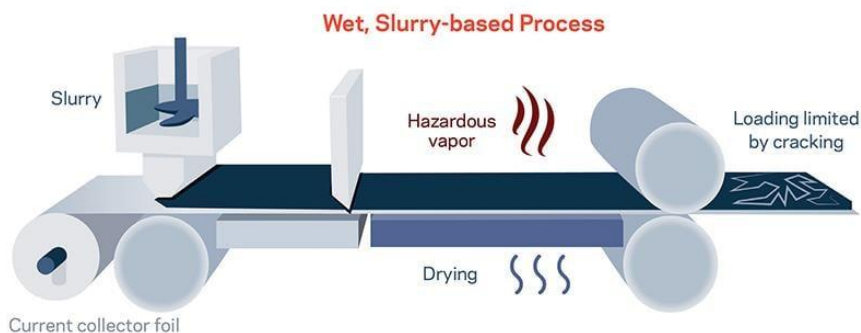


图 干法电极工艺

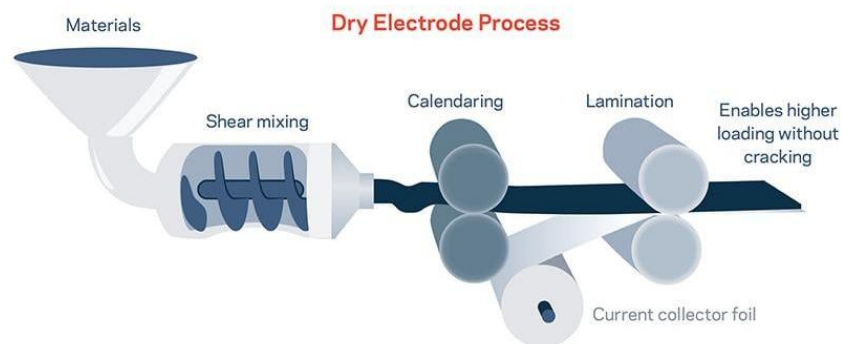
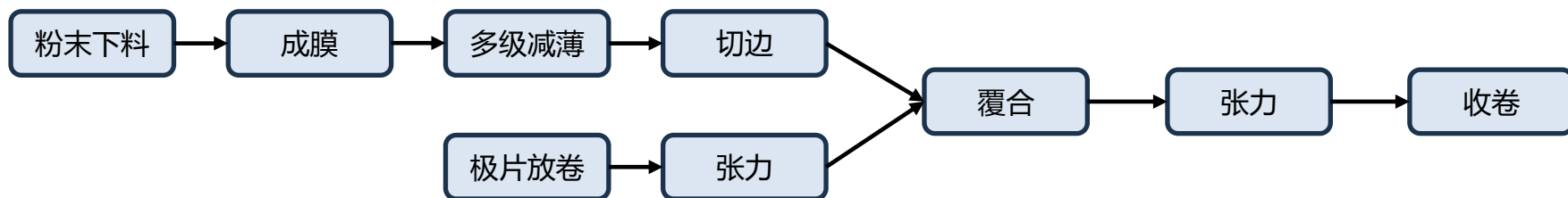


图 干法成膜+覆合工艺流程图



◆ 卤化物介于氧化物与硫化物之间，综合性能相对优异，且具备成本优势，近一年进展相对较快。理论上，卤化物固态电解质既具有高于氧化物固态电解质的氧化电位，又具有与硫化物接近的易变形性和离子电导率，同时具有媲美聚合物的大规模应用前景，但卤化物的还原电位不够低，无法与金属锂负极匹配，需要包覆等方式解决，整体成本、性能处于硫化物和氧化物之间。近半年，国内对于卤化物的热度快速提升，尤其含锆的 Li_2ZrCl_6 材料，其具备低成本的优势，成为宁德时代、清陶能源等公司重点突破方向，未来预计与硫化物复合应用，进而实现降本的效果，但技术难度较高。

图 硫化物+卤化物固态电池复合方案

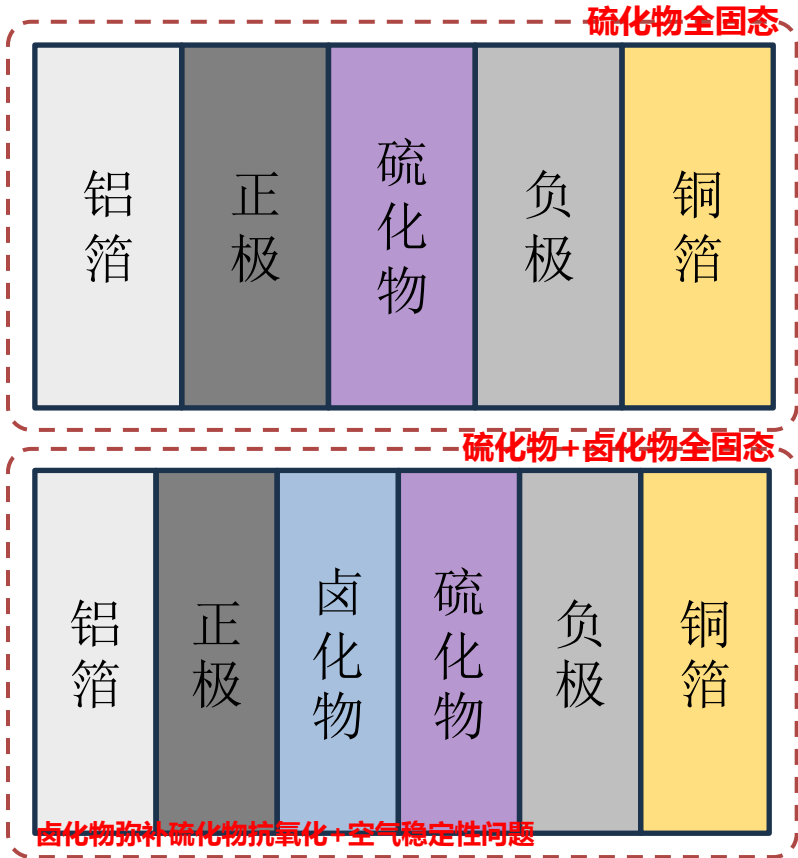


表 卤化物电解质类型及对应性能

类型	简称	化学式	代表材料	电导率	优势	劣势
Li_nMX_4 类	正尖晶石结构	Li_nMX_4	Li_2MnCl_4 、 Li_2ZnCl_4 、 LiAlF_4	10^{-3}S/cm	成本较低	离子电导率较低，常温下无法稳定
Li_nMX_6 类	三方、正交、单斜晶系结构	Li_nMX_6	Li_3InCl_6 、 Li_2ZrCl_6	$10^{-3}\text{-}10^{-2}\text{S/cm}$	离子电导率较高	还原电位不够低
Li_nMX_8 类	suzuki晶格	Li_nMX_8	Li_6CoCl_8	10^{-4}S/cm	成本较低	离子电导率较低

- ◆ 根据公开信息，宁德时代布局硫化物路线，目标27年小批量量产。宁德时代在全固态电池已投入7-8年的时间进行研究，布局最具潜力的硫化物全固态电解质。曾毓群在24年世界动力电池大会表示，如果用技术和制造成熟度作为评价体系（1-9打分），宁德时代的全固态电池目前处于4的水平，对比全世界的情况，研究算是“领先一大步”，或者英文叫做“Second to none”，目标是27年达到7-8的水平，实现小批量生产。据晚点Auto，宁德时代在今年增加了对全固态电池的研发投入，已将全固态电池研发团队扩充至超1000人，目前主攻硫化物路线，近期已进入20Ah样品试制阶段。

图 凝聚态电池产品性能

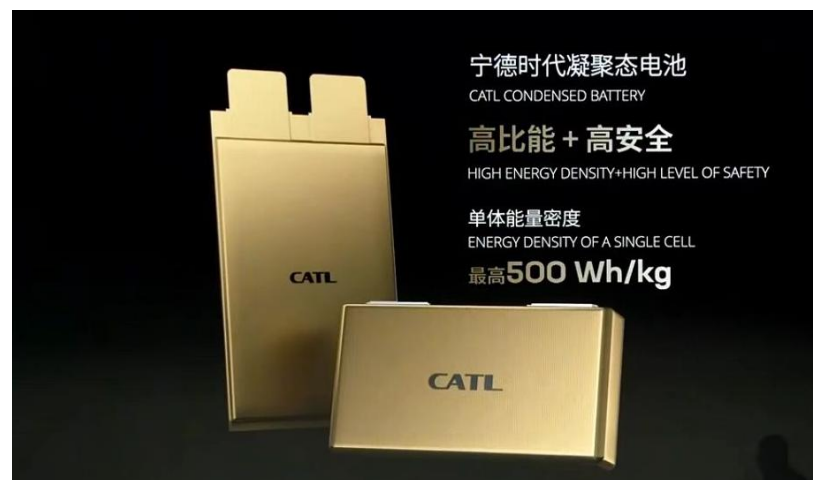
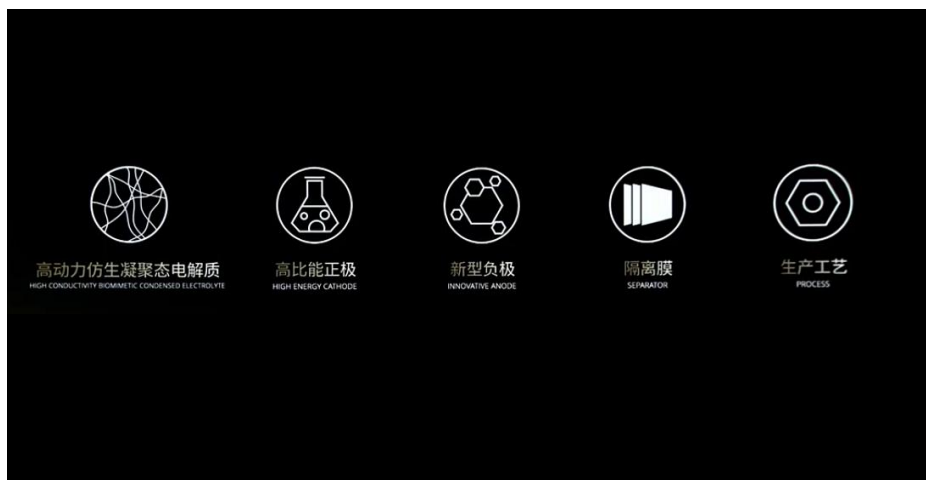


图 凝聚态电池材料端创新设计



宁德时代23年4月推出凝聚态电池，能量密度可高达500Wh/kg，24年已具备车规级量产能力，同时进行航空级合作开发，已成功试飞4吨级民用电动飞机，8吨级飞机预计27-28年发布，今年底搭载宁德时代电池的eVTOL预计能够首次飞行。

比亚迪：60Ah电芯已下线，27年完成示范性装车

- ◆ **研发历程**：13年启动全固态电池研发，进行材料路线探索；16年进行技术可行性验证，低于1Ah软包、钢制夹具圆形电池，材料体系的探索；23年启动产业可行验证，电芯、系统、产线、材料技术；27年启动批量示范装车应用，30年大规模应用。
- ◆ **设计方案**：60Ah电芯，400wh/kg，800wh/L，材料选用硫化物为主，正极单晶高镍三元，负极硅碳材料；正极活性物质占比85%（目标90%），负极活性物质占比较低。
- ◆ **进展**：20Ah、60Ah电芯去年已中试下线。目前高温下实现快充，27年室温开始快充。公司表示，此前国内技术落后于日本韩国，在本次国家战略引导后，产业链发展会非常快。
- ◆ **成本**：未来不是问题，规模化上来后，固液可以实现同价。

图 比亚迪固态电池体系介绍

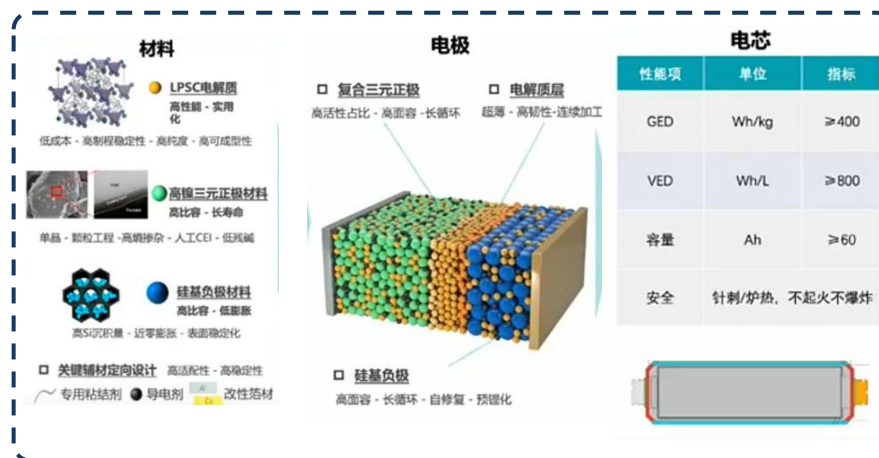
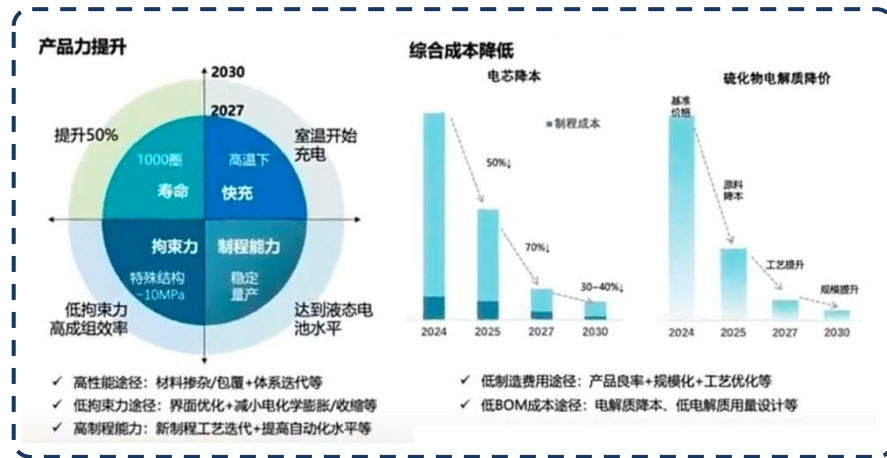


图 比亚迪固态电池进展预期



◆ ①G恒准固态电池（氧化物+聚合物复合体系）

- **电池性能：**作为一款197Ah的方形电池，其电芯能量密度可达300Wh/kg以上，系统能量密度可达235Wh/kg以上，较同体积液态电池系统能量提升超36%，续航超1000km
- **应用场景：**主要包括eVTOL、新能源汽车、人形机器人三个方面
- **产业化进度：**国轩高科G恒准固态电池年产能约为12GWh，且已完成超5家客户电芯送样测试，超4家客户上车测试，搭载G恒准固态电池的“001”号样车总里程已经超过1万公里。

◆ ②金石全固态电池（硫化物体系）

- **电池性能：**电芯容量70Ah，质量能量密度达350Wh/kg，体积能量密度800Wh/L，循环寿命超1000次
- **材料体系：**正极采用高镍三元材料（比容量 > 240mAh/g），耐高压至4.4V；负极使用复合硅碳材料（比容量1800mAh/g），膨胀率较传统硅基材料降低40%
- **系统集成：**配套增程式车型的电池包系统电量51.1kWh，系统能量密度220Wh/kg；纯电车型版本系统能量密度可提升至280Wh/kg，续航突破1000km
- **产业化进度：**公司首条全固态电池中试线已建成，设计产能0.2GWh，实现100%线体自主开发，核心设备国产化率100%。当前，公司正在不断优化设备工艺，已全面启动第一代2GWh全固态电池量产线设计工作。前述全固态电池已开启装车测试（星纪元 ET）

图 固态电池



图 固态电池装配汽车



产业链及核心公司更新

- ◆ **25Q1销量100万辆且出口占比提升，全年我们预计25-30%增长。**公司25年Q1销100万辆，同环比+60%/-34%，国内市占率35%，基本维持稳定，出口21万辆，同环比+110%/+72%，高端车5.3万辆，同环比+37%/-16%，其中腾势/仰望/方程豹销3.3/0.05/1.9万辆，同比+37%/-85%/+74%，环比-8%/-42%/-26%，出海+高端化合计占比26%，同环比+4/+14pct。公司25年推出超级e平台，打造10C兆瓦级闪充，叠加智驾平权+dmi出海，我们预计全年销量550万辆，同增25-30%，出口翻倍至80万辆+。
- ◆ **Q1结构优化单车盈利亮眼，25年预计维持9k+。**我们预计25Q1单车价格15.1万元(含税)，同环比-6%/-7%，单车毛利3.2万元，同环比-20%/+12%，单车净利0.87万元，同环比+31%/-6%，合计贡献利润87亿元，同环比+110%/-39%。25年公司全面普及智驾车型，我们预计单车成本增加4千元左右，但出口+高端化占比有望升至25%+，叠加规模效应带动单车折旧下降，我们预计单车利润维持9千元+。

表 比亚迪财务数据

	2024/03/31	2024/06/30	2024/09/30	2024/12/31	2025/03/31	FY2024	FY2023
新能源汽车							
收入 (百万)	88,464	134,082	157,579	219,673	151,619	599,797	483,738
-环比增长	-5%	21%	20%	48%	-31%	24%	104%
销量 (辆)	626,263	986,720	1,134,892	1,524,270	1,000,804	4,272,145	3,020,000
-同比增长	13%	40%	38%	62%	60%	41%	62%
-环比增长	-33%	58%	15%	34%	-34%		
均价 (含税, 万元/辆)	15.96	15.36	15.69	16.29	15.15	15.86	18.10
-幅度 (环比)	-11%	-4%	2%	4%	-7%	-12%	27%
汽车业务毛利率	28.07%	22.42%	25.60%	19.81%	21.14%	23.13%	24.04%
汽车毛利	24,832	30,056	40,348	43,519	32,057	138,755	116,301
单车毛利	3.97	3.05	3.56	2.86	3.20	3.25	3.85
单车利润(万元/辆)	0.67	0.86	0.93	0.93	0.87	0.88	0.91
汽车业务净利润	4,167	8,466	10,591	14,226	8,707	37,449	27,617
比亚迪电子							
收入 (百万)	36,480	42,100	43,546	55,179	36,970	177,306	129,957
-同比	36%	43%	41%	75%	1%	36%	
-环比	16%	15%	3%	27%	-33%		
比亚迪电子毛利	2509	2870	3683	3239	2329	12301	10434
比亚迪电子毛利率	7%	7%	8%	6%	6%	7%	8%
比亚迪电子利润	610	907	1546	1202	626	4266	4041
比亚迪电子利润 (权益)	401	597	1,016	791	411	2,805	2,657

- ◆ **Q1经营重新亏损，毛利率再往上：**Q1收入100亿元，同环比+187%/-26%；毛利率14.9%，同环比大幅提升16/2pct；净利润-1.8亿，重回亏损。25年Q1零跑经营性净现金流3.4亿，自由现金流为-3.6亿，期末现金及等价物为257亿，同比增加46%。
- ◆ **Q1交付8.8万辆，Q2预计环比增50%+：**同环比+162%/-29%，其中C系列占比77.5%。Q4单车价格11.4万（不含税），同环比+10%/+5%，单车毛利1.7万，同环比2168%/17%，单车利润-0.15元。预计Q2销量13万-14万台，环比增50%+，毛利率受去库影响，环比或微降，但力争盈亏平衡。
- ◆ **25年目标销量50万-60万辆：**C系列持续发力，C10累计交付破10万台，26款C10于5月15日上市、增配降价，C11计划7月推中期改款且5月单周订单表现亮眼，C16安全测评获多项优秀；B系列贡献增量，全新B平台首款车型B10于4月10日上市即上量、至公告日交付超万台，B系列首款轿车B01于4月23日亮相上海国际车展。25年目标销量50万-60万辆，同比增加70%-104%；。
- ◆ **加速全球化和智能化：**25年Q1累计出口7546台，环增31%。海外网点超500家；与斯兰蒂斯合作，2025年底前启动马来西亚C10本地化组装，2026年欧洲本地化制造，定价聚焦市占率、前期微利。3月10日发布3.5架构，集成高通芯片、中央域控领先，成本降30%-40%，自研智驾支持2025下半年城市记忆通行，全年投入超8亿元，标零智驾订单多、功能5月底-6月推送。

表 零跑汽车财务数据

	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
主营业务收入（百万元）	3,486	5,359	9,860	13,459	10,020
-同比	142%	23%	74%	155%	187%
-环比	-34%	54%	84%	36%	-26%
销量合计（万辆）	3.3	5.3	8.4	12.3	8.8
-同比	218%	57%	89%	123%	162%
-环比	-40%	59%	57%	47%	-29%
单车收入（万元/辆）	10.4	10.1	11.8	10.9	11.4
-同比	-24%	-22%	-8%	15%	10%
-环比	9%	-4%	17%	-7%	5%
毛利率（%）	-1.40%	2.80%	8.10%	13.35%	14.90%
-同比	6.41%	8.04%	6.91%	6.62%	16.30%
-环比	-8.12%	4.20%	5.30%	5.25%	1.55%
毛利	-49	149	799	1,796	1,493

- ◆ **25Q1经营状态良好，进一步减亏：**25Q1收入158亿元，同环比增长 141%/-2%；毛利率15.6%，同环比+3/+1pct；归母净利润-6.6亿，同环比+51%/+50%，亏损进一步缩窄；在手现金178亿，同比上升22%。
- ◆ **25Q1汽车业务毛利率提升：**Q1汽车收入144亿元，同环比+159%/-2%，交付9.4万辆，同环比+331%/+3%；Q1单车价格（不含税）约 15.3 万，同环比 -40%/-5%；毛利率10.5%，同环比+5/+0.4pct，单车毛利 1.6万，同环比+15%/-1%；单车利润-0.7万，同环比进一步减亏。服务和其他业务25Q1收入14.4亿，同环比+44%/1%，毛利率66.4%，同环比+12/+7pct。
- ◆ **加速全球化和智能化：**新车型逐季推出，全年目标销量翻番：4 月 2025 款 G6 与 G9 首月交付超 7500 台，5 月底Mona M03 Max 上市，普及 15 万级图灵 AI 辅助驾驶。Q2完成 5 个车型升级，预计交付量 10.2 万至 10.8 万辆，环比增12%；Q3 25 万级 G7 与 30 万级全新 P7 交付放量；Q4鲲鹏超电车型量产，公司有望季度盈利。同时25Q1海外销量7615辆，同比增超 370%，新增超 40 家门店，开拓英、印尼等市场，未来三年高速扩张。
- ◆ **人形是三大战略之一：**AI + 汽车、全球化、人形机器人与汽车产业链深度融合。图灵芯片二季度生产、三季度量产，算力达行业 3-7 倍，目标 2026 年行业领先。人形第四代产品 Iron 铁人亮相上海车展，第五代将部署图灵芯片并复用汽车领域技术架构，计划 2026 年量产面向工业和商业场景的人形机器人，达行业领先水平。

表 小鹏汽车财务数据

	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
汽车销售收入 (百万元)	55.4	68.2	88.0	146.7	143.7
-同比	58%	54%	12%	20%	159%
-环比	-55%	23%	29%	67%	-2%
销量合计 (辆)	21,821	30,207	46,533	91,507	94,008
-同比	20%	30%	16%	52%	331%
-环比	-64%	38%	54%	97%	3%
单车收入 (万元/辆)	25.4	22.6	18.9	16.0	15.3
-同比	32%	18%	-4%	-21%	-40%
-环比	25%	-11%	-16%	-15%	-5%
单车毛利 (万元/辆)	1.4	1.4	1.6	1.6	1.6
-同比	390%	188%	237%	95%	15%
-环比	68%	4%	13%	-1%	-1%
毛利率	5.45%	6.37%	8.59%	10.02%	10.46%

- ◆ **Q1毛利率再提升：**Q1智能电动汽车及AI等创新业务收入186亿元，同环比+74138%/+11%，其中Q1智能电动汽车收入181亿元，同环比+98270%/+11%；毛利率23.2%，同环比大幅提升11/5pct。
- ◆ **Q1交付7.6万辆：**Q1销量环比+9%，全部为小米SU7系列新车；单车价格24.6万（不含税），环比+5%；单车毛利5.8万元，环比+35.5%。小米SU7系列累计交付超过25.8万台，4月份SU7交付超过2.8万台，成为20万以上所有价格段汽车的销量冠军。
- ◆ **小米YU7即将上市：**小米YU7定位豪华高性能SUV，全系标配激光雷达、超长续航（标准版续航835公里）800伏碳化硅高压平台、小米天地屏全景显示、700TOPS 辅助驾驶算力、连续阻尼可变减震器等；全面升级铠甲龙式钢铝混合车身，首次搭载2200兆帕小米超强钢，通过超50项被动安全性能测试；分为标准版、Pro版和Max版三个版本，今年7月正式上市。

表 小米汽车财务数据

	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
智能电动汽车及AI等创新业务收入（亿元）	64	97	167	186
-环比	-	52%	72%	11%
销量合计（辆）	27,307	39,790	69,697	75,869
-环比	-	46%	75%	9%
单车收入（万元/辆）	23.3	24.4	24.0	24.5
-环比	-	4%	-2%	2%
单车毛利（万元/辆）	3.6	4.2	4.9	5.7
-环比	-	16.3%	16.9%	16.9%
毛利率（%）	15.4%	17.1%	20.4%	23.2%
-环比	-	1.7%	3.2%	2.8%
毛利	10	17	34	43

- ◆ **Q1销量淡季，利润环比大幅下降，同比微增：**受淡季影响，Q1收入259亿元，同环比 +1%/-41%；毛利率20.5%，同环比-0.1pct/+0.2pct；归母净利润7亿，同环比+9.7%/-81.5%。25Q1理想汽车自由现金流至25亿，同比+150%，期末现金及等价物为532亿。
- ◆ **Q1毛利率稳定、单车利润大幅下降，Q2有所恢复。**Q1交付 9.29 万辆，同环比 + 16%/-41%。单车收入26.6亿元，同环比 -12%/-1%；单车毛利5.3亿元，同环比 -10%/-1%；单车归母净利0.7亿元，同环比 -31%/-68%。预计二季度交付量 12.3 万 - 12.8 万辆，同环比+16%/+355%，目标销量增速为 20 万元以上新能源市场增速的 2 倍，聚焦中高端家庭用户，通过产品迭代和市场下沉提升份额。
- ◆ **2025下半年计划推出两款全新纯电 SUV，理想 I8 将于 7 月发布，I6 于9月发布。**公司认为25年20万以上电动车空间380万辆，其中纯电210万辆。首款纯电 SUV 理想 I8 将切入新市场领域，home 家庭特别版上市后订单超 90%，验证家庭用户对“移动的家”理念的认可。
- ◆ **加速全球化和智能化：**智能化方面，自主研发 VLA 4G 大模型，整合空间语言与行为智能，7 月随 I8 发布，8 月通过 OTA 推送至 AD Max 车型，支持仿真环境下的强化学习，提升模型迭代效率。全球化进程上，聚焦亚洲和欧洲市场，以“硬件 + 服务 + 软件”一体化模式进入；同时计划招募成熟经销商，组建海外团队，吸引国际人才，目标海外销量占比达 30%。

表 理想汽车财务数据

	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
主营业务收入 (亿元)	243	303	413	426	247
-同比	32%	8%	23%	5%	2%
-环比	-40%	25%	36%	3%	-42%
销量合计 (辆)	80,400	108,581	152,831	158,696	92,864
-同比	53%	25%	45%	20%	16%
-环比	-39%	35%	41%	4%	-41%
单车收入 (万元/辆)	30.2	27.9	27.0	26.8	26.6
-同比	-13%	-14%	-15%	-12%	-12%
-环比	-2%	-7%	-3%	-1%	-1%
单车毛利 (万元/辆)	5.8	5.2	5.7	5.3	5.3
-同比	-15%	-23%	-16%	-24%	-10%
-环比	-16%	-10%	8%	-7%	-1%
毛利率	19.3%	18.7%	20.9%	19.7%	19.8%

- ◆ **Q1出货环增15%至23GWh，全年出货预期上修至130GWh。** 25Q1公司动储出货22.8GWh，同环比+69%/-6%，其中动力出货10.2GWh，同环比+58%/+6%，储能出货12.7GWh，同环比+81%/-14%。动力方面，公司搭载小鹏P7+、零跑C10/C16等爆款车型持续放量，25年我们预计出货50GWh，同增60%+；储能方面，美国直接出口比例<4%，25年美国交付量较小，我们预计受关税影响小，后续通过马来工厂突破，25年出货预期80GWh，同增60%。合计看，我们对25年动储出货预期上修至130GWh+，同增60%+，26年新品+海外放量，出货预期170GWh，同增30%+。
- ◆ **Q1盈利水平相对稳定，后续预计持续提升。** 根据我们测算，25Q1储能均价0.43元/wh，环降5%+，毛利率近14%，单位净利维持0.03元，后续随着电池价格企稳，公司维持满产满销，系统比例提升至20%，全年盈利水平预计可维持；25Q1动力均价0.63元/wh，环降5%+，毛利率近17%，预计维持微利，目前稼动率升至70%，随着爆款车型的持续拉动，Q2末预计进一步升至80%，此外公司产线进行标品化改造，后续盈利水平有望持续提升，全年盈利水平我们预计0.01元/wh+。合计看，动储Q1贡献利润约4亿元，我们预计全年贡献利润25-30亿元，同增80%+。
- ◆ **Q1消费利润略低于预期，思摩尔贡献收益下滑。** 根据我们测算，消费电池Q1收入24亿元，环降10%，毛利率25%，贡献利润约3.3亿元，环降20%。小圆柱电池淡季影响，叠加马来工厂费用，盈利环比略降，25年我们预计出货12-13亿颗，同增15%，带动消费利润增长25%至16亿元；思摩尔Q1贡献投资收益0.6亿元，环降43%，全年我们预计贡献利润4.8亿元；碳酸锂及中游材料Q1贡献投资收益0.5亿元，环比转正，全年我们预计贡献利润1.5-2亿元。
- ◆ **盈利预测与投资评级：** 我们基本维持25-27年归母净利润53/73/93亿元的预期，同增31%/37%/27%，对应PE为16x/12x/9x，考虑到公司出货高速增长，给予25年25x估值，对应目标价65元，维持“买入”评级。**风险提示：** 原材料价格波动超市场预期，电动车销量不及市场预期。

表：盈利预测与估值

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	48784	48615	66004	82905	97644
同比（%）	34.38	-0.35	35.77	25.61	17.78
归母净利润（百万元）	4,050	4076	5345	7307	9298
同比（%）	15.42	0.63	31.16	36.69	27.25
EPS-最新摊薄（元/股）	1.98	1.99	2.61	3.57	4.54
P/E（现价&最新摊薄）	20.75	20.62	15.72	11.50	9.04

- ◆ **Q1业绩略超市场预期。**公司25年Q1营收17.3亿元，同环比+21%/-10%，归母净利润1.4亿元，同环比+101%/-31%，毛利率20.4%，同环比+6.1/-0.2pct，归母净利率8.2%，同环比+3.3/-2.5pct。
- ◆ **Q1出货1.3亿颗，淡季环降12%。**根据我们测算，锂电池 出货方面，25年Q1出货超1.3亿颗，同环比+72%/-12%，我们预计Q2出货1.7亿颗，环增30%，全年出货7亿颗，同增60%。盈利方面，锂电25Q1贡献利润5k万，若加回马来工厂费用1k万，单颗盈利0.45元+，基本符合市场预期，后续看，马来工厂Q3产能开始释放，盈利能力预计开始恢复，25年单颗盈利有望达0.5元+。展望26-27年，随着BBU、机器人、Evtol领域的放量，盈利能力大幅优于传统主业，公司锂电板块有望迎来第二增长曲线。
- ◆ **LED业务盈利亮眼，金属物流保持稳健。**根据我们测算，LED 25Q1贡献利润4.4k万，环增31%，盈利表现亮眼，随着下游需求持续回暖，高端产品占比提升，我们预计全年贡献利润1.5-2.0亿，同增35%+，此外公司已推出CSP芯片级封装产品，26-27年有望贡献增长点；#金属物流 25Q1贡献利润0.42亿元，环降7%，我们预计25年有望贡献利润1.7亿+，持续贡献稳定现金流。
- ◆ **马来工厂静待投运，期间费用率有所提升。**公司25年Q1期间费用1.7亿元，同环比+27%/+21%，费用率9.9%，同环比+0.5/+2.6pct；经营性现金流3.3亿元，同环比-26%/-47%；25年Q1资本开支2.5亿元，同环比-2%/+25%；25年Q1末存货15.8亿元，较年初+2%。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们维持25-27年归母净利预期 6.5/8.2/10.5 亿元，同比+34%/+26%/+28%，对应PE为23x/18x/14x，维持“买入”评级。**风险提示：**下游需求不及预期，原材料价格波动，市场竞争加剧。

表：盈利预测与估值

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	5222	6756	8183	9508	11275
同比（%）	-16.92	29.38	21.12	16.19	18.58
归母净利润（百万元）	140.82	487.84	652.36	819.68	1,052.67
同比（%）	-62.78	246.43	33.72	25.65	28.42
EPS-最新摊薄（元/股）	0.12	0.42	0.57	0.71	0.91
P/E（现价&最新摊薄）	105.7	30.51	22.82	18.16	14.14

- ◆ **25Q1业绩基本符合预期。**公司25年Q1营收25亿元，同环比-2%/-17%，归母净利润-0.2亿元，扣非净利润-0.49亿元，同环比大幅下滑，毛利率21.4%，同环比-3.3/-3.9pct，归母净利率-0.9%，同环比-1.3/-6.3pct。Q1包含汇兑收益2千万，减值损失5千万。
- ◆ **消费Q1出货0.8亿支，同比微增，25年预计增长15%。**消费端看，25Q1收入21亿元，同降10%+，出货0.8亿支，同比微增，贡献利润0.13亿元，单颗利润1.6元，环降0.4元，主要受出口退税影响，预计影响毛利率2pct，叠加淡季稼动率影响。25年看，随着手机端钢壳&异形等新产品放量，海外优质客户占比提升，我们预计公司消费业务实现收入120亿元，盈利水平有望提升，贡献利润11-12亿元。
- ◆ **动力Q1权益亏损6千万，25年放量进一步减亏。**动力端，25Q1收入4亿元，同增超200%，出货30万台，同增650%，权益亏损6千万元。公司已获捷豹路虎、stellantis、德系车企定点，且为理想主供、小米独供，25-26年进一步翻倍增长，我们预计25年减亏，26年有望盈亏平衡。此外，公司25Q1无人机收入1.5亿元，持续保持与大疆等客户的深度合作，聚焦高倍率场景，销量稳步提升。
- ◆ **研发投入力度持续、存货略有增长。**公司25年Q1期间费用6.6亿元，同环比-4%/+2%，费用率26.4%，同环比-0.5/+5.1pct；经营性现金流5.1亿元，同环比-18%/-35%；25年Q1资本开支8.4亿元，同环比+32%/-21%；25年Q1末存货22.3亿元，较年初增加18%。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们维持25-27年公司归母净利润预期8.6/13.3/16.1亿元，同增100%/55%/21%，对应PE为17/11/9倍，考虑到公司全球消费锂电巨头地位，启停电池打造第二增长曲线，给予25年25倍，目标价19元，维持“买入”评级。**风险提示：**下游需求放缓、新产品不及预期。

表：盈利预测与估值

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	11446	11541	14474	17729	21088
同比（%）	4.29	0.83	25.41	22.49	18.94
归母净利润（百万元）	344.19	430.36	862.31	1332.6	1614.23
同比（%）	278.45	25.03	100.37	54.54	21.13
EPS-最新摊薄（元/股）	0.31	0.38	0.76	1.18	1.43
P/E（现价&最新摊薄）	59.03	33.17	16.55	10.71	8.84

- ◆ **Q1业绩符合市场预期。**公司25年Q1营收16.3亿元，同环比89%/1.1%，归母净利润2.4亿元，同环比60.9%/-8.2%，毛利率26.3%，同环比-0.4/-0.6pct，扣非归母净利2.5亿元，同环比+73%/4%，处于业绩预告中值，符合市场预期。非经常性损益主要系非流动性资产处置损益。
- ◆ **Q1出货预计近7万吨、25年销量预期30万吨。**我们预计公司Q1负极出货近7万吨，同增111%，环比微增，河北10万吨产能项目逐步投产，产能开始爬坡，25年有望出货30万吨，同增40%。公司新增马来西亚5万吨产能规划，我们预计26H2有望投产，助力海外客户开拓及长期出货增长，同时公司确定山西四期20万吨一体化产能，拟发行25亿可转债投资建设。
- ◆ **Q1单位盈利基本稳定、原材料涨价已部分传导、盈利预计可维持。**公司Q1均价2.65万/吨（含税），环比持平，Q1单吨毛利0.63万/吨，单吨净利预计0.35万元，环比微降，好于预期。我们预计2季度盈利仍可维持0.3万元/吨+，主要原因：1) 石油焦已回落超1000元/吨，近期价格走稳；2) 部分客户涨价近期已落地，缓解成本上涨压力。因此，全年单吨净利可维持0.3万元+。
- ◆ **费用控制良好、低价原材料库存增加。**公司25年Q1期间费用0.9亿元，同环比47.2%/-17.6%，费用率5.4%，同环比-1.5/-1.2pct；经营性现金流-10.3亿元，环比转负，主要系票据贴现较少所致；25年Q1资本开支1亿元，同环比-43.1%/-59%；25年Q1末存货20亿元，较年初28.9%，在建工程0.6亿元，较年初大幅减少，主要系河北产能转固所致。
- ◆ **盈利预测：**我们维持25-27年归母净利润预测为10.3/14.3/17.5亿元，同比+22%/+39%/+23%，对应14/10/8倍PE，给予25年20倍pe，目标价78.8元，维持“买入”评级。**风险提示：**电动车销量不及预期，原材料价格大幅波动，产业竞争加剧。

表：盈利预测与估值

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	4391	5229	8414	10474	12588
同比（%）	-8.18	19.1	60.9	24.48	20.19
归母净利润（百万元）	722.91	838.33	1026.77	1,425.47	1,749.14
同比（%）	-43.94	15.97	22.48	38.83	22.71
EPS-最新摊薄（元/股）	2.77	3.21	3.94	5.46	6.7
P/E（现价&最新摊薄）	19.24	16.59	13.54	9.75	7.95

- ◆ **24年份额明显提升，25年单壁放量可期：**24年碳管浆料出货量8.5万吨，同比+56%，其中Q4为2.6万吨，同环比+86%/+13%。结构看，我们预计24年一代产品占比43%，24Q4提升至48%。我们预计25Q1出货量1.9-2万吨，同环比+28%/-26%，且我们预计全年一二三代出货量10-11万吨，增长20%。单壁方面，公司25年产能100吨粉体（对应2.5万吨浆料），年中硅碳负极需求开始释放，我们预计全年单壁浆料近1万吨，同时四代销量也有望达到近1万吨，我们预计25年合计浆料销量12万吨，同比增40%。
- ◆ **25Q1单吨盈利恢复，25H2单壁有望贡献利润弹性：**24年碳管浆料毛利率35%，同比+1.3pct，均价1.7万元/吨（不含税），同比-32%，单吨毛利0.6万元/吨，同比-29%，扣非单吨利润为0.28万元/吨，同比-27%，其中我们预计Q4扣非单吨利润为0.23万元/吨，主要由于Q4一代产品占比提升至48%，且年底费用摊销增加。我们预计25Q1公司一代产品占比回落至42%，均价环比恢复至1.7万元/吨，单吨扣非利润恢复至0.27万元/吨。全年看一二三代产品盈利基本稳定；而单壁和四代产品国内仅公司可实现大批量出货，我们预计单吨利润可达1万元/吨。
- ◆ **投资建议：**考虑短期行业竞争影响公司盈利能力，我们下调公司25-26年归母净利润预期为4.5/6.5亿元（前预测为4.8/7.1亿元），新增27年归母净利预期为9.1亿元，同比增80%/45%/40%，对应PE为31x/22x/15x，考虑单壁放量弹性大，我们给予26年30x估值，对应目标价57元，维持“买入”评级。**风险提示：**需求不及预期，产能建设不及预期，行业竞争加剧。

表：盈利预测与估值

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	1404	1448	2174	2902	3867
同比（%）	-23.75	3.13	50.15	33.45	33.27
归母净利润（百万元）	297.16	250.2	450.04	652.68	912.76
同比（%）	-29.96	-15.8	79.88	45.03	39.85
EPS-最新摊薄（元/股）	0.86	0.73	1.31	1.89	2.65
P/E（现价&最新摊薄）	47.22	56.08	31.18	21.5	15.37

- ◆ **三元：Q1出货环比持平，Q2起海外订单放量，盈利逐步恢复。**出货端，25Q1三元正极出货约1万吨，同环比持平，海外销量占比约50%，和24Q4持平。公司3月公告与LGES、SK On签订长期供货协议，预计在2025年至2027年分别向LGES、SK On出货11、1.7万吨正极材料；我们预计25年公司三元正极出货近6万吨，同增40-50%，海外订单占比将由24年的50%提升至25年的60%。盈利端，我们测算Q1三元正极单吨扣非利润约0.6万元，环比扭亏，我们预计随着Q2起海外订单释放，25年盈利水平逐季恢复。
- ◆ **铁锂：Q1单吨盈利环比提升，25年出货同比翻倍，盈利将进一步好转。**出货端，25Q1铁锂正极出货约2.4万吨，环减15%左右；公司现有4万吨自有产能+7-8万吨代工厂产能，25H2公司自有产能新增8万吨，25全年有效产能预计达15万吨（自有+代工厂），我们预计25年铁锂出货12万吨+，同比翻倍。盈利端，25Q1铁锂单吨盈利环比略有提升，但由于向攀枝花子公司收取部分研发费用，导致子公司净利润环比略有下滑，少数股东损益表现为负，我们预计Q2起铁锂盈利有望进一步好转。
- ◆ **Q1经营性现金流下滑，资本开支放缓。**公司25年Q1期间费用1.4亿元，同环比+27.4%/+14.6%，费用率7.3%，同环比+0.1/+1.4pct；经营性现金流3.6亿元，同环比-344%/-19%；25年Q1资本开支1.1亿元，同环比-69.2%/-51.5%；25年Q1末存货13.7亿元，较年初+29%。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们维持公司2025-2027年盈利预测，预计2025-2027年公司归母净利润6.0/7.3/10.2亿元，同比+27%/+21%/+40%，对应PE为31x/26x/19x，公司盈利仍好于市场平均水平，且25年海外客户占比有望进一步提升，维持“买入”评级。**风险提示：**产能释放不及预期，需求不及预期。

表：盈利预测与估值

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	15127.07	7593	10806	12793	15159
同比(%)	-28.86	-49.8	42.32	18.39	18.49
归母净利润(百万元)	1,924.26	471.83	603.42	732.36	1023.21
同比(%)	-14.8	-75.48	27.89	21.37	39.71
EPS-最新摊薄(元/股)	3.8	0.93	1.19	1.45	2.02
P/E（现价&最新摊薄）	9.85	40.19	31.43	25.89	18.53

投资建议和风险提示

投资建议：稳健增长，估值底部

- ◆ **投资建议：**行业稳健增长，估值底部，具备业绩支撑，首推格局和盈利稳定龙头电池（宁德时代、比亚迪、亿纬锂能）、结构件（科达利）；并看好具备盈利弹性的材料龙头，首推（湖南裕能、尚太科技、富临精工、天赐材料、天奈科技），其次看好（璞泰来、新宙邦、容百科技、华友钴业、中伟股份、恩捷股份、星源材质等），关注（中科电气、龙蟠科技）等；同时看好固态电池产业方向，关注（厦钨新能、有研新材、纳科诺尔、宏工科技、英联股份等）。

表 相关公司估值表（截至2025年5月28日股价）

	名称	总市值 (亿元)	股价	归母净利润 (亿元)				PE				PB现值	评级
				2024E	2025E	2026E	2027E	2024E	2025E	2026E	2027E		
电池	宁德时代	11,613	255	508	661	802	966	23	18	14	12	4.1	买入
	比亚迪	11,156	363	403	531	651	781	27	21	17	14	5.1	买入
	亿纬锂能	933	46	41	53	73	93	23	17	13	10	2.5	买入
	欣旺达	344	19	15	21	25	30	23	17	14	11	1.4	买入
	蔚蓝锂芯	140	12	5	7	8	11	29	21	17	13	2.0	买入
	派能科技	105	43	1	2	5		124	48	22		1.1	买入
结构件	珠海冠宇	149	13	4	9	13	16	35	17	11	9	2.1	买入
	科达利	311	114	15	19	23	28	21	17	13	11	2.6	买入
电解液	天赐材料	325	17	5	11	17	24	67	29	19	14	2.5	买入
	新宙邦	226	30	9	13	16	20	24	17	14	11	2.4	买入
负极	璞泰来	339	16	12	25	31	40	28	13	11	8	1.8	买入
	贝特瑞	251	22	9	12	15	18	27	21	17	14	2.0	买入
	尚太科技	122	47	8	10	14	17	15	12	9	7	1.9	买入
	信德新材	34	33	0	1	1	1	-103	59	38	31	1.3	买入
隔膜	恩捷股份	271	28	-6	2	8	18	-49	130	33	15	1.1	买入
	星源材质	133	10	4	4	5	7	37	33	26	19	1.3	买入
	壹石通	34	17	0	1	1	2	285	66	27	18	1.6	增持
正极	华友钴业	575	34	42	55	67	82	14	10	9	7	1.6	买入
	中伟股份	294	31	15	19	25	32	20	16	12	9	1.5	买入
	德方纳米	78	28	-13	-1	3	6	-6	-54	29	13	1.4	增持
	容百科技	131	18	3	8	10	13	44	16	13	10	1.6	买入
	当升科技	193	38	5	6	7	10	41	32	26	19	1.5	买入
	厦钨新能	189	45	5	7	9		38	27	21		2.1	未评级
	湖南裕能	212	28	6	15	23	30	36	14	9	7	1.8	买入
	富临精工	216	18	4	10	15	20	54	22	14	11	4.8	买入
导电剂	天奈科技	151	41	3	5	7	9	60	34	23	17	4.1	买入
	鼎胜新材	79	9	3	5	6	8	26	16	13	11	1.1	买入
铝箔	曼恩斯特	77	53	0	1	2	3	250	64	37	23	2.7	买入
	骄成超声	57	50	1	1	3	5	66	47	23	13	3.3	买入
锂	天齐锂业	463	29	-79	16	19	24	-6	29	25	20	1.1	买入
	赣锋锂业	557	30	-21	8	16	25	-29	75	38	25	1.5	买入
	永兴材料	164	30	10	9	12	17	16	18	13	10	1.3	买入
	藏格矿业	579	37	26	27	35	54	22	21	17	11	4.0	买入
	中矿资源	216	30	8	6	12	21	29	36	18	10	1.8	买入
	雅化集团	124	11	3	8	13	19	48	15	10	6		买入
	盛新锂能	103	11	-6	2	4	9	-17	68	29	11	0.9	买入

- ◆ **价格竞争超市场预期：**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