

筑底完成，龙头率先复苏 --电动车24年及25Q1财报总结

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5月7日

- ◆ **上游资源和中游材料24Q4大幅计提减值，拖累板块利润增速，25Q1明显恢复，整车和电池利润占比有所下降，但仍占主导：**24Q4全球电动车销582万辆，同环比33%/28%，储能24Q4出货量119GWh，同环比+16%/+11%，行业整体景气度高，板块24Q4营收10749亿元，同环比+11%/+22%，归母净利289亿元，同环比-6%/-27%，由于上游和中游材料亏所拖累。25Q1板块营收7902亿元，同环比+9%/-26%，归母净利409亿元，同环比+38%/+41%，电池占利润比重38%（同-4pct），整车37%（同-7pct），中游材料8%（同+0pct），碳酸锂4%（同+10pct），核心零部件9%（同+0pct）。
- ◆ **24Q4除了添加剂环节，其余环比均下滑，25Q1明显改善，其中触底环节同比增速亮眼，包括铜箔铝箔、碳酸锂等，强势环节电池整车同比相对稳健。24Q4归母净利环比增速排序：**添加剂53%（黑猫扭亏）>电池-1%>整车-3%>汽车核心零部件-19%>结构件-51%>三元前驱体-55%>负极-80%>铜箔-94%>隔膜-187%>三元正极-223%>碳酸锂-294%>铁锂正极-298%>锂电设备-327%>铝箔-666%>正极-838%>六氟磷酸锂及电解液-1588%。**25Q1归母净利润同比增速排序：**铝箔506%>碳酸锂174%>铜箔95%>三元前驱体56%>负极40%>结构件38%>铁锂正极36%>零部件31%>6f电解液29%>电池26%>整车16%>三元正极-1%>隔膜-1%>添加剂-8%>锂电设备-9%。
- ◆ **24Q4盈利水平再探底，25Q1有所恢复，库存增加，现金流有所下降，总体资本开支缩减。**24Q4毛利率14%，同环比-4/-6pct，净利率4%，同环比-1/-3pct；25Q1毛利率17%，同环比-1/+4pct，净利率8%，同环比+1/+4pct。24Q4末存货2128亿元，较年初增长11%，25Q1末环比再增7%。24年经营活动净现金流1614亿元，同-4%，25Q1为321亿元，同环比+27%/-51%。25Q1末营运资本3243亿元，较年初减少2%。
- ◆ **投资建议：**25年行业需求25%增长预期，其中国内电动车25%增长、新兴市场和欧洲储能翻倍以上增长。短期因为美国关税不确定性冲击，美国储能暂停，整体排产环比平稳，估值已充分反应，且产业价格和盈利已触底，当前15倍PE安全边际足够，增长确定。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**）；并看好具备盈利改善的材料龙头，首推（**湖南裕能、富临精工、璞泰来、尚太科技、天奈科技、天赐材料**），关注**中科电气**，其次看好（**新宙邦、容百科技、华友钴业、中伟股份、星源材质、恩捷股份**）等；同时碳酸锂价格已见底，看好具备优质资源龙头，推荐（**中矿资源、永兴材料、赣锋锂业、雅化集团**）等；并看好优质零部件（**中熔电气、浙江荣泰、威迈斯**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。

终端需求：国内动力稳健增长，储能25Q1抢装

动力：24全球电动车同增23%，25Q1增32%，国内引领

- ◆ **Marklines数据，全球电动车24年累计销1766万辆，同比增长23%，累计电动化率20.29%。**其中Q4全球电动车销582万辆，同环比增33%/28%。25年Q1电动车销量427万辆，同环比+32%/-27%。
- ◆ **国内电动车24年累计销1220万辆，同比增长36%，累计电动化率41%。**其中Q4电动车销429万辆，同环比+43%/+33%。25年Q1电动车销量287万辆，同环比+44%/-33%。

图：全球分区域电动乘用车年度和季度销量（辆）

	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025年Q1	2023全年	2024全年
中国	1,984,893	2,709,878	3,219,337	4,290,611	2,866,063	8,967,843	12,204,719
同比	31.68%	31.46%	34.20%	43.01%	44.39%	36.99%	36.09%
环比	-33.84%	36.53%	18.80%	33.28%	-33.20%	-	-
美国	355,260	401,785	400,222	447,955	392,573	1,468,085	1,605,222
同比	11.34%	8.16%	2.86%	15.33%	10.50%	49.10%	9.34%
环比	-8.54%	13.10%	-0.39%	11.93%	-12.36%	-	-
欧洲	687,898	737,156	679,128	822,347	764,596	2,884,883	2,915,057
同比	8.82%	1.04%	-8.68%	5.50%	11.15%	15.16%	1.05%
环比	-11.75%	7.16%	-7.87%	21.09%	-7.02%	-	-
其他国家	199,718	224,040	238,244	261,708	248,151	745,927	866,022
同比	25.88%	24.20%	22.25%	23.45%	24.25%	75.50%	16.10%
环比	-5.79%	12.18%	6.34%	9.85%	-5.18%	-	-
全球	3,227,769	4,072,859	4,536,931	5,822,621	4,271,383	14,066,738	17,660,180
同比	23.33%	21.84%	21.74%	32.93%	32.33%	25.55%	23.33%
环比	-26.31%	26.18%	11.39%	28.34%	-26.64%	-	-

储能：24年全球储能需求同增56%，25Q1同增154%

- ◆ SNE数据，24年全球动力电池装机量899GWh，同比增长28%；其中Q4装机量298GWh；25年1-2月累计装机量130GWh。
- ◆ 鑫椏咨询数据，24年全球储能电池产量344GWh，同比增长56%，其中Q4产量118GWh，环比+16%；25年Q1产量103GWh，同环比+150%/-13%。24年国内储能电池出货量328GWh，同比增长57%，其中Q4出货量119GWh，同环比+16%/11%；25年Q1出货量98GWh，同环比+137%/-18%。

图：全球动力电池装机数据（GWh）

	24年Q4	25年1-2月	24全年
中国	192.08	71.60	533.06
同比	-	+53.12%	+38.99%
环比	34.70%	-47.33%	-
美国	33.98	18.53	116.48
同比	-	+26.14%	+17.16%
环比	13.12%	-21.08%	-
欧洲	51.38	28.14	173.66
同比	-	+30.34%	+8.35%
环比	23.66%	-22.27%	-
其他国家	20.54	11.62	75.82
同比	-	+22.06%	+26.51%
环比	2.75%	-16.10%	-
全球	297.98	129.89	899.03
同比	-	+40.33%	+27.86%
环比	27.24%	-37.99%	-

图：全球储能电池产量数据（GWh）

	2024Q4	环比	2025Q1	同比	环比	2024全年	同比
全球储能电池产量	117.5	+15.87%	102.5	+150.12%	-12.75%	344.3	+56.33%

电动车板块：盈利底部确立，部分环节开始改善

1 营收及利润：板块24Q4总体利润环比走低，25Q1明显恢复

- ◆ 新能源汽车板块2024年营业收入达35301亿元，同比增长+2%，归母净利润1424亿元，同比减少21%。我们共选取了101家上市公司，划分为碳酸锂、锂电池中游（含隔膜、六氟磷酸锂及电解液、电池、三元正极、铁锂正极、三元前驱体、负极、铜箔、铝箔、添加剂、结构件十二个细分板块）、核心零部件、电机电控、整车五个子版块，进行了统计分析。2024年营业收入同比下降的公司有51家；增幅为0-30%的有43家；增幅为30%以上的有7家。2024年归母净利润同比下降的公司有72家；增幅为0-30%的有17家；增幅为30%以上的有22家。亏损的公司有31家，扭亏的公司有6家。
- ◆ 2024年Q4新能源汽车板块实现营业收入达10749亿元，同环比+11%/+22%，归母净利润289亿元，同环比-6%/-27%。2024Q4收入同比下降的公司共有33家，增幅为0-30%的公司共有40家，增幅为30%以上的公司共有28家。归母净利润24Q4同比下降的公司共有45家，增幅为0-30%的公司共有21家，增幅为30%以上的公司有35家。
- ◆ 2025年Q1新能源汽车板块实现营业收入达7902亿元，同环比+9%/-26%，归母净利润409亿元，同环比+38%/+41%。20245Q1收入同比下降的公司共有30家，增幅为0-30%的公司共有44家，增幅为30%以上的公司共有27家。归母净利润24Q3同比下降的公司共有37家，增幅为0-30%的公司共有26家，增幅为30%以上的公司有38家。

图表：新能源汽车板块2024年增速分布情况（辆）

	收入增速	归属母公司净利润增速
同比负增长	51	72
同比增长幅度在0%-30%	43	17
同比增长超过30%	7	22
亏损	-	31
扭亏	-	6
合计	101	

图表：新能源汽车板块24年Q4及25年Q1增速分布情况（辆）

24年Q4	收入增速	归属母公司净利润增速
同比负增长	33	45
同比增长幅度在0%-30%	40	21
同比增长超过30%	28	35
25年Q1	收入增速	归属母公司净利润增速
同比负增长	30	37
同比增长幅度在0%-30%	44	26
同比增长超过30%	27	38

2 盈利水平：2024年盈利水平小幅下降，25Q1略有回升

- ◆ **2024年新能源汽车板块整体盈利能力同比小幅下降：**2024年新能源汽车板块整体毛利率为16.7%，同比-0.5pct；归母净利率4.0%，同比-1.1pct；其中Q4毛利率14.9%，同比-2.2pct，环比-3.4pct；归母净利率2.8%，同比-0.8pct，环比-2.0pct。25年Q1毛利率为16.3%，同比-0.6pct，环比+1.4pct；归母净利率5.5%，同比+0.9pct，环比+2.7pct。
- ◆ **2024年费用支出同比增长，25年Q1费用支出同环比减少：**2024年费用率11.24%，同比+0.49pct；其中Q4费用率9.2%，同比-2.5pct，环比-3.1pct。25年Q1费用率11.03%，同比-1.8pct，环比+1.8pct。

图表： 新能源汽车板块2024年及25年Q1全板块情况

	2024	2024同比	2024Q4	Q4同比	Q4环比	2025Q1	Q1同比	Q1环比
毛利率	16.7%	-0.5pct	14.9%	-2.2pct	-3.4pct	16.3%	-0.6pct	+1.4pct
归母净利率	4.0%	-1.1pct	2.8%	-0.8pct	-2.0pct	5.5%	+0.9pct	+2.7pct
费用率	11.24%	+0.49pct	9.2%	-2.5pct	-3.1pct	11.03%	-1.8pct	+1.8pct

3 产业景气度高，24年及25年Q1库存微增，资本开支缩减，现金流下降

- ◆ **2024年新能源汽车板块净现金流同比下滑5%，25年Q1单季度环减明显：**2024年新能源汽车板块经营活动净现金流为4847亿元，同比下降5%；其中Q4新能源汽车板块经营活动净现金流为2418亿元，同比上升9%，环比增长120%。25年Q1新能源汽车板块经营活动净现金流为132.2亿元，同比下降62%，环比下降95%（整车大幅下降）。
- ◆ **2024年与2025年Q1新能源汽车板块存货较年初环比增加。**24Q4末新能源汽车板块应收账款为4603亿元，较年初增长7%；预收款项为1464亿元，较年初增长13%；存货为5374亿元，较年初增长6%；营运资本为4231亿元，较年初下降4%；无息在手现金（减去长短期借款）为5931亿元，较年初增长29%。25Q1末新能源汽车板块应收账款为4657亿元，较年初增长1%；预收款项为1616亿元，较年初增长10%；存货为6048亿元，较年初增长13%；营运资本为4823亿元，较年初增长14%；无息在手现金（减去长短期借款）为5393亿元，较年初下降-9%。
- ◆ **产业链新增投资放缓，产能出清速度加快，2024年新能源汽车板块资本开支同比减少16%。**2024年新能源汽车板块资本开支为3315亿元，同比下降16%；其中Q4资本开支为1032亿元，同比下降1%，环比增长42%；25年Q1资本开支为950亿元，同比上升15%，环比下降8%。主流环节厂商已开始根据行业需求调整产能释放节奏，新增产能投产进度放缓，资本开支普遍回落，且在建工程下降。

图表：新能源汽车板块2024年及25年Q1全板块情况（亿元）

	2024	2024同比	2024Q4	Q4同比	Q4环比	2025Q1	Q1同比	Q1环比
经营活动现金流量净额（亿元）	4847	-5%	2418	9%	120%	132.2	-62%	-95%
资本开支（亿元）	3315	-16%	1032	-1%	42%	950	15%	-8%
	24Q4末的情况		24Q4末较年初增长		25Q1末的情况		25Q1末较年初增长	
应收账款（亿元）	4603		7%		4657		1%	
预收款项（亿元）	1464		13%		1616		10%	
存货（亿元）	5374		6%		6048		13%	
在手类现金-长短期借款（亿元）	5931		29%		5393		-9%	
营运资本（亿元）	4231		-4%		4823		14%	
在建工程（亿元）	2472		-8%		2676		8%	

各板块：中游环节盈利底部确立，部分环节龙头拐点初现

1 24年、24Q4、25Q1：新能源汽车各子板块利润分配

- ◆ 从利润分配来看：24Q4年电池、整车占比同比显著提升，上游、中游材料减值计提，盈利承压；25Q1碳酸锂占比同环比显著提升、中游材料环比改善，电池、整车占比调整。24年上游材料利润占整个新能源车板块比重为-1%，锂电池中游占比47%，其中电池环节占比41%，中游材料占比3%，整车占比45%；24Q4上游材料占比-7%，锂电池中游占比44%，其中电池环节占比53%，中游材料占比-12%，整车占比54%；25Q1上游材料占比4%，锂电池中游占比50%，其中电池环节占比38%，中游材料占比8%，整车占比37%。

图表：各版块净利润占新能源汽车板块比重

	23年	24年	同比变化	2024Q4	同比变化	环比变化	2025Q1	同比变化	环比变化
碳酸锂	17%	-1%	-18pct	-7%	-5pct	-9pct	4%	10pct	10pct
锂电池中游	42%	47%	5pct	44%	-6pct	-5pct	50%	-3pct	7pct
电池	29%	41%	12pct	53%	7pct	14pct	38%	-4pct	-15pct
中游材料	11%	3%	-8pct	-12%	-12pct	-19pct	8%	0pct	21pct
隔膜	4%	1%	-3pct	-3%	-6pct	-5pct	2%	-1pct	5pct
六氟磷酸锂及电解液	2%	-1%	-2pct	-6%	-5pct	-6pct	1%	0pct	7pct
正极	-1%	-2%	-1pct	-6%	1pct	-5pct	0%	0pct	5pct
添加剂	0%	0%	0pct	1%	0pct	0pct	0%	0pct	0pct
负极	3%	2%	-1pct	1%	-1pct	-2pct	3%	0pct	2pct
铜箔	0%	-1%	-1pct	-1%	-1pct	-1pct	0%	1pct	1pct
铝箔	0%	0%	0pct	0%	0pct	0pct	0%	0pct	0pct
结构件	2%	2%	0pct	1%	-2pct	-1pct	2%	0pct	1pct
汽车核心零部件	7%	9%	2pct	9%	0pct	1pct	9%	0pct	0pct
整车	34%	45%	11pct	54%	11pct	13pct	37%	-7pct	-17pct
新能源汽车（不含充电桩）	100%	100%	0pct	100%	0pct	0pct	100%	0pct	0pct

1 24年、24Q4、25Q1：新能源汽车各环节收入、归母净利润增速

- ◆ **24年归母净利润同比增速看：**添加剂>铁锂正极>电池>整车>三元前驱体>汽车核心零部件>结构件>负极>锂电设备>隔膜>铝箔>三元正极>碳酸锂>六氟磷酸锂及电解液>铜箔。
- ◆ **24Q4归母净利润同比增速看：**铁锂正极>三元前驱体>整车>电池>添加剂>汽车核心零部件>锂电设备>负极>结构件>三元正极>隔膜>碳酸锂>六氟磷酸锂及电解液>铜箔>铝箔。
- ◆ **25Q1归母净利润同比增速看：**铝箔>碳酸锂>铜箔>三元前驱体>负极>结构件>铁锂正极>汽车核心零部件>六氟磷酸锂及电解液>电池>整车>三元正极>隔膜>添加剂>锂电设备。

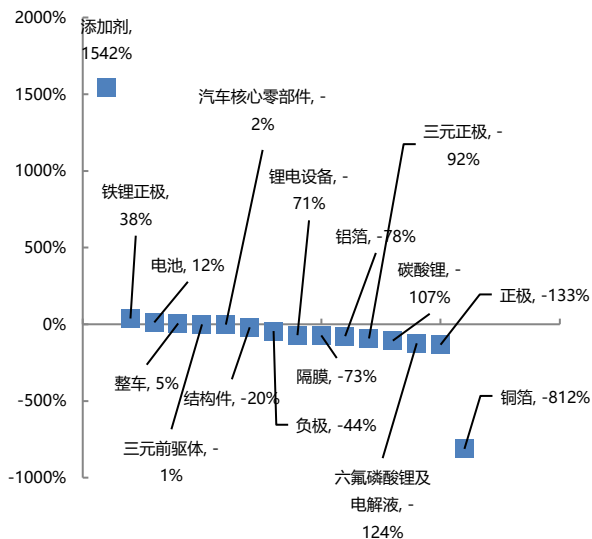
图表：新能源汽车板块各环节收入、归母净利润

各个环节	营业收入（亿元）								归属母公司股东净利润（亿元）							
	2024年	24年同比	2024Q4	24Q4同比	24Q4环比	2025Q1	25Q1同比	25Q1环比	2024年	24年同比	2024Q4	24Q4同比	24Q4环比	2025Q1	25Q1同比	25Q1环比
新能源汽车板块	35,301.3	2%	10,748.6	11%	22%	7,902.0	9%	-26%	1,423.9	-21%	289.3	-6%	-27%	409.1	38%	41%
碳酸锂	953.3	-40%	254.2	-22%	12%	211.4	-3%	-17%	-20.2	-107%	-19.1	-256%	-294%	14.6	174%	177%
锂电池中游	11,293.2	-8%	3,129.1	-1%	9%	2,763.2	13%	-12%	671.8	-10%	126.0	-17%	-35%	205.6	31%	63%
隔膜	543.9	-8%	153.3	-3%	7%	130.4	17%	-15%	20.6	-73%	-7.4	-166%	-187%	9.5	-1%	230%
六氟磷酸锂及电解液	433.7	-15%	110.7	-7%	-6%	113.9	23%	3%	-8.0	-124%	-16.1	-954%	-1588%	3.9	29%	124%
电池	6,194.7	-6%	1,754.6	-1%	11%	1,439.4	8%	-18%	585.8	12%	153.3	8%	-1%	157.2	26%	3%
正极	1,000.0	-38%	270.7	-14%	4%	252.0	17%	-7%	-22.6	-133%	-16.0	15%	-838%	-1.1	45%	93%
铁锂正极	565.3	-36%	155.6	-6%	9%	156.7	39%	1%	-24.8	38%	-13.8	39%	-298%	-1.6	36%	88%
三元正极	434.8	-40%	115.1	-22%	-2%	95.3	-7%	-17%	2.3	-92%	-2.2	-157%	-223%	0.5	-1%	123%
三元前驱体	1,374.8	2%	347.9	2%	4%	386.1	16%	11%	54.9	-1%	7.8	20%	-55%	19.7	56%	153%
添加剂	193.3	7%	48.8	-1%	3%	42.7	-9%	-12%	4.3	1542%	1.6	1%	53%	0.7	-8%	-58%
负极	593.7	-17%	168.7	5%	13%	151.9	19%	-10%	29.1	-44%	1.8	-51%	-80%	10.7	40%	489%
铜箔	213.0	27%	65.2	51%	15%	60.3	57%	-8%	-8.3	-812%	-3.0	-1590%	-94%	-0.1	95%	96%
铝箔	306.0	25%	82.4	30%	4%	79.2	24%	-4%	1.1	-78%	-0.8	-5186%	-666%	0.8	506%	199%
结构件	574.4	11%	162.9	1%	7%	139.5	16%	-14%	26.7	-20%	4.3	-59%	-51%	9.3	38%	114%
汽车核心零部件	1,641.8	14%	454.2	17%	10%	418.2	19%	-8%	127.0	-2%	27.4	-6%	-19%	37.3	31%	36%
整车	21,413.0	10%	6,911.1	19%	30%	4,509.1	7%	-35%	645.3	5%	155.0	17%	-3%	151.6	16%	-2%
锂电产业链（上游+中游）	12,246.5	-12%	3,383.3	-3%	9%	2,974.6	11%	-12%	651.6	-38%	106.9	-27%	-47%	220.2	61%	106%
锂电设备	449.7	-21%	103.1	-16%	-11%	102.1	-7%	-1%	12.1	-71%	-10.2	-19%	-327%	10.5	-9%	204%

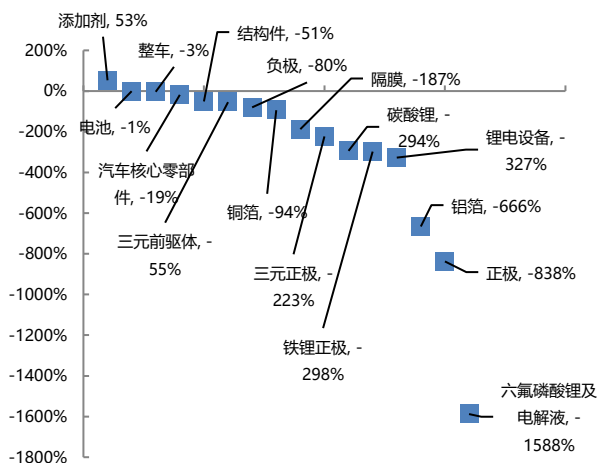
1 分子版块：24Q4减值计提影响增速承压，25Q1大部分环节利润同比大增

- ◆ **24年归母净利润同比增速排序**依次为添加剂1542%>铁锂正极38%>电池12%>整车5%>三元前驱体-1%>汽车核心零部件-2%>结构件-20%>负极-44%>锂电设备-71%>隔膜-73%>铝箔-78%>三元正极-92%>碳酸锂-107%>六氟磷酸锂及电解液-124%>正极-133%>铜箔-812%；
- ◆ **24Q4归母净利润环比增速排序**为添加剂53%>电池-1%>整车-3%>汽车核心零部件-19%>结构件-51%>三元前驱体-55%>负极-80%>铜箔-94%>隔膜-187%>三元正极-223%>碳酸锂-294%>铁锂正极-298%>锂电设备-327%>铝箔-666%>正极-838%>六氟磷酸锂及电解液-1588%；
- ◆ **25Q1归母净利润同比增速排序**为铝箔506%>碳酸锂174%>铜箔95%>三元前驱体56%>负极40%>结构件38%>铁锂正极36%>零部件31%>6f电解液29%>电池26%>整车16%>三元正极-1%>隔膜-1%>添加剂-8%>锂电设备-9%。

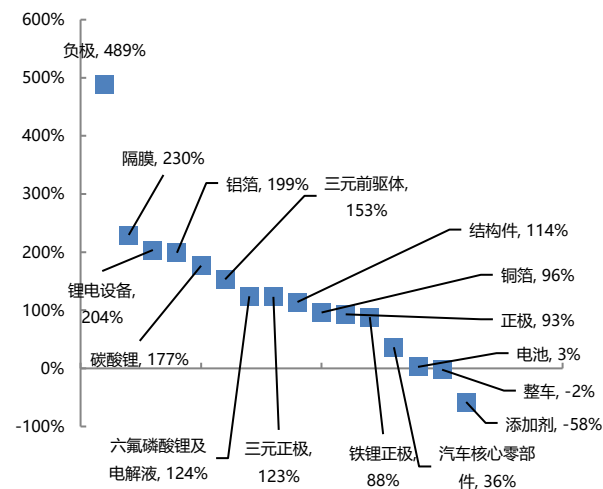
图：24年各子版块归母净利润同比增速表现



图：24Q4各子版块归母净利润环比增速表现



图：25Q1各子版块归母净利润环比增速表现



2 碳酸锂：24Q4多受减值影响，25Q1盈利明显好转，但资金压力较大

◆ 24Q4多家公司业绩受减值影响，25Q1盈利明显好转，但资金压力显著加大。1) 收入和归母净利润：24年碳酸锂板块营收953亿元，同减39.69%，归母净利润-20.2亿元，同比减少106.63%，25Q1板块营收211亿元，同比减少2.59%，环比减少16.82%；归母净利润14.6亿元，同比增加174%，环比增加177% 2) 毛利率和净利率：24年毛利率27.11%，同比下降16pct；归母净利率-2.1%，同比下降21pct；25Q1毛利率26.29%，同比增加3pct，环比增加1pct；归母净利率6.9%，同比增加16pct，环比增加14pct。3) 费用率控制：24年期间费用率11.92%，同比增加5.6pct；25Q1期间费用率12.79%，同比增加1.12pct，环比减少0.76pct。4) 存货：24年末存货为263亿元，较年初持平。5) 现金流：24年经营活动净现金流247.7亿元，同比减少50.81%；25Q1经营活动净现金流-11.3亿元，同比减少-117.78%，环比减少-111.77%。6) 资金压力：24年末无息在手现金15亿元，较年初减少95.02%，而25Q1无息在手现金-50亿元，较年初减少436%。7) 资本开支：24年末应收账款146亿元，较年初减少34.23%；预收款项39亿元，较年初增加18.23%。

图表： 2024年及2025年Q1碳酸锂板块情况 (亿元)

	2024年	24年同比	2024Q4	24Q4同比	24Q4环比	2025Q1	25Q1同比	25Q1环比
营业收入 (亿元)	953	-39.69%	254	-21.90%	12.07%	211	-2.59%	-16.82%
归母净利润 (亿元)	-20.2	-106.63%	-19.1	-255.63%	-293.91%	14.6	174.10%	176.64%
毛利率	27.11%	-16.28pct	25.39%	-7.18pct	-1.69pct	26.29%	2.81pct	0.90pct
归母净利率	-2.12%	-21.36pct	-7.50%	-5.85pct	-11.83pct	6.91%	15.99pct	14.41pct
费用率	11.92%	5.60pct	13.55%	3.85pct	1.94pct	12.79%	1.12pct	-0.76pct
经营活动净现金流 (亿元)	247.7	-50.81%	95.6	-19.15%	212.17%	-11.3	-117.78%	-111.77%
	24年Q4		2024年Q4较年初增长		25Q1		25Q1较年初增长	
应收账款 (亿元)	146		-34.23%		99		-32.45%	
预收款项 (亿元)	39		18.23%		43		12%	
存货 (亿元)	263		0.51%		284		8.06%	
在建工程 (亿元)	341		22%		350		3%	
无息在手现金 (亿元)	15		-95.02%		-50		-436.48%	
营运资本 (亿元)	504		-38.80%		536		6.43%	

2 碳酸锂：24Q4多受减值影响，25Q1盈利明显好转，但资金压力较大

◆ 25Q1销售均价环比稳定，大部分公司业绩环比好转，当前锂价跌至主流公司完全成本，盈利承压。天齐锂业2024年归母净利-79亿元，同比减少208%，2025Q1归母净利1.0亿元，同比增加103%，环比增长105%。赣锋锂业2024年归母净利-20.74亿元，同比减少142%，2025Q1归母净利-3.56亿元，同比增加19%，环比增长75%。永兴材料2024年归母净利10.4亿元，同比减少69%，2025Q1归母净利1.9亿元，同比减少59%，环比增长164%。中矿资源因受到铜冶炼业务亏损影响，2025Q1归母净利1.35亿元，同比减少47%，环比减少36%。

图表：2024年及2025年Q1碳酸锂主要厂商营收和利润情况（亿元）

新能源汽车板块		收入								归母净利润							
上游材料		24年	24年同比	24Q4	24Q4同比	24Q4环比	25Q1	25Q1同比	25Q1环比	24年	24年同比	24Q4	24Q4同比	24Q4环比	25Q1	25Q1同比	25Q1环比
002466.SZ	天齐锂业	130.63	-67.75%	29.99	-57.79%	-17.76%	25.84	-0.02%	-13.82%	-79.05	-208.32%	-22.03	-174.98%	-344.51%	1.04	102.68%	104.73%
002460.SZ	赣锋锂业	189.06	-42.66%	49.81	-31.67%	14.87%	37.72	-25.43%	-24.28%	-20.74	-141.93%	-14.34	-34.86%	-1294.81%	-3.56	18.93%	75.18%
002497.SZ	雅化集团	77.16	-35.14%	17.91	-26.10%	-9.93%	15.37	-17.03%	-14.20%	2.57	539.36%	1.03	113.36%	95.50%	0.82	452.32%	-19.55%
002176.SZ	江特电机	21.03	-24.86%	8.53	207.00%	60.52%	5.01	67.74%	-41.30%	-3.19	19.58%	-2.37	21.36%	-1204.46%	-0.43	-42.24%	81.82%
002756.SZ	永兴材料	80.74	-33.76%	18.43	-25.84%	6.00%	17.89	-22.24%	-2.95%	10.43	-69.37%	0.73	-79.51%	-64.15%	1.91	-59.12%	163.79%
600499.SH	科达制造	126.00	29.96%	40.36	51.32%	31.49%	37.67	47.05%	-6.68%	10.06	-51.90%	3.03	317.69%	22.13%	3.47	11.38%	14.33%
002240.SZ	盛新锂能	45.81	-42.38%	10.83	-18.09%	17.85%	6.86	-43.44%	-36.66%	-6.22	-188.51%	-1.60	59.26%	41.78%	-1.55	-7.69%	3.24%
300390.SZ	天华新能	66.08	-36.87%	11.55	-25.80%	-33.58%	16.88	-3.80%	46.05%	8.48	-48.91%	-0.76	53.44%	-185.57%	0.03	-99.35%	104.31%
000762.SZ	西藏矿业	6.22	-22.76%	0.35	-85.80%	-82.04%	0.68	-54.16%	93.45%	1.12	-31.79%	-0.40	-179.77%	-198.31%	-0.13	-156.77%	66.79%
002738.SZ	中矿资源	53.64	-10.80%	17.95	78.06%	56.37%	15.36	36.37%	-14.38%	7.57	-65.72%	2.11	52.97%	190.29%	1.35	-47.38%	-36.19%
000792.SZ	盐湖股份	151.34	-29.86%	46.86	-19.05%	45.88%	31.19	14.50%	-33.43%	46.63	-41.07%	15.22	-34.22%	63.83%	11.45	22.52%	-24.80%
002192.SZ	融捷股份	5.61	-53.64%	1.58	-57.69%	2.95%	0.95	15.30%	-39.70%	2.15	-43.41%	0.32	44.87%	93.17%	0.20	-28.69%	-38.27%
合计		953.4	-39.69%	254.16	-11.46%	92.64%	211.41	14.85%	-87.92%	-20.2	-106.63%	-19.1	-255.63%	-293.91%	14.6	174.10%	176.64%

3 锂电池中游：板块Q4盈利再探底，Q1出货增长+价格企稳，盈利改善

- ◆ 锂电池中游板块：24Q4盈利探底，25Q1部分材料涨价、出货增长，盈利能力改善显著。1) 收入和归母净利润：24年锂电池中游板块实现营业收入11293亿元，同比下降8%，归母净利润672亿元，同比下降10%；24Q4营业收入3129亿元，同比下降1%，环比增长9%，归母净利润126亿元，同比下降17%，环比下降35%；25Q1营业收入2763亿元，同比增长13%，环比下降12%，归母净利润206亿元，同比增长31%，环比增长63%。2) 毛利率和净利率：24年毛利率17%，同比持平，净利率6%，同比持平；24Q4毛利率14%，同比下降4pct，环比下降6pct，净利率4%，同比下降1pct，环比下降3pct；25Q1毛利率17%，同比下降1pct，环比增长4pct，净利率8%，同比增长1pct，环比增长4pct。3) 费用率控制：24年期间费用率10%，同比持平；24Q4期间费用率7%，同环比下降4pct；25Q1期间费用率9%，同比增长2pct，环比增长3pct。4) 存货增加：24Q4末存货2128亿元，较年初增长11%；25Q1末存货2287亿元，较年初增长7%。5) 现金流：24年经营活动净现金流1614亿元，同比下降4%；24Q4经营活动净现金流654亿元，同比下降14%，环比增长66%；25Q1经营活动净现金流321亿元，同比增长27%，环比下降51%。6) 资金压力：24Q4末营运资本3318亿元，较年初增长15%；25Q1末营运资本3243亿元，较年初减少2%。

图表：24年、24Q4、25Q1锂电池中游板块情况 (亿元)

	2024年	24年同比	24Q4	24Q4同比	24Q4环比	25Q1	25Q1同比	25Q1环比
营业收入 (亿元)	11293	-8%	3129	-1%	9%	2763	13%	-12%
归母净利润 (亿元)	672	-10%	126	-17%	-35%	206	31%	63%
毛利率	17%	0pct	14%	-4pct	-6pct	17%	-1pct	4pct
归母净利率	6%	0pct	4%	-1pct	-3pct	8%	1pct	4pct
费用率	10%	0pct	7%	-4pct	-4pct	9%	2pct	3pct
经营活动净现金流 (亿元)	1614	-4%	654	-14%	66%	321	27%	-51%

	24Q4末的情况	24Q4末较年初增长	25Q1末的情况	25Q1末较年初增长
应收账款 (亿元)	2375	4%	2453	3%
合同负债 (亿元)	416	8%	531	28%
存货 (亿元)	2128	11%	2287	7%
货币资金 (亿元)	5045	17%	4756	-6%
营运资本 (亿元)	3318	15%	3243	-2%

3 锂电池中游：板块Q4盈利再探底，Q1出货增长+价格企稳，盈利改善

◆ 锂电池中游板块：24Q4盈利探底，25Q1部分材料涨价、出货增长，盈利能力改善显著。24年电池板块盈利韧性较强；正极加工费跌至底部，铁锂龙头优势维持，高端铁锂放量，富临精工全年扭亏，单位盈利小幅提升；添加剂行业格局较优，部分龙头同比转盈。24Q4添加剂盈利相对稳定；电池板块盈利保持韧性，国轩高科、蔚蓝锂芯等电池厂盈利环比增速较快。25Q1锂电池中游盈利整体改善，负极材料涨价一定程度支撑盈利，隔膜价格基本见底、干法Q1已涨价30%左右，璞泰来环比转盈，星源材质、沧州明珠等盈利环比改善；正极环节部分龙头出货量增长，德方纳米单吨减亏、富临精工单吨转盈，板块盈利同环比明显提升。

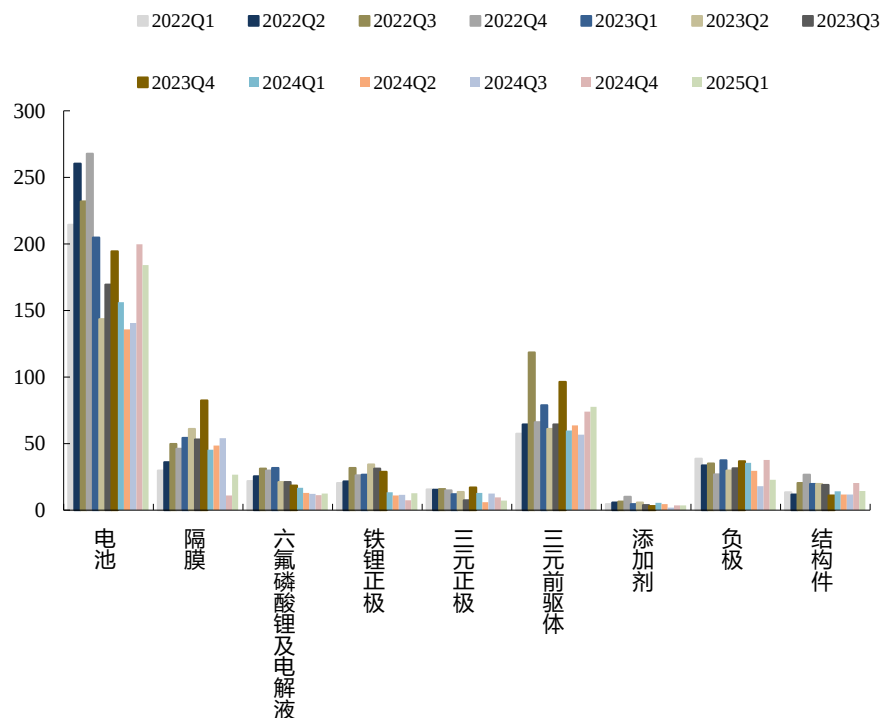
图表：24年、24Q4、25Q1锂电池中游分板块情况（亿元）

分项	24年营收 (亿元)	同比增速 (%)	归母净利润 (亿元)	同比增速 (%)	24Q4营 收 (亿元)	同比增速 (%)	环比增速 (%)	归母净利润 (亿元)	同比增速 (%)	环比增速 (%)	25Q1营 收 (亿元)	同比增速 (%)	环比增速 (%)	归母净利润 (亿元)	同比增速 (%)	环比增速 (%)
锂电池中游	11,293	-8%	672	-10%	3,129	-1%	9%	126	-17%	-35%	2,763	13%	-12%	206	31%	63%
隔膜	544	-8%	21	-73%	153	-3%	7%	-7	-166%	-187%	130	17%	-15%	10	-1%	230%
六氟磷酸锂 及电解液	434	-15%	-8	-124%	111	-7%	-6%	-16	-954%	-1588%	114	23%	3%	4	29%	124%
电池	6,195	-6%	586	12%	1,755	-1%	11%	153	8%	-1%	1,439	8%	-18%	157	26%	3%
正极	1,000	-38%	-23	-133%	271	-14%	4%	-16	15%	-838%	252	17%	-7%	-1	45%	93%
铁锂正极	565	-36%	-25	38%	156	-6%	9%	-14	39%	-298%	157	39%	1%	-2	36%	88%
三元正极	435	-40%	2	-92%	115	-22%	-2%	-2	-157%	-223%	95	-7%	-17%	1	-1%	123%
三元前驱体	1,375	2%	55	-1%	348	2%	4%	8	20%	-55%	386	16%	11%	20	56%	153%
添加剂	193	7%	4	1542%	49	-1%	3%	2	1%	53%	43	-9%	-12%	1	-8%	-58%
负极	594	-17%	29	-44%	169	5%	13%	2	-51%	-80%	152	19%	-10%	11	40%	489%
铜箔	213	27%	-8	-812%	65	51%	15%	-3	-1590%	-94%	60	57%	-8%	0	95%	96%
铝箔	306	25%	1	-78%	82	30%	4%	-1	-5186%	-666%	79	24%	-4%	1	506%	199%
结构件	574	11%	27	-20%	163	1%	7%	4	-59%	-51%	139	16%	-14%	9	38%	114%

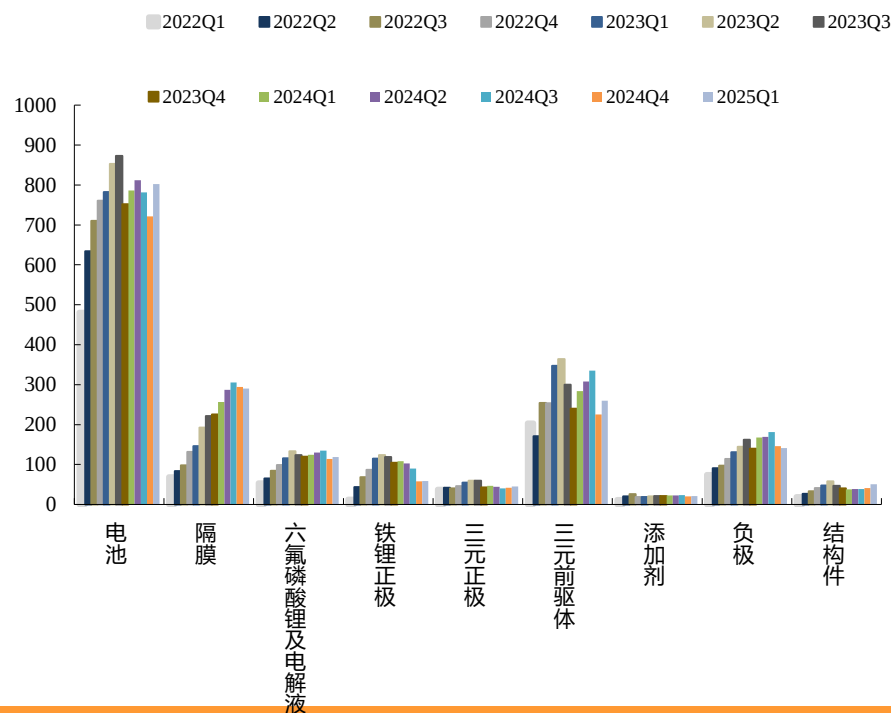
3 锂电池中游：电池等环节资本开支有所恢复，中游材料缩减资本开支

- ◆ 最近2季度电池、三元前驱体资本开支有所恢复，而隔膜、正极资本开支放缓明显。24Q4隔膜、铁锂和三元正极资本开支下滑明显，电解液环比略降，负极、结构件等短期增加；25Q1三元正极、负极、结构件等下滑明显，电池环比略降，隔膜、铁锂正极短期增加。
- ◆ 盈利改善和转固节奏影响下，部分环节在建工程阶段性增加。24Q4铁锂正极、三元前驱体、负极、电解液、添加剂等环节在建工程环比降幅较大，且均较高点明显下降；25Q1在盈利和转固节奏影响下，板块在建工程环比小幅增加，其中负极、隔膜环比继续下降，结构件、三元前驱体、电池等环节环比略增。

图：各环节22Q1-25Q1资本开支变化



图：各环节22Q1-25Q1在建工程变化



3 锂电池中游：盈利触底，龙头公司盈利稳定，新技术新产品环节率先好转

◆ 电池、结构件单位盈利相对稳定，铁锂、电解液及负极龙一微利、二线亏损，铁锂高压密环节盈利亮眼，负极二线开始减亏，铜箔龙头、包覆材料小幅涨价扭亏为盈，隔膜盈利压力仍较大，导电剂新产品放量拐点将至。

表 各环节盈利情况

环节	代表公司	单位	2021A	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
电池	宁德时代	元/Wh	0.08	0.00	0.07	0.07	0.11	0.07	0.08	0.08	0.12	0.10	0.10	0.12	0.08	0.09
	亿纬锂能	元/Wh	0.03	0.00	0.02	0.04	0.06	0.03	0.02	0.04	0.03	0.02	0.01	0.02	0.02	0.02
	国轩高科	元/Wh	0.00	0.00	0.00	0.01	-0.02	0.00	0.00	0.00	0.005	0.00	0.00	0.00	0.01	0.00
	孚能科技	元/Wh	-0.03	-0.20	0.01	-0.01	-0.22	-0.10	-0.17	-0.15	-0.05	-0.05	0.00	-0.06	-0.02	-0.04
	派能科技	元/Wh	0.21	0.25	0.31	0.42	0.51	0.49	0.26	0.01	-0.91	0.02	0.03	0.02	0.01	-0.10
三元前驱体	中伟股份	万元/吨	0.52	0.41	0.53	0.52	0.60	0.45	0.55	0.70	0.75	0.55	0.60	0.60	0.05	0.06
三元正极	当升科技	万元/吨	1.43	2.30	3.90	3.92	3.52	2.98	3.95	3.00	2.80	1.10	0.96	1.00	-0.50	0.60
	容百科技	万元/吨	1.65	1.60	2.45	0.73	1.40	1.20	0.36	0.88	-0.12	-0.12	0.20	0.40	0.60	0.20
	厦钨新能	万元/吨	0.71	0.82	1.38	1.35	1.25	0.92	0.75	0.70	0.42	0.42	0.57	0.55	0.55	0.40
磷酸铁锂	德方纳米	万元/吨	0.91	2.15	1.50	1.10	1.15	-2.11	-0.76	0.07	-1.29	-0.55	-0.69	-0.64	-1.12	-0.37
	湖南裕能	万元/吨	0.98	2.01	1.12	0.44	0.81	0.28	0.83	0.20	0.05	0.10	0.15	0.06	0.04	0.04
	万润新能	万元/吨	0.85	2.28	1.54	0.93	0.50	-0.15	-2.01	-0.20	-1.20	-0.42	-0.58	-0.40	-0.30	-0.21
负极	璞泰来	万元/吨	1.14	1.27	1.30	1.30	0.90	0.85	0.35	-0.55	-0.40	-0.05	-0.30	-0.30	-1.10	-0.05
	中科电气	万元/吨	0.53	0.59	0.47	0.51	-0.20	-0.54	0.07	0.21	0.29	0.08	0.11	0.17	0.20	0.18
	尚太科技	万元/吨	0.81	1.40	1.40	1.20	0.95	0.95	0.60	0.40	0.35	0.38	0.35	0.33	0.35	0.35
隔膜	恩捷股份	元/平	0.85	0.77	0.90	0.90	0.70	0.60	0.60	0.50	0.30	0.13	0.09	0.08	-0.25	0.01
	星源材质	元/平	0.28	0.48	0.55	0.47	0.43	0.40	0.30	0.33	0.05	0.15	0.08	0.08	0.08	0.03
电解液	天赐材料	万元/吨	1.44	1.85	1.80	1.27	1.05	0.75	0.65	0.40	0.30	0.11	0.08	0.08	0.10	0.08
	新宙邦	万元/吨	0.97	1.65	1.50	0.85	0.40	0.20	0.12	0.10	0.07	0.00	0.04	0.04	0.04	0.00
铜箔	嘉元科技	万元/吨	2.98	1.83	1.10	1.04	0.55	0.30	-0.20	0.02	-0.30	-0.57	-0.45	-0.26	-0.09	0.04
	诺德股份	万元/吨	1.13	1.23	1.00	0.50	0.80	0.15	-0.20	-0.46	-0.47	-0.93	-0.67	-0.50	-0.63	-0.30
铝箔	鼎胜新材	万元/吨	0.62	0.60	0.65	0.65	0.65	0.50	0.40	0.35	0.30	0.20	0.20	0.13	0.13	0.13
导电剂	天奈科技	万元/吨	0.79	0.90	0.88	0.90	0.80	0.30	0.30	0.40	0.41	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30
结构件	科达利	净利率	12.2%	11.0%	9.7%	9.7%	11.0%	10.5%	10.0%	10.0%	14.1%	11.8%	11.6%	11.4%	13.3%	11.7%
包覆材料	信德新材	万元/吨	0.67	0.53	0.50	0.50	0.50	0.30	-0.1	0.2	-0.15	-0.1	0.05	-0.05	-0.05	0.01

4 电池：盈利能力表现亮眼，锂电环节中最为稳健

- ◆ 锂电环节中，电池盈利相对亮眼，龙头厂商盈利稳定，与二线厂商差距维持。电池板块24年实现营收6195亿元，同降6%，归母净利润585.8亿元，同增12%；24年Q4营收1755亿元，同环比-1%/+11%，归母净利润153.3亿元，同环比+8%/-0.8%。25年Q1营收1439亿元，同环比+7.9%/-18%。其中宁德时代对板块贡献最大，24年实现归母净利润540亿元，25年Q1归母净利润148.6亿元。
- ◆ 原材料价格下行，24年电池价格下行，25年Q1价格企稳，盈利能力稳中有升。24年毛利率20.9%，同比+0.8pct，归母净利率9.5%，同比+1.5pct，费用率9.6%，同比-1.2pct；24Q4毛利率14.6%，同环比-6.9/-10.7pct，归母净利率8.8%，同环比+0.7/-1.0pct，费用率5.7%，同环比-1.5/+0.4pct；25年Q1毛利率21.1%，同环比-1.2/+6.5pct，归母净利率10.9%，同环比+1.6/+2.1pct，费用率5.9%，同环比+0.1/+0.2pct。
- ◆ 25Q1在建工程较年初增长11%，无息在手现金增加9%。25Q1末应收账款1265亿元，较年初增长3.57%；预收款422亿元，较年初增长31.65%；存货1107亿元，较年初增加7.4%；在建工程802亿元，较年初增长11.17%；无息在手现金2185亿元，较年初增长9%；运营资本2330亿元，较年初增加9%。

表：2024年及2025年电池板块情况（亿元）

	2024	2024同比	2024Q4	2024Q4同比	2024Q4环比	2025Q1	2025Q1同比	2025Q1环比
营业收入（亿元）	6195	-5.79%	1755	-1%	+11.46%	1439	+7.9%	-17.96%
归母净利润（亿元）	585.8	12.46%	153.3	+7.99%	-0.79%	157.2	+25.7%	+2.55%
毛利率	20.9%	+0.8pct	14.6%	-6.9pct	-10.7pct	21.1%	-1.2pct	+6.5pct
归母净利率	9.5%	+1.5pct	8.8%	+0.7pct	-1.0pct	10.9%	+1.6pct	+2.1pct
费用率	9.57%	-1.2pct	5.7%	+1.5pct	+0.4pct	5.9%	+0.1pct	+0.2pct
经营活动净现金流（亿元）	1202.3	+1.2%	427.4	-16.1%	+53.9%	345.3	+14.9%	-19.2%
资本开支（亿元）	632	-11%	200	+2.7%	+42.0%	184	+17.9%	-8%

	2023/12/31	2024/12/31	2025/03/31	2025Q1较年初增长
应收账款（亿元）	1060	1222	1265	3.57%
预收款项（亿元）	290	321	422	31.65%
存货（亿元）	889	1031	1107	7.4%
在建工程（亿元）	752	721	802	11.17%
无息在手现金（亿元）	1521	2013	2185	8.58%
营运资本（亿元）	1983	2152	2330	8.26%

4 电池：龙头盈利优势维持，二三线电池厂微利

◆ 宁德时代25年Q1单wh利润0.09元，与二线盈利基本维持。宁德时代24年收入3620亿元，同降10%，25Q1年收入847亿元，同增6%；24年归母净利润507亿元，同增15%，25Q1归母净利润139.6亿元，同环比+33%/-5%，25年Q1对应单wh利润0.09元，盈利水平环比微增，受益于神行、麒麟、骁遥新品持续放量；二线电池厂中，部分厂商动力电池盈利可观，亿纬锂能24年归母净利润40.8亿元，同增0.6%，25年Q1归母净利润11亿元，同环比+3%/+24%，25Q1维持单wh利润0.02元；其余二三线电池厂仍处于微利状态。

表：2024年及2025年Q1电池板块情况（亿元）

新能源汽车板块		收入					归母净利润				
电池		2024	同比	2025Q1	同比	环比	2024	同比	2025Q1	25Q1同比	25Q1环比
300750.SZ	宁德时代	3,620.13	-9.70%	847.05	6.18%	-17.74%	507.45	15.01%	139.63	32.85%	-5.30%
300068.SZ	南都电源	79.84	-45.56%	11.39	-61.81%	831.91%	-14.97	-4260.62%	-2.66	-422.47%	84.73%
002074.SZ	国轩高科	353.92	11.98%	90.55	20.61%	-11.37%	12.07	28.56%	1.01	45.55%	-87.33%
300014.SZ	亿纬锂能	486.15	-0.35%	127.96	37.34%	-12.15%	40.76	0.63%	11.01	3.32%	24.15%
300207.SZ	欣旺达	560.21	17.05%	122.89	11.97%	-30.74%	14.68	36.43%	3.86	21.23%	50.89%
688567.SH	孚能科技	116.80	-28.94%	23.25	-20.48%	-5.81%	-3.32	82.22%	-1.52	29.82%	-439.50%
688772.SH	珠海冠宇	115.41	0.83%	24.98	-1.98%	-17.37%	4.30	25.03%	-0.24	-337.09%	-114.60%
688063.SH	派能科技	20.05	-39.24%	3.92	1.72%	-33.82%	0.41	-92.03%	-0.38	-1054.23%	-1121.56%
002245.SZ	蔚蓝锂芯	67.56	29.38%	17.28	20.90%	-9.90%	4.88	246.43%	1.42	100.56%	-31.19%
300438.SZ	鹏辉能源	79.61	14.83%	16.90	5.83%	-26.92%	-2.52	-685.72%	-0.45	-375.01%	85.63%
688819.SH	天能股份	450.42	-5.67%	102.39	9.76%	-15.76%	15.55	-32.54%	4.20	-16.34%	365.37%
301327.SZ	华宝新能	36.06	55.82%	7.14	22.60%	-51.53%	2.40	237.89%	0.85	193.36%	6.20%
000049.SZ	德赛电池	208.59	2.83%	43.69	6.69%	-25.99%	4.13	-26.49%	0.49	10.96%	-74.64%
合计		6194.73	-5.8%	1439.38	7.86%	-17.96%	585.8	12.46%	157.21	25.72%	2.55%

4 电池：龙头经营性现金流亮眼，二线电池厂现金流分化

◆ 宁德时代现金流持续亮眼，二三线厂商整体增长，资本开支同比增长。宁德时代24年经营性现金流净额969.9亿元，同增4.5%，现金流持续充沛，25年Q1资本开支103.4亿元，环比增4%，扩产稳健推进；亿纬锂能24年经营性现金流净额44.3亿元，同降49%，资本开支20.1亿元，同增125%；国轩高科、孚能科技、蔚蓝锂芯、华宝新能、天能股份24年现金流增长，南都电源、鹏辉能源25年Q1现金流为负，整体看二三线厂商消费类支撑现金流，动储类现金流仍有部分压力。

表：2024年及2025年Q1电池板块情况（亿元）

新能源汽车板块		经营性现金流净额					资本开支				
电池		2024	同比	2025Q1	同比	环比	2024	同比	2025Q1	同比	环比
300750.SZ	宁德时代	969.90	4.49%	328.68	15.91%	11.24%	311.8	-7%	103.4	46%	4%
300068.SZ	南都电源	2.10	-66.73%	-2.95	-35.64%	-131.69%	14.1	438%	3.3	-58%	-8%
002074.SZ	国轩高科	27.06	11.86%	1.27	76.70%	-94.82%	90.68	-31%	17.4	95%	-54%
300014.SZ	亿纬锂能	44.34	-48.90%	8.92	150.94%	-61.50%	55.45	11%	20.1	125%	38%
300207.SZ	欣旺达	32.90	-9.06%	15.27	116.35%	126.79%	61.92	5%	19.4	0%	23%
688567.SH	孚能科技	9.09	36.86%	-1.26	88.71%	-119.96%	15.58	45%	1.8	46%	-38%
688772.SH	珠海冠宇	24.44	-6.12%	5.07	-17.88%	-35.39%	30.22	-8%	8.5	33%	-23%
688063.SH	派能科技	7.05	-34.26%	1.47	-29.99%	375.62%	4.94	-59%	0.7	-50%	-51%
002245.SZ	蔚蓝锂芯	10.93	98.26%	3.33	-26.05%	-46.80%	7.48	108%	2.8	11%	45%
300438.SZ	鹏辉能源	-2.44	-158.87%	-2.17	-139.96%	-191.95%	5.42	-63%	1.6	10%	16%
688819.SH	天能股份	65.63	159.01%	-13.86	-167.65%	-138.12%	22.17	-29%	1.8	-74%	-76%
301327.SZ	华宝新能	7.63	845.24%	-4.36	-2822.02%	-209.16%	0.77	10%	0.0	100%	-100%
000049.SZ	德赛电池	3.66	-87.40%	5.92	-21.72%	26.76%	11.78	-35%	3.3	44%	20%
合计		1202	1.2%	345	14.9%	-19.2%	632	-10.2%	184.1	33.16%	-7.8%

4 电池：龙头在手现金充足，二三线部分公司持续恶化

◆ 在建工程有所增长，龙头厂商无息现金充足，而二线电池厂有一定资金压力。龙头厂商无息现金与营运资本双高，反映其流动性好、短期财务风险低，而部分二线电池厂存在营运资本高、现金为负的情况，可能是短期应收账款、存货过多的结果。宁德时代25年Q1末在建工程352.2亿元，较年初增长18.37%，无息现金2303.2亿元，较年初增长12%，运营资本2021亿元，较年初增长5%；亿纬锂能25年Q1末在建工程110亿元，较年初增长18%，无息现金-87.3亿元，较年初增长53%，运营资本40亿元，有所紧张。

表：2024年及2025年Q1电池板块情况（亿元）

新能源汽车板块		在建工程				无息在手现金				运营资本			
电池		2023Q4	2024Q4	2025Q1	25Q1较年初增长	2023Q4	2024Q4	2025Q1	25Q1较年初增长	2023Q4	2024Q4	2025Q1	25Q1较年初增长
300750.SZ	宁德时代	250.1	297.6	352.22	18.37%	1464.5	2,049.4	2,302.23	12.34%	1,628	1,929.71	2,020.90	4.73%
300068.SZ	南都电源	7.7	10.6	12.19	15.01%	-33.7	-52.5	-53.85	2.68%	8	-5.28	-9.06	71.37%
002074.SZ	国轩高科	158.2	148.0	158.95	7.40%	-154.7	-166.4	-191.16	14.89%	-29	-68.09	-55.37	-18.68%
300014.SZ	亿纬锂能	140.5	93.1	109.95	18.13%	-39.2	-57.1	-87.27	52.80%	-11	-18.54	39.92	-315.39%
300207.SZ	欣旺达	106.0	81.3	91.76	12.93%	29.6	23.3	16.21	-30.44%	90	47.68	52.77	10.67%
688567.SH	孚能科技	5.2	28.9	12.46	-56.84%	83.8	35.8	38.03	6.26%	43	15.82	15.90	0.52%
688772.SH	珠海冠宇	20.3	18.9	21.62	14.69%	-10.7	-28.5	-27.56	-3.40%	2	11.91	10.12	-14.97%
688063.SH	派能科技	9.3	2.8	2.37	-14.80%	63.5	62.7	64.32	2.57%	70	67.44	67.51	0.10%
002245.SZ	蔚蓝锂芯	14.6	15.0	15.96	6.60%	-4.5	0.7	2.00	181.27%	19	21.36	21.81	2.12%
300438.SZ	鹏辉能源	10.6	8.4	6.01	-28.50%	-2.5	-8.7	-14.31	63.83%	12	-1.77	8.00	-551.72%
688819.SH	天能股份	26.0	15.01	16.31	8.34%	0.0	111.9	96.70	-13.59%	50	55.05	59.64	8.34%
301327.SZ	华宝新能	0.0	0.1	0.04	-63.33%	46.8	51.8	46.64	-10.02%	58	59.80	60.66	1.43%
000049.SZ	德赛电池	3.0	2.0	2.18	12.03%	0.6	-9.7	-6.58	-32.04%	43	37.12	37.18	0.16%
合计		752	722	802	11.2%	1444	2013	2185	8.6%	1,983	2152	2330	8.3%

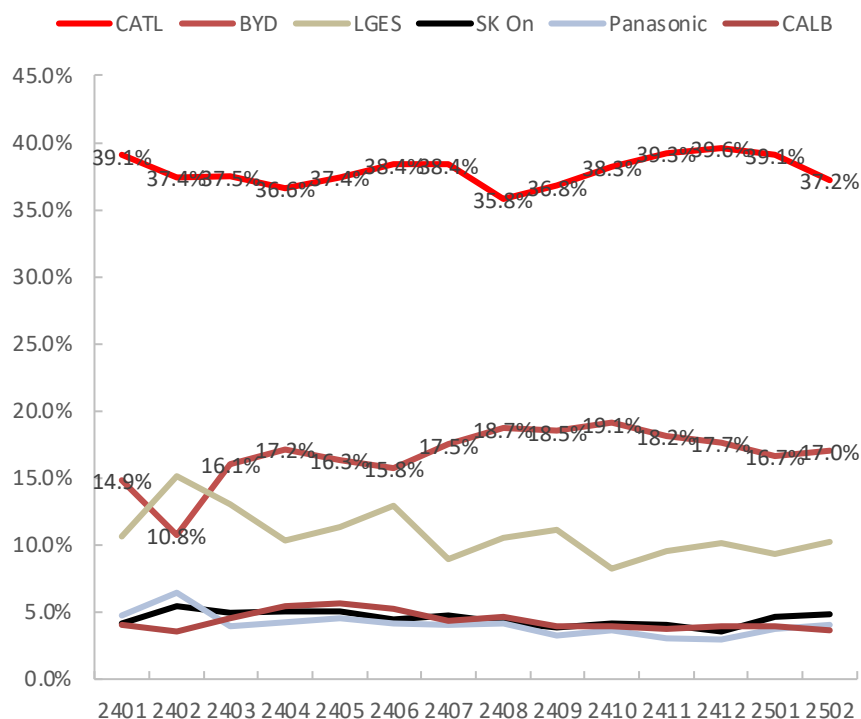
4 电池-全球份额：宁德时代竞争优势突出，二线动力份额稳定

- ◆ **宁德时代龙头地位稳固，25年1-2月全球市占率38.2%，同减0.1pct。** 25年1-2月宁德时代全球装机49.6GWh，份额38.2%，同比-0.1pct，龙头地位稳固；比亚迪位列第二，装机21.9GWh，份额16.9%，同比+4.0pct，受益于新平台+智驾车型推出，销量持续亮眼；LG新能源装机12.7GWh，份额9.8%，同比-3.6pct；二线电池厂中，中创新航、亿纬锂能、国轩高科等份额基本稳定。

表：动力电池厂商全球装机量 (GWh)

Top10	简写	25年2月	占比	环比 (pct)	25年累计	占比	同比 (pct)
1	宁德时代	24.6	37.2%	-1.4	49.6	38.2%	-0.1
2	比亚迪	11.0	17.0%	-0.2	21.9	16.9%	4.0
3	LG新能源	6.7	10.2%	0.9	12.7	9.8%	-3.6
4	SKI	3.2	4.9%	0.4	6.1	4.7%	0.0
5	松下	2.6	4.0%	0.1	5.1	3.9%	-2.2
6	中创新航	2.6	4.0%	0.2	5.0	3.8%	0.2
7	国轩高科	2.4	3.7%	0.2	4.6	3.5%	1.1
8	三星SDI	2.2	3.4%	0.2	4.2	3.2%	-2.3
9	亿纬锂能	1.8	2.7%	0.7	3.1	2.4%	0.5
10	蜂巢能源	1.6	2.4%	-0.5	3.5	2.7%	0.9
全球总量		65.6	100%	-	129.9	100%	-

图：动力电池厂商全球市占率 (%，不含出口)



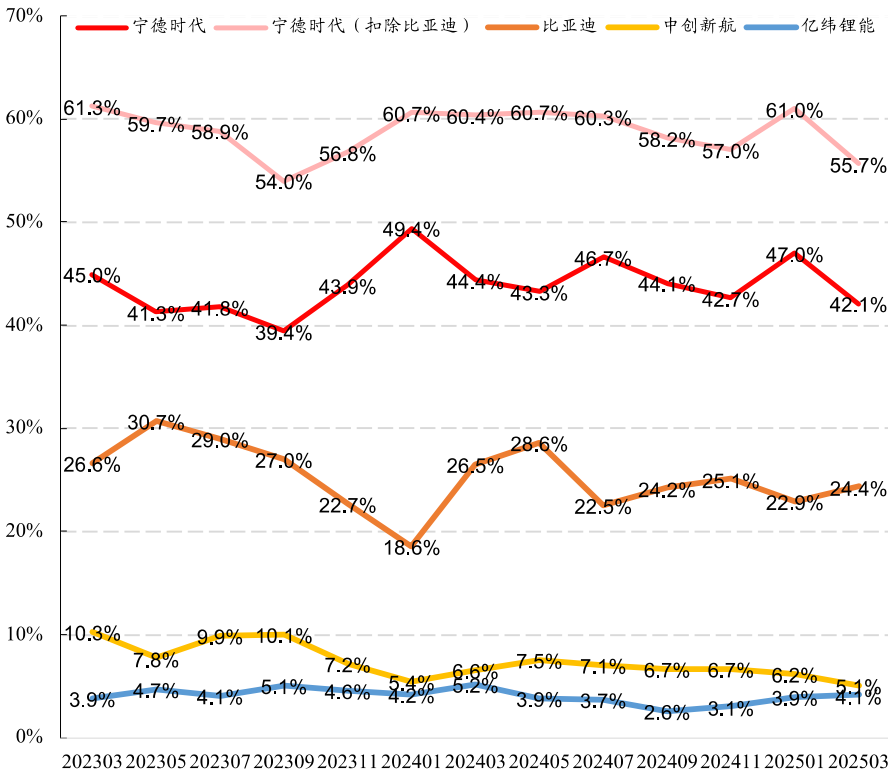
4 电池-国内份额：宁德市占率近45%，比亚迪份额上升，二线稳定

◆ 宁德时代25年Q1装机份额近45%，比亚迪份额25年Q1环比+2.0pct，二线份额维持稳定。25年Q1宁德时代国内装机57.5GWh，份额44.1%，同减4.4pct，较24年全年相对稳定；比亚迪位列第二，装机30.9GWh，份额23.7%，同增2.0pct；二线电池厂中，国轩高科份额4.9%，同增1.3pct、亿纬锂能、中创新航、蜂巢能源份额基本稳定。

表：动力电池厂商国内装机量 (GWh，不含出口)

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	23.8	42.1%	-2.1	57.5	44.1%	-4.4
2	比亚迪	13.8	24.4%	0.9	30.9	23.7%	2.0
3	中创新航	2.9	5.1%	0.3	7.0	5.4%	-0.7
4	国轩高科	2.7	4.8%	-0.4	6.4	4.9%	1.3
5	亿纬锂能	2.3	4.1%	-0.8	5.6	4.3%	-0.2
6	蜂巢能源	1.9	3.3%	-0.5	4.9	3.7%	0.3
7	欣旺达	1.6	2.9%	1.3	3.0	2.3%	-0.7
8	LG新能源	1.4	2.6%	1.2	1.9	1.5%	-0.5
9	瑞浦能源	1.2	2.0%	0.1	2.6	2.0%	0.1
10	正力新能	0.9	1.6%	0.7	1.6	1.2%	0.0
全球总量		56.6	100.0%	-	130.3	100.0%	-

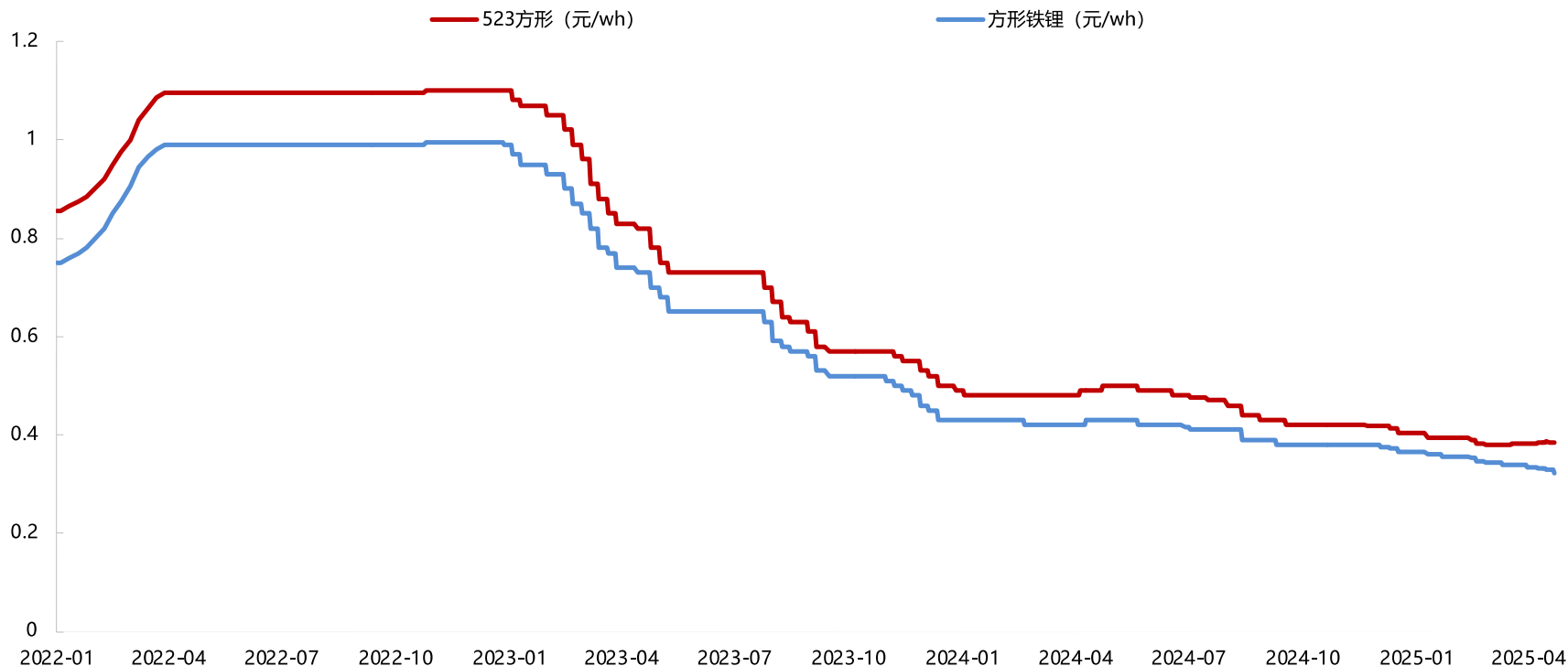
图：动力电池厂商国内市占率 (%，不含出口)



4 电池：动储电芯价格已企稳，电池价格底部明确

- ◆ **原材料价格低位，动储电芯价格已企稳，电池价格底部明确。** 25年4月国内报价来看，523方形电芯价格维持0.39元/wh，方形铁锂电芯价格维持0.32元/wh，价格基本稳定，而海外定价较高，三元pack仍在1元/wh以上，龙头产品价格仍有溢价5-15%，宁德时代预计盈利近0.1元/wh，亿纬锂能预计盈利0.02元/wh，中创新航、国轩高科预计微利，其他二三线电池厂或已亏损现金，目前基本已触底。

图：国内三元电芯及铁锂电芯均价变化（含税，元/Wh）



4 电池：龙头具备产品和成本优势，与二三线盈利差距维持

◆ 宁德时代25Q1单wh盈利0.09元，与国内二三线盈利差距维持。单wh净利来看，25年Q1宁德时代0.09元，亿纬锂能0.02元，国轩高科、中创新航微利，孚能科技亏损0.04元，欣旺达亏损0.07元，龙头与二三线电池厂盈利差距维持。

表：宁德时代与二线电池企业盈利水平差异

公司	项目	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	2024年
宁德时代	收入 (亿)	798	870	923	1030	847	3620
	电池收入 (亿)	688	727	805	884	723	3103
	出货量 (gwh)	95	110	123	146	122	474
	均价 (含税, 元/wh)	0.82	0.75	0.74	0.69	0.67	0.74
	毛利率	27.5%	27.1%	30.90%	22.8%	24.00%	24.50%
	单瓦净利 (元/wh)	0.09	0.10	0.12	0.08	0.09	0.10
亿纬锂能	收入 (亿)	93	123	124	146	131	486
	电池收入 (亿)	72	96	97	117	104	382
	出货量 (gwh)	13.5	21.0	21.9	24.3	23.0	80.7
	均价 (含税, 元/wh)	0.60	0.52	0.50	0.54	0.51	0.54
	毛利率	17.6%	15.6%	19.0%	17.5%	17.2%	17.41%
	单瓦净利 (元/wh)	0.02	0.01	0.02	0.02	0.02	0.02
欣旺达	收入 (亿)	110	129	144	177	123	560
	动力收入 (百万)	24	38	40	49	28	151
	出货量 (gwh)	4	5	5	7	10	21
	均价 (含税, 元/wh)	0.8	0.8	0.6	0.5	0.4	0.82
	毛利率	16.5%	16.6%	15.1%	13.4%	16.9%	15.20%
	单瓦净利 (元/wh)	-0.10	-0.08	-0.08	-0.03	-0.07	-0.08
国轩高科	收入 (亿)	75	93	84	102	91	354
	动力收入 (亿)	73	90	81	99	88	343
	出货量 (gwh)	12	15	16	21	18	64
	均价 (含税, 元/wh)	0.69	0.68	0.60	0.59	0.57	0.61
	毛利率	17.9%	17.8%	18.3%	18.1%	18.3%	18.0%
	单瓦利润 (元/wh)	0.00	0.01	0.01	0.01	0.00	0.01
孚能科技	收入 (亿)	29	41	22	25	23	117
	动力收入 (亿)	29	41	22	25	23	117
	出货量 (gwh)	4	4	3	3	4	14
	均价 (含税, 元/wh)	0.94	0.90	0.87	0.90	0.73	0.95
	毛利率	11.9%	14.6%	14.2%	2.6%	12.0%	-6.2%
	单瓦利润 (元/wh)	-0.05	0.00	-0.05	-0.02	-0.04	-0.03
派能科技	收入 (亿)	4	5	6	6	4	20
	单价 (含税, 元/wh)	1.74	1.67	1.48	1.27	1.11	1.49
	毛利率	35.8%	38.5%	33.0%	13.0%	14.2%	28.94%
	-出货量 (Mmh)	250	321	421	529	401	1521
	-单wh利润 (wh/元)	0.02	0.03	0.02	0.01	-0.10	0.02

4 海外电池厂：盈利持续承压，处于亏损或微利水平

◆ 海外电池企业Q4营收水平有所下降，财务剔除IRA补贴后，海外电池厂Q4平均营业利润率3.6%，与宁德时代差距维持。24年Q4看，宁德时代/LGES/三星SDI/松下/SKI营业利润率14.7%/-3.5%/-7.5%/19.8%/-22.5%，剔除IRA补贴后，LGES/三星/松下/SKI营业利润率分别为-9.3%/-7.5%/4.9%/-32.9%，同环比均处于下降或勉强维持水平。25年Q1看，LGES通过成本控制、北美产能优化实现盈利（Q1约3750亿韩元，Q4约-2255亿韩元），但剔除IRA补贴（Q1约4580亿韩元）仍处于亏损状态，而三星SDI亏损扩大（Q1约-4341亿韩元，Q4约-2567亿韩元）。

表：海外电池厂盈利水平

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				
	23Q4	24Q3	24Q4	同比	环比	23Q4	24Q3	24Q4	同比	环比	23Q4	24Q3	24Q4	同比	环比
宁德时代	1062	923	1020	-4%	11%	130	131	150	16%	14%	12.2%	14.2%	14.7%	2.5pct	0.5pct
LGES	479	368	319	-26%	-6%	19	24	-11	-167%	-150%	3.9%	6.5%	-3.5%	-7.4pct	-10.0pct
三星SDI	276	196	176	-29%	-3%	12	3	-13	转亏	转亏	4.5%	1.7%	-7.5%	-12.0pct	-9.2pct
松下	115	107	99	-6%	-2%	15	16	20	39%	29%	13.4%	15.1%	19.8%	6.4pct	4.7pct
SKI	150	77	79	-41%	12%	-1	1	-18	1832%	-1598%	4.5%	1.7%	-22.5%	-27.0pct	-24.2pct

表：海外电池厂盈利水平（剔除IRA补贴）

公司	营业利润(剔除IRA补贴，亿人民币)					营业利润率(剔除IRA补贴)				
	23Q4	24Q3	24Q4	同比	环比	23Q4	24Q3	24Q4	同比	环比
宁德时代	130	131	150	16%	14%	12.2%	14.2%	14.7%	2.5pct	0.5pct
LGES	5	-1	-30	转亏	3306%	1.0%	-0.3%	-9.3%	-10.4pct	-9.1pct
三星SDI	12	3	-13	-219%	-522%	4.5%	1.7%	-7.5%	-12.0pct	-9.2pct
松下	4	5	6	43%	17%	3.4%	4.3%	4.9%	1.6pct	0.7pct
SKI	-18	1	-18	1832%	-1598%	-9.5%	-2.6%	-32.9%	-23.4pct	-30.6pct

5 结构件：竞争格局稳定，龙头盈利稳健

- ◆ 24年结构件竞争格局稳定，龙头降本增效消化价格降幅，盈利水平稳定超预期。2024年度实现营收574亿元，同比增长11%；归母净利润27亿元，同比下降20%，其中，24Q4营收163亿元，同比增长1%，归母净利润4亿元，同比下降59%；2024年毛利率16.1%，同比下降0.8pct；归母净利率4.7%，同比下降1.8pct。24Q4毛利率17.4%，同比下降0.7pct，环比下降2.2pct；归母净利率2.7%，同比下降3.8pct。
- ◆ Q1价格压力减弱，龙头盈利维持高位，二线厂盈利小幅修复。2025Q1实现营收140亿元，同比增长16%，环比下降14%；归母净利润9亿元，同比增长38%，环比增长114%。25Q1毛利率16.0%，同比上升0.3pct，环比下降1.5pct；归母净利率6.7%，同比上升1.1pct，环比上升4.0pct。

图表：2024年及2025年Q1结构件板块情况（亿元）

	2024年	24年同比	24Q4	Q4同比	25Q1	Q1同比	Q1环比
营业收入（亿元）	574.4	10.8%	162.9	0.8%	139.5	15.9%	-14.4%
归母净利润（亿元）	26.7	-19.9%	4.3	-58.7%	9.3	38.3%	114.2%
毛利率	16.1%	-0.8pct	17.4%	-0.7pct	16.0%	0.3pct	-1.5pct
归母净利率	4.7%	-1.8pct	2.7%	-3.8pct	6.7%	1.1pct	4.0pct
经营活动净现金流（亿元）	66.7	24.7%	25.2	29.2%	19.9	26.3%	-21.1%
费用率	8.6%	-0.3pct	8.6%	-0.8pct	8.5%	-0.1pct	-0.1pct

	2024年底	2024年增长	2025Q1	25Q1较年初增长
应收账款（亿元）	129.5	7.6%	140.1	8.2%
预收账款（亿元）	3.5	122.4%	3.3	-5.3%
存货（亿元）	89.1	0.6%	92.5	3.9%
无息现金（亿元）	-52.3	-20.5%	-29.5	43.5%
营运资本	108.3	-1.9%	111.7	3.2%

5 结构件：竞争格局稳定，龙头盈利稳健

- ◆ 龙头降本增效对冲降价影响，Q1盈利能力超预期。科达利2025Q1营收30亿元，同增20%；归母净利润4亿元，同增26%。震裕科技营收18亿元，同增24%；归母净利润1亿元，同增39%。斯莱克营收5亿元，同增55%；归母净利润0亿元，同降43%。东山精密营收86亿元，同增11%；归母净利润5亿元，同增58%。

表：2024年及2025年Q1结构件板块主要厂商营收情况（亿元）

新能源汽车板块		收入							归母净利润						
结构件		24Y	24年同比	24Q4	Q4同比	25Q1	Q1同比	Q1环比	24Y	24年同比	24Q4	Q4同比	25Q1	Q1同比	Q1环比
002850.SZ	科达利	120.3	14.4%	34.4	25.3%	30.2	20.5%	-12.1%	14.7	22.6%	4.6	12.2%	3.9	25.5%	-14.9%
300953.SZ	震裕科技	71.3	18.5%	21.1	21.3%	17.9	24.2%	-15.2%	2.5	493.8%	0.8	775.5%	0.7	38.9%	-10.6%
300382.SZ	斯莱克	15.1	-8.5%	4.3	-17.0%	5.3	54.9%	23.6%	-1.4	-206.4%	-1.2	-605.2%	0.1	-43.1%	109.5%
002384.SZ	东山精密	367.7	9.3%	103	-7.6%	86	11.1%	-16.5%	10.9	-44.7%	0.2	-97.1%	4.6	57.6%	2392.7%
合计		574.4	10.8%	162.9	0.8%	139.5	15.9%	-14.4%	26.7	-19.9%	4.1	-60.4%	9.2	39.3%	121.8%

表：主要厂商利润拆分情况（亿元）

代表公司	单位	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
科达利	收入	22.3	19.9	44.7	86.5	105.1	25.09	29.37	31.46	34.38	30.22
	毛利率	28%	28%	26%	24%	24%	22.2%	23.8%	23.4%	27.3%	22.2%
	净利率	10%	9%	12%	11%	12%	12.3%	11.5%	11.7%	13.2%	12.8%
震裕科技	收入	7.5	11.9	30.3	57.5	60.2	14.4	16.9	18.8	21.1	17.9
	毛利率	27%	26%	18%	12%	12%	13%	16%	11%	16%	13%
	净利率	10%	11%	6%	2%	1%	4%	5%	2%	4%	4%
	结构件业务收入	2.2	5.7	16.5	32.6	32.7	8.1	9.4	11.5	13.4	10.9
	结构件业务毛利率	13%	22%	17%	9%	9%	10%	14%	11%	11%	10%
斯莱克	结构件业务收入	-	-	-	2.5	6.6	2.0	2.0	3.0	3.0	-
	结构件业务毛利率	-	-	-	3%	3%	0%	0%	-2%	-2%	-

5 结构件：龙头在手现金稳定，二线在手现金25Q1有所好转

◆ 龙头在手现金稳定，二线无息在手现金为负，25Q1有所好转。震裕科技24年Q4无息现金缺口扩大至-25.7亿元（较年初-39.5%），尽管25Q1环比改善25.4%，但仍为负值；科达利保持较强的现金储备，25Q1无息现金增至20.7亿元（较年初+61.6%），营运资本也保持在62.7亿元的稳定水平；斯莱克的现金状况有所好转，25Q1无息现金恢复至-9.7亿元（较年初+10.9%）；东山精密25Q1无息现金缺口缩小至-21.4亿元（较年初+25.0%）。整体来看，行业的无息现金状况从24Q4的-52.3亿元回升至25Q1的-29.5亿元，虽然有所回升，但公司间差异较大。

图表：2024年及2025Q1结构件板块现金及营运资本情况（亿元）

新能源汽车板块		无息在手现金				营运资本			
结构件		24年Q4	2024年Q4 较年初增长	25Q1	25Q1 较年初增长	24年Q4	2024年Q4 较年初增长	25Q1	25Q1 较年初增长
002850.SZ	科达利	12.8	116.2%	20.7	61.6%	55.5	30.3%	62.7	13.0%
300953.SZ	震裕科技	-25.7	-39.5%	-19.2	25.4%	6.3	5.3%	4.7	-25.9%
300382.SZ	斯莱克	-10.9	-94.7%	-9.7	10.9%	11.3	-28.6%	11.9	5.9%
002384.SZ	东山精密	-28.5	-12.8%	-21.4	25.0%	35.1	-23.5%	32.4	-7.9%
合计		-52.3	-20.5%	-29.5	43.5%	108.3	-1.9%	111.7	3.2%

6 铁锂正极：行业盈利见底，具备新产品厂商盈利率先改善

- ◆ **24年铁锂加工费压力明显，行业盈利普遍下行，除龙头外公司维持亏损。**2024年度实现营收565亿元，同比下降36%；归母净利润-25亿元，同比增长38%，其中24Q4营收156亿元，同比下降6%，归母净利润-14亿元，同比增长39%；2024年毛利率6.1%，同比上升1.7pct；归母净利率-4.4%，同比下降0.1pct。24Q4毛利率4.8%，同比上升6.7pct；归母净利率-8.9%，同比上升4.8pct。
- ◆ **Q1价格虽部分反弹，但其余原材料涨价影响盈利，行业盈利见底。**2025Q1实现营收157亿元，同比增长40%，环比上升1%；归母净利润-2亿元，同比增长36%，环比增长88%。25Q1毛利率6.4%，同比上升0.6pct，环比上升1.7pct；归母净利率-1.0%，同比上升1.2pct，环比上升7.9pct。

图表：2024年及2025年Q1铁锂正极板块情况（亿元）

	2024年	24年同比	24Q4	Q4同比	25Q1	Q1同比	Q1环比
营业收入（亿元）	565.3	-35.7%	155.6	-6.0%	156.7	39.5%	0.7%
归母净利润（亿元）	-24.8	37.6%	-13.8	39.1%	-1.6	35.8%	88.2%
毛利率	6.1%	1.7pct	4.8%	6.7pct	6.4%	0.6pct	1.7pct
归母净利率	-4.4%	-0.1pct	-8.9%	4.8pct	-1.0%	1.2pct	7.9pct
经营活动净现金流（亿元）	24.3	-40.4%	1.2	-95.1%	-18.1	-6121.7%	-1588.2%
费用率	9.2%	2.9pct	9.6%	1.6pct	7.8%	-3.0pct	-1.9pct

	2024年底	2024年增长	2025Q1	25Q1较年初增长
应收账款（亿元）	127.0	-26.9%	131.7	3.7%
预收账款（亿元）	2.5	-59.7%	2.5	-1.0%
存货（亿元）	74.4	26.3%	82.9	11.4%
无息现金（亿元）	-115.5	-22.6%	-125.0	-8.2%
营运资本（亿元）	-50.4	-271.3%	-26.9	46.6%

6 铁锂正极：行业盈利见底，具备新产品厂商盈利率先改善

◆ Q1龙头盈利底部维持，二线厂商减值充分轻装上阵，亏损幅度缩窄。湖南裕能2025Q1营收68亿元，同增50%，环增1%；归母净利润1亿元，同降41%，环降8%。德方纳米、万润新能、龙蟠科技Q1亏损环比收窄，富临精工受益高压实密度产品，盈利持续改善。

表： 2024年及2025年Q1铁锂正极板块主要厂商营收情况（亿元）

新能源汽车板块		收入							归母净利润						
铁锂正极		2024	24同比	24Q4	24Q4同比	25Q1	25Q1同比	25Q1环比	2024	24同比	24Q4	24Q4同比	25Q1	25Q1同比	25Q1环比
300769.SZ	德方纳米	76.1	-55.1%	10.8	-59.4%	20.0	5.9%	85.1%	-13.4	18.2%	-5.2	19.4%	-1.7	9.5%	67.6%
300432.SZ	富临精工	84.7	47.0%	25.9	63.5%	27.0	80.3%	4.2%	4.0	173.1%	0.9	161.2%	1.2	211.9%	43.7%
603906.SH	龙蟠科技	76.7	-12.1%	20.1	-10.0%	15.9	8.0%	-20.9%	-6.4	48.5%	-3.3	34.3%	-0.3	66.8%	92.2%
300477.SZ	合纵科技	26.5	-10.3%	4.9	-43.9%	3.4	-51.6%	-30.2%	-6.3	1.9%	-4.5	3.3%	-0.3	45.9%	92.9%
688275.SH	万润新能	75.2	-38.2%	26.7	22.9%	22.8	97.3%	-14.7%	-8.7	42.1%	-2.7	50.9%	-1.6	-19.8%	42.8%
301358.SZ	湖南裕能	226.0	-45.4%	67.2	-4.4%	67.6	49.6%	0.6%	5.9	-62.4%	1.0	164.6%	0.9	-40.6%	-8.4%
合计		565.3	-35.7%	155.6	-6.0%	156.7	39.5%	0.7%	-24.8	37.6%	-13.8	39.1%	-1.6	35.8%	88.2%

6 铁锂正极：行业资金压力加大，25Q1进一步承压

◆ 行业主流公司无息在手现金均为负，资金压力加大。行业整体无息现金从24Q4的-115.5亿元回升至25Q1的-125.0亿元，营运资本从24Q4的-50.4亿元回升至25Q1的-26.9亿元。德方纳米24年Q4无息现金缺口为-3.9亿元（较年初-210.4%），25Q1仍为负值，达-19.4亿元；富临精工25Q1无息现金回升至0亿元（较年初+107.7%），营运资本为10.5亿元（较年初+130.6%）；龙蟠科技25Q1无息现金为-20.8亿元，营运资本为4.4亿元（较年初+131.6%）；合纵科技25Q1无息现金为-13.6亿元，营运资本为-22.2亿元（较年初-4.8%）；万润新能25Q1无息现金为-13.9亿元，营运资本为-20.4亿元（较年初-12.9%）；湖南裕能25Q1无息现金缺口为-57.3亿元，营运资本为5.3亿元（较年初-30.4%）。

图表：2024年及2025Q1铁锂正极板块现金及营运资本情况（亿元）

新能源汽车板块		无息在手现金				营运资本			
铁锂正极		24年Q4	2024年Q4 较年初增长	25Q1	25Q1 较年初增长	24年Q4	2024年Q4 较年初增长	25Q1	25Q1 较年初增长
300769.SZ	德方纳米	-3.9	-210.4%	-19.4	-397.2%	-9.5	-168.7%	-4.4	53.5%
300432.SZ	富临精工	-0.2	-103.0%	0.0	107.7%	4.5	31.4%	10.5	130.6%
603906.SH	龙蟠科技	-29.2	22.5%	-20.8	28.9%	-13.8	-10.6%	4.4	131.6%
300477.SZ	合纵科技	-14.8	21.3%	-13.6	8.2%	-21.2	-243.6%	-22.2	-4.8%
688275.SH	万润新能	-20.2	35.1%	-13.9	31.2%	-18.1	-232.9%	-20.4	-12.9%
301358.SZ	湖南裕能	-47.2	-192.7%	-57.3	-21.5%	7.7	-55.0%	5.3	-30.4%
合计		-115.5	-22.6%	-125.0	-8.2%	-50.4	-271.3%	-26.9	46.6%

6 铁锂正极：铁锂盈利底部确立，新产品+涨价落地盈利拐点可期

◆ 当前仅裕能及富临维持盈利，高压实产品趋势明确，新产品+涨价落地盈利拐点可期。当前行业龙头需求旺盛，龙头满产满销，二线厂产能利用率维持80%+，当前龙头仅微利，二线均亏损，25Q1，B客户加工费涨价落地，随着原材料硫酸亚铁及磷酸一铵价格恢复，龙头单位净利有望恢复至0.1-0.2万元/吨左右，二线富临主供高端产品，随着自身降本落地，盈利有望提升至0.1-0.2万/吨。

表：铁锂正极主流厂商季度盈利情况（出货：万吨； 单价、单位净利：万元/吨）

代表公司	单位	2019A	2020A	2021A	2022A	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
裕能	出货	1.3	3.1	12.1	32.4	10.3	11.6	15.1	13.7	13.6	17.3	16.7	23.5	22.3
	单价	5.02	3.35	6.46	14.89	14.52	9.74	8.34	5.79	3.76	4.09	3.45	3.24	3.43
	单位净利	0.44	0.12	0.98	0.93	0.27	0.83	0.20	0.03	0.10	0.13	0.06	0.04	0.04
德方	出货	1.8	2.7	9.1	17.2	4.0	5.0	6.9	5.5	4.5	6.1	6.2	5.8	6.2
	单价	4.99	3.34	5.96	14.78	13.97	8.92	8.87	5.49	4.75	4.54	3.99	2.12	3.65
	单位净利	0.21	-0.07	0.91	1.56	-2.11	-0.76	0.07	-1.29	-0.55	-0.69	-0.64	-1.12	-0.37
万润	出货	1.5	1.9	4.0	9.2	2.2	4.0	5.6	4.6	3.1	4.7	5.6	9.0	7.4
	单价	5.35	3.72	6.12	14.91	15.91	7.57	8.52	5.32	4.21	4.31	3.59	3.35	3.49
	单位净利	-0.54	-0.27	0.85	1.04	-0.15	-2.01	-0.20	-1.20	-0.42	-0.58	-0.30	-0.30	-0.21
龙蟠	出货	-	-	3.1	9.5	1.2	2.5	3.3	3.8	2.7	5.2	5.6	4.3	3.5
	单价	-	-	6.95	14.54	14.96	9.74	4.31	5.14	3.69	3.47	3.37	2.91	-
	单位净利	-	-	0.74	1.05	-0.43	-1.90	-0.15	-0.67	-0.68	-0.30	-0.25	-0.35	-0.30
富临	出货	0.1	0.2	1.0	4.4	0.3	1.2	1.6	1.5	1.7	3.0	3.5	4.4	4.4
	单价	1.47	2.55	6.48	10.99	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	单位净利	-9.62	-	0.21	0.65	-9.33	-2.33	-1.56	-1.70	-0.35	-0.10	0.08	0.00	0.07

7 负极：原材料涨价压力Q1盈利微降，龙头成本优势维持

- ◆ 24年行业价格降至底部，一体化龙头具备成本优势，降本工艺对冲价格压力。2024年实现营收594亿元，同降17%；归母净利润29亿元，同降44%，其中24Q4营收169亿元，同增5.2%，归母净利润2亿元，同降51%； 2024年毛利率21.1%，同比持平；归母净利率4.9%，同比下降2.4pct，24Q4毛利率20.5%，同降2.3pct，归母净利率1.1%，同降1.2pct。
- ◆ 25Q1原材料石油焦价格暴涨，行业盈利承压，主流公司盈利水平微降，璞泰来、杉杉扭亏。25Q1实现营收152亿元，同增20%，环降10%；归母净利润11亿元，同增40%，环增489%。25Q1毛利率22.3%，同比增加0.9pct，环增1.7pct；归母净利率7.0%，同增1.0pct，环增6.0pct。

图表： 2024年及2025年Q1负极板块情况（亿元）

	2024	24同比	24Q4	24Q4同比	2025Q1	25Q1同比	25Q1环比
营业收入（亿元）	593.7	-16.9%	168.7	5.2%	151.9	19.5%	-10.0%
归母净利润（亿元）	29.1	-44.2%	1.8	-50.9%	10.7	40.2%	488.9%
毛利率	21.1%	0.0pct	20.5%	-2.3pct	22.3%	0.9pct	1.7pct
归母净利率	4.9%	-2.4pct	1.1%	-1.2pct	7.0%	1.0pct	6.0pct
费用率	12.0%	1.6pct	11.7%	-1.4pct	11.7%	-1.3pct	0.0pct
经营活动净现金流（亿元）	50.9	-26.9%	32.7	-24.3%	-20.0	-171.4%	-161.3%

	24Q4末的情况	2024年增长	2025Q1	2025Q1末较年初增长
应收账款（亿元）	164.8	-7.3%	189.2	14.8%
预收款项（亿元）	36.5	-20.7%	36.8	1.0%
存货（亿元）	223.8	-4.2%	248.7	11.2%
无息现金（亿元）	-168.4	-139.7%	-191.4	-13.7%
营运资本（亿元）	213.6	-12.6%	232.2	8.7%

7 负极：原材料涨价压力Q1盈利微降，龙头成本优势维持

◆ 负极厂商25Q1盈利环比承压，尚太盈利环比微降，璞泰来高价库存减值完毕，环比扭亏。尚太科技2025Q1营收16.3亿元，同增89.0%，环增1.1%；归母净利润2.4亿元，同增60.9%，环减8.2%。璞泰来2025Q1营收32.2亿元，同增6.0%，环减10.9%；归母净利润4.9亿元，同增9.6%，环增1118.3%。中科电气2025Q1营收16.0亿元，同增49.9%，环减5.9%；归母净利润1.3亿元，同增465.8%，环增12.6%。贝特瑞2025Q1营收33.9亿元，同减3.9%，环减14.5%；归母净利润1.8亿元，同减19.2%，环减31.8%。

图表： 2024年及2025年Q1负极板块情况（亿元）

新能源汽车板块		收入							归母净利润						
负极		2024	24同比	24Q4	24Q4同比	25Q1	25Q1同比	25Q1环比	2024	24同比	24Q4	24Q4同比	25Q1	25Q1同比	25Q1环比
001301.SZ	尚太科技	52.3	19.1%	16.1	31.9%	16.3	89.0%	1.1%	8.4	16.0%	2.6	68.2%	2.4	60.9%	-8.2%
603659.SH	璞泰来	134.5	-12.3%	36.1	-1.2%	32.2	6.0%	-10.9%	11.9	-37.7%	-0.5	-116.9%	4.9	9.6%	1118.3%
300035.SZ	中科电气	55.8	13.7%	17.0	22.5%	16.0	49.9%	-5.9%	3.0	626.6%	1.2	21.9%	1.3	465.8%	12.6%
835185.BJ	贝特瑞	142.4	-43.3%	39.7	-17.5%	33.9	-3.9%	-14.5%	9.3	-43.8%	2.6	-10.5%	1.8	-19.2%	-31.8%
301349.SZ	信德新材	8.1	-14.6%	2.4	-1.1%	2.4	80.9%	-0.8%	-0.3	-180.0%	-0.1	-12.0%	0.1	161.4%	160.5%
300890.SZ	翔丰华	13.9	-17.7%	3.4	-5.2%	3.1	-8.1%	-10.7%	0.5	-40.2%	-0.1	0.7%	-0.1	-163.6%	-18.9%
600884.SH	杉杉股份	186.8	-2.0%	54.0	23.7%	48.0	28.0%	-11.0%	-3.7	-148.0%	-3.9	10.6%	0.3	145.2%	108.5%
合计		593.7	-16.9%	168.7	5.2%	151.9	19.5%	-10.0%	29.1	-44.2%	1.8	-50.9%	10.7	40.2%	488.9%

7 负极：龙头现金情况相对较好，杉杉股份压力较大

◆ 行业龙头资金状况相对较好，杉杉现金压力较大。整体来看，行业无息现金从24Q4的-168.4亿元降至25Q1的-191.4亿元，现金压力仍在；营运资本从24Q4的213.6亿元提升至25Q1的232.2亿元（较年初增长+8.7%）。25Q1璞泰来无息现金大幅回升至12.2亿元，同比增长超7倍，营运资本维持高位；信德新材25Q1现金保持稳定，营运资本小幅增长；翔丰华和尚太科技25Q1无息现金缺口扩大，尚太科技营运资本则稳步增长至50.8亿元；杉杉股份和中科电气25Q1现金持续为负，营运资本分别下滑至14.6亿元和22.1亿元。

图表：2024年及2025Q1负极板块现金及营运资本情况（亿元）

新能源汽车板块		无息在手现金				营运资本			
铁锂正极		24年Q4	2024年Q4 较年初增长	25Q1	25Q1 较年初增长	24年Q4	2024年Q4 较年初增长	25Q1	25Q1 较年初增长
603659.SH	璞泰来	1.5	-95.0%	12.2	720.4%	65.6	-20.8%	65.4	-0.2%
301349.SZ	信德新材	14.3	-2.8%	13.3	-7.0%	19.3	-2.9%	19.4	0.8%
300890.SZ	翔丰华	-7.8	-104.4%	-9.8	-25.1%	9.7	-6.1%	10.2	4.8%
001301.SZ	尚太科技	-10.4	-8.0%	-23.5	-126.1%	40.0	12.8%	50.8	27.1%
600884.SH	杉杉股份	-106.6	-7.6%	-102.0	4.3%	32.9	-27.4%	14.6	-55.4%
300035.SZ	中科电气	-17.9	-73.7%	-29.0	-62.5%	17.5	-27.2%	22.1	26.4%
835185.BJ	贝特瑞	-41.5	-632.9%	-52.6	-26.7%	28.8	7.8%	49.7	73.0%
合计		-168.4	-139.7%	-191.4	-13.7%	213.6	-12.6%	232.2	8.7%

7 负极：石油焦价格回落盈利压力减弱，快充产品快速起量

- ◆ **负极Q1成本压力较小，预计Q2成本仍有上涨，部分客户可传导。** 负极一季度多使用去年四季度库存，可充足维持Q1的生产需求，成本压力不大，Q2起负极平均成本抬升，考虑主流公司Q1石油焦价格暴涨时基本停止采购，且近期石油焦价格已下降1K+，成本端提升相对可控，部分客户可顺利传导，单位净利有小幅压力。
- ◆ **考虑原材料成本上行，预计25年负极盈利表现分化，龙头厂商盈利预计好于悲观预期。** 行业扩产放缓，产能利用率提升，负极行业产品差异化大，其中低端负极接近全线亏损，B客户价格已上行，且快充产品享受技术溢价，占比提升明显，预计尚太、中科盈利好于悲观预期，璞泰来新产能可实现降本，盈利逐步好转。

图表：负极主流公司盈利拆分（出货：万吨； 单价、单位净利：万元/吨）

代表公司	单位	2019A	2020A	2021A	2022A	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
尚太	出货	1.1	1.9	6.5	10.7	2.4	2.9	4.3	4.6	3.3	5.1	6.4	6.9	7.0
	单价	3.53	2.91	3.29	4.43	4.58	3.98	3.16	3.02	2.95	2.74	2.70	2.65	2.64
	单位净利	0.58	0.62	0.81	1.18	0.95	0.60	0.38	0.35	0.38	0.37	0.33	0.35	0.35
贝特瑞	出货	5.9	7.5	16.0	33.0	7.5	9.5	10.8	8.2	9.0	11.0	10.5	12.5	11.0
	单价	5.61	4.73	4.56	5.00	4.77	3.76	3.12	4.11	3.25	2.66	2.47	2.34	-
	单位净利	0.98	0.76	0.55	0.31	0.23	0.35	0.33	0.27	0.24	0.25	0.16	0.25	0.18
璞泰来	出货	4.6	6.3	9.7	13.9	3.0	3.8	4.2	4.5	3.1	3.6	3.3	3.2	3.1
	单价	7.54	6.51	5.96	6.20	5.59	4.39	3.99	3.72	-	-	-	-	-
	单位净利	0.98	1.02	1.14	1.19	0.90	0.35	-0.55	-0.62	-0.05	-0.30	-0.30	-1.10	-0.05
中科	出货	1.8	2.4	5.9	11.4	2.5	3.4	4.0	4.2	3.8	5.0	6.5	7.0	7.0
	单价	4.70	3.56	3.69	3.95	4.71	3.97	3.64	3.72	3.17	2.69	2.82	2.73	2.58
	单位净利	0.85	0.62	0.53	0.40	-0.54	0.07	0.21	0.29	0.09	0.11	0.17	0.20	0.18

8 电解液及六氟：六氟价格小幅反弹，行业盈利底部维持

- ◆ 24年六氟价格随着碳酸锂价格下行而承压，行业仅龙头盈利，二线厂均亏损。2024年实现营收434亿元，同降15%；归母净利润-8亿元，同降124%，其中24Q4营收111亿元，同降7%，归母净利润-16亿元，同降954%；2024年毛利率14.5%，同降4.9pct；归母净利率-1.8%，同降8.3pct，24Q4毛利率13.5%，同增0.9pct，净利率-14.5%，同降13.3pct。
- ◆ 六氟价格小幅反弹，二线厂亏损幅度收窄，归母净利实现同比增长。25Q1实现营收114亿元，同增23%，环增3%；归母净利润4亿元，同增29%，环增124%；25Q1毛利率16.3%，同增1.3pct，环增2.9pct；归母净利率3.4%，同增0.2pct，环增17.9pct。

图表：2024年及2025年Q1电解液及六氟板块情况（亿元）

	2024	24年同比	24Q4	24Q4同比	2025Q1	25Q1同比	25Q1环比
营业收入（亿元）	433.7	-15.0%	110.7	-7.0%	113.9	23.0%	2.8%
归母净利润（亿元）	-8.0	-124.2%	-16.1	-953.7%	3.9	29.0%	124.1%
毛利率	14.5%	-4.9pct	13.5%	0.9pct	16.3%	1.3pct	2.9pct
归母净利率	-1.8%	-8.3pct	-14.5%	-13.3pct	3.4%	0.2pct	17.9pct
费用率	12.5%	1.6pct	13.6%	2.2pct	13.0%	-0.2pct	-0.7pct
经营活动净现金流（亿元）	5.3	-90.9%	16.5	34.1%	-8.0	58.1%	-148.5%

	24Q4末的情况	2024年增长	25Q1	2025Q1末较年初增长
应收账款（亿元）	118.8	2.7%	135.2	13.8%
预收款项（亿元）	7.8	-48.8%	6.5	-16.6%
存货（亿元）	57.9	-1.7%	62.6	8.2%
无息现金（亿元）	-6.6	-108.5%	-26.8	-303.6%
营运资本（亿元）	161.1	-19.6%	158.6	-1.6%

8 电解液及六氟：六氟价格小幅反弹，行业盈利底部维持

◆ 电解液主流公司25Q1盈利同比恢复增长，单位盈利见底趋势明确。天赐材料2025Q1营收35亿元，同增42%，环降5%；归母净利润1.5亿元，同增31%，环增3%。新宙邦2025Q1营收20亿元，同增32%，环降8%；归母净利润2亿元，同增39%，环降5%。六氟及电解液Q1价格触底，大部分厂商归母净利同比大幅下滑。

图表：2024年及2025年Q1电解液及六氟板块情况（亿元）

新能源汽车板块		收入							归母净利润						
六氟磷酸锂及电解液		2024	24同比	24Q4	24Q4同比	25Q1	25Q1同比	25Q1环比	2024	24同比	24Q4	24Q4同比	25Q1	25Q1同比	25Q1环比
002709.SZ	天赐材料	125.2	-18.7%	36.6	11.4%	34.9	41.6%	-4.6%	4.8	-74.4%	1.5	0.0	1.5	30.8%	2.7%
300037.SZ	新宙邦	78.5	4.8%	21.8	14.6%	20.0	32.1%	-8.1%	9.4	-6.8%	2.4	0.1	2.3	39.3%	-4.5%
301238.SZ	瑞泰新材	21.0	-43.5%	5.0	-22.9%	4.7	-16.4%	-6.2%	0.8	-81.9%	-0.6	-2.1	0.3	-38.5%	140.5%
688353.SH	华盛锂电	5.0	-3.8%	1.7	35.3%	1.7	62.6%	-4.0%	-1.7	-630.5%	-0.4	0.1	-0.4	-236.5%	-0.2%
002759.SZ	天际股份	20.5	-6.3%	6.0	10.3%	5.2	16.3%	-14.0%	-13.6	-3814.1%	-11.7	-108.3	-0.2	77.2%	98.1%
002407.SZ	多氟多	82.1	-31.2%	13.3	-57.8%	21.0	-1.5%	57.7%	-3.1	-160.5%	-3.3	-8.1	0.6	63.6%	119.4%
002326.SZ	永太科技	45.9	11.2%	12.5	23.1%	10.6	29.0%	-15.2%	-4.8	22.8%	-3.9	0.3	0.1	-45.8%	102.7%
603026.SH	胜华新材	55.5	-1.6%	13.9	12.2%	15.9	30.1%	14.6%	0.2	-12.3%	0.1	1.1	-0.3	-203.1%	-653.7%
合计		433.7	-15.0%	110.7	-7.0%	113.9	23.0%	-8.0	-124.2%	-16.1	-953.7%	3.9	29.0%	124.1%	-8.0

8 电解液及六氟：龙头现金情况较好，二线现金持续为负

◆ **龙头现金情况较好，二线现金持续为负。**25Q1，**新宙邦**现金由盈转亏至-5.4亿元，同比降幅显著，营运资本小幅增长至38.2亿元；**瑞泰新材**现金维持在43.7亿元，营运资本略有下滑；**华盛锂电**和**天赐材料**现金双降，营运资本保持相对稳定；**天际股份**现金几近耗尽，仅1亿元，营运资本大幅下滑；**多氟多**、**永太科技**维持负现金状态，营运资本承压；**胜华新材**现金虽为负值但降幅收窄，营运资本改善明显。总体来看，行业无息现金由24Q4的-6.6亿元降至25Q1的-26.8亿元，营运资本由24Q4的161.1亿元降至25Q1的158.6亿元。

图表：2024年及2025Q1电解液及六氟板块现金及营运资本情况（亿元）

新能源汽车板块		无息在手现金				营运资本			
铁锂正极		24年Q4	2024年Q4 较年初增长	25Q1	25Q1 较年初增长	24年Q4	2024年Q4 较年初增长	25Q1	25Q1 较年初增长
300037.SZ	新宙邦	2.8	-86.5%	-5.4	-292.1%	36.2	-13.2%	38.2	5.6%
301238.SZ	瑞泰新材	43.4	-11.7%	43.7	0.6%	56.5	-1.1%	51.4	-8.9%
688353.SH	华盛锂电	15.3	-23.4%	12.7	-17.1%	17.0	-22.3%	16.6	-2.7%
002709.SZ	天赐材料	-43.5	-38.1%	-49.7	-14.2%	49.3	23.4%	52.9	7.4%
002759.SZ	天际股份	3.2	-75.8%	1.0	-69.6%	2.3	-80.9%	1.9	-16.1%
002407.SZ	多氟多	19.0	-37.4%	16.7	-12.3%	26.6	-50.7%	24.4	-8.1%
002326.SZ	永太科技	-24.1	-13.6%	-28.3	-17.5%	-28.9	-19.5%	-30.0	-3.6%
603026.SH	胜华新材	-22.7	-686.3%	-17.4	23.6%	2.3	235.0%	3.1	34.0%
合计		-6.6	-108.5%	-26.8	-303.6%	161.1	-19.6%	158.6	-1.6%

8 电解液及六氟：六氟价格小幅反弹，行业盈利底部维持

- ◆ 六氟Q1价格小幅上行，电解液龙头维持微利，六氟盈利小幅改善，但二线厂仍亏损，行业底部明确。25年初六氟价格小幅上行，天赐25Q1产能利用率60%左右，具有定价话语权，天赐具备挺价意愿，龙二龙三跟随，预计六氟环节Q1盈利小幅改善，电解液环节25Q1基本稳定，龙头公司维持微利，后续随着产能利用率提升有望小幅提升。

图表：电解液及六氟主流公司季度盈利拆分（出货：万吨； 单价、单位净利：万元/吨）

代表公司	单位	2019A	2020A	2021A	2022A	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
天赐	出货	4.8	7.3	14.4	31.5	7.9	8.8	11.7	11.2	9.0	11.1	13.6	16.1	14.8
	单价	4.00	3.80	6.96	7.08	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	单位净利	0.30	0.53	1.44	1.55	0.75	0.60	0.38	0.30	0.11	0.08	0.08	0.08	0.08
新宙邦	出货	2.9	3.8	7.6	10.5	2.2	3.0	4.3	3.9	3.3	4.6	5.6	6.1	5.8
	单价	4.18	4.18	6.99	7.33	5.58	4.14	3.77	4.14	3.93	2.82	-	-	-
	单位净利	0.23	0.35	0.94	0.83	0.20	0.12	0.12	0.08	0.00	0.04	0.04	0.05	0.00
多氟多	出货	0.6	0.8	1.4	3.0	0.8	0.9	1.2	1.2	0.9	1.0	1.2	1.2	1.2
	单价	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	单位净利									0.20	0.05	0.00	0.00	0.00
天际	出货	0.4	0.6	0.9	1.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
	单价	9.25	7.81	22.01	27.75	16.08	12.37	10.54	10.54	5.56	5.56	6.13	6.79	-
	单位净利	0.70	0.67	8.69	5.36	0.70	0.40	0.60	0.40	0.00	-0.15	-0.50	-0.10	-0.03

9 隔膜：湿法价格仍有小幅下降空间，公司盈利承压明显

- ◆ 24年行业过剩情况维持，龙三价格战抢占市场份额，行业整体价格承压，主流公司盈利水平明显下滑。2024年实现营收544亿元，同降8%，归母净利润21亿元，同降73%，其中24Q4营收153亿元，同降3%，归母净利润-7亿元，同降166%；2024年毛利率19.0%，同降10.9pct，归母净利率3.8%，同降8.9pct，24Q4毛利率11.9%，同降16.6pct，净利率-4.8%，同降11.9pct。
- ◆ 25Q1行业价格基本维持，龙头公司维持微利，存货进一步上升。2025年Q1实现营收130亿元，同增17%，环降15%；归母净利润10亿元，同降2%，环增230%。2025年Q1毛利率21.7%，同降1.6pct，环增9.8pct；归母净利率7.3%，同降1.4pct，环增12.1pct。

图表：2024年及2025年Q1隔膜板块情况（亿元）

	2024	24同比	24Q4	24Q4同比	2025Q1	25Q1同比	25Q1环比
营业收入（亿元）	543.9	-8.4%	153.3	-3.0%	130.4	17.1%	-15.0%
归母净利润（亿元）	20.6	-72.7%	-7.4	-165.8%	9.5	-1.5%	229.6%
毛利率	19.0%	-10.9pct	11.9%	-16.6pct	21.7%	-1.6pct	9.8pct
归母净利率	3.8%	-8.9pct	-4.8%	-11.9pct	7.3%	-1.4pct	12.1pct
费用率	13.8%	0.8pct	13.6%	-1.4pct	13.7%	-0.7pct	0.1pct
经营活动净现金流（亿元）	74.8	-25.9%	21.0	-58.0%	3.7	113.7%	-82.5%

	24Q4末的情况	2024年增长	25Q1	2025Q1末较年初增长
应收账款（亿元）	202.9	9.5%	195.0	-3.9%
预收款项（亿元）	42.5	-12.9%	40.9	-3.6%
存货（亿元）	159.4	-17.1%	172.8	8.4%
无息现金（亿元）	-259.8	-129.4%	-283.0	-8.9%
营运资本（亿元）	93.3	-55.0%	93.5	0.2%

9 隔膜：湿法价格仍有小幅下降空间，公司盈利承压明显

◆ 隔膜板块盈利业绩同比下滑明显，龙头公司Q4费用减值计提充分，Q1环比小幅恢复。恩捷股份2025Q1营收27亿元，同增17%，环增1%；归母净利润0.3亿元，同降84%，环增103%。星源材质营收9亿元，同增24%，环降5%；归母净利润0.5亿元，同降56%，环增223%。二线隔膜厂商已面临亏损。

图表：2024年及2025年Q1隔膜板块情况（亿元）

新能源汽车板块		收入							归母净利润						
隔膜		2024	24同比	24Q4	24Q4同比	25Q1	25Q1同比	25Q1环比	2024	24同比	24Q4	24Q4同比	25Q1	25Q1同比	25Q1环比
002812.SZ	恩捷股份	101.6	-15.6%	27.0	-8.5%	27.3	17.2%	1.1%	-5.6	-122.0%	-10.0	-368.0%	0.3	-83.6%	102.6%
300568.SZ	星源材质	35.4	17.5%	9.4	16.6%	8.9	24.4%	-5.0%	3.6	-36.9%	0.1	115.8%	0.5	-56.4%	223.2%
002108.SZ	沧州明珠	27.5	4.9%	7.9	25.5%	5.8	13.6%	-26.3%	1.5	-43.2%	0.2	-45.0%	0.5	-19.3%	195.5%
002080.SZ	中材科技	239.8	-7.4%	71.7	-6.3%	55.1	24.3%	-23.2%	8.9	-59.9%	2.8	-45.1%	3.6	67.5%	27.7%
688733.SH	壹石通	5.0	8.6%	1.3	10.8%	1.2	5.5%	-7.6%	0.1	-51.1%	0.0	-130.3%	-0.2	6.2%	-509.6%
603659.SH	璞泰来	134.5	-12.3%	36.1	-1.2%	32.2	6.0%	-10.9%	11.9	-37.7%	-0.5	-116.9%	4.9	9.6%	1118.3%
合计		543.9	-8.4%	153.3	-3.0%	130.4	17.1%	-15.0%	20.6	-72.7%	-7.4	-165.8%	9.5	-1.5%	229.6%

9 隔膜：头部公司现金压力较大，运营资本相对较少

◆ 行业整体资金状况较为严峻，头部公司无息现金持续为负。沧州明珠无息现金继续为负，但较去年Q4有所改善；中材科技无息现金缺口扩大至-112亿元，营运资本显著下降；星源材质和恩捷股份的无息现金继续流出，营运资本分别下降至10亿元和6.7亿元；壹石通和璞泰来虽有回升，但整体现金状况依然为负，营运资本分别小幅增长至8.7亿元和65.4亿元。整体而言，行业无息现金从24Q4的-259.8亿元降至25Q1的-283.0亿元，存在资金压力。

图表：2024年及2025Q1隔膜板块现金及营运资本情况（亿元）

新能源汽车板块		无息在手现金				营运资本			
铁锂正极		24年Q4	2024年Q4 较年初增长	25Q1	25Q1 较年初增长	24年Q4	2024年Q4 较年初增长	25Q1	25Q1 较年初增长
002108.SZ	沧州明珠	-5.9	-142.8%	-7.9	-34.9%	9.7	-26.5%	11.9	22.5%
002080.SZ	中材科技	-97.5	-54.9%	-112.0	-14.8%	-6.1	-128.1%	-9.2	-49.8%
300568.SZ	星源材质	-50.8	-7071.5%	-56.7	-11.5%	14.8	-56.4%	10.0	-32.7%
002812.SZ	恩捷股份	-110.7	-29.1%	-121.5	-9.7%	1.8	-96.2%	6.7	269.8%
688733.SH	壹石通	3.6	-49.3%	2.8	-22.3%	7.5	-9.0%	8.7	15.0%
603659.SH	璞泰来	1.5	-95.0%	12.2	720.4%	65.6	-20.8%	65.4	-0.2%
合计		-259.8	-129.4%	-283.0	-8.9%	93.3	-55.0%	93.5	0.2%

9 隔膜：湿法价格仍有小幅下降空间，公司盈利承压明显

- ◆ 湿法价格仍有下行压力，当前二线企业面临亏损。24H2湿法隔膜价格下降明显，25Q1湿法隔膜价格环比基本持平，预计Q2行业价格仍有下行压力，但湿法二线企业已面临亏损，价格触底明确。
- ◆ 龙头降价充分体现，当前盈利已接近亏损，行业盈利承压显著。25Q1恩捷股份单位盈利下降微利，星源材质单位盈利下降至0.03元/平，中材已亏损，当前主流公司盈利下行空间已较小，25年盈利承压，后续随着海外客户占比提升及海外工厂投产，单位盈利有望修复。

图表：隔膜板块主流公司季度盈利拆分（出货：万吨； 单价、单位净利：万元/吨）

代表公司	单位	2019A	2020A	2021A	2022A	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
恩捷股份	出货	8.3	12.3	30.1	46.5	10.0	12.0	15.0	12.5	12.2	15.3	20.0	20.5	20.0
	单价	2.65	2.33	2.38	2.33	2.90	2.83	2.66	2.67	2.16	1.82	1.52	1.35	1.35
	单位净利	1.04	0.75	0.85	0.84	0.60	0.60	0.50	0.30	0.13	0.09	0.08	-0.25	0.01
星源材质	出货	3.5	6.4	11.3	17.0	4.2	6.0	7.8	7.3	6.4	10.0	11.5	12.6	11.0
	单价	1.94	1.42	1.71	1.90	1.79	1.30	1.24	1.25	1.27	1.06	0.94	0.88	0.91
	单位净利	0.22	0.13	0.25	0.45	0.40	0.33	0.33	0.05	0.15	0.08	0.08	0.08	0.03

10 三元正极：24Q4整体盈利见底，25Q1环比大幅好转

- ◆ **24Q4整体盈利见底，25Q1环比大幅好转。**2024年实现营收435亿元，同比减少-40%；归母净利润2.3亿元，同比减少92%。24Q4营收115亿元，同环比-22%/-2%，归母净利润-2.2亿元，同环比-157%/-223%。25Q1营收95亿元，同环比-7%/-17%，归母净利润0.5亿元，同环比-1.09%/123.09%。24年毛利率为8.39%，同比下降1.24pct；归母净利率0.52%，同比减少3.6pct。25Q1毛利率7.49%，同比减少0.95pct，环比减少0.45pct；归母净利率0.53%，同比增加0.03pct，环比增加2.42pct。
- ◆ **25Q1经营性现金流承压，资本开支进一步放缓。**2024年经营活动净现金流27.4亿元，同减63%，25Q1经营活动净现金流1.1亿元，同比增加103%，环比减少96%；25Q1资本开支7.2亿元，同比减少45%，环比减少25%。2024年末存货为78亿元，较年初增长23%；25Q1末存货为83亿元，较年初增加5.8%。25Q1末无息在手现金92亿元，较年初增加5.6%，营运资本237亿元，较年初增加5.2%。

图表：2024年及25Q1三元正极板块情况（亿元）

	2024年	24年同比	2024Q4	24Q4同比	24Q4环比	2025Q1	25Q1同比	25Q1环比
营业收入（亿元）	435	-40.20%	115	-22.27%	-2.05%	95	-6.87%	-17.25%
归母净利润（亿元）	2.3	-92.48%	-2.2	-157.18%	-223.00%	0.5	-1.09%	123.09%
毛利率	8.39%	-1.24pct	7.93%	-0.48pct	-0.57pct	7.49%	0.95pct	-0.45pct
归母净利率	0.52%	-3.62pct	-1.89%	-4.47pct	-3.40pct	0.53%	0.03pct	2.42pct
费用率	6.63%	2.71pct	6.33%	1.11pct	-0.23pct	7.43%	1.30pct	1.10pct
经营活动净现金流（亿元）	27.4	-62.53%	29.1	-48.69%	80.65%	1.1	103.24%	-96.09%
资本开支（亿元）	41.01	-18%	9.6	-43.84%	-22.51%	7.2	-44.85%	-24.91%

	24年Q4	2024年Q4较年初增长	25Q1	25Q1较年初增长
应收账款（亿元）	144	-27.86%	95	-34.08%
预收款项（亿元）	1	-41%	4	394%
存货（亿元）	78	23.02%	83	5.81%
在建工程（亿元）	42	-3%	45	8%
无息在手现金（亿元）	87	-15.60%	92	5.59%
营运资本（亿元）	226	-14.05%	237	5.15%

10三元正极：25Q1当升业绩增长显著，部分企业盈利承压

◆ 25Q1盈利分化，当升业绩环比大幅增长，容百、长远、振华盈利承压。当升科技25年Q1营收19.08亿元、同增25.8%、环减8%，归母净利1.1亿元、同增0.2%、环增1366%，保持行业领先水平。容百科技25年Q1营收29.64亿元、同减19.71%、环减21.26%，归母净利-0.15亿元、同增59%、环减109%。厦钨新能25Q1业绩同环比相对稳定，归母净利1.2亿元，同增4.8%，环减7.8%。

表：2024年及2025Q1三元正极板块主要厂商营收及利润情况（亿元）

新能源汽车板块		收入								归母净利润							
三元正极		24年	24年 同比	24Q4	24Q4 同比	24Q4 环比	25Q1	25Q1 同比	25Q1 环比	24年	24年 同比	24Q4	24Q4 同比	24Q4 环比	25Q1	25Q1 同比	25Q1 环比
300073.SZ	当升科技	75.93	-49.80%	20.68	-19.96%	4.23%	19.08	25.80%	-7.73%	4.72	-75.48%	0.08	-98.26%	-95.75%	1.11	0.22%	1365.53%
688005.SH	容百科技	150.88	-33.41%	37.64	-7.81%	-15.14%	29.64	-19.71%	-21.26%	2.96	-49.06%	1.80	612.94%	69.17%	-0.15	58.57%	-108.60%
688778.SH	厦钨新能	132.97	-23.19%	34.14	-18.48%	-4.68%	29.77	-9.77%	-12.82%	4.94	-6.33%	1.27	10.01%	-1.42%	1.17	4.84%	-7.82%
688707.SH	振华新材	19.61	-71.48%	5.02	-68.53%	3.04%	2.72	-57.31%	-45.87%	-5.28	-613.94%	-1.96	-401.83%	-53.19%	-0.98	28.57%	50.27%
688779.SH	长远锂科	55.39	-48.37%	17.66	-25.28%	39.45%	14.08	29.46%	-20.27%	-5.08	-307.80%	-3.35	-70.37%	-214.56%	-0.64	-2101.00%	80.94%
合计		434.78	-226.25%	115.14	-140.07%	26.90%	95.28	-31.54%	-107.95%	2.3	-92.48%	-2.2	-157.18%	-223.00%	0.5	-1.09%	123.09%

10三元正极：25Q1容百受新业务亏损影响，当升盈利恢复

- ◆ 容百科技25Q1三元正极出货量约2.5万吨，同比微降，环比下降20%，全年三元出货量有望达14-16万吨，同增20-30%；25Q1扣除前驱体、锰铁锂、钠电等战略性业务投入后，三元正极单吨净利0.27万元，环比下滑50%左右，我们预计主要系产能利用率下降影响。
- ◆ 当升科技25Q1三元正极出货约1万吨，同环比持平，公司预计全年三元正极出货近6万吨，同增40-50%；Q1单吨扣非利润约0.6万元，环比扭亏。25Q1铁锂正极出货环减15%左右，公司预计25年铁锂出货12万吨+，同比翻倍；24Q4铁锂盈利转正，25Q1单吨盈利环比略有提升。

图表：三元正极行业主流厂商利润拆分情况（出货：万吨；单位净利：万元/吨）

代表公司	单位	2021A	2022A	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
当升	出货	4.4	6.2	1.4	1.6	1.8	1.2	1.0	1.2	1.0	1.0	1.0
	单位净利	1.55	4.10	2.98	3.95	3.00	2.80	1.10	0.96	1.00	-0.50	0.60
容百	出货	5.2	8.9	2.6	1.9	2.7	2.7	2.6	2.7	3.5	3.1	2.5
	单位净利	1.48	1.37	1.20	0.36	0.88	-0.12	-0.12	0.20	0.41	0.60	0.27

10 三元正极：行业在手现金情况良好，后续扩产集中海外

◆ 行业在手现金情况良好，后续扩产集中海外。容百科技24年Q4无息在手现金缺口扩大至-6.8亿元（较年初-187%），25Q1进一步扩大至-7.4亿元；当升科技保持现金优势，25Q1现金储备增至79亿元（较年初+5.9%），营运资本稳定在94亿元；振华新材25Q1现金快速补充至12.4亿元（较年初+36%），但营运资本持续收缩；长远锂科现金状况恶化，25Q1在手现金-8.6亿元；厦钨新能现金优势明显，连续两季实现正增长，25Q1达16.5亿元。行业现金从24Q4的87亿元回升至25Q1的91.9亿元，但企业间分化显著，海外扩产资金压力仍存。

图表：2024年及2025Q1三元正极板块现金及营运资本情况（亿元）

新能源汽车板块		无息在手现金				营运资本			
三元正极		24年Q4	2024年Q4 较年初增长	25Q1	25Q1 较年初增长	24年Q4	2024年Q4 较年初增长	25Q1	25Q1 较年初增长
688005.SH	容百科技	-6.8	-187.35%	-7.4	-9.32%	32	-44.40%	40	25.33%
300073.SZ	当升科技	74.7	9.13%	79.1	5.92%	91	1.97%	94	3.72%
688707.SH	振华新材	9.1	-0.57%	12.4	36.22%	18	-6.75%	17	-5.83%
688779.SH	长远锂科	-5.3	-168.33%	-8.6	-62.53%	49	-12.39%	48	-2.29%
688778.SH	厦钨新能	15.4	53.81%	16.5	7.19%	36	-11.82%	38	6.31%
合计		87.0	-293.31%	91.9	-22.52%	226	-73.40%	237	27.24%

11 三元前驱体：25Q1行业盈利同环比提升，资金压力加剧

- ◆ 25Q1行业盈利环比大幅提升，一体化企业盈利相对稳健。2024年实现营收1375亿元，同比增加2.47%；归母净利润54.9亿元，同比减少0.72%。25Q1营收386亿元，同环比15.88%/10.99%，归母净利润19.7亿元，同环比+56%/+153%。24年毛利率14.66%，同比增长1.29pct；归母净利率4%，同比减少0.1pct。25Q1毛利率为13.55%，同环比+6.52pct/-6.08pct；归母净利率5.1%，同环比+1.3pct/+2.9pct。
- ◆ Q1经营性现金流环比下降，在手现金缺口进一步扩大，资金压力加剧。24年经营活动净现金流190亿元，同增93%，25Q1经营活动净现金流16.7亿元，同减19.12%，环减84.36%；25Q1资本开支77.5亿元，同增29.79%，环增4.57%。Q1末存货为386亿元，较年初增加4%；25Q1末无息在手现金-604亿元，较年初下降20.27%，营运资本95亿元，较年初增加23%。

表：2024年及2025Q1三元前驱体板块情况（亿元）

	2024年	24年同比	2024Q4	24Q4同比	24Q4环比	2025Q1	25Q1同比	25Q1环比
营业收入（亿元）	1375	2.47%	348	2.37%	3.55%	386	15.88%	10.99%
归母净利润（亿元）	54.9	-0.72%	7.8	20.35%	-54.53%	19.7	55.86%	153.25%
毛利率	14.66%	1.29pct	14.43%	26.21pct	-6.02pct	13.55%	6.52pct	-6.08pct
归母净利率	3.99%	-0.13pct	2.23%	0.33pct	-2.85pct	5.09%	1.31pct	2.86pct
费用率	8.53%	0.45pct	7.76%	-1.39pct	-2.40pct	7.15%	-0.85pct	-0.61pct
经营活动净现金流（亿元）	190.0	92.72%	107.0	123.28%	265.63%	16.7	-19.12%	-84.36%
资本开支（亿元）	254.25	-15.25%	74.1	-23.12%	30.65%	77.5	29.79%	4.57%

	24年Q4	2024年Q4较年初增长	25Q1	25Q1较年初增长
应收账款（亿元）	189	3.08%	189	0.00%
预收款项（亿元）	34	104%	48	40%
存货（亿元）	370	10.92%	386	4.23%
在建工程（亿元）	226	-6%	260	15%
无息在手现金（亿元）	-503	-18.52%	-604	-20.27%
营运资本（亿元）	77	-55.98%	95	22.64%

11 三元前驱体：25Q1业绩均环比好转，一体化盈利优势显著

◆ 25Q1业绩环比均明显好转，一体化企业盈利优势显著。华友钴业24Q4归母净利11.3亿元，环比-16%；25Q1归母净利12.5亿元，同环比+140%/+10%。中伟股份24Q4归母净利1.4亿元，环比-69%；25Q1归母净利3.1亿元，同环比-19%/+115%。格林美24Q4归母净利1.2亿元，环比-42%；25Q1归母净利5.1亿元，同环比+12%/+339%。

图表： 2024年及2025Q1三元前驱体板块主要厂商营收情况（亿元）

新能源汽车板块		收入								归母净利润							
三元前驱体		24年	24年 同比	24Q4	24Q4 同比	24Q4 环比	25Q1	25Q1 同比	25Q1 环比	24年	24年 同比	24Q4	24Q4 同比	24Q4 环比	25Q1	25Q1 同比	25Q1 环比
603799.SH	华友钴业	609.46	-8.08%	154.57	1.61%	0.13%	178.42	19.24%	15.43%	41.55	23.99%	11.34	235.92%	-15.94%	12.52	139.68%	10.37%
300919.SZ	中伟股份	402.23	17.36%	100.60	24.46%	-0.17%	107.87	16.09%	7.23%	14.67	-24.64%	1.43	-74.41%	-68.82%	3.08	-18.88%	114.66%
002340.SZ	格林美	332.00	8.75%	83.27	-19.15%	10.53%	94.96	13.67%	14.03%	10.20	9.19%	1.17	-69.88%	-42.43%	5.11	12.10%	338.81%
688148.SH	芳源股份	21.61	2.81%	7.46	268.81%	98.77%	4.07	-3.13%	-45.40%	-4.27	6.28%	-3.08	17.29%	-486.94%	-0.50	-805.80%	83.88%
688184.SH	帕瓦股份	9.49	-0.60%	1.97	7.47%	14.66%	0.80	-72.59%	-59.40%	-7.27	-193.37%	-3.10	-16.03%	-22.80%	-0.56	46.01%	81.94%
合计		1,374.78	20.24%	347.88	283.19%	123.91%	386.13	-26.71%	-68.11%	54.9	-0.72%	7.8	20.35%	-54.53%	19.7	55.86%	153.25%

11 三元前驱体：Q1中伟、华友镍冶炼贡献主要利润增量

- ◆ 中伟股份25Q1前驱体盈利稳中有升，镍冶炼盈利好转贡献增量。25Q1三元前驱体出货约4.8万吨，同减15%+，环增35%+；25Q1汇兑损失6700万，若加回，前驱体单吨净利约6k+，环比略增。25Q1磷酸铁亏损约2500万，环比减亏60%+。25Q1镍产品出货3万吨以上，同增200%+，环增10%左右，贡献利润1亿元左右。
- ◆ 华友钴业25Q1业绩略超预期，镍产品贡献主要利润增量。25Q1三元前驱体出货2.1万吨，同比增50%，25年全年目标销量13万吨，同比30%增长。25Q1镍产品出货7万吨，同比翻倍，环增40%+，湿法单吨利润0.4万美金，预计25年镍利润贡献30-35亿。25Q2-Q3逐步释放钴业绩弹性，全年可贡献10-12亿增量利润。

表：前驱体行业主流厂商利润拆分情况

中伟股份	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
前驱体 (百万, 四钴和三元)	526	413	-5	-97	315	210	240
-出货量 (万吨)	7.9	5.5	6.2	5.5	5.25	3.50	4.80
-单吨利润 (万元/吨)	0.67	0.75	0.0	-0.2	0.6	0.60	0.50
磷酸铁 (百万)			-15	-23	-40	-80	-25
-出货量 (万吨)	1.1	0.5	0.4	1.1	1.7	4.20	2.80
镍产品 (百万)			20	120	80	10	100
-出货量 (万吨金属)			1.5	2.0	2.3	2.90	3.30
归属于母公司所有者的净利润 (亿元)	618	560	379	485	460	143	308
华友钴业	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
前驱体 (百万)	117	113	60	108	120	90	63
-出货量 (万吨)	3.9	3.75	2	3.6	4	3.00	2.10
-单吨利润 (万元/吨)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.30	0.30
正极 (巴莫)	18	9	0	0	0	0	0
-出货量 (万吨)	2.5	2.4	2	2.3	2.5	1.70	2.00
-单吨利润 (万元/吨)	0.2	0.1	0	0	0	0.00	0.00
铜产品 (百万)	69	69	126	240	200	220	160
钴产品 (百万, 含资产减值损失)	156	61	63	68	68	75	70
硫酸镍 (百万)	87	56	339	428	332	300	332
-出货量 (万金吨)	2	2	1.9	1.6	1.8	1.80	1.80
-单吨利润 (万元/吨)	0.44	0.28	1.79	2.68	1.84	1.67	1.84
金属镍 (百万)	93	65	396	616	921	589	1114
-出货量 (万金吨)	1.25	2	1.9	2.2	4.3	3.0	5.2
-单吨利润 (万美金/吨)	0.11	0.05	0.3	0.4	0.31	0.28	0.31
归属于母公司所有者的净利润 (亿元)	928	338	522	1,148	1,350	1134	1252

数据来源：Wind、公司公告，东吴证券研究所

11 三元前驱体：一体化布局加大资金压力，营运资本普遍下降

◆ 一体化布局资金需求大，行业厂商无息现金普遍为负，营运资本普遍下降。华友钴业25Q1无息现金缺口扩大至-309亿元，较年初-11.6%，营运资本22亿元，较年初+23.09%。中伟股份25Q1无息在手现金-106亿元，营运资本稳定在102亿元。格林美资金压力持续恶化，25Q1无息现金缺口177亿元，较年初+17.4%，营运资本-37亿元，较年初+19.2%。芳源股份无息在手现金-13.7亿元，较年初2.37%；营运资本几近枯竭，25Q1降至0。帕瓦股份维持正向现金流，25Q1在手现金2.1亿元，较年初+10.28%；营运资本7亿元，较年初-4.88%。

表：2024年及2025Q1三元前驱体板块现金及营运资本情况（亿元）

新能源汽车板块		无息在手现金				营运资本			
三元前驱体		24年Q4	2024年Q4 较年初增长	25Q1	25Q1 较年初增长	24年Q4	2024年Q4 较年初增长	25Q1	25Q1 较年初增长
603799.SH	华友钴业	-273.6	-13.08%	-309.4	-11.57%	18	563.28%	22	23.09%
300919.SZ	中伟股份	-70.2	-51.03%	-106.0	-33.79%	97	-28.22%	102	5.79%
002340.SZ	格林美	-146.6	-21.00%	-177.4	17.35%	-45	-291.19%	-37	19.20%
688148.SH	芳源股份	-14.0	2.32%	-13.7	2.37%	1	-87.18%	0	-82.82%
688184.SH	帕瓦股份	1.9	10.28%	2.1	10.28%	8	-21.22%	7	-4.88%
合计		-502.5	-72.51%	-604.4	70.61%	77	135.47%	95	-39.62%

12 导电剂：24Q4整体盈利环比提升明显，25Q1环比下滑

- ◆ **24Q4盈利环比提升明显，25Q1整体业绩环比下滑。** 2024年实现营业收入193亿元，同增6.51%，归母净利润4.3亿元，同增1542%。24Q4营收49亿元，同环比-1.3%/+2.7%，归母净利润1.6亿元，同环比+1.2%/+53%。2025Q1营收43亿元，同环比-9%/-12%，归母净利润0.7亿元，同环比-7.6%/-58%。2025Q1毛利率11.03%，环比-1.8pct，2025Q1归母净利率1.55%，同环比+0.02/-1.7pct。
- ◆ **25Q1经营性现金流同环比下滑，资本开支环比稳定。** 2024年经营活动净现金流8.3亿元，同减26%，2024Q4为2.6亿元，同增106%，但2025Q1回落至1.4亿元，同减70%，环减45%；2025Q1资本开支3.6亿元，同环比-34%/+4.4%。2025Q1营运资本49亿元，较年初减少5.3%。2024年存货37亿元，同增26%，2025Q1增至38亿元，同增2%，2025Q1无息在手现金-32亿元，同增6.6%，叠加预收账款同比降30%。

图表： 2024年及2025年Q1导电剂板块情况（亿元）

	2024年	2024年同比	2024Q4	Q4同比	Q4环比	2025Q1	Q1同比	Q1环比
营业收入（亿元）	193	6.51%	49	-1.28%	2.66%	43	-8.96%	-12.46%
归母净利润（亿元）	4.3	1542.01%	1.6	1.20%	52.90%	0.7	-7.57%	-57.86%
毛利率	12.34%	1.95pct	12.81%	-1.11pct	-0.39pct	11.03%	0.04pct	-1.78pct
归母净利率	2.24%	2.09pct	3.23%	0.08pct	1.06pct	1.55%	0.02pct	-1.67pct
经营活动净现金流（亿元）	8.3	-26.28%	2.6	105.88%	-36.42%	1.4	-69.97%	-45.28%
费用率	7.86%	-0.50pct	6.51%	-1.79pct	-2.89pct	8.10%	0.85pct	1.59pct
资本开支（亿元）	15.6	-9.86%	3.5	9.59%	76.90%	3.6	-34.05%	4.38%

	2024年底	较年初增长	2025Q1	25Q1较年初增长
应收账款（亿元）	37	-10.68%	34	-7.03%
预收账款（亿元）	1	41%	1	-30%
存货（亿元）	37	26.02%	38	2.01%
在建工程（亿元）	20	-6%	21	5%
无息在手现金（亿元）	-34	-30.66%	-32	6.58%
营运资本（亿元）	52	-19.05%	49	-5.29%

12 导电剂：龙头Q1单吨盈利恢复，单壁碳管放量在即

◆ 龙头25Q1单吨盈利恢复，25H2单壁放量贡献利润弹性。天奈科技25Q1出货量1.9-2万吨，同环比+28%/-26%，全年一二三代出货量预计10-11万吨，增长20%。单壁方面，年中硅碳负极需求开始释放，Q3单壁浆料有望达到单月1k吨，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，合计25年浆料销量12万吨，同比增40%。盈利方面，25Q1一代产品占比回落至42%，单吨扣非利润恢复至0.27万/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，预计单吨利润可达1万/吨。

图表：2024年及2025年Q1添加剂主要厂商营收情况（亿元）

新能源汽车板块		收入							归母净利润						
添加剂		24Y	24年同比	24Q4	Q4同比	25Q1	Q1同比	Q1环比	24Y	24年同比	24Q4	Q4同比	25Q1	Q1同比	Q1环比
688116.SH	天奈科技	14.48	3.13%	2.70	22.54%	2.24	11.10%	-17.23%	2.5	-15.80%	0.68	-50.17%	0.58	8.10%	-13.96%
300409.SZ	道氏技术	77.52	6.52%	13.62	-13.14%	14.78	-13.46%	8.50%	1.57	662.33%	0.10	2952.07%	0.44	206.86%	347.71%
002068.SZ	黑猫股份	101.32	7.20%	26.24	6.32%	21.01	-7.43%	-19.96%	0.25	110.35%	0.80	294.16%	-0.36	-1046.17%	-144.32%
合计		193.32	6.51%	42.56	-0.01%	38.03	-9.00%	-10.68%	4.3	1542.01%	1.6	1.20%	0.7	-7.57%	-57.86%

表：天奈科技季度盈利拆分

利润拆分	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
碳纳米管粉体（百万）	52	60	65	60	53
-出货量（吨）	15,000	21,000	23,000	26,000	19,500
-单吨利润（万/吨）	0.34	0.28	0.28	0.23	0.27
减值损失	2	1	-1	-4	
其他经营收益	2.14	1.97	2.30	6.43	7.00
归属于母公司所有者的净利润（亿元）	54	62	67	68	58
-同比	35%	23%	-6%	-50%	8%
-环比	-60%	15%	9%	1%	-14%
扣非归属于母公司所有者的净利润（亿元）	52	60	65	61	52

数据来源：Wind、公司公告，东吴证券研究所

12 导电剂：Q1龙头现金较年初减少，营运资本分化

◆ Q1末龙头在手现金较年初减少，营运资本分化。天奈科技25Q1在手现金-1.4亿元，较年初下降1022.04%；营运资本16亿元，较年初增4%。道氏技术25Q1在手现金-7.4亿元，较年初增52.55%；营运资本32元，较年初降2.81%。黑猫股份25Q1在手现金-23.3亿元，较年初降24.64%；营运资本1亿元，较年初下降71.77%。

表：2024年及2025年Q1添加剂板块现金及营运资本情况（亿元）

新能源汽车板块		无息在手现金				营运资本			
添加剂		24Q4	24Q4较年初增长	25Q1	25Q1较年初增长	24Q4	24Q4较年初增长	25Q1	25Q1较年初增长
688116.SH	天奈科技	-0.1	-105.28%	-1.4	-1022.04%	15	1.03%	16	4.00%
300409.SZ	道氏技术	-15.6	-4.81%	-7.4	52.55%	33	-27.59%	32	-2.81%
002068.SZ	黑猫股份	-18.7	-34.44%	-23.3	-24.64%	3	9.19%	1	-71.77%
合计		-34	-30.66%	-32	6.58%	52	-19.05%	49	-5.29%

13 铝箔：24Q4盈利承压，25Q1业绩同环比高增

- ◆ **24Q4盈利承压，25Q1业绩同环比高增。**2024年营业收入306亿元，同增25.24%，归母净利润1.1亿元，同降77.56%。24Q4营收76亿元，同环比+30%/+3%，归母净利润-0.8亿元，同环比-5186%/-666%。2025年Q1营收72亿元，同比增长23%，环比下降5%；归母净利润0.8亿元，同比增长506%，环比增长199%；毛利率9.13%，同环比+0.30pct/+1.32pct；归母净利率1.0%，同环比+0.8pct/+2pct。
- ◆ **25Q1经营性现金流承压，资本开支维持低位。**现金流持续承压，2025Q1经营活动净现金流-4.7亿元，同环比为+35.75%/-254.95%；资本开支1.6亿元，同环比-15%/+23%；应收账款55亿元，较年初增长52.59%，回款周期拉长加剧流动性风险；25Q1存货60亿元，较年初增7.65%，在建工程15亿元，较年初增2%。

表： 2024年及2025年Q1铝箔板块情况（亿元）

	2024年	2024年同比	2024Q4	Q4同比	Q4环比	2025Q1	Q1同比	Q1环比
营业收入（亿元）	306	25.24%	76	29.73%	3.23%	72	23.25%	-5.25%
归母净利润（亿元）	1.1	-77.56%	-0.8	-5186.12%	-665.72%	0.8	506.21%	198.91%
毛利率	8.10%	-1.97pct	7.81%	0.10pct	1.11pct	9.13%	0.30pct	1.32pct
归母净利率	0.36%	-1.63pct	-0.97%	-0.99pct	-1.14pct	0.99%	0.79pct	1.96pct
经营活动净现金流（亿元）	-2.2	-113.54%	-1.3	-134.10%	-254.84%	-4.7	35.75%	-254.95%
费用率	6.38%	-0.61pct	6.03%	-0.54pct	-0.41pct	6.79%	-0.51pct	0.76pct
资本开支（亿元）	9.2	-31.11%	1.3	-62.02%	-56.84%	1.6	-15.22%	22.63%

	2024年底	较年初增长	2025Q1	25Q1较年初增长
应收账款（亿元）	36	4.70%	55	52.59%
预收账款（亿元）	1	6%	1	-15%
存货（亿元）	56	14.36%	60	7.65%
在建工程（亿元）	14	-38%	15	2%
无息在手现金（亿元）	-8	-71.02%	-7	10.96%
营运资本（亿元）	15	-30.41%	18	14.98%

13 铝箔：龙头盈利能力远超二线，包装箔扭亏盈利大幅改善

◆ 鼎胜新材Q4包装箔扭亏盈利大幅改善，25年各产品盈利趋稳。25Q1电池箔出货4万吨+，环减10%左右，25全年出货18-20万吨，同增30%左右；24Q4单吨扣非利润0.12-0.13万元，25Q1环比持平。包装箔24Q4出货近8万吨，25Q1出货预计环比略降，全年出货量预期同比持平；24Q4包装箔扭亏，25Q1单吨盈利100元+，全年单吨盈利预计维持100-200元。

图表： 2024年及2025年Q1铝箔板块主要厂商营收情况（亿元）

新能源汽车板块		收入							归母净利润						
铝箔		24Y	24年同比	24Q4	Q4同比	25Q1	Q1同比	Q1环比	24Y	24年同比	24Q4	Q4同比	25Q1	Q1同比	Q1环比
300057.SZ	万顺新材	65.79	22.52%	17.32	21.05%	13.66	12.43%	-21.14%	-1.92	-285.36%	-1.56	-139.56%	-0.07	62.02%	95.74%
603876.SH	鼎胜新材	240.22	26.01%	58.62	32.54%	58.29	26.10%	-0.55%	3.01	-43.70%	0.77	14.77%	0.85	179.93%	11.39%
合计		306	25.24%	76	29.73%	72	23.25%	-5.25%	1.1	-77.56%	-0.8	-5186.12%	0.8	506.21%	198.91%

表： 鼎胜季度盈利拆分（万吨）

利润拆分	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
电池箔（百万）	56	66	51	56	53
-出货量（万吨）	2.8	3.3	3.9	4.5	4.1
-单吨利润（万/吨）	0.20	0.20	0.13	0.13	0.13
双零箔（百万）	-15	30	-8	4	4
-出货量（万吨）	3.0	4.0	4.0	4.0	3.5
-单吨利润（万/吨）	-0.05	0.08	-0.02	0.01	0.01
单零箔（百万）	-15	30	-8	4	4
-出货量（万吨）	3.0	4.0	4.0	4.0	3.5
-单吨利润（万/吨）	-0.05	0.08	-0.02	0.01	0.01
空调箔+板带（百万）	8	20	-8	9	12
-出货量（万吨）	8.0	10.0	8.0	10.0	10.0
-单吨利润（万/吨）	0.01	0.02	-0.01	0.01	0.01
经营性利润合计（百万）	34	146	27	72	74
归属于母公司所有者的净利润（亿元）	30	153	41	77	85
扣非归属于母公司所有者的净利润（亿元）	27	148	26	70	75

13 铝箔：Q1龙头在手现金、营运资本情况显著改善

- ◆ 25Q1龙头在手现金、营运资本情况显著改善。万顺新材25Q1在手现金-14.8亿元，较年初降17.71%；营运资本13亿元，较年初降0.88%。鼎胜新材25Q1在手现金7.7亿元，较年初增66.93%；营运资本5亿元，较年初增长100.48%。

表：2024年及2025年Q1铝箔板块现金及营运资本情况（亿元）

新能源汽车板块		无息在手现金				营运资本			
铝箔		24Q4	24Q4较年初增长	25Q1	25Q1较年初增长	24Q4	24Q4较年初增长	25Q1	25Q1较年初增长
300057.SZ	万顺新材	-12.5	-1004.73%	-14.8	-17.71%	13	-22.28%	13	-0.88%
603876.SH	鼎胜新材	4.6	231.96%	7.7	66.93%	2	-55.50%	5	100.48%
合计		-8	-71.02%	-7	10.96%	15	-30.41%	18	14.98%

14 铜箔：24Q4盈利承压，25Q1亏损大幅收窄

- ◆ **24Q4盈利承压，25Q1亏损同环比大幅收窄。**2024年实现营收213亿元，同比增长27.27%；归母净利润-8.3亿元，同比降低812.47%。2025年Q1实现营收60亿元，同比增长57.36%，环比下滑7.53%；归母净利润-0.1亿元，同比增长94.69%，环比增长96.11%。25年Q1毛利率5.45%，同比增长4.04pct，环比增长3.23pct；归母净利率-0.2%，同比增长5.55pct，环比增长4.42pct。
- ◆ **25Q1经营性现金流承压，资本开支放缓。**2025Q1经营活动净现金流-11亿元，同环比-78%/-321%；资本开支3.8亿元，同环比-41%/-12%；25Q1存货36亿元，较年初增3.8%，在建工程25亿元，较年初持平。

表：2024年及2025年Q1铜箔板块情况（亿元）

	2024年	2024年同比	2024Q4	Q4同比	Q4环比	2025Q1	Q1同比	Q1环比
营业收入（亿元）	213	27.27%	65	50.94%	14.69%	60	57.36%	-7.53%
归母净利润（亿元）	-8.3	-812.47%	-3.0	-1589.67%	-94.19%	-0.1	94.69%	96.11%
毛利率	2.73%	-3.62pct	2.22p%	-2.75pct	-1.43pct	5.45%	4.04pct	3.23pct
归母净利率	-3.90%	-4.60pct	-4.61%	-5.08pct	-1.89pct	-0.19%	5.55pct	4.42pct
经营活动净现金流（亿元）	-9.6	-6.40%	5.2	720.38%	28.38%	-11.4	-77.70%	-321.26%
费用率	6.46%	0.15pct	6.03%	0.17pct	-0.52pct	6.07%	-1.64pct	0.05pct
资本开支（亿元）	19.7	-38.45%	4.3	-35.28%	34.87%	3.8	-41.29%	-12.23%

	2024年底	较年初增长	2025Q1	25Q1较年初增长
应收账款（亿元）	38	30.98%	60	59.35%
预收账款（亿元）	0	-46%	0	28%
存货（亿元）	35	15.66%	36	3.78%
在建工程（亿元）	25	-46%	25	0%
无息在手现金（亿元）	-12	-193.25%	-21	-76.88%
营运资本（亿元）	74	-27.73%	82	10.47%

14 铜箔：25Q1业绩普遍高增，部分厂商实现盈利

◆ 25Q1铜箔厂商业绩普遍高增，部分厂商实现盈利。嘉元科技25Q1营收19.81亿元，同增113%，环减9.25%；归母净利润0.24亿元，同增151.17%，环增125.79%。诺德股份25Q1营收14.09亿元，同增34.29%，环减10.11%；归母净利润-0.38亿元，同增60.09%，环增71.93%。中一科技、铜冠铜箔Q1相比Q4均亏损。

图表： 2024年及2025年Q1铜箔行业主流厂商营收及利润情况（亿元）

新能源汽车板块		收入							归母净利润						
铜箔		24Y	24年同比	24Q4	Q4同比	25Q1	Q1同比	Q1环比	24Y	24年同比	24Q4	Q4同比	25Q1	Q1同比	Q1环比
688388.SH	嘉元科技	65.22	31.27%	21.83	72.86%	19.81	113.00%	-9.25%	-2.39	-1354.99%	-0.95	-671.70%	0.24	151.17%	125.79%
600110.SH	诺德股份	52.77	15.44%	15.68	41.32%	14.09	34.29%	-10.11%	-3.52	-1387.59%	-1.34	-1821.52%	-0.38	60.09%	71.93%
301150.SZ	中一科技	47.86	40.13%	12.73	35.04%	12.49	29.73%	-1.92%	-0.84	-258.56%	-0.16	-155.94%	-0.03	93.58%	79.49%
301217.SZ	铜冠铜箔	47.19	24.69%	15.01	48.92%	13.95	56.29%	-7.06%	-1.56	-1008.97%	-0.56	-592.95%	0.05	117.16%	108.49%
合计		213	27.27%	65	50.94%	60	57.36%	-7.53%	-8.3	-812.47%	-3.0	-1589.67%	-0.1	94.69%	96.11%

14 铜箔：在手现金持续下滑，后续扩产能力较弱

- ◆ 25Q1铜箔厂商在手现金较年初普遍下滑，扩产能力较弱。嘉元科技25Q1在手现金-21.1亿元，较年初降8.29%；营运资本39亿元，较年初增17.95%。诺德股份25Q1在手现金-14.2亿元，较年初增5.67%；营运资本-8亿元，较年初降33.47%。中一科技25Q1在手现金16.1亿元，较年初降16.54%；营运资本22元，较年初增1.15%。铜冠铜箔25Q1在手现金-1.6亿元，较年初降145.52%；营运资本28亿元，较年初增14.35%。

表：2024年及2025年Q1铜箔板块现金及营运资本情况（亿元）

新能源汽车板块		在手现金类资产-长短期借款				营运资本			
铜箔		24Q4	24Q4较年初增长	25Q1	25Q1较年初增长	24Q4	24Q4较年初增长	25Q1	25Q1较年初增长
688388.SH	嘉元科技	-19.5	-1166.66%	-21.1	-8.29%	33	16.74%	39	17.95%
600110.SH	诺德股份	-15.0	17.85%	-14.2	5.67%	-6	-128.77%	-8	-33.47%
301150.SZ	中一科技	19.3	-2.37%	16.1	-16.54%	22	-8.51%	22	1.15%
301217.SZ	铜冠铜箔	3.5	-72.49%	-1.6	-145.52%	25	-15.11%	28	14.35%
合计		-12	-193.25%	-21	-76.88%	74	-27.73%	82	10.47%

15 核心零部件：龙头营收增长稳健，期间费用相对稳健

- ◆ **龙头24年营收增长稳健，期间费用相对稳健。**核心零部件公司24全年实现营收1642亿元，同比增长14%；归母净利润135亿元，同比降低1.53%；24Q4营收454亿元，同环比+17%/+10%，归母净利润27亿元，同环比-6%/-19%；25Q1营收418亿元，同环比+19%/-8%，归母净利润37亿元，同环比+31%/+36%。24全年毛利率22.52%，同降2.16pct，归母净利率7.73%，同降1.24pct；24Q4毛利率20%，同环比-4.1pct/-2.49pct。归母净利率6.03%，同环比-1.47pct/-2.13pct；25Q1毛利率23%，同环比-1.15pct/+2.72pct。归母净利率8.92%，同环比+0.8pct/+2.89pct。

表：2024&2025Q1核心零部件板块情况（亿元）

	2024	2024同比	2024Q4	2024Q4同比	2024Q4环比	2025Q1	2025Q1同比	2025Q1环比
营业收入（亿元）	1642	13.63%	454	17%	10.13%	418	19%	-7.91%
归母净利润（亿元）	135	-1.53%	27	-5.74%	-18.62%	37	31.03%	36.32%
毛利率	22.52%	-2.16pct	20%	-4.10pct	-2.49pct	23%	-1.15pct	2.72pct
归母净利率	7.73%	-1.24pct	6.03%	-1.47pct	-2.13pct	8.92%	0.80pct	2.89pct
费用率	13.16%	-0.57pct	5%	0.97pct	-0.02pct	5%	-0.39pct	0.34pct
经营活动净现金流（亿元）	212.4	22.16%	97	33%	84%	16	2049%	-84%
资本开支（亿元）	116	-3.23%	35	2.35%	25.98%	30	5.08%	-13.54%

	2023末	2024末	2025Q1末	2025Q1较年初增长
应收账款（亿元）	325	382	435	14%
预收款项（亿元）	16	16	17	6.59%
存货（亿元）	274	309	311	0.77%
在建工程（亿元）	81	74	82	11%
无息在手现金（亿元）	113	26	24	-8.96%
营运资本（亿元）	456	443	485	9.51%

15 核心零部件：龙头业绩表现强劲，横向拓展人形机器人赛道

◆ 龙头盈利能力持续提高，拓展人形机器人赛道。汇川技术2024营收370亿元，同增21.8%，24Q4营收116亿元，同环比+13.1%/+26.4%，25Q1营收90亿元，同环比+38.3%/-22.9%；三花智控2024营收279亿元，同增13.8%，24Q4营收74亿元，同环比+32.3%/+7.2%，25Q1营收77亿元，同环比+19.1%/+3.9%；宏发股份2024营收141亿元，同增9.1%，24Q4营收32亿元，同环比+7.8%/-11.1%，25Q1营收40亿元，同环比+15.3%/+23.2%。

表： 2024及2025Q1核心零部件板块情况（亿元）

新能源汽车板块		收入								归母净利润							
核心零部件		2024	同比	2024Q4	24Q4同比	24Q4环比	2025Q1	25Q1同比	25Q1环比	2024	同比	2024Q4	24Q4同比	24Q4环比	2025Q1	25Q1同比	25Q1环比
300124.SZ	汇川技术	370.41	21.8%	116.44	13.1%	26.4%	89.78	38.3%	-22.9%	42.85	-9.6%	9.31	-34.9%	-26.5%	13.43	63.1%	44.2%
002050.SZ	三花智控	279.47	13.8%	73.84	32.3%	7.2%	76.69	19.1%	3.9%	30.99	6.1%	7.92	7.7%	-0.7%	9.23	42.9%	16.6%
600885.SH	宏发股份	141.02	9.1%	32.33	7.8%	-11.1%	39.83	15.3%	23.2%	16.31	17.1%	4.87	2.8%	-14.5%	5.45	15.5%	11.9%
603305.SH	旭升集团	44.09	-8.8%	11.35	-9.9%	0.8%	10.46	-8.1%	-7.8%	4.16	-41.7%	0.91	-39.1%	62.1%	0.96	-39.0%	5.6%
603960.SH	克来机电	5.86	-14.9%	2.07	-24.7%	49.3%	0.81	-17.3%	-61.1%	0.55	-40.5%	0.21	-57.3%	135.3%	0.09	-17.6%	-56.8%
002126.SZ	银轮股份	127.02	15.3%	34.97	15.6%	14.5%	34.16	15.1%	-2.3%	7.84	28.0%	2.12	10.8%	-11.3%	2.38	12.9%	12.5%
600577.SH	精达股份	223.23	24.7%	62.36	31.0%	9.2%	55.27	22.0%	-11.4%	5.62	31.7%	1.50	26.3%	14.7%	1.31	16.2%	-12.8%
002249.SZ	大洋电机	121.13	7.3%	32.70	17.1%	7.3%	31.62	16.2%	-3.3%	8.88	40.8%	2.15	86.1%	-7.2%	2.94	36.7%	36.7%
300484.SZ	蓝海华腾	3.52	7.9%	1.15	12.4%	30.0%	1.31	87.0%	13.9%	0.28	15.0%	0.05	165.9%	12.6%	0.28	291.7%	409.9%
002664.SZ	信质电机	59.18	28.2%	14.42	8.1%	-10.4%	12.56	-2.9%	-12.9%	0.21	-91.3%	(0.66)	-190.6%	-631.5%	0.05	-88.8%	108.0%
300681.SZ	英搏尔	24.30	23.8%	8.23	17.1%	40.9%	5.46	15.2%	-33.6%	0.71	-13.8%	0.20	-49.4%	21.0%	0.11	26.3%	-46.2%
300224.SZ	正海磁材	55.39	-5.7%	17.29	38.7%	36.1%	14.59	24.4%	-15.6%	0.92	-79.4%	(0.99)	-225.9%	-355.7%	0.70	-12.6%	170.4%
002196.SZ	方正电机	24.74	-0.9%	6.52	-25.0%	-0.8%	5.31	9.2%	-18.5%	(0.28)	-128.3%	(0.28)	-323.4%	-3014.0%	(0.15)	-79.6%	46.8%
600580.SH	卧龙电驱	162.47	4.4%	40.53	15.8%	-3.9%	40.39	7.9%	-0.3%	7.93	49.6%	1.55	137.6%	-42.5%	2.77	26.0%	79.3%
合计		1642	14%	454	17%	10.13%	418	19%	-7.91%	135	-2%	27	-6%	-18.62%	37	31%	36.32%

15 核心零部件：龙头财务状况稳健，二线或面临现金流压力

◆ 24年经营性现金流同比上升22%，资本开支同比下降3%。汇川技术2024经营性现金流72亿元，同增113.7%，24Q4经营性现金流33亿元，同环比+74%/-64.8%，25Q1经营性现金流2.6亿元；三花智控2024经营性现金流44亿元，同增17.3%，24Q4经营性现金流24亿元，同环比+74.5%/+185.3%，25Q1经营性现金流4.68亿元，同环比+333.7%/-80.3%；宏发股份2024经营性现金流22亿元，同降16%，24Q4经营性现金流10亿元，同环比-1.1%/+358.2%，25Q1经营性现金流-5亿元，同环比-107.2%/-148.8%。

表：2024及2025Q1核心零部件板块情况（亿元）

新能源汽车板块		经营性现金流净额								资本开支							
核心零部件		2024	同比	2024Q4	24Q4同比	24Q4环比	2025Q1	25Q1同比	25Q1环比	2024	同比	2024Q4	24Q4同比	24Q4环比	2025Q1	25Q1同比	25Q1环比
603305.SH	旭升集团	12.16	24.3%	3.79	26.8%	320.8%	2.98	-26.5%	-21.3%	5.67	-57.0%	1.53	-68.5%	46.2%	2.32	-9.1%	51.4%
600885.SH	宏发股份	22.35	-16.0%	10.29	-1.1%	358.2%	(5.02)	-107.2%	-148.8%	11.58	11.9%	3.12	21.9%	-6.6%	2.70	14.7%	-13.5%
002050.SZ	三花智控	43.67	17.3%	23.73	74.5%	185.3%	4.68	333.7%	-80.3%	32.90	19.8%	9.45	97.3%	26.2%	7.52	-15.4%	-20.4%
603960.SH	克来机电	1.40	-20.6%	0.70	97.7%	336.5%	0.03	-95.2%	-95.6%	0.26	20.5%	0.13	35.4%	132.3%	0.06	-11.2%	-56.5%
002126.SZ	银轮股份	12.05	30.8%	3.21	-30.8%	-39.5%	(1.35)	78.8%	-142.1%	8.24	-18.7%	1.68	-58.9%	-11.7%	1.89	-30.7%	12.7%
600577.SH	精达股份	(5.89)	-234.2%	1.03	1381.6%	-74.1%	3.99	178.4%	288.5%	1.58	-52.2%	0.29	-72.6%	-57.6%	0.48	19.2%	66.5%
002249.SZ	大洋电机	24.73	27.5%	11.19	93.1%	645.4%	2.34	24.8%	-79.1%	4.38	-8.2%	2.29	9.1%	399.6%	0.69	-21.9%	-69.9%
300124.SZ	汇川技术	72.00	113.7%	33.44	74.0%	64.8%	2.63	865.3%	-92.1%	21.12	40.0%	9.09	112.5%	63.5%	6.68	137.6%	-26.5%
300484.SZ	蓝海华腾	(0.02)	-105.0%	0.04	154.5%	-40.0%	(0.19)	-17.8%	-555.0%	0.03	-67.1%	0.01	-81.0%	205.2%	0.00	-95.9%	-96.6%
002664.SZ	信质电机	5.19	45.3%	1.85	-28.1%	116.6%	0.87	-14.1%	-53.1%	7.92	5.9%	0.80	-47.6%	-70.2%	2.15	-10.1%	170.1%
300681.SZ	英搏尔	3.00	15.2%	(4.02)	-132.8%	-389.3%	4.03	-15.1%	200.3%	4.77	-32.3%	1.19	-26.6%	20.9%	1.70	13.8%	43.2%
300224.SZ	正海磁材	3.28	-54.1%	3.05	-60.9%	51.3%	(2.36)	-72.0%	-177.5%	2.10	-46.9%	0.35	-75.8%	-48.3%	0.20	-49.0%	-41.2%
002196.SZ	方正电机	3.14	88.1%	1.28	3060.2%	86.7%	0.16	-87.6%	-87.7%	2.91	-11.0%	1.35	212.2%	85.3%	0.73	71.0%	-46.3%
600580.SH	卧龙电驱	15.38	-5.9%	7.08	-2.9%	49.1%	3.04	987.8%	-57.1%	12.04	-7.3%	3.65	-30.3%	71.3%	3.09	-7.6%	-15.5%
合计		212	22%	97	33%	84.30%	16	2049%	-83.64%	116	-3%	35	2%	25.98%	30	5%	-13.54%

15 核心零部件：在建工程略有增长，运营资本同比提升

◆ 核心零部件25年Q1年在建工程较年初上升11%，无息在手现金下降9%，营运资本上升10%。汇川技术2025Q1在建工程11.07亿元，较年初上升20.4%，无息在手现金16.72亿元，较年初下降15.9%，营运资本84.13亿元，较年初上升18.9%；宏发股份2025Q1在建工程5.22亿元，较年初上升45.3%，无息在手现金1.41亿元，较年初下降51.1%，营运资本81.02亿元，较年初下降0.6%；三花智控2025Q1在建工程23.45亿元，较年初上升8%，无息在手现金13.14亿元，较年初下降20.3%，营运资本89.34亿元，较年初上升3.1%。

表： 2024及2024Q4及2025Q1核心零部件板块情况（亿元）

新能源汽车板块		在建工程				无息在手现金				营运资本			
核心零部件		2023末	2024末	2025Q1末	2025Q1较年初增长	2023末	2024末	2025Q1末	2025Q1较年初增长	2023末	2024末	2025Q1末	2025Q1较年初增长
300124.SZ	汇川技术	19.68	9.19	11.07	20.4%	60.09	19.88	16.72	-15.9%	116.04	70.77	84.13	18.9%
600885.SH	宏发股份	3.45	3.59	5.22	45.3%	9.40	2.88	1.41	-51.1%	66.44	81.48	81.02	-0.6%
002050.SZ	三花智控	20.36	21.72	23.45	8.0%	43.42	16.49	13.14	-20.3%	82.53	86.68	89.34	3.1%
603960.SH	克来机电	0.15	0.09	0.13	42.1%	3.25	3.88	3.80	-2.2%	6.22	6.29	6.45	2.5%
002126.SZ	银轮股份	6.06	7.89	8.69	10.1%	(9.09)	(0.77)	(4.96)	545.0%	11.87	15.84	18.51	16.9%
600577.SH	精达股份	0.68	0.13	0.45	243.0%	(11.82)	(29.92)	(26.74)	-10.6%	33.45	37.48	39.03	4.1%
002249.SZ	大洋电机	1.09	0.82	1.09	33.2%	29.97	34.46	36.20	5.1%	35.37	37.98	52.48	38.2%
603305.SH	旭升集团	6.24	5.14	5.64	9.6%	9.91	(3.76)	(4.28)	13.8%	17.51	31.86	30.71	-3.6%
002664.SZ	信质电机	7.17	5.10	5.78	13.4%	(13.90)	(11.54)	(10.16)	-12.0%	9.00	2.90	5.32	83.5%
300681.SZ	英搏尔	4.92	7.18	8.40	17.0%	(0.39)	(3.32)	(1.22)	-63.3%	8.41	12.87	11.06	-14.0%
300224.SZ	正海磁材	2.40	2.40	2.08	-13.6%	13.37	12.70	10.89	-14.2%	28.33	27.74	27.53	-0.7%
002196.SZ	方正电机	1.93	5.47	5.45	-0.3%	(3.31)	(4.67)	(4.78)	2.3%	0.50	(0.34)	(0.80)	136.3%
600580.SH	卧龙电驱	7.23	5.17	4.24	-17.9%	(20.17)	(12.60)	(8.59)	-31.8%	35.28	26.18	34.79	32.9%
合计		81	74	82	11%	113	26	24	-9%	456	443	485	10%

16 整车：24盈利水平稳健，预计25年盈利进一步提升

- ◆ **24全年盈利水平稳健，24Q4及25Q1盈利增速进一步提升。**2024实现营收21413亿元，同比增长10.27%；归母净利润663亿元，同比增长3.36%。24Q4营收6912亿元，同环比+19%/+29.88%；归母净利润155亿元，同环比+16.95%/-3.49%。25Q1营收4509亿元，同环比+7%/-34.76%；归母净利润152亿元，同环比+16.05%/-2.25%。
- ◆ **24年毛利有所提升，24Q4及25Q1净利率得到一定修复。**2024毛利率15.47%，同比上升0.86pct；归母净利率3.01%，同比下降0.14pct。2024Q4毛利率15%，同环比-0.66pct/-1.86pct；归母净利率2.24%，同环比-0.04pct/-0.78pct。2025Q1毛利率15%，同环比-0.86pct/-0.21pct；归母净利率3.36%，同环比+0.25pct/+1.12pct。

表：2024及2024Q4及2025Q1整车板块情况（亿元）

	2024	2024同比	2024Q4	2024Q4同比	2024Q4环比	2025Q1	2025Q1同比	2025Q1环比
营业收入（亿元）	21413	10.27%	6912	19%	29.88%	4509	7%	-34.76%
归母净利润（亿元）	663	3.36%	155	16.95%	-3.49%	152	16.05%	-2.25%
毛利率	15.47%	0.86pct	15%	-0.66pct	-1.86pct	15%	-0.86pct	-0.21pct
归母净利率	3.01%	-0.14pct	2.24%	-0.04pct	-0.78pct	3.36%	0.25pct	1.12pct
费用率	11.98%	0.33pct	5%	0.39pct	0.50pct	5%	0.48pct	0.26pct
经营活动净现金流（亿元）	2773	1.40%	1572	24%	154%	-193	-746%	-112%
资本开支（亿元）	1590	-12.35%	572	29.01%	78.16%	486	26.27%	-15.00%

	2023末	2024末	2025Q1末	2025Q1较年初增长
应收账款（亿元）	1488	1699	1670	-2%
预收款项（亿元）	862	993	1025	3.24%
存货（亿元）	2626	2674	3165	18.37%

16 整车：24盈利水平整体微增，比亚迪、赛力斯、宇通客车表现亮眼

◆ 比亚迪24年业绩超预期，赛力斯、宇通客车利润高增长。比亚迪24全年营收7771亿元，同比增长29%，24Q4营收2749亿元，同比增长52.7%，25Q1营收1704亿元，同比增长36.3%，24全年归母净利润416亿元，同比增加32.7%，24Q4归母净利润150亿元，同比增长73.1%，25Q1归母净利润92亿元，同比增长100.4%；长城汽车24全年营收2022亿元，同比增长16.7%，24Q4营收599亿元，同比增长11.6%，25Q1营收400亿元，同比下降6.6%，24全年归母净利润127亿元，同比增加80.7%，24Q4归母净利润23亿元，同比增长11.7%，25Q1归母净利润17.5亿元，同比下降45.7%。长安汽车24全年营收1597亿元，同比增长5.6%，24Q4营收488亿元，同比增长13.2%，25Q1营收342亿元，同比下降7.7%，24全年归母净利润61亿元，同比下降35.8%，24Q4归母净利润37亿元，同比增长158.9%，25Q1归母净利润14亿元，同比增长16.8%。

表：2024及2025Q1整车板块情况（亿元）

新能源汽车板块		收入								归母净利润							
整车		2024	同比	2024Q4	24Q4同比	24Q4环比	2025Q1	25Q1同比	25Q1环比	2024	同比	2024Q4	24Q4同比	24Q4环比	2025Q1	25Q1同比	25Q1环比
002594.SZ	比亚迪	7771.02	29.0%	2748.51	52.7%	36.7%	1703.60	36.3%	-38.0%	415.88	32.7%	150.16	73.1%	29.4%	91.55	100.4%	-39.0%
601633.SH	长城汽车	2021.95	16.7%	599.41	11.6%	17.9%	400.19	-6.6%	-33.2%	126.92	80.7%	22.64	11.7%	-32.4%	17.51	-45.7%	-22.7%
000625.SZ	长安汽车	1597.33	5.6%	487.73	13.2%	42.5%	341.61	-7.7%	-30.0%	61.04	-35.8%	37.42	158.9%	400.1%	13.53	16.8%	-63.8%
601238.SH	广汽集团	1067.98	-17.1%	327.58	5.3%	16.0%	196.50	-7.9%	-40.0%	(4.94)	-113.2%	7.04	958.9%	150.4%	(7.32)	-160.0%	-204.0%
600104.SH	上汽集团	6140.74	-15.4%	1944.28	-10.9%	36.4%	1376.80	-0.9%	-29.2%	58.33	-70.9%	(52.41)	-294.2%	-1973.9%	30.23	11.4%	157.7%
601127.SH	赛力斯	1451.76	305.0%	385.49	101.2%	-7.3%	191.47	-27.9%	-50.3%	47.40	214.0%	19.08	1325.9%	-20.9%	7.48	240.6%	-60.8%
600066.SH	宇通客车	372.18	37.6%	131.43	62.4%	69.8%	64.18	-3.0%	-51.2%	41.54	125.8%	16.84	119.7%	122.2%	7.55	14.9%	-55.2%
600733.SH	北汽蓝谷	145.12	1.3%	46.94	-6.3%	-22.8%	37.73	150.8%	-19.6%	(68.73)	-28.1%	(24.57)	-14.3%	-27.9%	(9.53)	6.2%	61.2%
000868.SZ	安凯客车	27.35	27.4%	10.41	41.5%	90.5%	6.58	14.8%	-36.8%	0.11	106.3%	0.14	112.1%	209.0%	0.04	-9.9%	-68.2%
600006.SH	东风汽车	109.37	-9.4%	29.59	1.9%	35.7%	26.28	-20.0%	-11.2%	0.33	-83.5%	1.44	-11.6%	179.9%	1.51	7.9%	5.2%
000957.SZ	中通客车	57.34	35.1%	15.00	3.0%	1.5%	16.93	32.1%	12.9%	2.49	258.1%	0.54	1437.5%	-35.8%	0.77	80.5%	41.2%
600418.SH	江淮汽车	421.16	-6.3%	99.10	-10.1%	-9.2%	98.01	-13.0%	-1.1%	(19.94)	-2679.2%	(24.09)	-7330.6%	-842.9%	(2.23)	-311.4%	90.7%
600686.SH	金龙汽车	229.66	18.4%	85.66	61.1%	84.7%	49.22	23.7%	-42.5%	2.73	89.5%	0.81	342.2%	713.8%	0.47	164.8%	-42.5%
合计		21413	10%	6911931	19%	29.88%	4509	7%	-34.76%	663	3%	155	17%	-3.49%	152	16%	-2.25%

16 整车：经营性现金流持续承压，资本开支同比增长

◆ 整车25Q1现金流承压，资本开支同比增长。比亚迪24年经营性现金流净额1334.54亿元，同减21%，资本开支973.6亿元，同降20%，24年Q4经营性现金流净额771.8亿元，同增7.4%，25年Q1经营性现金流净额85.8亿元，同环比-16%/-89%。24年长城汽车、广汽集团、宇通客车、中通客车现金流增长，北汽蓝谷、安凯客车、东风汽车现金流为负；大部分车企资本开支同比下降。

表：2024及2025Q1整车板块情况（亿元）

新能源汽车板块		经营性现金流净额								资本开支							
整车		2024	同比	2024Q4	24Q4同比	24Q4环比	2025Q1	25Q1同比	25Q1环比	2024	同比	2024Q4	24Q4同比	24Q4环比	2025Q1	25Q1同比	25Q1环比
002594.SZ	比亚迪	1334.54	-21.4%	771.81	7.4%	83.3%	85.81	-16.1%	-88.9%	973.60	-20.3%	278.42	31.8%	24.9%	372.76	42.9%	33.9%
601633.SH	长城汽车	277.83	56.5%	135.84	-30.8%	183.5%	(89.80)	-243.1%	-166.1%	117.37	-29.8%	50.37	-30.0%	424.4%	22.51	-5.1%	-55.3%
601238.SH	广汽集团	109.19	62.3%	99.36	267.2%	701.6%	(112.10)	-82.6%	-212.8%	108.59	-6.2%	37.15	-0.9%	57.3%	25.04	-15.2%	-32.6%
600104.SH	上汽集团	692.68	63.6%	505.77	138.2%	585.9%	40.00	188.0%	-92.1%	208.02	7.2%	117.08	71.3%	310.4%	30.71	-21.0%	-73.8%
000625.SZ	长安汽车	48.49	-75.6%	4.56	-80.9%	-52.4%	(35.01)	-166.7%	-867.8%	48.68	72.4%	28.50	149.0%	247.9%	9.61	63.4%	-66.3%
601127.SH	赛力斯	225.15	251.9%	25.03	-65.5%	-31.4%	(76.30)	-742.9%	-404.8%	71.44	106.2%	27.86	145.3%	61.6%	11.88	-36.8%	-57.3%
600066.SH	宇通客车	72.11	52.9%	26.75	681.1%	422.6%	14.17	-57.2%	-47.0%	6.96	22.7%	3.40	151.9%	129.7%	1.74	68.9%	-48.9%
600733.SH	北汽蓝谷	(15.72)	-238.0%	(5.97)	-135.9%	-155.1%	(2.37)	76.1%	60.3%	25.56	13.8%	15.74	34.7%	1693.0%	5.56	137.4%	-64.7%
000868.SZ	安凯客车	0.03	-99.4%	2.11	37.2%	1348.6%	(0.46)	71.1%	-121.7%	0.16	-44.1%	0.04	-70.6%	-3.0%	0.03	-13.3%	-17.9%
600006.SH	东风汽车	(25.55)	-862.1%	(2.41)	-263.1%	-155.4%	(7.97)	53.8%	-230.5%	6.16	203.0%	1.08	-303.2%	-25.1%	1.61	-8.2%	49.7%
000957.SZ	中通客车	14.31	228.0%	3.91	7.2%	120.7%	0.00	-99.9%	-99.9%	0.00	-86.0%	0.00	\	\	0.04	2605.4%	14474.2%
600418.SH	江淮汽车	27.11	-20.2%	5.75	275.7%	-72.3%	(12.94)	-5.6%	-325.1%	20.74	0.7%	11.08	-39.1%	58.4%	3.57	131.8%	-67.8%
600686.SH	金龙汽车	12.51	-47.2%	(0.51)	-116.1%	-102.8%	4.02	920.6%	890.0%	2.87	28.5%	1.46	84.7%	525.3%	1.30	71.9%	-10.6%
合计		2773	1%	1572	24%	153.52%	(193)	-746%	-112.27%	1590	-12%	572	29%	78.16%	486	26%	-15.00%

16 整车：板块在建工程有所提升，宇通客车现金和资本大幅增长

◆ 在建工程有所提升，在手现金、运营资本分化，整体保持稳定。比亚迪在手现金有所下降，24年末在建工程200亿元，无息现金1229亿元，运营资本-1254亿元；25Q1末在建工程257亿元，较年初增长28%，无息在手现金1339亿元，较年初增长9%，运营资本-958亿元，较年初下降24%。上汽集团25年Q1末在建工程和无息现金较年初分别下降2.6%和12.6%，运营资本较年初增长0.8%；宇通客车25年Q1末无息在手现金较年初增长18%，25年Q1末在建工程2.6亿元，较年初增长大幅增长，运营资本77亿元，较年初增长17%。

表：2024及2025Q1整车板块情况（亿元）

新能源汽车板块		在建工程				无息在手现金				营运资本			
整车		2023末	2024末	2025Q1末	2025Q1较年初增长	2023末	2024末	2025Q1末	2025Q1较年初增长	2023末	2024末	2025Q1末	2025Q1较年初增长
002594.SZ	比亚迪	347.26	199.54	256.69	28.6%	883.59	1228.89	1339.07	9.0%	(1515.45)	(1254.13)	(958.03)	-23.6%
600104.SH	上汽集团	138.28	114.09	111.15	-2.6%	825.24	1657.67	1448.12	-12.6%	721.68	902.13	909.64	0.8%
600066.SH	宇通客车	1.90	1.86	2.60	40.1%	65.34	95.27	112.50	18.1%	59.30	65.42	76.66	17.2%
601633.SH	长城汽车	64.77	39.60	44.21	11.6%	200.00	281.02	178.28	-36.6%	77.49	112.06	121.27	8.2%
601238.SH	广汽集团	26.21	27.66	25.01	-9.6%	311.10	260.91	167.54	-35.8%	239.84	215.70	189.26	-12.3%
000625.SZ	长安汽车	19.14	15.96	15.01	-6.0%	639.37	632.61	592.49	-6.3%	276.95	230.11	243.80	5.9%
601127.SH	赛力斯	1.95	2.13	9.78	359.4%	121.34	493.17	370.98	-24.8%	(114.59)	(102.67)	(115.17)	12.2%
600733.SH	北汽蓝谷	14.75	1.34	3.03	126.3%	(13.67)	41.75	36.79	-11.9%	(39.39)	7.21	(21.50)	-398.2%
000868.SZ	安凯客车	0.01	0.00	0.01	1703.3%	7.79	9.75	9.87	1.2%	(1.80)	(0.95)	(0.84)	-12.0%
600006.SH	东风汽车	3.35	8.56	9.67	13.0%	67.17	42.01	32.22	-23.3%	48.82	44.69	44.26	-1.0%
000957.SZ	中通客车	0.13	0.20	0.24	24.0%	14.78	28.25	27.60	-2.3%	12.96	16.60	17.58	5.9%
600418.SH	江淮汽车	5.99	2.94	3.86	31.1%	127.73	141.27	126.42	-10.5%	20.50	(26.45)	(32.05)	21.1%
600686.SH	金龙汽车	1.03	2.14	2.60	21.6%	42.42	37.59	32.04	-14.8%	(0.21)	17.91	12.77	-28.7%
合计		625	416	484	16%	3292	4950	4474	-10%	(214)	228	488	114%

投资建议和风险提示

投资建议：筑底完成，龙头率先复苏

- ◆ **投资建议：** 25年行业需求25%增长预期，其中国内电动车25%增长、新兴市场和欧洲储能翻倍以上增长。短期因为美国关税不确定性冲击，美国储能暂停，整体排产环比平稳，估值已充分反应，且产业价格和盈利已触底，当前15倍PE安全边际足够，增长确定。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**）；并看好具备盈利改善的材料龙头，首推（**湖南裕能、富临精工、璞泰来、尚太科技、天奈科技、天赐材料**），关注**中科电气**，其次看好（**新宙邦、容百科技、华友钴业、中伟股份、星源材质、恩捷股份**等）等；同时碳酸锂价格已见底，看好具备优质资源龙头，推荐（**中矿资源、永兴材料、赣锋锂业、雅化集团**）等；并看好优质零部件（**中熔电气、浙江荣泰、威迈斯**等）

表 相关公司估值表（截至2025年4月30日股价）

板块		证券代码	名称	总市值 (亿元)	股价 (元/股)	归母净利润 (亿元)				PE				PB现值
						2024E	2025E	2026E	2027E	2024E	2025E	2026E	2027E	
锂电&机器人	电池	300750.SZ	宁德时代	10,194	232	508	661	802	966	20	15	13	11	4.2
		002594.SZ	比亚迪	10,753	353	403	531	651	781	27	20	16	14	4.9
		300014.SZ	亿纬锂能	840	41	41	53	73	93	21	16	12	9	2.2
		300207.SZ	欣旺达	351	19	15	21	25	30	24	17	14	12	1.5
		002245.SZ	蔚蓝锂芯	146	13	5	7	8	11	30	22	18	14	2.1
	结构件	688772.SH	珠海冠宇	143	13	4	9	13	16	33	17	11	9	2.0
		002850.SZ	科达利	360	132	15	19	23	28	24	19	15	13	3.0
	电解液	002709.SZ	天赐材料	335	17	5	11	17	24	69	30	20	14	2.6
		300037.SZ	新宙邦	240	32	9	13	16	20	25	18	15	12	2.5
	负极	603659.SH	璞泰来	359	17	12	25	31	40	30	14	12	9	1.9
		835185.BJ	贝特瑞	228	20	9	12	15	18	24	19	15	13	1.8
		001301.SZ	尚太科技	129	49	8	10	14	17	15	13	9	7	2.0
		301349.SZ	信德新材	35	35	0	1	1	1	-107	62	40	32	1.3
	隔膜	002812.SZ	恩捷股份	269	28	-6	2	8	18	-48	129	33	15	1.1
		300568.SZ	星源材质	122	9	4	4	5	7	34	30	24	18	1.2
		688733.SH	壹石通	32	16	0	1	1	2	271	62	26	17	1.5
	正极	603799.SH	华友钴业	576	34	42	55	67	82	14	10	9	7	1.6
		300919.SZ	中伟股份	296	32	15	19	25	32	20	16	12	9	1.5
		300769.SZ	德方纳米	79	28	-13	-1	3	6	-6	-54	29	13	1.5
		688005.SH	容百科技	143	20	3	8	10	13	48	18	14	11	1.7
		300073.SZ	当升科技	192	38	5	6	7	10	41	32	26	19	1.4
		301358.SZ	湖南裕能	210	28	6	15	23	30	35	14	9	7	1.8
		300432.SZ	富临精工	244	20	4	10	15	20	62	25	16	12	5.4
	导电剂	688116.SH	天奈科技	151	44	3	5	7	9	60	34	23	17	5.2
		603876.SH	鼎胜新材	80	9	3	5	6	8	27	16	13	11	1.1
	铝箔	301325.SZ	曼恩斯特	75	52	0	1	2	3	244	62	36	22	2.6
		688392.SH	骄成超声	58	51	1	1	3	5	68	48	23	13	3.4
	设备	002466.SZ	天齐锂业	461	29	-79	16	19	24	-6	29	25	20	1.1
		002460.SZ	赣锋锂业	555	30	-21	8	16	25	-29	74	38	25	1.5
		002756.SZ	永兴材料	165	31	10	9	12	17	16	18	14	10	1.3
		000408.SZ	藏格矿业	567	36	26	27	35	54	22	21	16	10	3.9
		002738.SZ	中矿资源	210	29	8	6	12	21	28	35	17	10	1.7
		002497.SZ	雅化集团	129	11	3	8	13	19	50	16	10	7	1.6
		002240.SZ	盛新锂能	103	11	-6	2	4	9	-17	67	29	11	0.9

- ◆ **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。

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

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