

行业投资评级

强于大市|维持

行业基本情况

收盘点位	6549.8
52周最高	9175.2
52周最低	5387.54

行业相对指数表现(相对值)



资料来源：聚源，中邮证券研究所

研究所

分析师:王磊
SAC 登记编号:S1340523010001
Email:wanglei03@cnpsec.com
分析师:虞洁攀
SAC 登记编号:S1340523050002
Email:yujiepan@cnpsec.com

近期研究报告

《帆石二启动主机招标，宁德时代发布神行 PLUS 电池》 - 2024.04.28

锂电 2023 年报&2024 一季报总结：利润分化向下游转移，材料环节有望走出至暗时刻

● 投资要点

2023 年中国新能源车销量同比增速超 35%，24Q1 淡季不淡需求向好。2023 年，中国新能源车销量超 940 万辆，同比增速超 35%。其中，国内销量约 830 万辆，同比+34%；出口约 120 万辆，同比+78%，出口成为了新的增长引擎。渗透率方面，2023 年接近 31%，正式迈入 30%的渗透率大关。从季度销量来看，新能源车呈现逐季度销量增长的规律，下半年尤其 Q4 是冲量旺季。2024Q1，中国新能源车销量 209 万辆，渗透率 31.1%。24Q1 淡季不太淡，同比 2023 年增速 32%，从单月销量来看 1/2/3 月分别销量 73/48/88 万辆，同比分别+79%/-9%/+35%。

2023 年起材料价格随供需缓解而出现大幅回落，上游碳酸锂价格从 51.5 万元/吨回落到 11 万元/吨，降幅接近 80%。2023 年起，锂电材料环节的主旋律是“降价”，随着行业新产能的投产，行业供需关系改变，锂电主要材料均迎来了价格的大幅下降。从 2023 年初到 2024 年一季度末，锂电主材的降幅普遍在 40%以上。上游碳酸锂价格从 51.5 万元/吨回落到 11 万元/吨，降幅接近 80%。中游材料环节，磷酸铁锂、电解液、三元正极的降幅较大。随着上游材料价格的变化，电芯的价格从 2023 年初的 1 元/wh 左右降到了 2024 年一季度末的 0.4 元/wh 左右。从季度情况来看，碳酸锂在 2024Q1 小幅上涨，主要受到下游需求回暖和行业供需的影响；隔膜从 2023Q3 开始出现了较大降幅。

利润分配流向电池环节，材料端过去几个季度压力普遍较大。2024Q1 锂电池板块样本公司实现收入 1719 亿元，同比-20%，环比-24%；实现归母净利 141 亿元，同比-11%，环比+1%。从结构来看，锂电板块的营收和归母净利在 2023 年向下游电池环节流动。宁德时代毛利率逆势连续多个季度增长，盈利能力稳健，毛利率超 25%；三元正极环节毛利率在 5-10%，磷酸铁锂毛利率接近 0，正极环节锂价减值在 2023 年已有较为充分体现，2024 年随着锂价企稳原材料波动风险有望改善，但是经营端盈利方面压力仍存在；负极毛利率在 20%上下，高价库存消耗基本完成，负极盈利有望触底企稳；隔膜从 23H2 开始降价幅度剧烈，隔膜盈利下滑较为明显；电解液毛利率接近 20%，底部拐点有所显现。

● 风险提示：

各国政策变化；下游需求不及预期；新技术发展不及预期；产业链材料价格波动风险；行业竞争加剧风险。

重点公司盈利预测与投资评级

代码	简称	投资评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)		PE (倍)	
					2024E	2025E	2024E	2025E
300750.SZ	宁德时代	增持	202.6	8912.5	10.7	13.5	18.9	15.0
300014.SZ	亿纬锂能	增持	37.0	756.3	2.4	3.1	15.4	12.1
002850.SZ	科达利	增持	95.3	257.4	5.4	6.9	17.8	13.8
300073.SZ	当升科技	增持	44.2	223.9	2.2	2.9	20.2	15.3
603659.SH	璞泰来	增持	18.5	395.7	1.2	1.6	15.0	11.9

资料来源：iFind，中邮证券研究所（注：未评级公司盈利预测来自 iFind 机构的一致预测）

目录

1 锂电：24Q1 需求好于预期，材料价格跌幅开始收敛.....	6
1.1 国内外新能源车销量和动力电池装机.....	6
1.2 锂电环节整体营收和盈利情况.....	8
2 产业链材料价格和重点环节盈利分析.....	10
2.1 正极.....	12
2.2 负极.....	15
2.3 隔膜.....	16
2.4 电解液.....	17
2.5 电池.....	18
3 风险提示.....	20

图表目录

图表 1: 中国新能源车月销量数据 (万辆) 及同环比	6
图表 2: 中国新能源车季度销量数据 (万辆) 及环比	6
图表 3: 中国动力电池月装机 (Gwh) 及同环比	7
图表 4: 中国动力电池季度装机 (Gwh) 及同环比	7
图表 5: 美国新能源车销量 (万辆)	7
图表 6: 欧洲新能源车销量 (万辆)	7
图表 7: 全球动力电池月装机数据 (Gwh) 及同比	8
图表 8: 全球动力电池厂商市场份额	8
图表 9: 锂电板块核心标的季度营收 单位: 亿元	9
图表 10: 锂电板块核心标的 (剔除宁德) 季度营收 单位: 亿元.....	9
图表 11: 锂电板块核心标的季度净利润 单位: 亿元	9
图表 12: 锂电板块核心标的 (剔除宁德) 季度净利润 单位: 亿元.....	9
图表 13: 2023 年初到 2024 年一季度末锂电主要材料价格变化	10
图表 14: 锂电产业链 24Q1 盈利梳理 (亿元)	11
图表 15: 锂电板块核心标的营收占比	12
图表 16: 锂电板块核心标的归母净利占比	12
图表 17: 2021 年至今碳酸锂价格 单位: 元/吨.....	12
图表 18: 碳酸锂季度价格 单位: 元/吨	12
图表 19: 三元正极企业季度营收规模 (亿元)	13
图表 20: 三元正极企业季度归母净利规模 (亿元)	13
图表 21: 三元正极企业季度毛利率	13
图表 22: 三元正极企业季度归母净利率	13
图表 23: 磷酸铁锂正极企业季度营收规模 (亿元)	14
图表 24: 磷酸铁锂正极企业季度归母净利规模 (亿元)	14
图表 25: 磷酸铁锂正极企业单季度毛利率	14
图表 26: 磷酸铁锂正极企业单季度归母净利率	14
图表 27: 石墨化价格 单位: 元/吨	15
图表 28: 人造石墨负极价格 单位: 元/吨	15
图表 29: 负极企业季度营收规模 (亿元)	15
图表 30: 负极企业季度归母净利规模 (亿元)	15
图表 31: 负极企业单季度毛利率	16
图表 32: 负极企业单季度归母净利率	16
图表 33: 隔膜价格走势	16
图表 34: 隔膜企业季度营收规模 (亿元)	17
图表 35: 隔膜企业季度归母净利规模 (亿元)	17

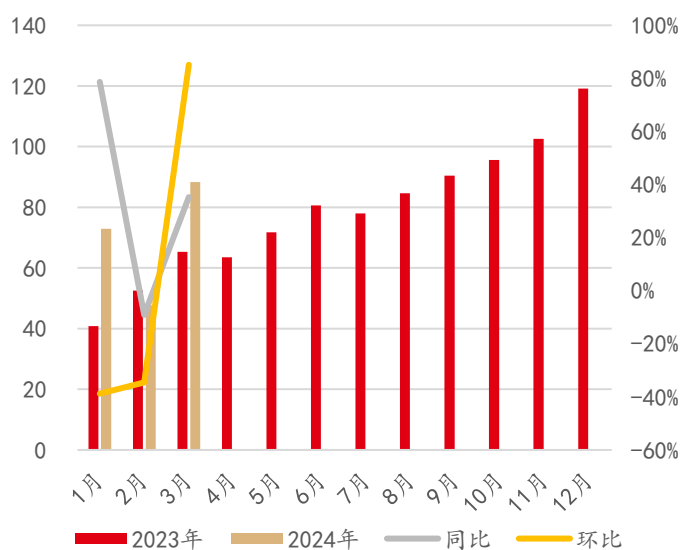
图表 36: 隔膜企业季度毛利率.....	17
图表 37: 电解液企业季度营收规模 (亿元)	18
图表 38: 电解液企业季度归母净利规模 (亿元)	18
图表 39: 电解液企业季度毛利率.....	18
图表 40: 动力电池价格 单位: 元/wh.....	19
图表 41: 电池企业季度营收规模 (亿元)	19
图表 42: 电池企业季度归母净利规模 (亿元)	19
图表 43: 电池企业季度毛利率.....	20

1 锂电：24Q1 需求好于预期，材料价格跌幅开始收敛

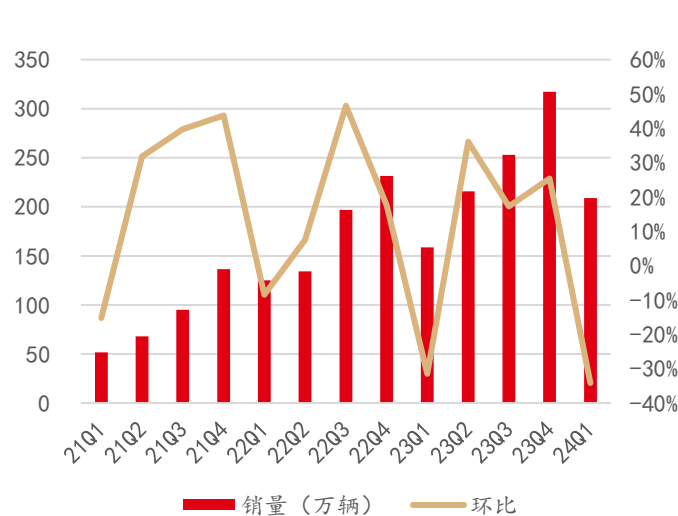
1.1 国内外新能源车销量和动力电池装机

2023 年中国新能源车销量同比增速超 35%，24Q1 淡季不淡需求向好。2023 年，中国新能源车销量超 940 万辆，同比增速超 35%。其中，国内销量约 830 万辆，同比+34%；出口约 120 万辆，同比+78%，出口成为了新的增长引擎。渗透率方面，2023 年接近 31%，正式迈入 30%的渗透率大关。从季度销量来看，新能源车呈现逐季度销量增长的规律，下半年尤其 Q4 是冲量旺季。2024 年一季度，中国新能源车销量 209 万辆，渗透率 31.1%。24Q1 淡季不太淡，同比 2023 年增速 32%，从单月销量来看 1/2/3 月分别销量 73/48/88 万辆，同比分别+79%/-9%/+35%。

图表1：中国新能源车月销量数据（万辆）及同环比



图表2：中国新能源车季度销量数据（万辆）及环比

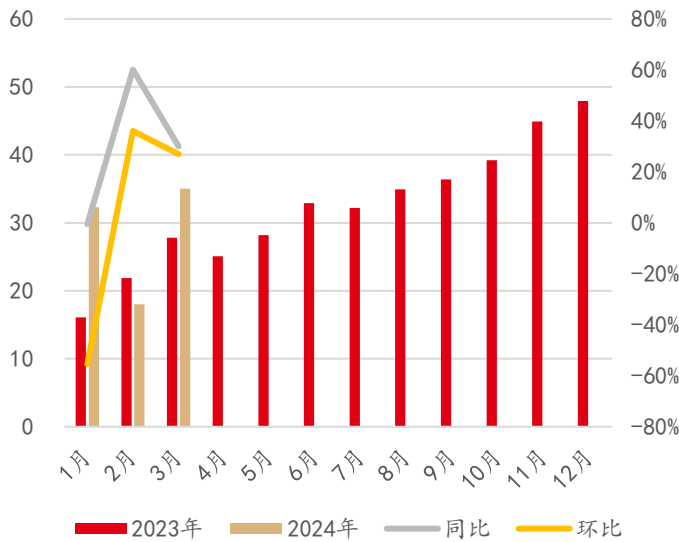


资料来源：中汽协，中邮证券研究所

资料来源：中汽协，中邮证券研究所

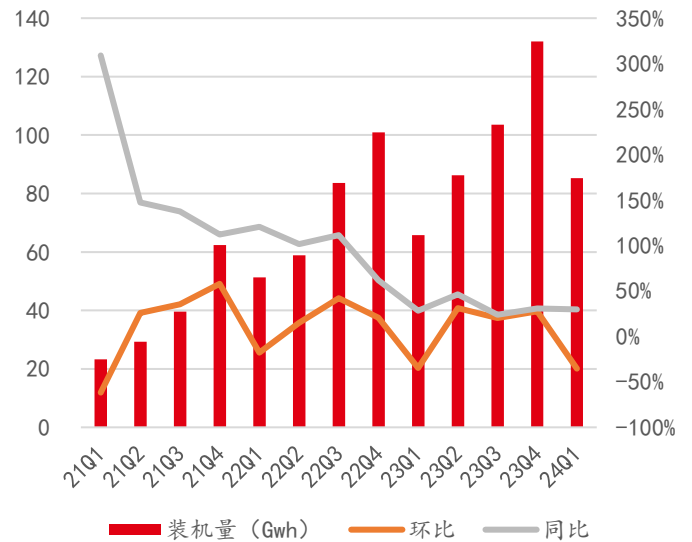
中国动力电池装机数据趋势和新能源车销量基本一致。2023 年，中国动力电池装机约 388Gwh，同比+32%。分季度来看，2023 年各季度分别装机 66/86/104/132Gwh，分别同比+28%/46%/24%/31%。24Q1，中国动力电池装机约 85Gwh，同比+30%。

图表3：中国动力电池月装机（Gwh）及同环比



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

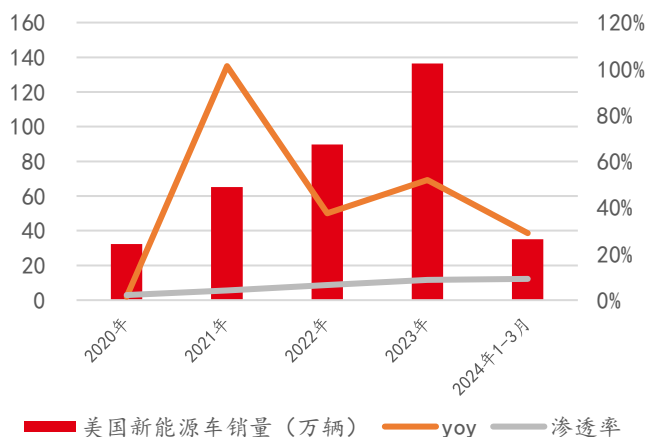
图表4：中国动力电池季度装机（Gwh）及同环比



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

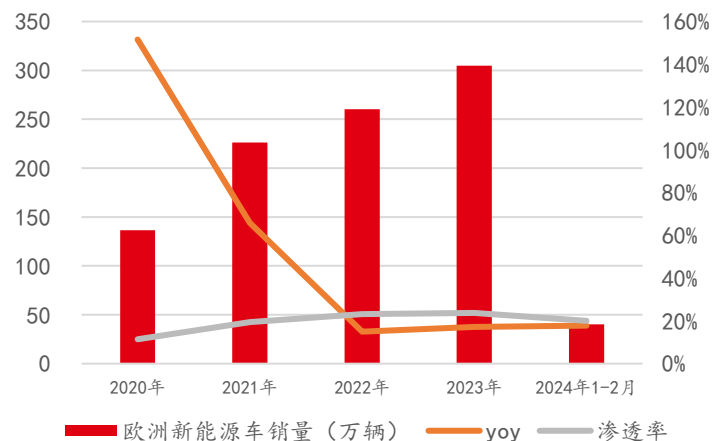
欧美市场渗透率仍有较大提升空间。美国地区：2023年销量136万辆新能源车，同比+52%，渗透率8.7%；24Q1销量35万辆，同比+29%，渗透率9.2%。欧洲地区：2023年销量305万辆新能源车，同比+17%，渗透率24%；2024年1-2月销量40万辆，同比+18%，渗透率20%。

图表5：美国新能源车销量（万辆）



资料来源：Argonne, Marklines, 中邮证券研究所

图表6：欧洲新能源车销量（万辆）

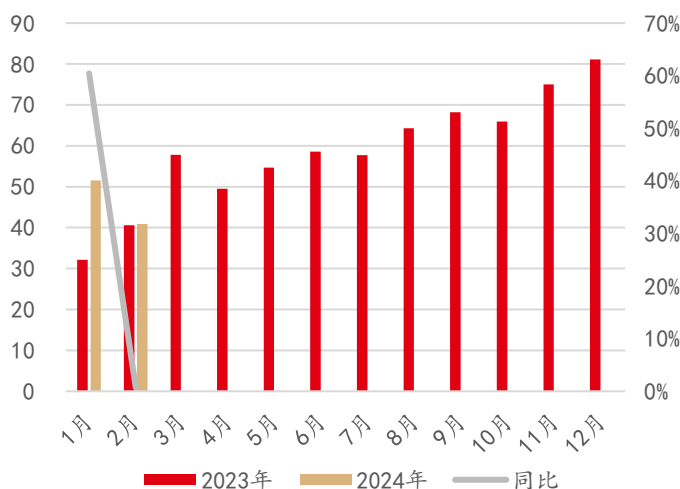


资料来源：EVSales, ACEA, 中邮证券研究所

2024 年 1-2 月全球动力电池装机 92Gwh, 宁德时代份额同比增长 4.8pcts。

2023 年, 全球动力电池装机 706Gwh, 同比增长 36%; 2024 年 1-2 月, 全球动力电池装机 92.4Gwh, 同比增长 27%。从全球动力电池装机的市场份额来看, 2024 年 1-2 月宁德时代份额 38.4%, 同比增长 4.8pcts, 日韩电池厂商如 LG、松下、SKI 份额均有下滑。

图表7: 全球动力电池月装机数据 (Gwh) 及同比



图表8: 全球动力电池厂商市场份额

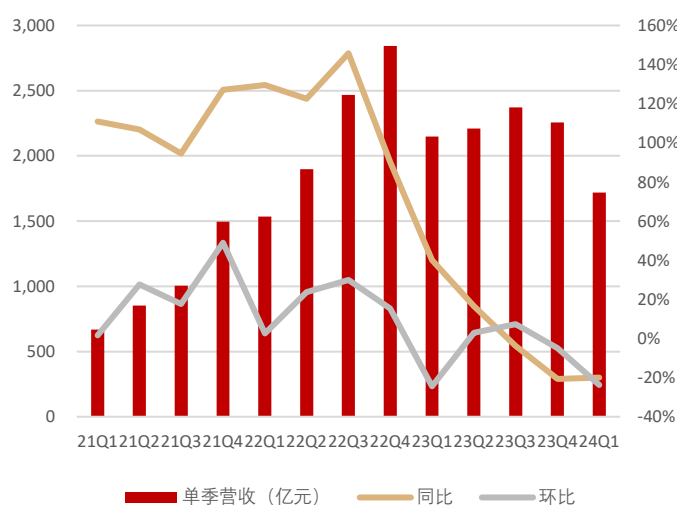
	全球动力电池装机市占率		
	2023年1-2月	2024年1-2月	同比变化
宁德时代	33.60%	38.40%	4.80%
LG	13.90%	13.70%	-0.20%
比亚迪	17.10%	13.10%	-4.00%
松下	9.70%	6.70%	-3.00%
三星SDI	4.80%	5.60%	0.80%
SKI	6.20%	4.50%	-1.70%
中创新航	3.60%	3.80%	0.20%
国轩高科	1.80%	1.90%	0.10%
亿纬锂能	1.80%	1.80%	0.00%
蜂巢能源	0.80%	1.80%	1.00%
其他	6.50%	8.60%	2.10%

资料来源: SNE Research, 中邮证券研究所

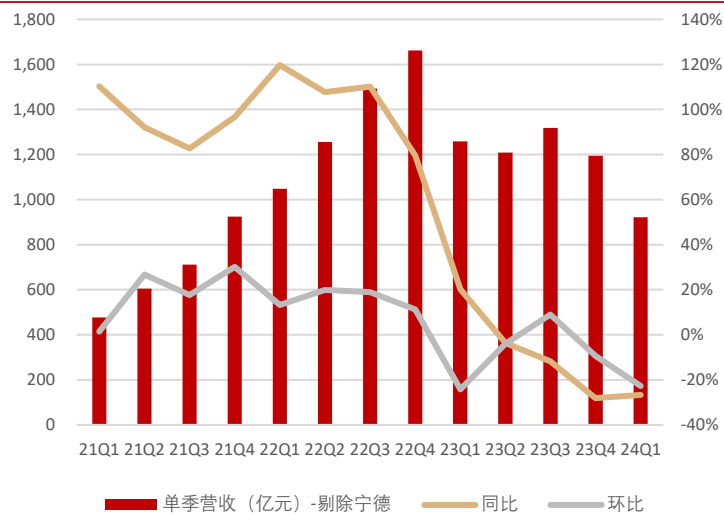
资料来源: SNE Research, 中邮证券研究所

1.2 锂电环节整体营收和盈利情况

受材料降价影响, 以量补价动能不足营收同环比有所回落。2024Q1 锂电池板块 (选取动力电池及中游材料环节代表公司, 下同) 实现收入 1719 亿元, 同比-20%, 环比-24%。从左下图可以看到, 21Q1-22Q4, 锂电板块受益于下游需求的高速增长和材料涨价, 营收呈现逐季度高增的态势; 从 2023 年开始, 随着上游原材料价格的大幅回落, 锂电产品售价大幅下降, 虽有销量增长但是难以弥补单价的下降, 反映在营收数据上开始有所下滑。考虑宁德时代体量较大, 产业话语权较强。我们对上述数据剔除宁德时代的营收, 再来分析一下除去宁德时代以外其他锂电公司的情况。2024Q1 实现收入 922 亿元, 同比-27%, 环比-23%, 除去宁德时代以外的电池以及中游材料环节受到的影响更大。

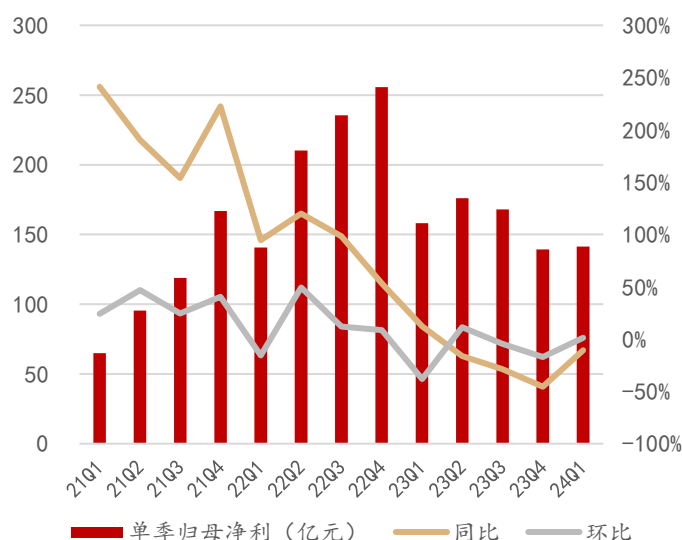
图表9：锂电板块核心标的季度营收 单位：亿元


资料来源：Wind，中邮证券研究所

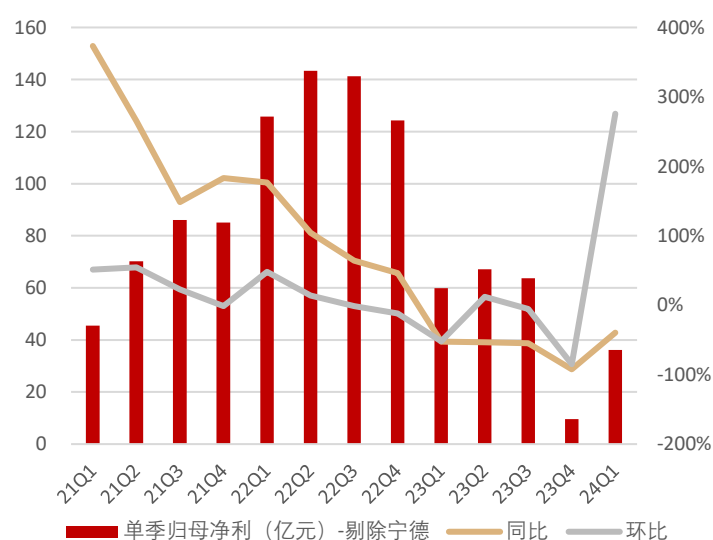
图表10：锂电板块核心标的（剔除宁德）季度营收 单位：亿元


资料来源：Wind，中邮证券研究所

减值轻装上阵叠加排产回暖，24Q1 净利润环比改善。从净利润情况来看，历史峰值同样出现在 22Q4。2023 年受到行业竞争压力和降价压力导致盈利相比 2022 年有所回落。从季度数据来看，24Q1 环比 23Q4 有所改善。同样对样本数据剔除宁德时代后再进行分析，如右下图所示。剔除宁德时代后，锂电环节净利峰值出现在 22Q2，提前了两个季度。23Q4 的净利出现了较大滑坡，主要由于年底集中计提存货减值损失等因素影响。2024 年轻装上阵，随着行业需求的回暖，产能利用率提升叠加此前高价库存减值较为充分，24Q1 净利润环比+276%。

图表11：锂电板块核心标的季度净利润 单位：亿元


资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表12：锂电板块核心标的（剔除宁德）季度净利润 单位：亿元


资料来源：Wind，中邮证券研究所

2 产业链材料价格和重点环节盈利分析

2023年起材料价格随供需缓解而出现大幅回落，上游碳酸锂价格从51.5万元/吨回落到11万元/吨，降幅接近80%。2023年起，锂电材料环节的主旋律是“降价”，随着行业新产能的投产，行业供需关系改变，锂电主要材料均迎来了价格的大幅下降。从2023年初到2024年一季度末，锂电主材的降幅普遍在40%以上。上游碳酸锂价格从51.5万元/吨回落到11万元/吨，降幅接近80%。中游材料环节，磷酸铁锂、电解液、三元正极的降幅较大。随着上游材料价格的变化，电芯的价格从2023年初的1元/wh左右降到了2024年一季度末的0.4元/wh左右。从季度情况来看，碳酸锂在2024Q1小幅上涨，主要受到下游需求回暖和行业供需的影响；隔膜从2023Q3开始出现了较大降幅。

图表13：2023年初到2024年一季度末锂电主要材料价格变化

环节	名称(单位)	年初价	2023年				2024年				2023年初至2024年一季度末价格变化		
			一季度末价格	一季度涨跌幅	二季度末价格	二季度涨跌幅	三季度末价格	三季度涨跌幅	四季度末价格	四季度涨跌幅		一季度末价格	一季度涨跌幅
锂	碳酸锂(万元/吨)	51.50	24.50	-52%	30.30	24%	17.25	-43%	10.10	-41%	11.00	9%	-79%
	氯化锂(万元/吨)	55.14	34.84	-37%	30.24	-13%	16.25	-46%	8.60	-47%	9.65	12%	-82%
	硫酸锂(万元/吨)	4.80	4.00	-17%	4.10	2%	3.70	-10%	3.15	-15%	3.28	4%	-32%
钴镍锂	硫酸钴(万元/吨)	4.35	4.20	-3%	3.56	-15%	3.20	-10%	2.63	-18%	3.08	17%	-29%
	硫酸镍(万元/吨)	0.66	0.64	-3%	0.52	-21%	0.59	15%	0.51	-14%	0.51	0%	-22%
三元正极	NCM523(万元/吨)	33.50	19.50	-42%	24.00	23%	17.00	-29%	12.20	-28%	12.40	2%	-63%
	NCM622(万元/吨)	36.25	24.50	-32%	25.00	2%	18.20	-27%	13.30	-27%	13.40	1%	-63%
	NCM811(万元/吨)	40.05	29.70	-26%	28.60	-4%	20.85	-27%	15.95	-24%	16.10	1%	-60%
磷酸铁锂	磷酸铁锂(万元/吨)	2.20	1.50	-32%	1.25	-17%	1.20	-4%	1.10	-8%	1.06	-4%	-52%
	磷酸铁锂(万元/吨)	16.30	9.50	-42%	9.80	3%	6.50	-34%	4.43	-32%	4.44	0%	-73%
负极	负极材料负极石墨化高端(万元/吨)	1.60	1.40	-13%	1.20	-14%	1.20	0%	1.10	-8%	1.00	-9%	-38%
	负极材料负极石墨化低端(万元/吨)	1.40	1.10	-21%	1.00	-9%	1.00	0%	0.90	-10%	0.80	-11%	-43%
	负极材料人造石墨高端(万元/吨)	7.15	6.20	-13%	6.00	-3%	6.00	0%	5.10	-15%	4.85	-5%	-32%
电解液	负极材料人造石墨中端(万元/吨)	5.30	4.60	-13%	3.40	-26%	3.40	0%	3.30	-3%	3.05	-8%	-42%
	六氟磷酸锂(万元/吨)	24.20	9.50	-61%	15.70	-35%	9.80	-38%	7.20	-27%	7.10	-1%	-71%
	三元电解液(万元/吨)	7.20	5.50	-24%	5.50	0%	3.90	-29%	2.95	-24%	2.82	-4%	-61%
隔膜	隔膜快电隔膜(万元/吨)	5.60	3.40	-39%	4.60	18%	2.45	-47%	1.93	-21%	1.88	-3%	-67%
	16um干法基膜(元/平方米)	0.75	0.75	0%	0.70	-7%	0.70	0%	0.55	-21%	0.43	-43%	-43%
	7um*2um陶瓷涂覆隔膜(元/平方米)	2.45	2.25	-8%	1.90	-21%	1.85	-3%	1.48	-20%	1.15	-22%	-53%
附件	9um*3um陶瓷涂覆隔膜(元/平方米)	2.15	1.95	-9%	1.75	-18%	1.70	-3%	1.38	-19%	1.13	-18%	-48%
	12um*4um陶瓷涂覆隔膜(元/平方米)	2.18	1.98	-9%	1.80	-17%	1.75	-3%	1.43	-19%	1.16	-18%	-47%
	6um电池隔膜加工费(万元/吨)	3.40	2.40	-29%	2.00	-15%	2.20	10%	2.20	0%	2.20	0%	-35%
电池	12um电池隔膜加工费(万元/吨)	2.00	1.90	-5%	1.80	-5%	1.70	-6%	1.60	-6%	1.60	0%	-20%
	方形动力三元电池国产(元/Wh)	1.07	0.85	-21%	0.74	-13%	0.61	-18%	0.52	-15%	0.47	-10%	-56%
	方形动力磷酸铁锂电池国产(元/Wh)	0.96	0.76	-21%	0.64	-16%	0.52	-20%	0.44	-15%	0.38	-15%	-61%

资料来源：百川盈孚，鑫椏锂电，中邮证券研究所

24Q1 盈利总结：电池盈利稳健，磷酸铁锂利润承压但环比改善。2024Q1，归母净利来看，宁德时代、科达利、震裕科技的同比表现较好，其他大部分锂电公司业绩同比处于下滑态势。从毛利率的情况来看，电池、磷酸铁锂、电解液、铝箔、结构件环节毛利率有环比正增长。

图表14：锂电产业链 24Q1 盈利梳理（亿元）

环节	公司	代码	营收			归母净利润			毛利率		
			24Q1	环比增速	同比增速	24Q1	环比增速	同比增速	24Q1	环比变化	同比变化
电池	宁德时代	300750.SZ	798	-25%	-10%	105.1	-19%	7%	26%	1%	5%
	亿纬锂能	300014.SZ	93	-30%	-17%	10.7	70%	-6%	18%	0%	1%
	国轩高科	002074.SZ	75	-24%	5%	0.7	-89%	-9%	18%	1%	-1%
	孚能科技	600567.SH	67	-17%	5%	0.4	-86%	111%	10%	-2%	2%
三元正极	当升科技	300073.SZ	15	-41%	-68%	1.1	-74%	-74%	15%	-2%	-2%
	容百科技	688005.SH	37	-10%	-56%	-0.4	-6%	-112%	5%	-3%	-4%
	厦钨新能	688778.SH	33	-21%	-8%	1.1	-3%	-4%	8%	0%	0%
	长远锂科	688779.SH	11	-54%	-44%	0.0	102%	243%	8%	8%	5%
铁锂正极	湖南裕能	301358.SZ	45	-36%	-66%	1.6	308%	-44%	8%	4%	2%
	德方纳米	300769.SZ	19	-29%	-62%	-1.8	71%	74%	0%	11%	0%
	万润新能	688275.SH	12	-47%	-63%	-1.3	77%	-285%	-1%	5%	-13%
负极	璞泰来	603659.SH	30	-17%	-18%	4.4	57%	-37%	31%	-5%	-3%
	尚太科技	001301.SZ	9	-29%	-10%	1.5	-4%	-35%	27%	-2%	-8%
	中科电气	300035.SZ	11	-23%	2%	0.2	-76%	118%	17%	-5%	10%
隔膜	恩捷股份	002812.SZ	23	-21%	-9%	1.6	-58%	-76%	19%	-10%	-27%
	星源材质	300568.SZ	7	-11%	8%	1.1	217%	-41%	36%	-2%	-10%
电解液	天赐材料	002709.SZ	25	-25%	-43%	1.1	-18%	-84%	20%	3%	-11%
	新宙邦	300037.SZ	15	-20%	-8%	1.7	-23%	-33%	27%	1%	-4%
铝箔	鼎胜新材	603876.SH	51	6%	14%	0.3	-54%	-80%	10%	1%	-4%
	万顺新材	300057.SZ	13	-15%	12%	-0.2	73%	-260%	5%	0%	-3%
铜箔	嘉元科技	688388.SH	9	-26%	-5%	-0.5	-289%	-230%	0%	-5%	-11%
	诺德股份	600110.SH	10	-5%	-5%	-0.9	-1251%	-288%	5%	-3%	-10%
	铜冠铜箔	301217.SZ	9	-11%	5%	-0.3	-344%	-207%	0%	-2%	-6%
结构件	科达利	002850.SZ	25	-9%	8%	3.1	-24%	28%	22%	-2%	0%
	金杨股份	301210.SZ	3	-11%	14%	0.1	2%	-20%	14%	4%	-3%
	震裕科技	300953.SZ	14	-17%	35%	0.5	535%	233%	13%	3%	-2%

资料来源：Wind，中邮证券研究所

利润端流向电池，中游材料环节营收和利润承压。我们选取了电池和中游材料环节的样本龙头公司，拉取样本公司 2021 年至今各季度的营收和归母净利润情况，把样本公司的数据加总，作为该环节的季度样本营收和归母净利。依次取得铁锂正极、负极、隔膜、电解液各环节各季度的样本营收和归母净利，然后计算该季度电池和中游材料环节营收、归母净利总和，用该环节/总和的数据，计算得到该季度各环节的营收、归母净利占比。从数据结果来看，我们可以看到锂电板块的营收和归母净利在 2023 年明显向下游电池环节转移。隔膜由于 23Q3 开始大降价，导致利润从 23Q4 开始有较大缩水。

图表15: 锂电板块核心标的营收占比

	营收占比					
	三元正极	铁锂正极	负极	隔膜	电解液	电池
2021Q1	15%	3%	6%	5%	7%	64%
2021Q2	15%	3%	5%	5%	7%	64%
2021Q3	15%	5%	5%	4%	8%	63%
2021Q4	12%	6%	3%	3%	7%	68%
2022Q1	15%	9%	4%	3%	8%	61%
2022Q2	15%	9%	4%	3%	6%	63%
2022Q3	12%	11%	4%	2%	5%	66%
2022Q4	12%	12%	3%	2%	4%	68%
2023Q1	10%	11%	3%	2%	4%	70%
2023Q2	8%	8%	3%	2%	3%	75%
2023Q3	8%	9%	3%	2%	4%	73%
2023Q4	6%	6%	3%	2%	3%	80%
2024Q1	7%	5%	3%	2%	3%	79%

资料来源: Wind, 中邮证券研究所

图表16: 锂电板块核心标的归母净利润占比

	归母净利润占比					
	三元正极	铁锂正极	负极	隔膜	电解液	电池
2021Q1	9%	2%	9%	11%	10%	58%
2021Q2	10%	4%	9%	11%	13%	54%
2021Q3	9%	5%	7%	11%	16%	51%
2021Q4	7%	9%	5%	8%	8%	63%
2022Q1	11%	21%	9%	13%	24%	22%
2022Q2	9%	8%	6%	9%	13%	54%
2022Q3	6%	6%	6%	8%	11%	62%
2022Q4	7%	7%	4%	5%	8%	68%
2023Q1	6%	-3%	4%	6%	7%	79%
2023Q2	5%	4%	4%	6%	6%	76%
2023Q3	7%	2%	3%	7%	5%	76%
2023Q4	3%	-4%	3%	2%	2%	94%
2024Q1	1%	0%	4%	2%	2%	91%

资料来源: Wind, 中邮证券研究所

2.1 正极

碳酸锂价格回落至 10 万元/吨附近, 相当于 2021 年的水平。2023 年碳酸锂价格经历了大幅度回落, 从年初接近 50 万元/吨回落至 2024 年一季度末的 10 万元/吨, 价格基本回落到 2021 年的水平。碳酸锂的大幅下滑利好终端用户, 电池的成本得以大幅下降; 对于中游材料厂而言, 碳酸锂的急跌会导致公司面临一定的库存减值, 采销风险加大。

图表17: 2021 年至今碳酸锂价格 单位: 元/吨



资料来源: 百川盈孚, 中邮证券研究所

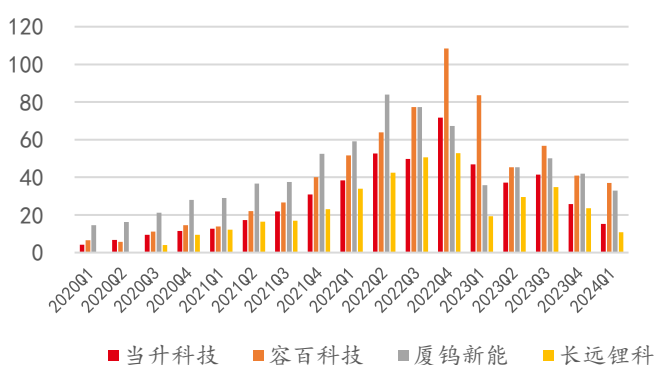
图表18: 碳酸锂季度价格 单位: 元/吨



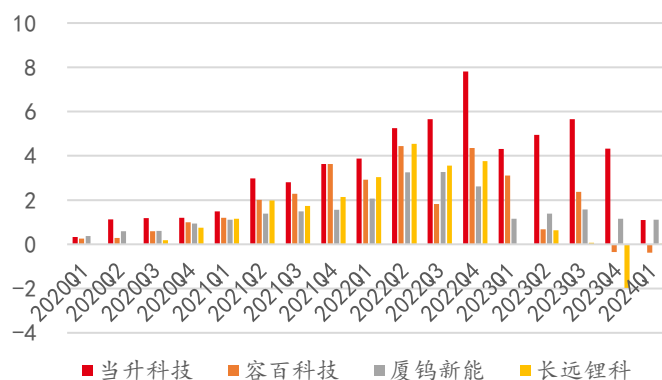
资料来源: 百川盈孚, 中邮证券研究所

三元需求有所承压, 季度利润出现亏损。三元方面, 动力的需求有所不足, 国内磷酸铁锂: 三元的市场份额接近 7:3, 由于磷酸铁锂能量密度等性能的升级

以及下游车企对于性价比的追求，三元的需求略显疲软。据鑫椏资讯统计数据显
 示，2023年国内三元材料总产量为59.0万吨，同比下滑2.0%；全球范围内三元
 材料总产量为96.6万吨，同比下滑2.8%。几家三元正极企业在23Q4和24Q1的
 营收规模环比下滑，利润方面甚至出现了亏损的情况（这是自2020年以来的首
 次季度亏损），主要原因包括高价库存的减值、产能利用率较低导致的摊销折旧
 费用过高、加工费的压力、开拓磷酸铁锂等新业务的前期投入大于创收。

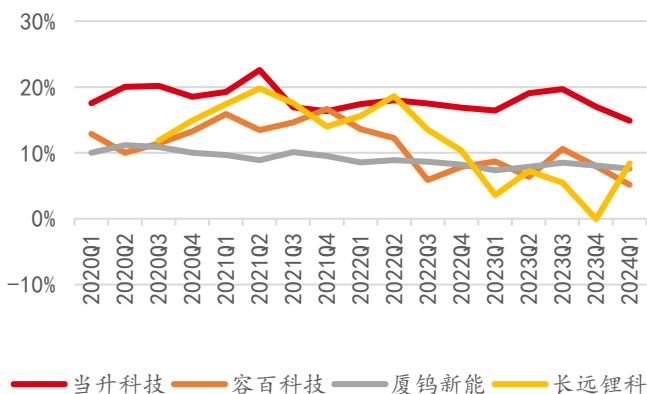
图表19：三元正极企业季度营收规模（亿元）


资料来源：Wind，中邮证券研究所

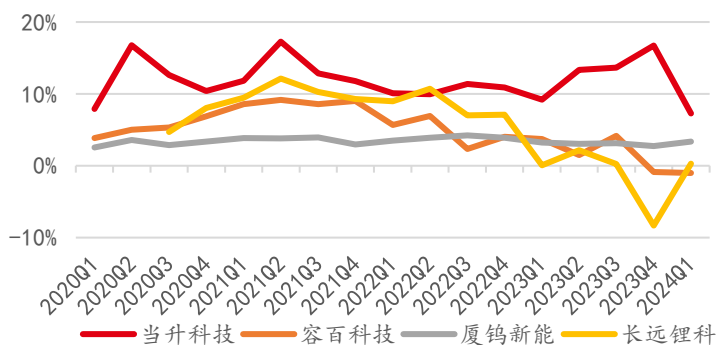
图表20：三元正极企业季度归母净利规模（亿元）


资料来源：Wind，中邮证券研究所

毛利率基本在5-10%，净利率在盈亏线上下。从利润率的情况来看，三元的
 毛利率大部分在5-10%，当升略高但和自己前几个季度相比也有所下滑，主要是
 客户结构变化的因素。净利率方面，三元正极近两个季度基本在盈亏线上下，盈
 利存在一定压力，展望后续随着二季度下游需求的回暖，三元的稼动率有所上升，
 有望提供一定的盈利支撑。

图表21：三元正极企业季度毛利率


资料来源：Wind，中邮证券研究所

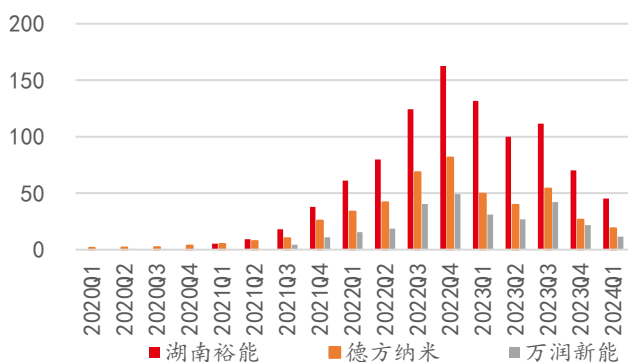
图表22：三元正极企业季度归母净利率


资料来源：Wind，中邮证券研究所

磷酸铁锂虽然有量，但是亏损压力较大，磷酸铁锂 24Q1 毛利率接近为 0。

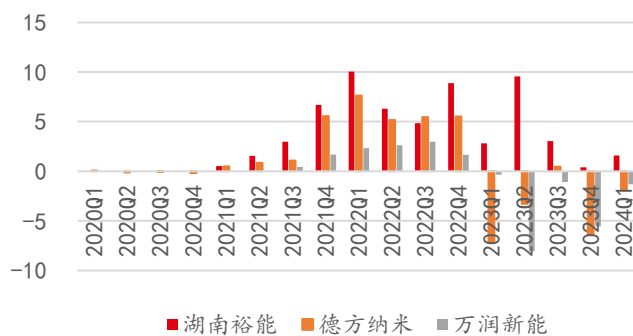
磷酸铁锂的营收情况环比同样呈现下滑，主要原因在于产品价格随着原材料的回落而下降。但整体来看，磷酸铁锂的情况好于三元正极，虽然售价下降，但是量的增长仍为强劲，除了动力领域份额的提升以外，还有储能市场的快速增长。净利润方面，则表现相对不如人意，除了湖南裕能以外，大部分铁锂公司仍面临较大的亏损压力，主要原因在于碳酸锂价格的波动导致公司存货面临大额减值损失，同时磷酸铁锂行业竞争也较为激烈，加工费和产品定价的议价空间有限。湖南裕能毛利率在 8%，其他两家毛利率基本为 0。

图表23：磷酸铁锂正极企业季度营收规模（亿元）



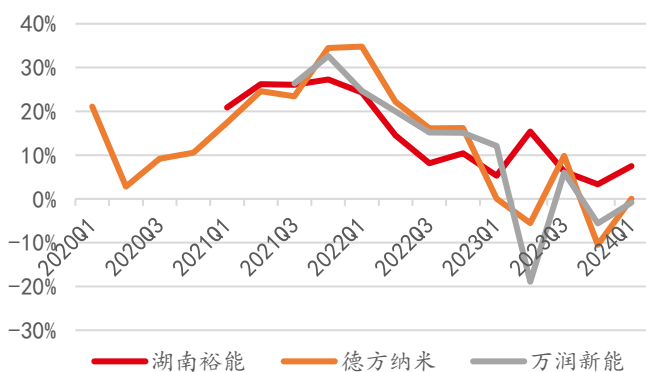
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表24：磷酸铁锂正极企业季度归母净利润规模（亿元）



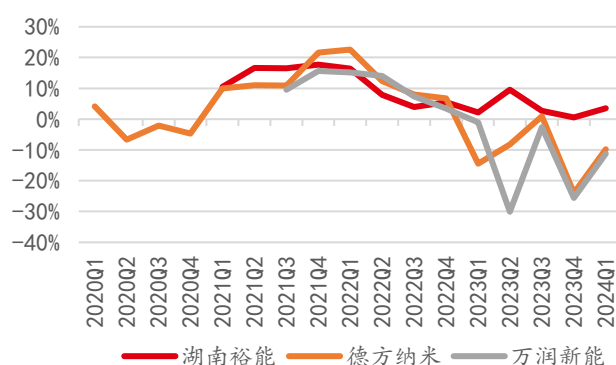
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表25：磷酸铁锂正极企业单季度毛利率



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表26：磷酸铁锂正极企业单季度归母净利率

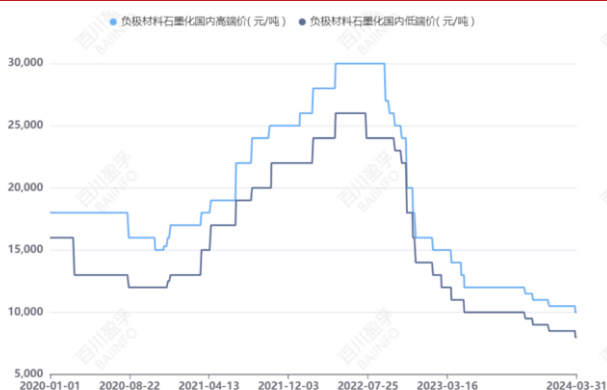


资料来源：Wind，中邮证券研究所

2.2 负极

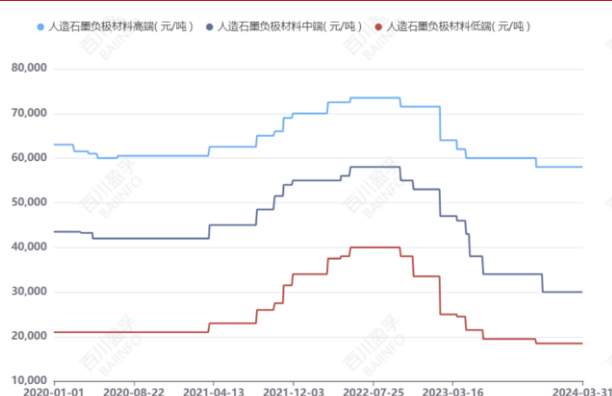
石墨化价格从高点急速下跌，价格已低于 2020 年的低点。负极环节过去两年新产能扩张规模较大，从 2022 年下半年开始随着供需关系的扭转，核心工序——石墨化的加工费触顶回落，从 2.6-3 万元/吨快速下跌至 1 万元/吨以下，该价格已低于 2020 年的低点。反映在人造石墨负极的价格上，也是呈现同样的下跌趋势。

图表27：石墨化价格 单位：元/吨



资料来源：百川盈孚，中邮证券研究所

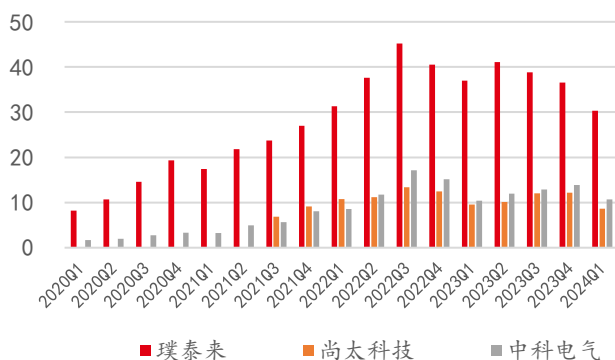
图表28：人造石墨负极价格 单位：元/吨



资料来源：百川盈孚，中邮证券研究所

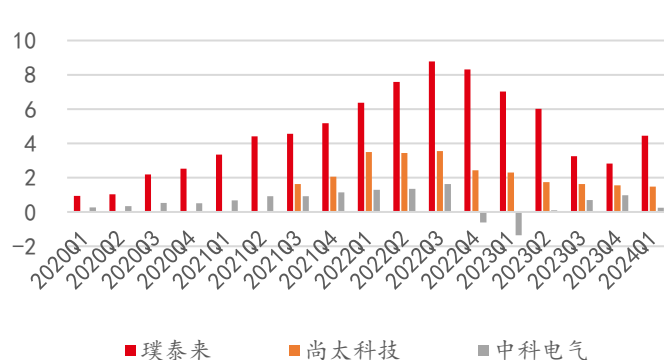
随着此前的高价库存负面因素基本消散，负极盈利有望触底企稳。负极环节的营收 24Q1 同环比下滑，而利润口径璞泰来环比有所改善，尚太科技也较为稳健。随着此前高价的负极原材料等库存消耗、减值计提基本完成，负极的盈利有望触底企稳。从净利率情况来看，璞泰来和尚太科技的净利率在 23Q4 触底后 24Q1 环比有所提升。

图表29：负极企业季度营收规模（亿元）



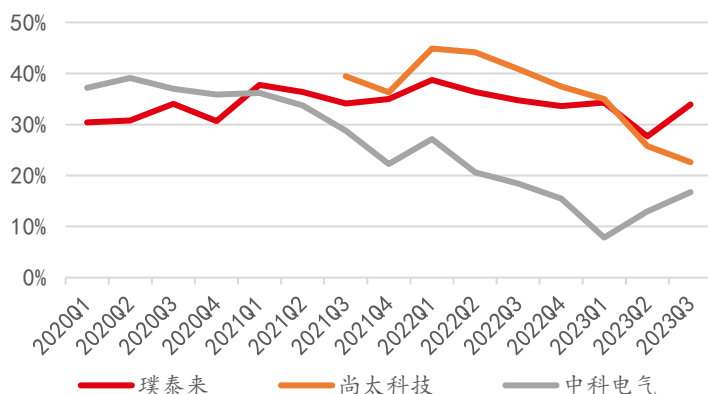
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表30：负极企业季度归母净利润规模（亿元）



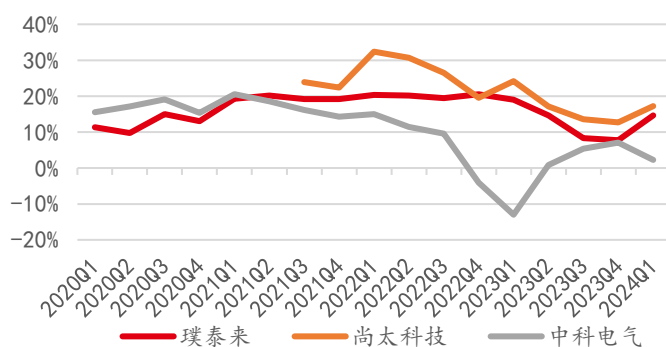
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表31：负极企业单季度毛利率



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表32：负极企业单季度归母净利润率

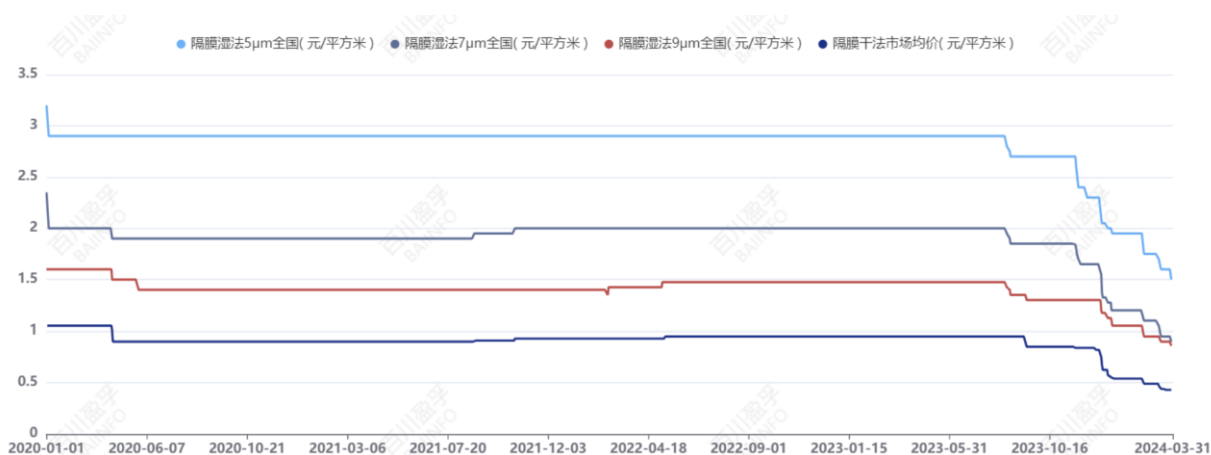


资料来源：Wind，中邮证券研究所

2.3 隔膜

隔膜价格从 23H2 出现了较大幅度降价。由于新增产能的投放，隔膜在 2023 年下半年经历了较为激烈的价格战，尤其是从 2023 年 10 月份以后价格变动尤为剧烈，基膜价格接近腰斩。

图表33：隔膜价格走势

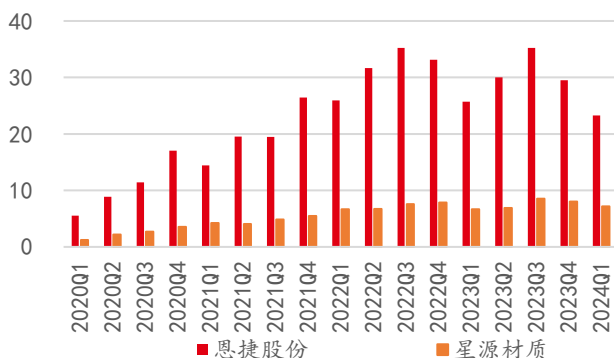


资料来源：百川盈孚，中邮证券研究所

隔膜材料的降价反映在业绩上，营收和净利环比双降。上述价格变动的情况反映在隔膜企业的营收和利润上较为明显。从 23Q4 开始隔膜两大龙头的季度营收和季度净利环比出现了较大幅度的下滑。星源材质 23Q4 出现了亏损，一方面

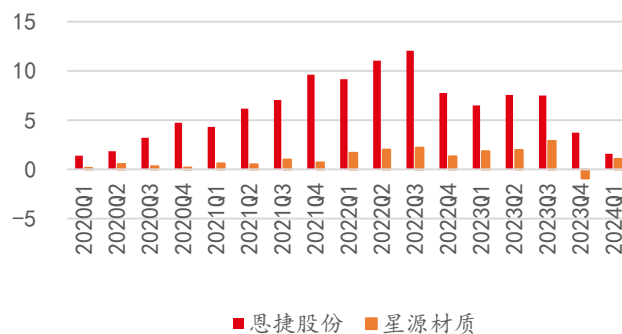
是隔膜单平净利的下滑，一方面和年末计提了一些比较大额的一次性费用有关（如和海外隔膜厂的专利诉讼调解费）。

图表34：隔膜企业季度营收规模（亿元）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

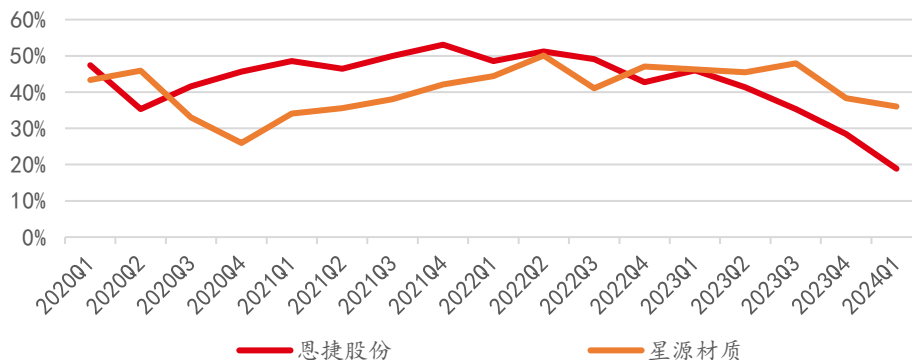
图表35：隔膜企业季度归母净利规模（亿元）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

隔膜龙头毛利率承压。从毛利率来看恩捷股份的毛利率下滑较为明显，24Q1 毛利率低于 20%，星源材质在 35-40%。

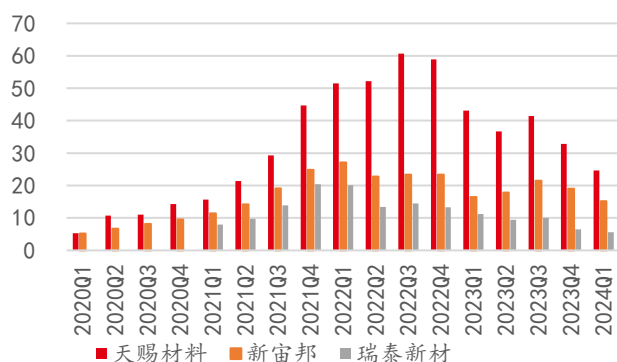
图表36：隔膜企业季度毛利率



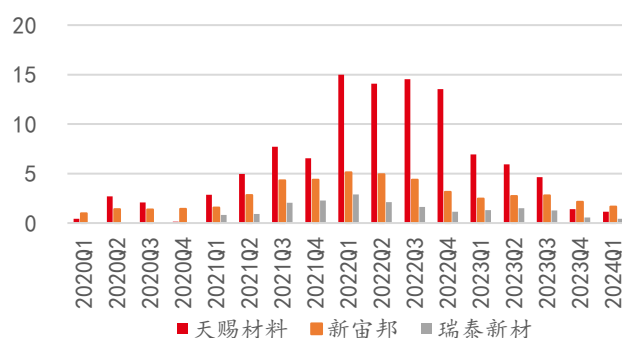
资料来源：Wind，中邮证券研究所

2.4 电解液

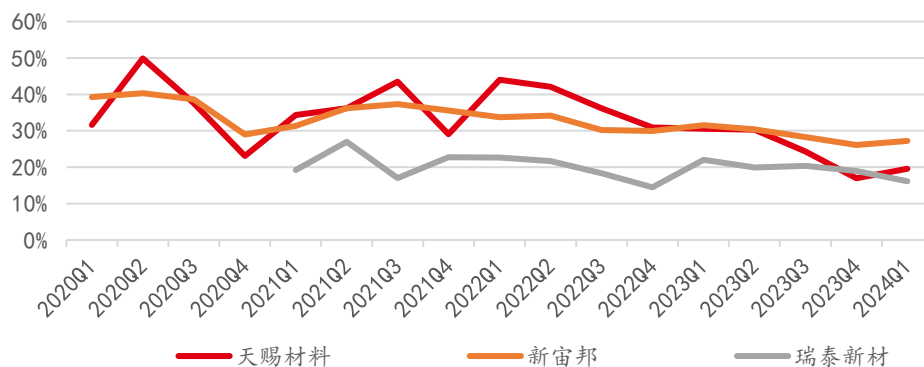
电解液环节龙头维持微利，毛利率拐点有所显现。随着产品售价和单吨净利的下降，电解液归母净利润的下滑幅度较大，23Q4 和 24Q1 仅有小幅盈利，头部厂商凭借一体化布局和优秀的成本控制能力维持微利，而三四线厂商则大规模亏损。从毛利率的情况来看，龙头公司毛利率在 23Q4 后初步显现拐点。

图表37：电解液企业季度营收规模（亿元）


资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表38：电解液企业季度归母净利规模（亿元）


资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表39：电解液企业季度毛利率


资料来源：Wind，中邮证券研究所

2.5 电池

随着上游材料成本回落，电芯价格下降约 50%。随着上游原材料价格的回落，电池价格也大幅下降。截至 2024 年一季度末，电芯价格都已回落至 0.5 元/wh 以下，相比高点降价约 50%。

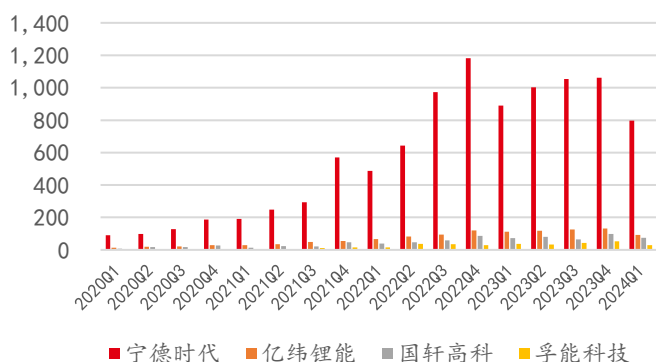
图表40：动力电池价格 单位：元/wh



资料来源：百川盈孚，中邮证券研究所

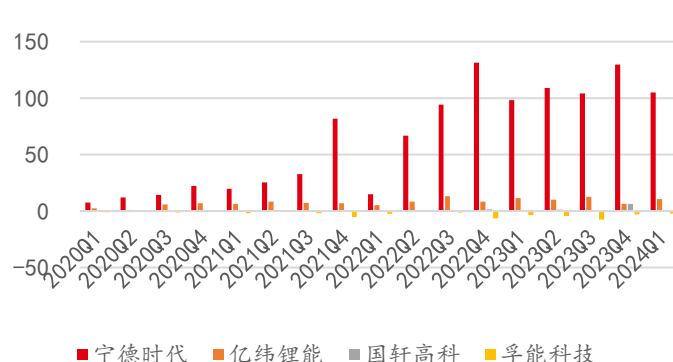
宁德时代一季报再超预期，盈利保持稳定。24Q1，宁德时代实现营业收入 797.71 亿元，同比-10%，环比-25%；实现归母净利润 105.10 亿元，同比+7%，环比-19%；实现扣非归母净利 92.47 亿元，同比+19%，环比-29%。电池销量约 95Gwh，同比增长约 35%。其中，动力约 76Gwh，占 80%；储能约 19Gwh，占 20%。我们测算公司平均单位盈利约 0.1 元/wh，较为稳定。

图表41：电池企业季度营收规模（亿元）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

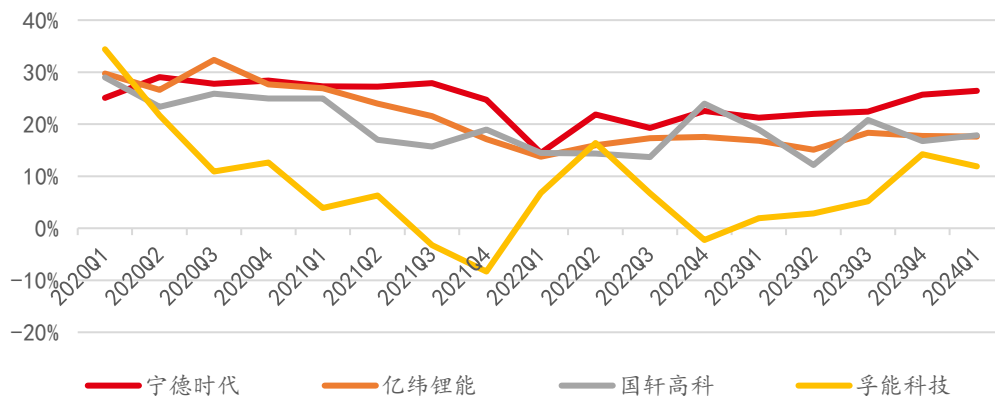
图表42：电池企业季度归母净利润规模（亿元）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

电池环节毛利率稳中有升。宁德时代毛利率逆势连续多个季度增长，盈利能力稳健；亿纬和国轩毛利率在 18%左右；孚能科技毛利率也有一定幅度提升，目前在 10%以上。

图表43：电池企业季度毛利率



资料来源：Wind，中邮证券研究所

3 风险提示

各国政策变化：如果国内外各国家政策发生变化，可能会影响新能源行业下游需求或者产业链进出口情况。

下游需求不及预期：行业下游需求可能会受到宏观经济、国际政治等诸多因素影响，如下游需求不及预期，可能会影响产业链景气度和上市公司业绩。

新技术发展不及预期：行业的新技术新产品存在开发的不确定性，也可能出现技术路线变更的可能性。

产业链材料价格波动风险：新能源行业上下游成本价格关系紧密，如发生产业链价格波动，可能会导致行业利润的变化和下游需求的变化。

行业竞争加剧风险：行业可能存在新进入者增加的情况，导致行业竞争加剧。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048