



汽车及汽车零部件行业研究

买入（维持评级）

 行业深度研究
证券研究报告

汽车组

分析师：陈传红（执业 S1130522030001） 联系人：胡媛媛

chenchuanhong@gjzq.com.cn

huyuan@gjzq.com.cn

锂电板块 2023&1Q24 财报业绩总结： 产能利用率回升，龙头业绩兑现中

趋势及观点

电池投资时钟理论：龙头业绩持续兑现，关注龙二边际改善。2H23-1Q24 行业库存周期及产能利用率周期分别触底、回升。根据电池投资时钟，在板块触底阶段迎接的是龙头行情，4Q23-1Q24 电池、结构件等环节龙头业绩超预期，龙头逻辑兑现中；此外，部分龙一产能利用率较高环节龙二边际向好，如隔膜、结构件环节等。

锂电材料板块 2023 年&1Q24 季度业绩总结：板块触底回升，业绩逐步回暖。

- 1. 电池：龙头优势明显，景气迎接反转。**板块扣非净利率 4Q23 触底、1Q24 回升，龙头盈利较行业走出独立表现。电池环节产能利用率在 1Q24 触底、回升，且预计逐月度提升（有望从 50%-60%恢复至 70%以上）；库存/营业成本在 4Q23 触底、1Q24 回升，板块景气度预计修复、盈利有望提升。
- 2. 隔膜：盈利阶段触底，排产快速回升。**2H23 开始板块盈利整体下滑，4Q23 二三线触底、亏损，1Q24 盈利逐步恢复。隔膜环节产能利用率在 1Q24 触底、回升，且预计逐月度提升（有望从 50%-60%恢复至 70%以上）；库存/营业成本在 4Q23 触底、1Q24 回升，板块景气、盈利有望迎来反转。
- 3. 电解液：盈利触底，逐步走向复苏。**2023 年受碳酸锂价格下行及六氟产能过剩加剧影响，行业盈利下降显著，2024 年 2 月六氟产能利用率达到历史新低 30%，4 月预计恢复至 40%。电解液、六氟周转快，行业库存水平较低。3-4 月以来，六氟加工费呈现小幅提升趋势。
- 4. 负极：低端负极价格触底，龙头成本优势继续维持。**2023 年受石墨化价格下行及负极产能过剩加剧影响，行业盈利下降显著。2024 年 2 月行业产能利用率为 52%，4 月提升至 63%。由于负极生产周期较长，存在供需阶段性错配，目前库存处于健康状态，排产领先于下游需求。3-4 月以来负极低端加工费呈现触底企稳趋势。
- 5. 正极&前驱体：铁锂加工费触底，三元前驱体盈利更优。**2024 年 2 月铁锂行业产能利用率为 30.8%，3 月提升至 40%，3-4 月下游温和补库、铁锂加工费弱修复。24Q1 三元正极产能利用率 41.8%，受益于下游排产提升，3 月产能利用率 46.6%，达近 6 个月峰值，且基于更高集中度，24Q1 三元前驱体盈利优于三元正极。
- 6. 结构件：伴随稼动率提升，行业盈利维持坚韧。**受益于排产提升，龙头/龙二 Q1 产能利用率分别达 70%以上/65%，预计伴随排产的持续上行，行业稼动率有望进一步提升，盈利有望维持坚韧。部分二线企业受益于自动化率、良率提升，业务经营向上改善显著。

成长龙头彰显“固收+”投资价值：我们从现金流视角挖掘板块公司潜在“固收+”属性。以电池龙头宁德时代为例，基于稳健息前税后利润，公司现金流实现穿越周期的正向循环，潜在分红率有望超预期，体现“固收”属性；此外所属下游动力、储能赛道具备成长性，彰显“固收+”投资价值。

投资建议与估值

我们根据电池投资时钟，将“2024 年产能利用率触底”修正为“2024 年产能利用率提升”，投资建议从买高成本差异赛道的龙头，修正为：关注产能利用率提升趋势下，各赛道龙一如宁德时代、科达利、恩捷股份等，以及龙一产能利用率比较高的赛道龙二，如隔膜环节星源材质、结构件环节震裕科技等。同时，关注板块具备“固收+”属性公司投资价值。

风险提示

下游新能源汽车、储能等场景需求不及预期，行业各产业链竞争加剧。



内容目录

一、电池投资时钟：龙头业绩持续兑现，关注龙二边际改善.....	4
二、电池&材料板块 2023&1Q24 财报业绩总结.....	4
2.1 电池子板块比较：电池、结构件环节表现亮眼.....	4
2.2 子板块总结.....	7
三、板块公司业绩总结及投资建议.....	15
3.1 宁德时代：全球市占率提升，现金流长期稳健.....	15
3.2 恩捷股份：出货保持高增，业绩短期承压.....	15
3.3 科达利：收入持续增长，盈利能力维持强劲.....	16
3.4 中伟股份：前驱体龙头地位稳固，持续推进一体化布局.....	17
3.5 天赐材料：单吨盈利触底，份额回升.....	17
3.6 尚太科技：24Q1 超预期，单吨盈利有望继续保持领先.....	18
3.7 湖南裕能：业绩领跑行业，展现公司经营能力.....	18
四、投资建议.....	19
五、风险提示.....	19

图表目录

图表 1： 宁德、科达利 4Q23-1Q24 扣非净利率提升.....	4
图表 2： 宁德、科达利及沪深 300 收盘价（元）.....	4
图表 3： 锂电产业链标的选择.....	4
图表 4： 2023 年锂电细分子板块业绩对比（亿元）.....	5
图表 5： 24Q1 锂电细分子板块业绩对比.....	5
图表 6： 电池板块单季度扣非净利率.....	8
图表 7： 电池板块在建工程/固定资产.....	8
图表 8： 电池板块月度产能利用率测算（GWh）.....	8
图表 9： 电池板块库存/营业成本 4Q23 触底&1Q24 回升.....	8
图表 10： 隔膜板块单季度扣非净利率.....	9
图表 11： 隔膜板块在建工程/固定资产.....	9
图表 12： 隔膜板块月度产能利用率测算（亿平）.....	9
图表 13： 隔膜板块库存/营业成本 4Q23 触底&1Q24 回升.....	9
图表 14： 三元正极产量、产能利用率.....	10
图表 15： 三元正极、前驱体企业 在建工程/固定资产.....	10
图表 16： 三元正极、LFP 正极材料价格（万元/吨）.....	10
图表 17： 正极企业业绩对比（2023，亿元，%）.....	11
图表 18： 正极企业业绩对比（1Q24，亿元，%）.....	11
图表 19： 正极&前驱体企业毛利率、扣非归母净利率.....	11
图表 20： 结构件企业毛利率、扣非净利率（%）.....	12
图表 21： 结构件企业 在建工程/固定资产.....	12
图表 22： 电解液（六氟磷酸锂）板块单季度扣非净利率.....	12



图表 23:	电解液板块在建工程/固定资产	12
图表 24:	电解液（六氟磷酸锂）存货/营业成本	13
图表 25:	六氟产能利用率	13
图表 26:	负极板块单季度扣非净利率	13
图表 27:	负极板块在建工程/固定资产	13
图表 28:	负极板块存货/营业成本	14
图表 29:	负极板块产能利用率走势	14
图表 30:	铁锂板块单季度扣非净利率	14
图表 31:	铁锂板块在建工程/固定资产	14
图表 32:	铁锂板块存货/营业成本	15
图表 33:	铁锂板块产能利用率	15
图表 34:	宁德收入、利润保持稳健增长（亿元）	15
图表 35:	宁德现金流保持高速增长	15
图表 36:	恩捷隔膜出货保持高增长（亿平）	16
图表 37:	恩捷收入、利润短期承压（亿元）	16
图表 38:	科达利收入、扣非净利润	16
图表 39:	科达利毛利率、扣非净利率	16
图表 40:	中伟股份营业收入、扣非净利润	17
图表 41:	中伟股份毛利率、扣非净利率	17
图表 42:	天赐材料营收/盈利	17
图表 43:	天赐材料毛利率/扣非净利率	17
图表 44:	尚太科技营收/盈利	18
图表 45:	尚太科技毛利率/扣非净利率	18
图表 46:	湖南裕能营收/盈利	18
图表 47:	湖南裕能毛利率/扣非净利率	18
图表 48:	锂电板块重点公司估值表（2024-2026 年）	19



一、电池投资时钟：龙头业绩持续兑现，关注龙二边际改善

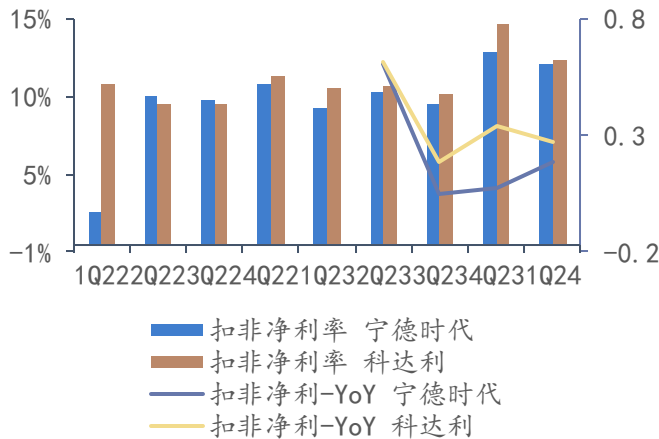
我们此前在《电池投资时钟——电池赛道景气度与产能、库存周期》中提到，在电池板块周期演绎过程中，行业熊转牛阶段主要是板块触底反转，迎接的是行业龙头行情。从库存周期看，2H23 电池、材料环节除负极偏高以外，行业的库存周期接近历史底部；从产能利用率周期看，1Q24 预计为产能利用率底部，后续行业景气度随产能利用率提升而修复。

从业绩上看，电池、结构件环节龙头公司 4Q23-1Q24 业绩高增、扣非利润率提升，其中宁德、科达利扣非净利率分别为 12%/12%、14%/12%，盈利能力明显修复。根据电池投资时钟，板块产能利用率及库存周期触底，龙头业绩开始兑现。

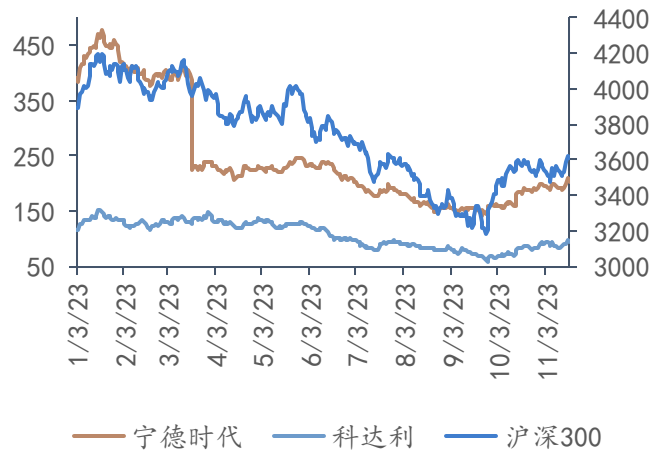
此外，部分龙一产能利用率较高赛道龙二逐步走出独立行情，如结构件环节震裕科技，1Q24 扣非利润转正为 0.38 亿元（3Q23、4Q23 分别 0.04、-0.18 亿元），根据财报主要系锂电业务产品质量赔偿事件影响消除，客户订单需求逐步恢复；星源材质 1Q24 扣非利润转正为 0.97 亿元（3Q23、4Q23 为 2.71、-0.29 亿元），同时与泰和新材成立合资公司星和电池材料扩大涂覆膜业务。

综上，我们在此篇报告中对电池投资时钟理论进一步修正：根据电池投资时钟，将“2024 年产能利用率触底”修正为“2024 年产能利用率提升”，投资建议从买高成本差异赛道的龙头，修正为关注产能利用率提升趋势下，各赛道龙一以及龙一产能利用率比较高的赛道龙二，如隔膜、结构件等。

图表1：宁德、科达利 4Q23-1Q24 扣非净利率提升



图表2：宁德、科达利及沪深 300 收盘价 (元)



来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

二、电池&材料板块 2023&1Q24 财报业绩总结

2.1 电池子板块比较：电池、结构件环节表现亮眼

我们针对锂电板块 2023 的财报进行总结分析，分析对象选择锂电板块的 30 家上市公司。为了更好地剖析锂电各细分环节的经营情况，我们根据公司主营业务划分为 9 个细分行业：电池、隔膜、正极-三元、正极-三元前驱体、正极-LFP、负极、电解液、结构件、辅材。

图表3：锂电产业链标的选择

细分板块	股票代码	公司名称	细分板块	股票代码	公司名称
电池	300750.SZ	宁德时代	正极-三元前驱体	603799.SH	华友钴业
	300014.SZ	亿纬锂能		300919.SZ	中伟股份
	002074.SZ	国轩高科		002340.SZ	格林美
	300207.SZ	欣旺达		835185.BJ	贝特瑞
	688567.SH	孚能科技		603659.SH	璞泰来
	300438.SZ	鹏辉能源		300035.SZ	中科电气
隔膜	002812.SZ	恩捷股份	负极	001301.SZ	尚太科技
	300568.SZ	星源材质		002709.SZ	天赐材料
			电解液		



	002108.SZ	沧州明珠		300037.SZ	新宙邦
	300073.SZ	当升科技		002407.SZ	多氟多
正极-三元	688005.SH	容百科技	结构件	002850.SZ	科达利
	688707.SH	振华新材		300953.SZ	震裕科技
	688779.SH	长远锂科		688733.SH	壹石通
正极-LFP	300769.SZ	德方纳米	辅材	688116.SH	天奈科技
	301358.SZ	湖南裕能		002068.SZ	黑猫股份

来源：公司公告，国金证券研究所

图4：2023年锂电细分子板块业绩对比（亿元）

细分板块	营业收入	同比 (%)	扣非归母净利润	同比 (%)	毛利率	同比 pct	扣非归母净利率	同比 pct	期间费用率	同比 pct	研发费率	同比 pct	存货周转天数	同比 (天)	应收账款周转天数	同比 (天)	经营性现金流/收入	同比 pct
电池	5525	20%	423	37%	21%	2%	8%	1%	11%	0%	5%	0%	77	-8	66	29	20%	6%
隔膜	177	-3%	32	-33%	35%	-8%	18%	-8%	13%	2%	6%	0%	83	-15	185	98	23%	12%
正极-三元	554	-34%	24	-62%	10%	-3%	4%	-3%	4%	0%	2%	0%	40	-1	85	52	9%	6%
正极-三元前驱体	1311	7%	44	-30%	14%	-2%	3%	-2%	8%	0%	3%	0%	81	-16	51	24	8%	10%
正极-LFP	583	-11%	-2	-103%	5%	-9%	0%	-8%	4%	0%	2%	0%	30	-11	55	25	11%	24%
负极	498	-3%	42	-34%	23%	-2%	8%	-4%	10%	0%	5%	0%	131	-2	86	42	14%	18%
电解液	348	-21%	33	-64%	23%	-11%	9%	-11%	11%	2%	5%	0%	45	-10	84	53	17%	0%
结构件	165	15%	12	24%	19%	0%	7%	1%	10%	0%	5%	0%	40	-14	98	43	1%	4%
辅材	113	-8%	-1	-113%	7%	-2%	-1%	-5%	7%	2%	2%	1%	39	-10	83	43	7%	7%

来源：公司公告，国金证券研究所

图5：24Q1锂电细分子板块业绩对比

24Q1	营收 (亿元)	同比	环比	扣非归母净利润 (亿元)	同比	环比	毛利率	同比 pct	环比 pct	扣非归母净利率	同比 pct	环比 pct	存货周转天数	同比 (天)	环比 (天)	经营性现金流/收入	同比 pct	环比 pct
电池	1,121	-10%	-25%	101	26%	-27%	24%	4%	1%	9%	3%	0%	75	-20	15	23%	6%	-8%
隔膜	36	-8%	-19%	3	-65%	-15%	22%	-20%	-6%	9%	-14%	0%	132	-4	28	14%	-8%	13%
正极-三元	69	-59%	-35%	-1	-111%	-154%	6%	-4%	-3%	-1%	-6%	-3%	64	9	14	-58%	-36%	-92%
正极-三元前驱体	326	-2%	-3%	13	-4%	988%	13%	-1%	0%	4%	0%	4%	97	-11	-3	6%	9%	-8%
正极-LFP	64	-65%	-34%	0	亏损	亏损	5%	2%	6%	-1%	2%	6%	40	2	10	-13%	-2%	-46%
负极	85	-32%	-23%	8	-18%	6%	25%	2%	-3%	10%	2%	3%	238	50	36	-10%	-7%	-34%
电解液	61	-28%	-27%	3	-71%	-25%	17%	-8%	0%	5%	-7%	0%	65	-2	12	-17%	-22%	-37%
结构件	40	16%	-12%	3	36%	-10%	19%	-1%	0%	8%	1%	0%	50	-22	4	1%	10%	-11%
辅材	28	8%	-10%	0	转正	-68%	9%	3%	-3%	1%	4%	-2%	47	-23	5	4%	21%	-14%

来源：公司公告，国金证券研究所

(1) 营业收入分析：

从营业收入同比增速看，2023年锂电细分子行业营收同比增长整体放缓，板块间分化明显，电池和结构件同比维持高增。2023年电池板块细分子行业营收同比增速由高至低依次为：电池(+20%)>结构件(+15%)>正极-三元前驱体(+7%)>负极(-3%)>隔膜(-3%)>辅材(-8%)>正极-LFP(-11%)>电解液(-21%)>正极-三元(-34%)。

单24Q1同比增速看，结构件同比增长。1Q24电池板块细分子行业营收同比增速由高至低依次为：结构件(+16%)>辅材(+8%)>正极-三元前驱体(-2%)>隔膜(-8%)>电池(-74%)>负极(-32%)>电解液(-28%)>正极-三元(-59%)>正极-LFP(-65%)。

(2) 扣非归母净利润分析：



从扣非归母净利润同比增速看，2023 年仅电池和结构件维持同比正增长。细分子行业扣非归母净利润增速由高至低依次为：电池 (+37%) > 结构件 (+24%) > 正极-三元前驱体 (-30%) > 隔膜 (-33%) > 负极 (-34%) > 正极-三元 (-62%) > 电解液 (-64%) > 正极-LFP (-103%) > 辅材 (-113%)。

单 24Q1 同比增速看，结构件、电池环节同比正增。1Q24 扣非归母净利润同比增速由高到低依次为：结构件 (+36%) > 电池 (+26%) > 正极-三元前驱体 (-4%) > 负极 (-18%) > 隔膜 (-65%) > 电解液 (-71%) > 正极-三元 (-111%)，LFP 正极环节同比减亏，辅材环节盈利同比转正。

(3) 毛利率分析：

从毛利率水平看，2023 年隔膜毛利率较高。各个细分子行业毛利率由高至低依次为：隔膜 (35%) > 负极 (23%) > 电解液 (23%) > 结构件 (19%) > 正极-三元前驱体 (14%) > 正极-三元 (10%) > 辅材 (7%) > 正极-LFP (5%)。

从毛利率同比变动看，2023 年仅电池环节毛利率同比上升。具体看，毛利率同比变动方面，电池 (+2pct) > 结构件 (-0pct) > 负极 (-2pct) > 辅材 (-2pct) > 正极-三元前驱体 (-2pct) > 正极-三元 (-3pct) > 隔膜 (-8pct) > 正极-LFP (-9pct) > 电解液 (-11pct)。

单 24Q1 同比变动看，辅材、负极、LFP 正极、电池环节改善。1Q24 毛利率同比变动由高到低依次为：辅材 (+3pct) > 负极 (+2pct) > 正极-LFP (+2pct) > 电池 (+1pct) > 结构件 (-1pct) > 正极-三元前驱体 (-1pct) > 正极-三元 (-4pct) > 电解液 (-8pct) > 隔膜 (-20pct)。

(4) 扣非归母净利率分析：

从扣非归母净利率水平看，2023 年隔膜环节净利率较高。各个细分子行业净利率由高至低依次为：隔膜 (18%) > 电解液 (9%) > 电池 (8%) > 负极 (8%) > 结构件 (7%) > 正极-三元 (4%) > 正极-三元前驱体 (3%) > 正极-LFP (0%) > 辅材 (-1%)。

从扣非归母净利率同比变动看，2023 年电池和结构件环节净利率呈上升趋势。具体看，净利率同比变动方面，电池 (+1pct) > 结构件 (+1pct) > 正极-三元前驱体 (-2pct) > 正极-三元 (-3pct) > 负极 (-4pct) > 辅材 (-5pct) > 正极-LFP (-8pct) > 隔膜 (-8pct) > 电解液 (-11pct)。

单 24Q1 同比变动看，辅材、LFP 正极、电池、结构件、负极等环节同比提升。1Q24 由高到低排序为：辅材 (+4pct) > 电池 (+3pct) > 正极-LFP (+2pct) > 负极 (+2pct) > 结构件 (+1pct) > 正极-三元前驱体 (-0pct) > 正极-三元 (-6pct) > 电解液 (-7pct) > 隔膜 (-14pct)。

(5) 期间费用率分析：

从期间费用率水平看，23 年隔膜、电池环节期间费用率较高。各个细分子行业期间费用率由高至低依次为：隔膜 (13%) > 电池 (11%) > 电解液 (11%) > 结构件 (10%) > 负极 (10%) > 正极-三元前驱体 (8%) > 辅材 (7%) > 正极-LFP (4%) > 正极-三元 (4%)。

从期间费用率同比变动看，2023 年各环节期间费用率均同比上升。具体看，期间费用率同比变动方面，辅材 (+2.1pct) > 电解液 (+1.8pct) > 隔膜 (+1.6pct) > 正极-LFP (+0.4pct) > 电池 (+0.3pct) > 正极-三元前驱体 (+0.3pct) > 结构件 (+0.2pct) > 负极 (+0.2pct) > 正极-三元 (+0.1pct)。

(6) 研发费率分析：

从研发费率水平看，2023 年隔膜、结构件、电池环节研发费率较高。各个细分子行业研发费率由高至低依次为：隔膜 (5.7%) > 结构件 (5.4%) > 电池 (4.9%) > 电解液 (4.8%) > 负极 (4.6%) > 正极-三元前驱体 (2.8%) > 正极-三元 (2.2%) > 正极-LFP (1.6%) > 辅材 (1.5%)。

从研发费率同比变动看，2023 年辅材、隔膜、正极-LFP 环节研发费率有所增加。具体看，研发费率同比变动方面，辅材 (0.64pct) > 电解液 (0.46pct) > 隔膜 (0.37pct) > 正极-LFP (0.25pct) > 结构件 (0.01pct) > 电池 (-0.18pct) > 正极-三元前驱体 (-0.25pct) > 负极 (-0.30pct) > 正极-三元 (-0.05pct)。

7) 应收账款周转分析：

从应收账款周转天数指标看，2023 年隔膜环节较高。由低到高依次为：正极-三元前驱体 (51 天) < 正极-LFP (55 天) < 电池 (66 天) < 辅材 (83 天) < 电解液 (84 天) < 正极-三元 (85 天) < 负极 (86 天) < 结构件 (98 天) < 隔膜 (185 天)。



从应收账款周转天数同比变动看，2023 年各板块均同比上升。由低到高依次为：正极-三元前驱体(+24 天)<正极-LFP(+25 天)<电池(+29 天)<负极(+42 天)<结构件(+43 天)<辅材(+43 天)<正极-三元(+52 天)<电解液(+53 天)<隔膜(+98 天)。

单 24Q1 同比变动看，24Q1 仅结构件、辅材环节应收账款周转天数同比缩短。24Q1 同比变动由低到高排序依次为：辅材(-14 天)<结构件(-9 天)<正极-三元前驱体(+0 天)<电池(+18 天)<隔膜(+28 天)<电解液(+28 天)<负极(+32 天)<正极-LFP(+43 天)<正极-三元(+54 天)。

(8) 经营性现金流分析：

从“经营性现金流/营收”指标看，2023 年隔膜、电池环节领先。从高到低排序为：隔膜(23%)>电池(20%)>电解液(17%)>负极(14%)>正极-LFP(11%)>正极-三元(9%)>正极-三元前驱体(8%)>辅材(7%)>结构件(1%)。

从“经营性现金流/营收”同比变动情况来看，2023 年各环节均同比上升。从高到低排序为：正极-LFP(+24pct)>负极(+18pct)>隔膜(+12pct)>正极-三元前驱体(+10pct)>辅材(+7pct)>正极-三元(+6pct)>电池(+6pct)>结构件(+4pct)>电解液(+0pct)。

单 24Q1 同比变动看，1Q24 辅材、结构件、三元前驱体等环节同比改善。1Q24 同比变动由高到低排序依次为：辅材(+21pct)>结构件(+10pct)>三元前驱体(+9pct)>正极-LFP(-2pct)>负极(-7pct)>隔膜(-8pct)>电池(-9pct)>电解液(-22pct)>正极-三元(-36pct)。

(9) 存货分析：

从存货周转天数上看，2023 年负极、隔膜环节较高。从低到高排序为：正极-LFP(30 天)<辅材(39 天)<正极-三元(40 天)<结构件(40 天)<电解液(45 天)<电池(77 天)<正极-三元前驱体(81 天)<隔膜(83 天)<负极(131 天)。

从存货周转天数的同比变动来看，2023 年各环节均同比下降。同比变动从低到高排序为：正极-LFP(-16 天)<隔膜(-15 天)<结构件(-14 天)<正极-LFP(-11 天)<电解液(-10 天)<辅材(-10 天)<电池(-8 天)<负极(-2 天)<正极-三元(-1 天)。

单 24Q1 同比变动看，辅材、结构件、电池等环节存货周转天数同比下降。1Q24 由低到高排序为：辅材(-23 天)<结构件(-22 天)<电池(-20 天)<正极-三元前驱体(-11 天)<隔膜(-4 天)<电解液(-2 天)<正极-LFP(+2 天)<正极-三元(+9 天)<正极-LFP(+50 天)。

2.2 子板块总结

电池：龙头优势明显，景气迎接反转

出货保持高增，价格降幅较大。根据工信部，2023 年我国锂电池产量超过 940GWh，YoY+25%；其中消费、动力、储能产量分别 80、675、185GWh。锂电池行业总产值超过 1.4 万亿元，其中出口总额达到 4574 亿元，YoY+33%。此外，根据 EVTank，2023 年全球锂电池出货量达 1203GWh，YoY+26%；其中动力、储能、小型电池分别 865、224、113GWh，YoY 分别+27%、+41%、-1%。从集中度看，2023 年全球锂电池出货量 CR3 超过 53%，出货量前三的企业分别为宁德时代、比亚迪、LG 新能源，市占率分别 30%、13%、10%。此外，从电池价格看，2023 年全年锂电池行业价格出现明显下降，电芯价格降幅超过 50%。

1Q24 出货&价格：根据工信部，2024 年 1-2 月我国锂电池总产量超过 117GWh，YoY+15%，延续增长态势；其中动力装机、储能产量分别约 50、17GWh，出口额达到 619 亿元。价格端，根据高工锂电及国家统计局相关数据，2024 年 3 月份锂电池制造价格下降 0.9%。

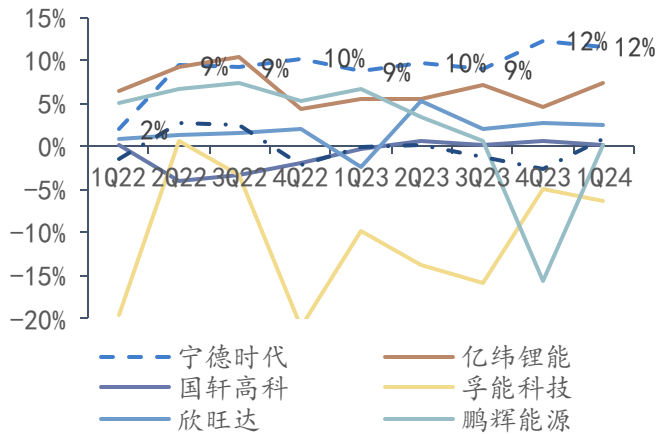
从在建工程/固定资产指标看，3Q22 宁德时代与二三线电池厂呈现交叉，说明宁德时代逆势扩张，二三线因盈利等原因无法扩产；4Q23-1Q24 二三线电池厂在建工程/固定资产收敛、宁德时代平缓，说明板块产能利用率触底回升、景气拐点向上。

电池时钟&投资建议：在行业复苏期，龙头公司固定资产增速高于二三线公司、市占率提升，过渡到二三线开工率&盈利提升、新增产能开始转固投放，而熊转牛阶段迎接的是板块龙头行情。根据测算，电池环节产能利用率在 1Q24 触底、回升，且产能利用率预计逐月度提升（有望从 50%-60%恢复至 70%以上）；此外，电池板块库存/营业成本在 4Q23 触底、1Q24 回升（行业分别为 0.3、1.2）。从电池板块公司 4Q23-1Q24 扣非净利率、在建工程/固定资产等指标看，龙头公司 4Q23-1Q24 盈利能力较行业走出独立表现，同时板块扣非净利率 4Q23 触底、1Q24 回升；在建工程/固定资产二三线与龙头差距收敛。综上产

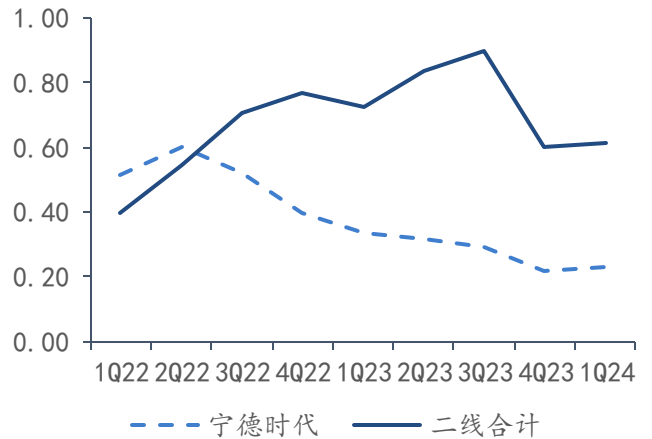


能利用率&库存周期双触底、回升，板块盈利能力预计迎来反转。

图表6: 电池板块单季度扣非净利率



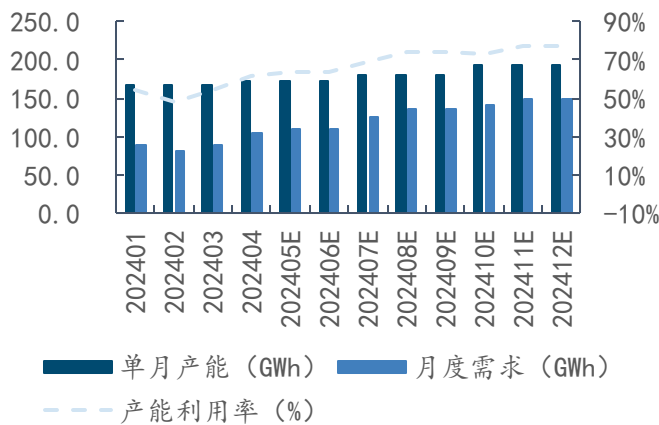
图表7: 电池板块在建工程/固定资产



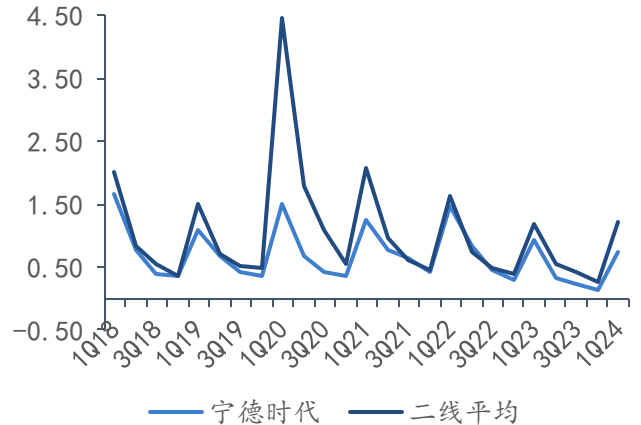
来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

图表8: 电池板块月度产能利用率测算 (GWh)



图表9: 电池板块库存/营业成本 4Q23 触底&1Q24 回升



来源: 各公司公告、隆众资讯、国金证券研究所测算

来源: Wind、国金证券研究所

隔膜: 盈利阶段触底, 排产快速回升

出货同比高增, 价格回调较大。根据鑫椏锂电, 2023 年全球锂电池隔膜产量达 204 亿平, YoY+30%; 国内隔膜产量达 175 亿平, YoY+35%。分产品类别看, 国内湿法产量达 125 亿平, YoY+28%; 国内干法产量达 50 亿平, YoY+58%, 干法同比提升较大主要系国产化进程提前、动储对干法需求提升。集中度看, 行业 CR3 略有下降达 70% (YoY-3.5pct), 主要系二线梯队河北金力、江苏厚生等投产后参与市场竞争份额小幅提升。此外, 价格端, 2023 年底基膜价格出现大幅下滑, 全年累计降幅达 24%, 同时伴随涂覆材料价格回归理性, 涂覆膜价格快速回落。

1Q24 出货&价格: 根据鑫椏锂电统计, 2024 年 1-2 月隔膜行业合计排产 24 亿平, YoY+15%; 4 月份恩捷、星源以及中材排产分别 YoY+31%、110%、62%, QoQ+10%以上, 隔膜需求延续高景气。价格端, 根据隆众资讯, 2024 年 4 月国内湿法价格或以弱稳为主, 需求支撑或略有好转。

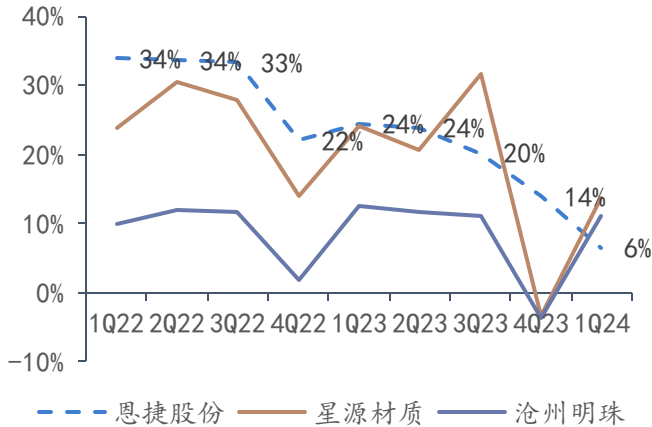
从在建工程/固定资产指标看, 2022 年恩捷股份与二三线呈现交叉、始终保持较低比值, 龙头公司转固速度快于二三线公司, 后者或因盈利等原因无法扩产; 2H23-1Q24 二三线隔膜厂在建工程/固定资产小幅收敛 (龙二不明显)、恩捷股份平缓, 预示板块产能利用率触底回升、景气拐点向上。

电池时钟&投资建议: 根据测算, 隔膜环节产能利用率在 1Q24 触底、回升, 且产能利用率预计逐月度提升 (有望从 50%-60%恢复至 70%以上); 此外, 隔膜板块库存/营业成本在 4Q23 触底、1Q24 回升。从隔膜板块公司 4Q23-1Q24 扣非净利率、在建工程/固定资产等指标看, 隔膜板块 2H23 开始盈利整体下滑, 4Q23 二三线触底、亏损, 1Q24 盈利逐步恢

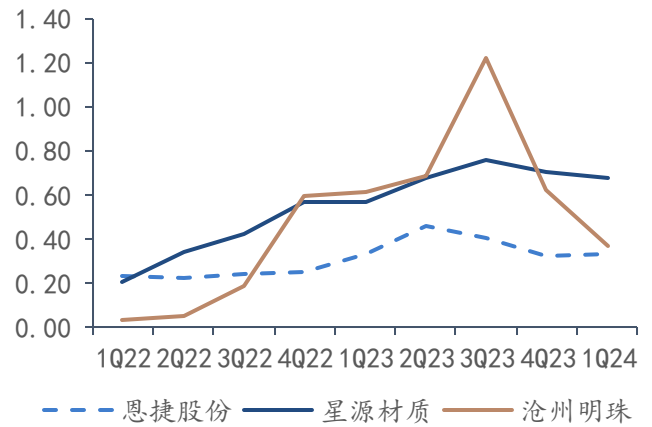


复；在建工程/固定资产二三线与龙头差距小幅收敛、板块景气迎来反转。

图表10：隔膜板块单季度扣非净利率



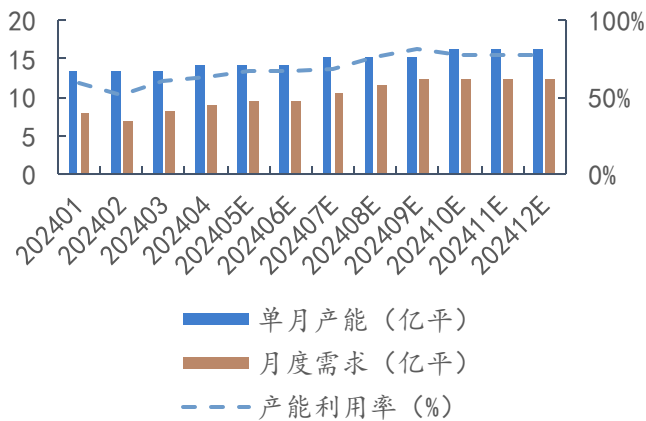
图表11：隔膜板块在建工程/固定资产



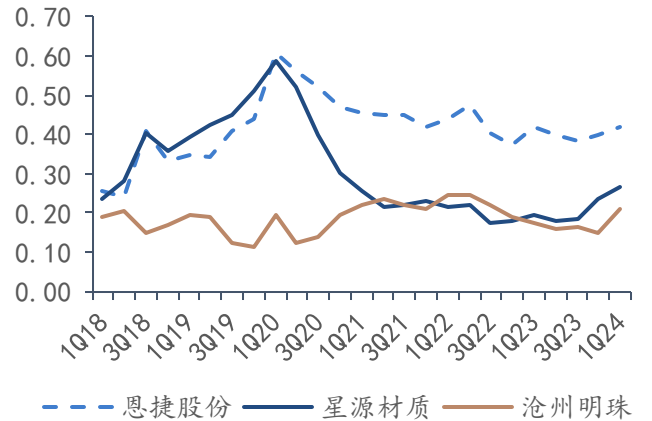
来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

图表12：隔膜板块月度产能利用率测算（亿平）



图表13：隔膜板块库存/营业成本 4Q23 触底&1Q24 回升



来源：各公司公告、隆众资讯、国金证券研究所测算

来源：Wind、国金证券研究所

三元正极：格局集中带来议价提升，上游前驱体行业盈利能力优于下游三元正极

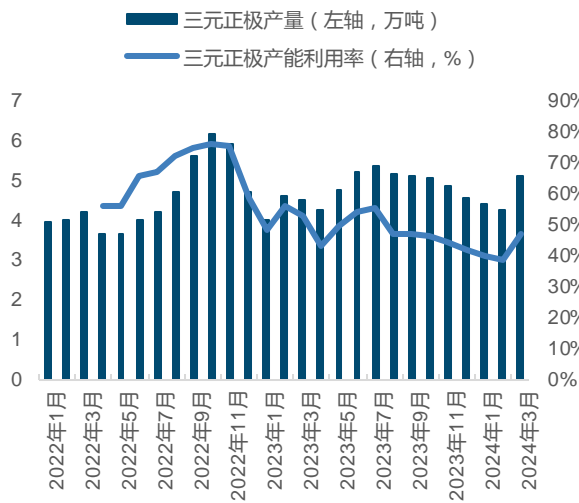
量：24 年 3 月产能利用率显著提升。根据隆众资讯，2023 年三元正极材料国内产量 57.43 万吨，同比+4.82%，产能利用率 48.43%；24Q1 三元正极材料国内产量 13.73 万吨，同比+2.77%，产能利用率 41.79%。受益于下游排产提升，3 月正极行业产能利用率 46.6%，达近 6 个月最高值。

从在建工程/固定资产看，23 年中伟股份仍保持较高在建工程，其他三元正极及前驱体企业均显著下滑，预计伴随下游需求上行，行业产能利用率有望上行。

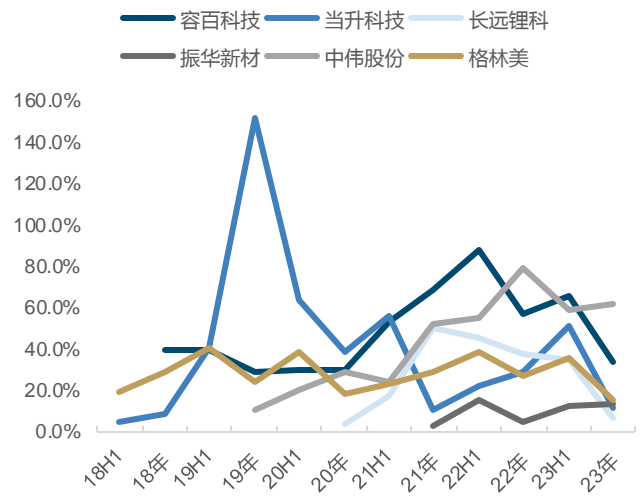
价：24Q1 三元材料价格触底企稳。2023 年三元材料 523（含税）单位平均价格 21.16 万元/吨，同比下降 37.19%；三元材料 622（含税）单位平均价格 22.18 万元/吨，同比下降 35.92%；三元材料 811（含税）单位平均价格 27.11 万元/吨，同比下降 29.41%。24Q1 三元材料 523（含税）单位平均价格 12.30 万元/吨，环比下降 19.01%；三元材料 622（含税）单位平均价格 13.27 万元/吨，环比下降 18.03%；三元材料 811（含税）单位平均价格 16.44 万元/吨，环比下降 14.36%。



图表14: 三元正极产量、产能利用率



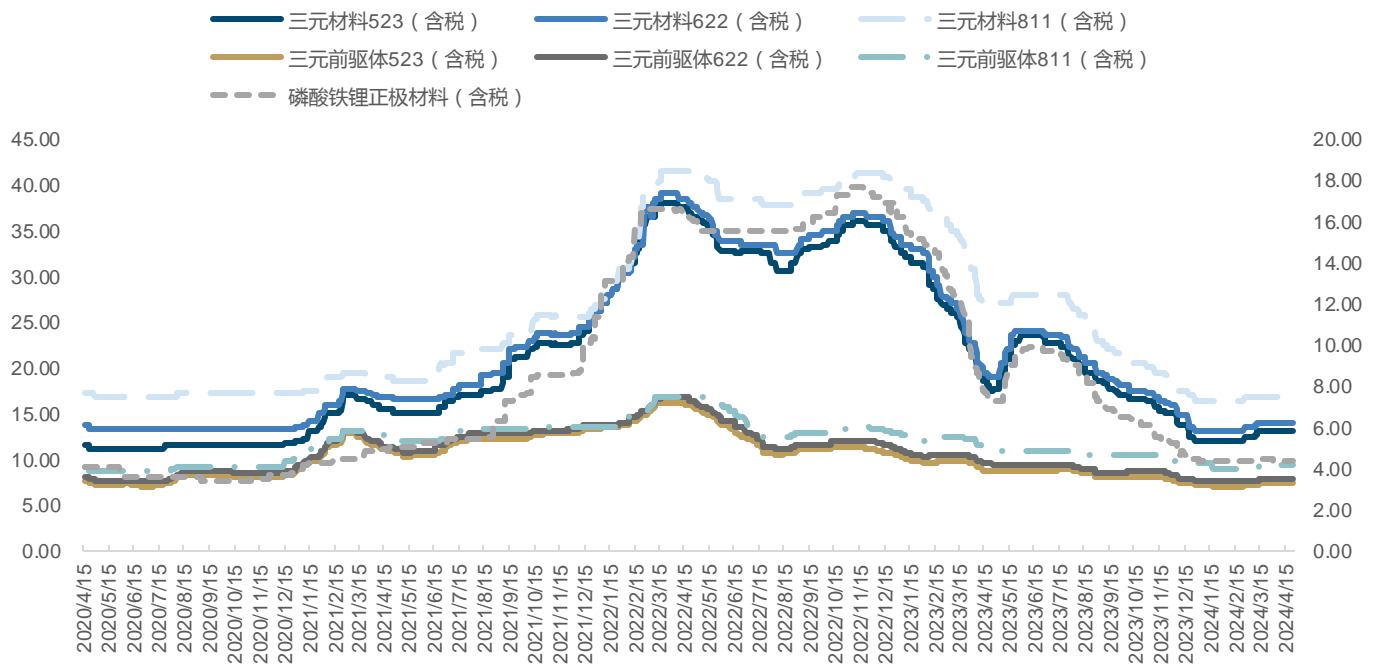
图表15: 三元正极、前驱体企业在建工程/固定资产



来源: 隆众资讯, 国金证券研究所

来源: iFinD, 国金证券研究所

图表16: 三元正极、LFP 正极材料价格 (万元/吨)



来源: 中华商务网, 国金证券研究所

24Q1 三元前驱体盈利能力优于三元正极。根据起点研究, 23H1 我国三元前驱体市场 TOP4 企业份额约 70-75%, 集中度较高; 而根据 ev tank, 2023 年我国三元正极行业 TOP7 企业份额合计约 70%, 上游前驱体高集中度和下游三元正极行业相对分散的竞争格局一定程度上加强了前驱体头部企业的议价能力。

具体看, 2023 年三元正极企业 (容百科技、当升科技、长远锂科、振华新材) 营收同比 -34%, 扣非归母净利润同比 -62%, 毛利率 10%, 同比 -3pct, 净利率 4%, 同比 -3pct; 三元前驱体企业 (华友钴业、中伟股份、格林美) 营收同比 +7%, 扣非归母净利润同比 -30%, 毛利率 14%, 同比 -2pct, 净利率 3%, 同比 -2pct。24Q1, 三元正极企业 (容百科技、当升科技、长远锂科、振华新材) 营收同比 -59%, 扣非归母净利润同比 -111%, 毛利率 6%, 同比 -4pct, 净利率 -1%, 同比 -6pct; 三元前驱体企业 (华友钴业、中伟股份、格林美) 营收同比 -2%, 扣非归母净利润同比 -4%, 毛利率 13%, 同比 -1pct, 净利率 4%, 同比 -0pct。



图表17: 正极企业业绩对比 (2023, 亿元, %)

股票名称	营收	扣非归母 净利润	毛利率	研发费率	扣非归母 净利率	经营性现 金流/营业 收入	应收账款 周转天数	存货周转 天数
当升科技	151.27	19.80	18.1%	2.7%	13.1%	8.1%	78.59	39.29
容百科技	226.57	5.15	8.6%	1.6%	2.3%	7.9%	45.51	31.92
振华新材	68.76	0.98	6.8%	1.2%	1.4%	23.6%	58.42	71.82
长远锂科	107.29	-1.81	4.4%	3.5%	-1.7%	1.0%	85.91	38.41
华友钴业	663.04	30.93	14.1%	2.2%	4.7%	5.3%	33.06	80.41
中伟股份	342.73	15.87	13.9%	3.1%	4.6%	12.8%	32.70	81.44
格林美	305.29	-2.41	12.2%	3.9%	-0.8%	7.1%	54.98	81.53

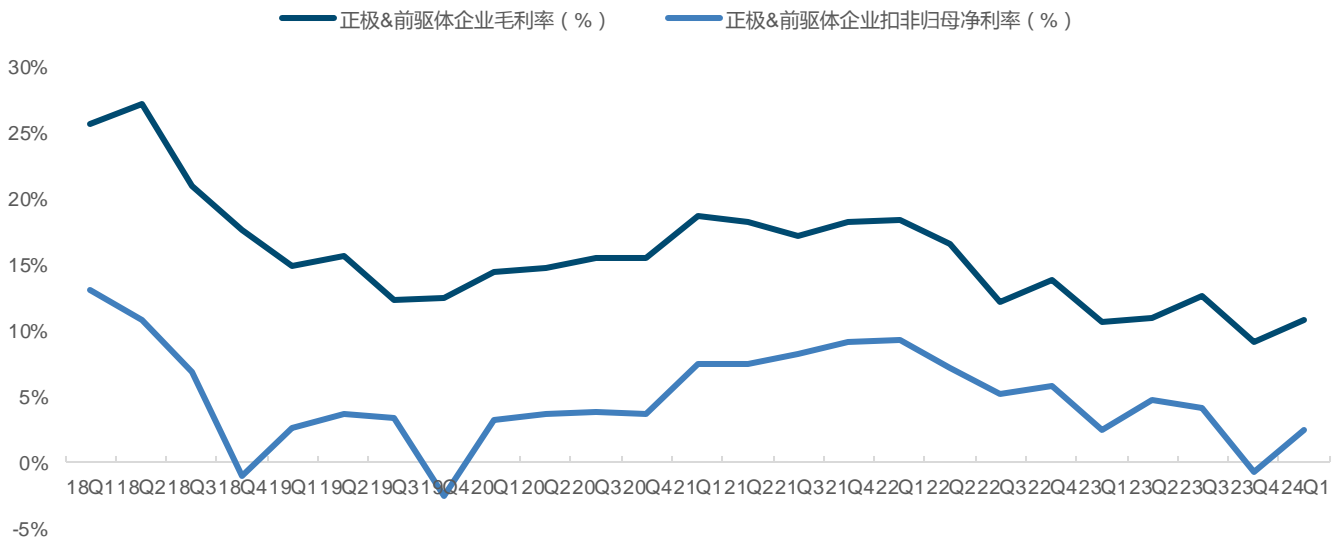
来源: iFinD, 国金证券研究所

图表18: 正极企业业绩对比 (1Q24, 亿元, %)

股票名称	营收	扣非归母 净利润	毛利率	研发费率	扣非归母 净利率	经营性现 金流/营业 收入	应收账款 周转天数	存货周转 天数
当升科技	15.17	1.04	14.89%	3.32%	6.9%	-9.74%	158.47	57.24
容百科技	36.92	-0.38	5.15%	1.50%	-1.0%	-27.13%	91.84	40.23
振华新材	6.36	-1.38	-14.07%	1.42%	-21.8%	-207.12%	156.78	177.45
长远锂科	10.88	-0.09	8.40%	3.33%	-0.9%	-142.81%	185.59	72.12
华友钴业	149.63	5.68	12.10%	2.47%	3.8%	6.21%	45.97	99.53
中伟股份	92.92	3.40	13.52%	2.31%	3.7%	8.41%	41.53	87.43
格林美	83.54	3.79	13.29%	3.52%	4.5%	4.27%	78.13	104.93

来源: iFinD, 国金证券研究所

图表19: 正极&前驱体企业毛利率、扣非归母净利率



来源: iFinD, 国金证券研究所

结构件: 盈利能力持续稳健, 产能利用率有望进一步提升

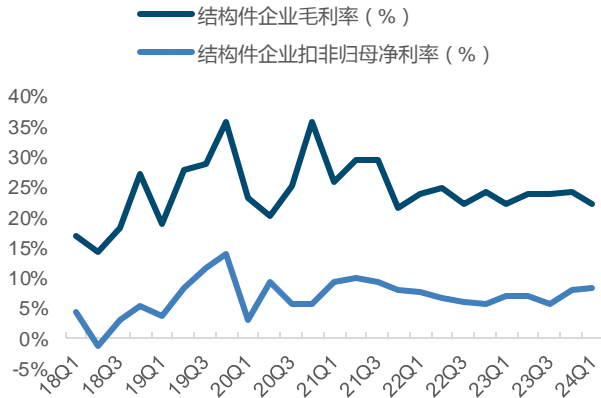
整体降价压力可控, 伴随稼动率提升提升、自动化水平提升, 结构件企业的整体盈利能力维持坚韧, 部分企业向上改善显著。2023年, 结构件企业(科达利、震裕科技)营收同比+15%, 扣非归母净利润同比+24%, 毛利率 19.3%, 同比-0.31pct, 净利率 7%, 同比+1pct。24Q1, 结构件企业(科达利、震裕科技)营收同比+16%, 扣非归母净利润同比+36%, 毛利率 19%, 同比-1pct, 扣非归母净利率 8%, 同比+1pct。受益于稼动率提升, 海外工厂盈利改善, 科达利 Q1 业绩整体稳健; 受益于自动化率提升、良率提升、稼动率提升, 震裕科技 Q1 结构件业务营收、利润同比均显著改善。

产能扩张显著放缓, 产能利用率有望进一步提升。从在建工程/固定资产看, 23年结构件企业整体的在建工程/固定资产比例显著较前几年降低, 伴随需求的逐季度提升, 后续

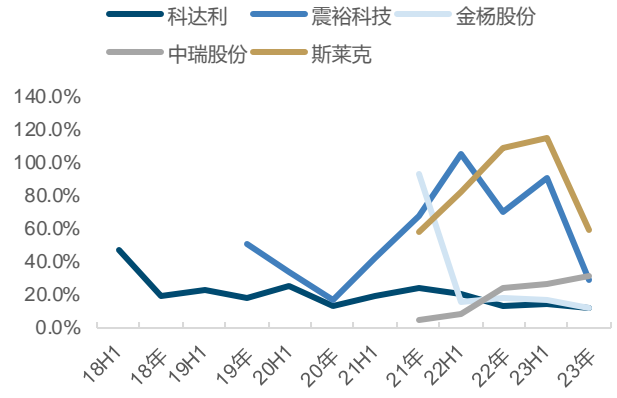


季度的行业产能利用率有望进一步上行。

图表20: 结构件企业毛利率、扣非净利率 (%)



图表21: 结构件企业在建工程/固定资产



来源: iFind, 国金证券研究所

来源: iFind, 国金证券研究所

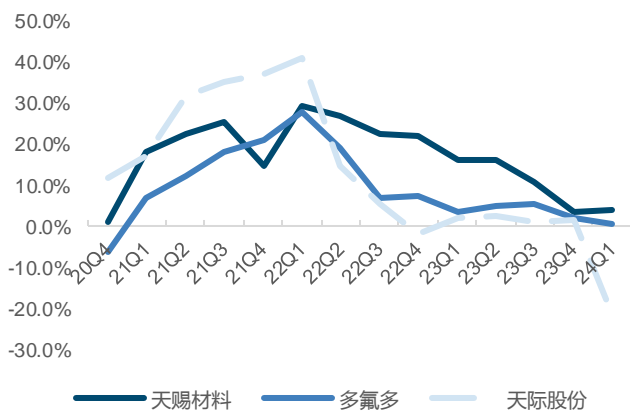
电解液: 盈利阶段触底, 产能利用率稳步提升

根据 EVTank 统计数据显示, 2023 年, 全球锂离子电池电解液出货量达到 131.2 万吨, 同比增长 25.8%, 其中中国电解液出货量为 113.8 万吨, 同比增长 27.7%, 中国电解液出货量的全球占比继续提升至 86.7%。集中度看, 从中国主要电解液企业来看, 天赐材料以接近 40 万吨的出货量排名第一, 国内市场份额为 34.7%, 相比 2022 年有所下降。数据显示, 2023 年前十企业中同比增速最快的企业为比亚迪, 其出货量同比增长 86.3%, 国内市场份额提升至 16.7%。2023 年全球六氟磷酸锂出货量增长 26.1% 达到 16.9 万吨。三家企业合计市场份额达到 62.7%, 相比 2022 年的 50.4% 进一步提升。

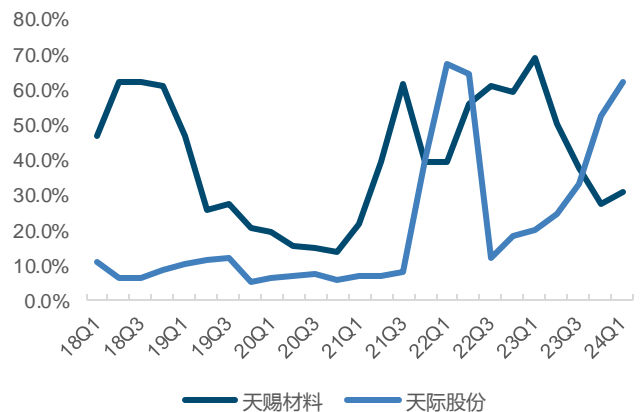
1Q24 出货&价格: 根据统计, 2024 年 1-3 月六氟磷酸锂行业合计排产 2.86 万吨, YoY+26%; 根据隆众资讯, 2024 年 4 月国内六氟磷酸锂均价约为 7.2 万元, 价格在 24Q1 上涨后维持稳定。

从在建工程/固定资产指标看, 2023 年天赐材料与天际股份呈现交叉、始终保持较低比值, 龙头公司转固速度快于二三线公司, 后者或因盈利等原因无法扩产, 后续预计整体产能利用率提升。

图表22: 电解液(六氟磷酸锂)板块单季度扣非净利率



图表23: 电解液板块在建工程/固定资产

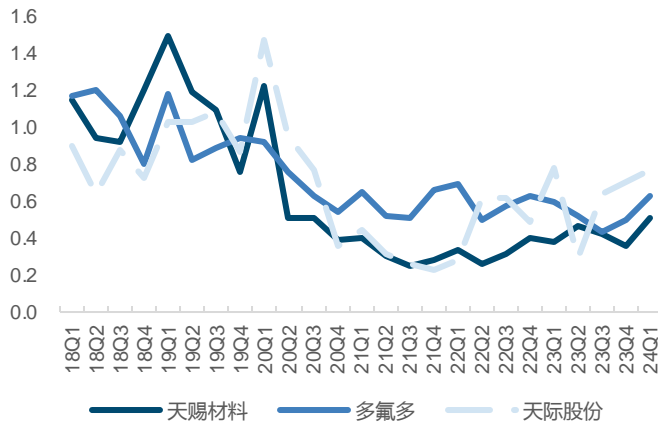


来源: Wind, 国金证券研究所

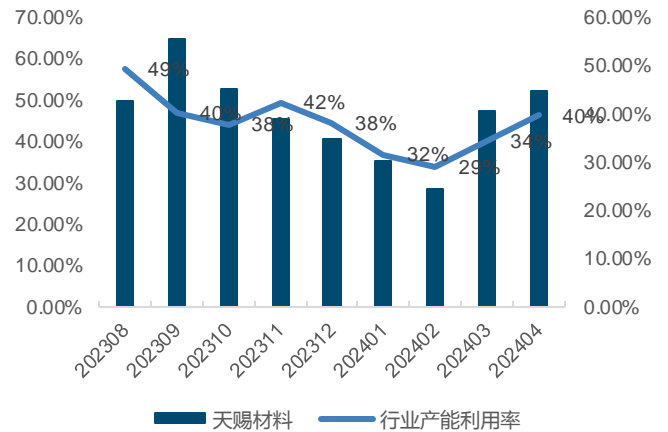
来源: Wind, 国金证券研究所



图表24: 电解液(六氟磷酸锂) 存货/营业成本



图表25: 六氟产能利用率



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、GGII、国金证券研究所测算

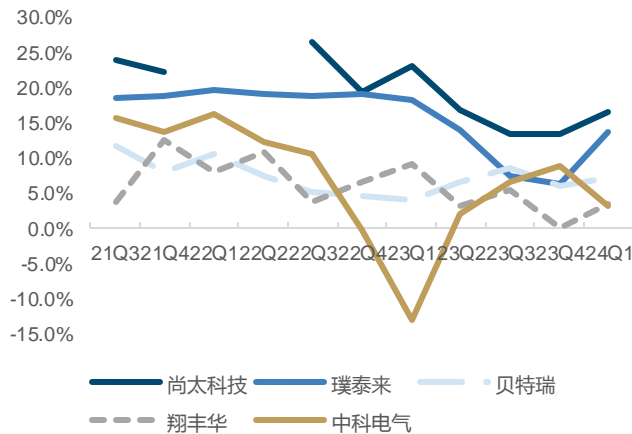
负极: 低端负极价格触底, 产能利用率稳步提升

根据 EVTank 统计数据显示, 2023 年全球负极材料出货量达到 181.8 万吨, 同比增长 16.8%, 其中中国负极材料出货量达到 171.1 万吨, 全球占比进一步提升至 94.1%。2023 年行业前十企业与 2022 年基本一致, 贝特瑞和上海杉杉分别以 22.74%和 16.83%的市场份额排名第一和第二。

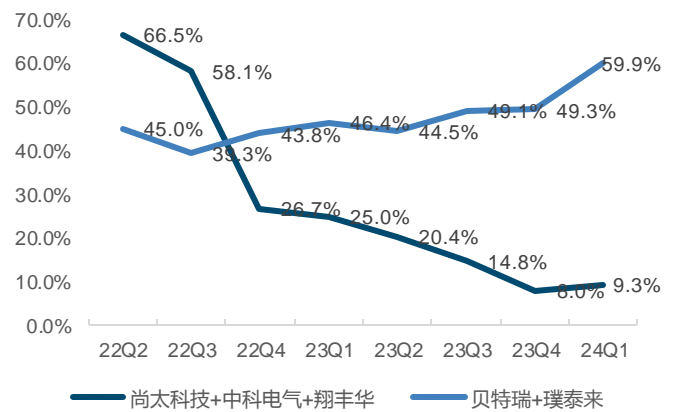
1Q24 出货&价格: 根据统计, 2024 年 1-3 月负极行业合计排产 36.5 万吨, YoY+25%; 根据隆众资讯, 2024 年 4 月国内低端负极单吨均价约为 1.5-2.2 万元, 价格在维持稳定。

从在建工程/固定资产指标看, 2023 年末低端负极在建工程/固定资产显著下降, 低于行业增速, 产能利用率有望提升。

图表26: 负极板块单季度扣非净利率



图表27: 负极板块在建工程/固定资产

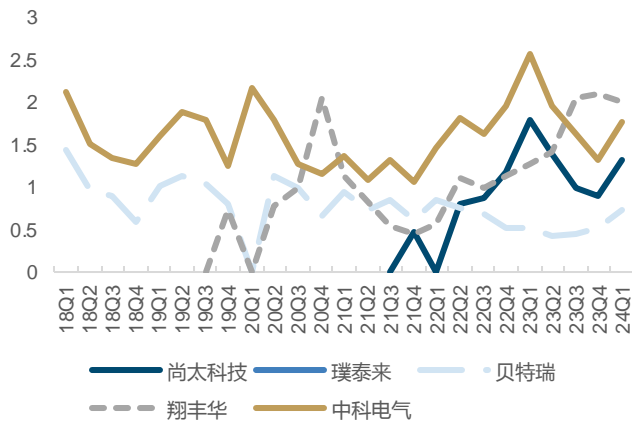


来源: Wind、国金证券研究所

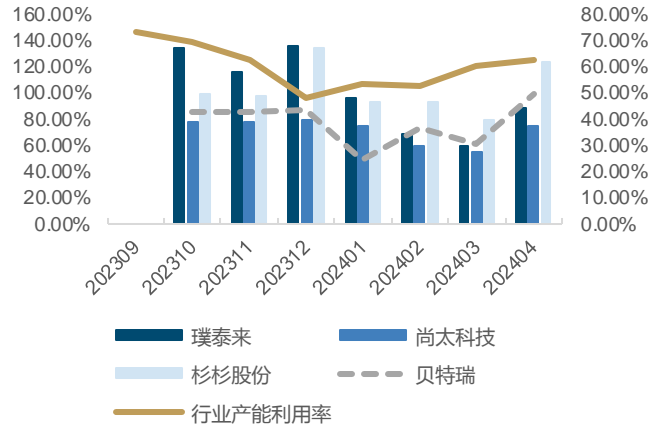
来源: Wind、国金证券研究所



图表28: 负极板块存货/营业成本



图表29: 负极板块产能利用率走势



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

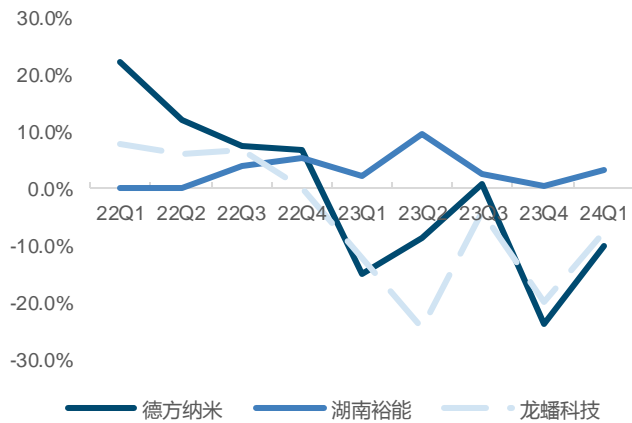
铁锂正极: 加工费触底, 产能利用率稳步提升

据高工产研锂电研究所 (GGII) 数据显示, 2023 年磷酸铁锂正极材料出货量达 165 万吨, 同比增长 48.3%, 市场占比 66%, 提升近 7 个百分点。从市占率的角度, 湖南裕能、德方纳米和龙蟠科技排名行业前三, 合计市场份额达到 48.2%, CR3 相比 2021 年一定程度的提升。

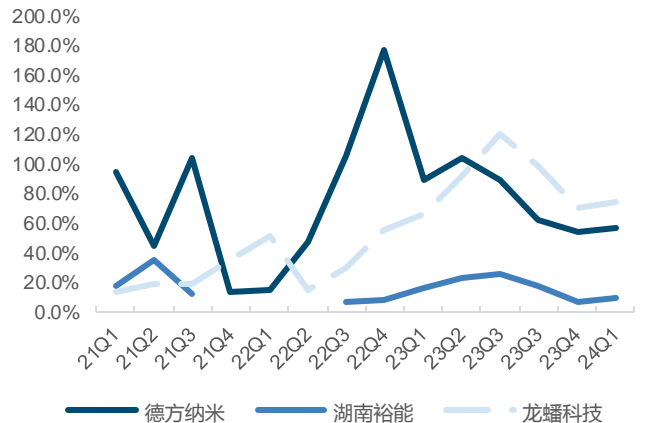
1Q24 出货&价格: 根据统计, 2024 年 1-3 月铁锂行业合计排产 40 万吨, YoY+72%; 根据隆众资讯, 2024 年 4 月国内低端铁锂单吨均价约为 3.7-4.1 万元, 价格在维持稳定。

从在建工程/固定资产指标看, 2023 年末低端铁锂在建工程/固定资产显著下降, 二三线在建工程稳定, 龙头公司低于行业增速, 行业产能利用率有望提升。

图表30: 铁锂板块单季度扣非净利率



图表31: 铁锂板块在建工程/固定资产

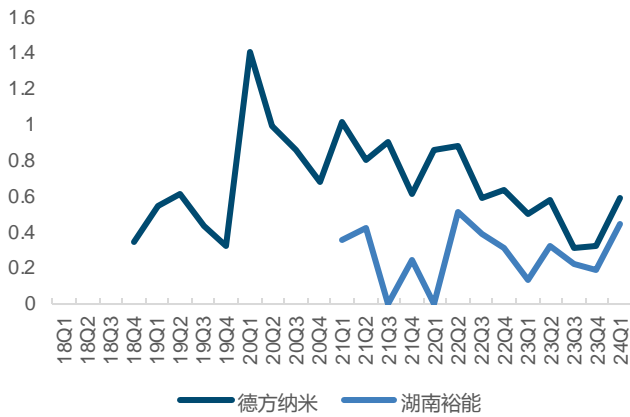


来源: Wind、国金证券研究所

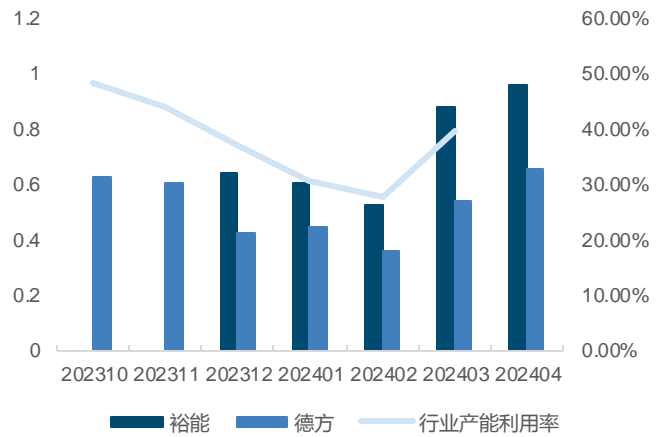
来源: Wind、国金证券研究所



图表32: 铁锂板块存货/营业成本



图表33: 铁锂板块产能利用率



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

三、板块公司业绩总结及投资建议

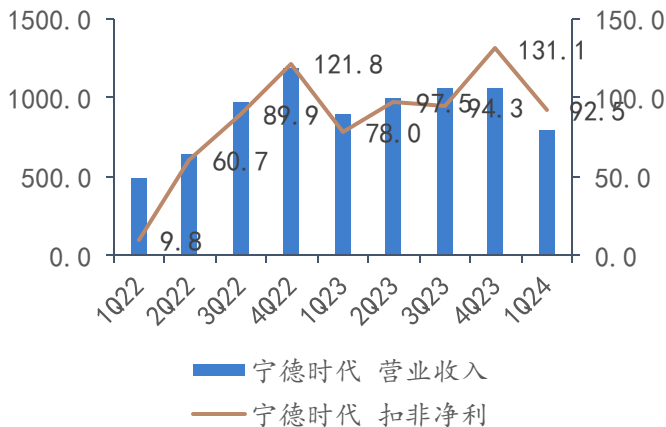
3.1 宁德时代: 全球市占率提升, 现金流长期稳健

份额蝉联全球第一, 业绩保持高增长。23 年据 SNE 统计, 公司全球动力装机继续提升 (尤其海外份额提升明显, 4.6pct), 蝉联全球第一。公司全球范围深度扩充车企长协, 多数覆盖至 2025-2030 年, 对公司远期份额形成强有力保障。23 年、1Q24 季度, 公司扣非净利分别 401、92 亿元, YoY+42%、19%, 业绩保持高增长。

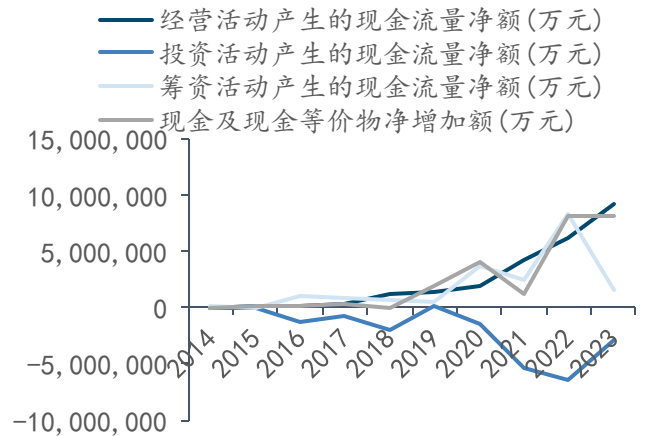
无虞行业周期变化, 现金流实现正向循环。公司自由现金流及货币现金分别 351/2643 亿元 (23A), 呈现逐年增长态势, 同时 ROE 远超同行。基于稳健息前税后利润, 公司现金流保持穿越周期的正向循环能力, 行业景气下行时, 公司维持合理产能利用率, 资本开支大幅缩减以支撑现金流; 行业加速扩张时, 公司产业链议价权提升, 非现金营运资本变动为负值增厚现金流。公司潜在分红率有望超预期, 综合考虑公司所属赛道动力、储能均具备成长属性, 体现其“固收+”特质。

投资建议: 公司连续十年蝉联全球动力及储能电池龙头, 长期高强度研发和产业链整合带来极强的护城河, 即使悲观假设行业增速大幅放缓, 当前市值存在严重低估。而我们认为, 电池所处动力及储能赛道目前处于高速发展初期, 公司是稀缺的研发领先的高成长标的。24-26 年, 预计公司利润 470/542/623 亿元, YoY+6.5%/15.4%/15.0%, 对应 24、25 年 PE 分别 18/16X, 维持“买入”评级。

图表34: 宁德收入、利润保持稳健增长 (亿元)



图表35: 宁德现金流保持高速增长



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

3.2 恩捷股份: 出货保持高增, 业绩短期承压

业绩短期承压, 出货保持高增。23 年、1Q24 季度, 公司扣非净利分别 24.6、1.5 亿元,

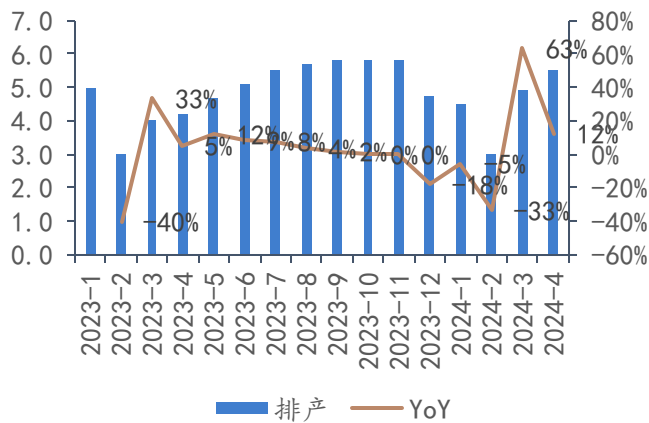


YoY-36%、-76%，业绩短期承压主要系隔膜供需错配行业价格下行；公司隔膜出货分别49.0、12.5亿平，YoY+5%、25%，出货保持高增长。

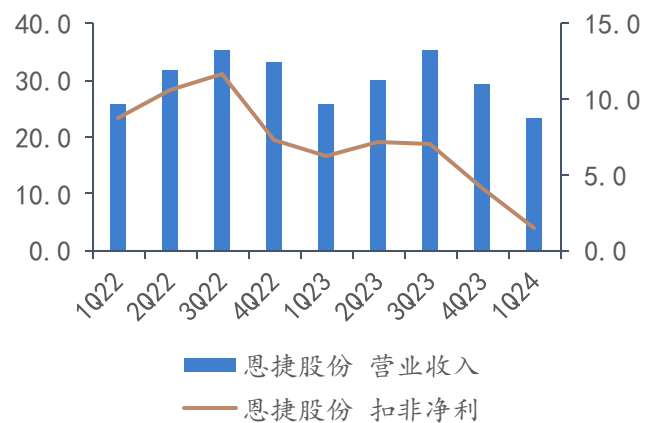
排产逐步回暖，盈利预计修复。23A 隔膜供过于求&库存处在高位，行业平均排产增速显著滞后于电池，当前隔膜库存触底，4月电池/隔膜整体排产分别环增9.4%/13.8%，公司环增12.2%；Q2/24年预计出货15-17、70-80亿平。截至当前，此前宣称隔膜新进入者产品仍未在市场流通，且陆续终止IPO。行业整体排产、产能利用率有望回升，公司年内盈利预计修复。

投资建议：隔膜仍为锂电材料壁垒、格局较优环节之一。公司为全球湿法隔膜龙头，24-26年，预计公司利润31/35/44亿元，YoY+21.5%/15.6%/23.1%，对应24、25年PE分别12/10X，维持“买入”评级。

图表36：恩捷隔膜出货保持高增长（亿平）



图表37：恩捷收入、利润短期承压（亿元）



来源：鑫椴锂电、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

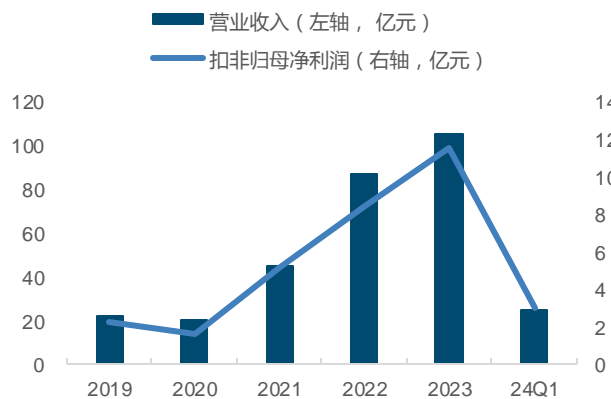
3.3 科达利：收入持续增长，盈利能力维持强劲

23年收入稳健增长。23年锂电材料龙头营收多同比下滑，公司为稀缺的仍保持显著正增的企业。分产品，23年公司结构件收入100.6亿元，同比+21%，毛利率24.14%，同比-0.25pct，汽车结构件收入4.27亿元，同比+45%，毛利率9.86%，同比+2.01pct。

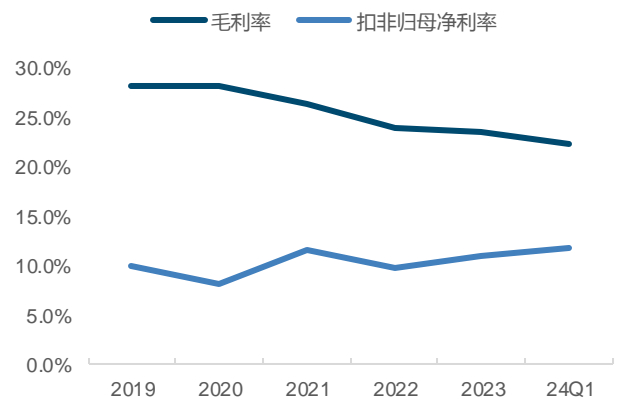
产能利用率预计上行，海外市场持续推进。公司Q1产能利用率预计约7成，伴随需求上行，稼动率Q2有望增至7-8成，盈利能力有望进一步上行；看全年，Q1实现海外工厂整体盈利并有望逐季提升。往后看，新技术上，公司46结构件配合客户推进，固态/半固态电池结构件亦和客户有所合作；新领域上，公司和台湾盟立、台湾盟英合资设立深圳科盟，主营谐波减速机，最快25年有产品产出。

科达利作为结构件全球龙头，凭借领先的工艺、强大的客户粘性、规模降本能力，持续保持领先地位，盈利稳定性持续得到业绩验证。根据电池时钟，我们判断今年电池产业链产能利用率全年前低后高，逐步提升，重点关注科达利。

图表38：科达利收入、扣非净利润



图表39：科达利毛利率、扣非归母净利率



来源：iFind，国金证券研究所

来源：iFind，国金证券研究所

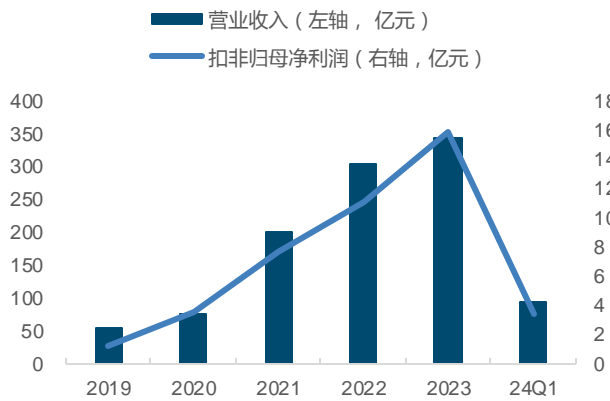


3.4 中伟股份：前驱体龙头地位稳固，持续推进一体化布局

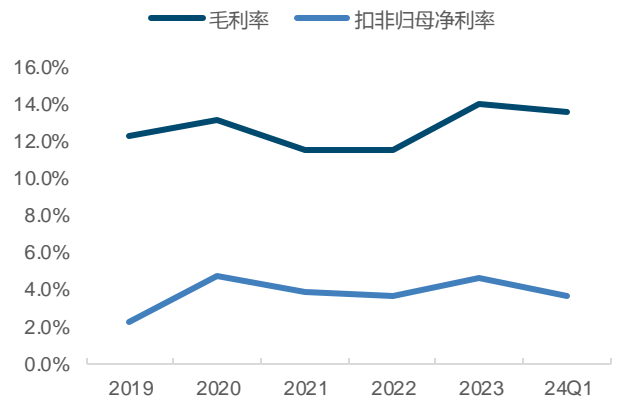
前驱体龙头地位稳固。23 年公司现有电池材料体系（镍系、钴系、磷系、钠系）产品合计销售量 27.3 万吨。根据鑫椽资讯数据，23 年公司三元前驱体市占率为 27%，继续保持行业第一。公司前驱体客户包括特斯拉、LG 化学、厦门钨业、当升科技、L&F 等国内外一流客户。目前公司已实现镍钴磷钠四大前驱体产品体系布局，共同推动业绩增长。

持续推动一体化，提升行业竞争力。冶炼端，公司采用冰镍一体化工艺建设的翡翠湾项目、德邦项目相继建成投产，全部达产后年产 5.5 万金吨低冰镍，实现镍资源自供率提升，保障原材料的稳定、安全供应；公司开创新的低冰镍制备高冰镍的技术路线，全球首条低冰镍制备高冰镍 OESBF 产线在公司钦州产业基地正式进入工艺优化与产能爬坡阶段，实现从资源端到材料端产业链的全线贯通，成功拉通“红土镍矿-低冰镍-高冰镍-硫酸镍-高镍三元前驱体”的全产业链。公司 2023 年底建成近 40 万吨/年的三元前驱体产能、2.5 万吨/年四氧化三钴产能、20 万吨/年磷酸铁产能；在资源端，公司镍资源在建及建成资源粗炼端建设产能达 19.5 万金属吨，生产能力、资源布局的能力领先，加持扩大规模效应。

图表40：中伟股份营业收入、扣非净利润



图表41：中伟股份毛利率、扣非净利率



来源：iFind，国金证券研究所

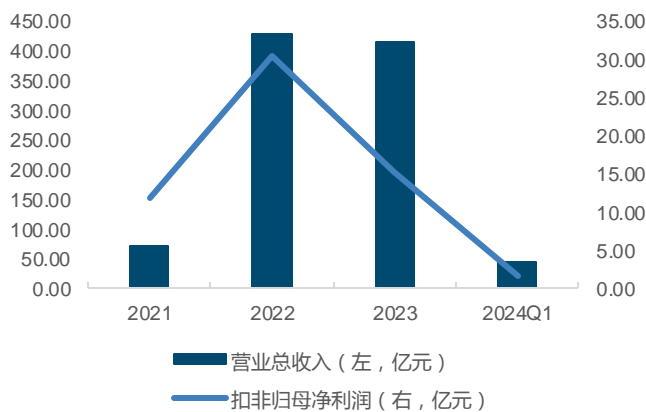
来源：iFind，国金证券研究所

3.5 天赐材料：单吨盈利触底，份额回升

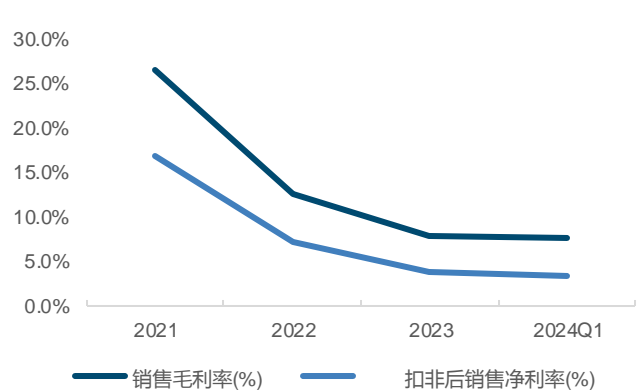
业绩短期承压，出货保持高增。23 年、1Q24 季度，公司扣非净利分别 18.9、1.14 亿元，YoY-67%、-84%，业绩短期承压主要系六氟磷酸锂供需错配行业价格下行；公司电解液销量 39.6 万吨，同比增长约 24%。

产能利用率逐步提升，盈利预计修复。23A 受碳酸锂价格下行及六氟产能过剩加剧影响，行业盈利下降显著。目前行业主流玩家为行业前三名，竞争格局依然稳定，且行业整体资本开支放缓，后续产能利用率有望逐步提升，带动盈利修复。

图表42：天赐材料营收/盈利



图表43：天赐材料毛利率/扣非净利率



来源：鑫椽锂电，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

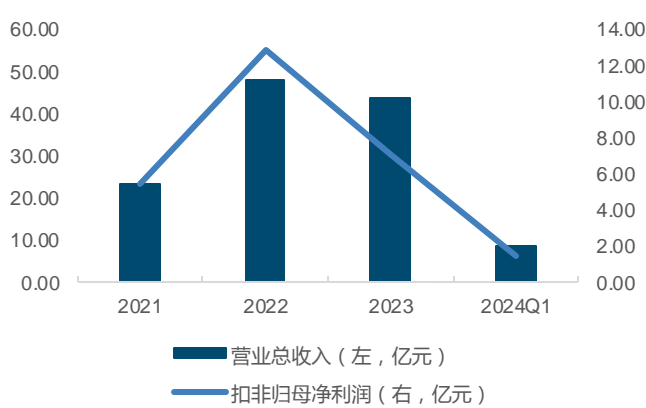


3.6 尚太科技：24Q1 超预期，单吨盈利有望继续保持领先

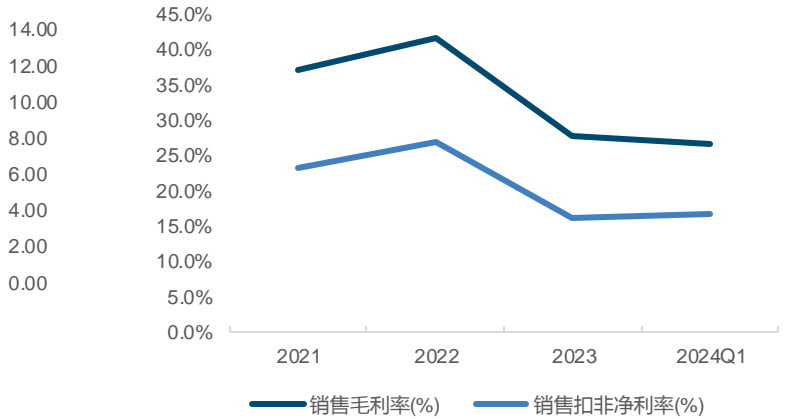
业绩保持坚挺，成本优势稳固。23 年、1Q24 季度，公司扣非净利分别 7.2、1.5 亿元，YoY-44%、-35%，业绩下降主要系石墨化代工价格下降、负极价格下降，公司成本差收敛；2023 年，公司实现负极材料销售量 14.09 万吨，较 2022 年同比增长 31.50%。

低端负极价格触底，公司成本优势继续维持。23A 受石墨化价格下行及负极产能过剩加剧影响，行业整体盈利下降显著。公司具有一体化、石墨化工艺领先带来的成本优势，且行业整体资本开支放缓，后续产能利用率有望逐步提升，带动盈利企稳。

图表44：尚太科技营收/盈利



图表45：尚太科技毛利率/扣非净利率



来源：鑫椴锂电、国金证券研究所

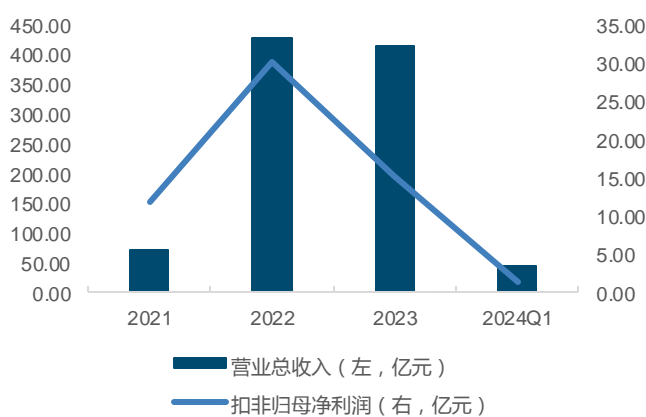
来源：Wind、国金证券研究所

3.7 湖南裕能：业绩领跑行业，展现公司经营能力

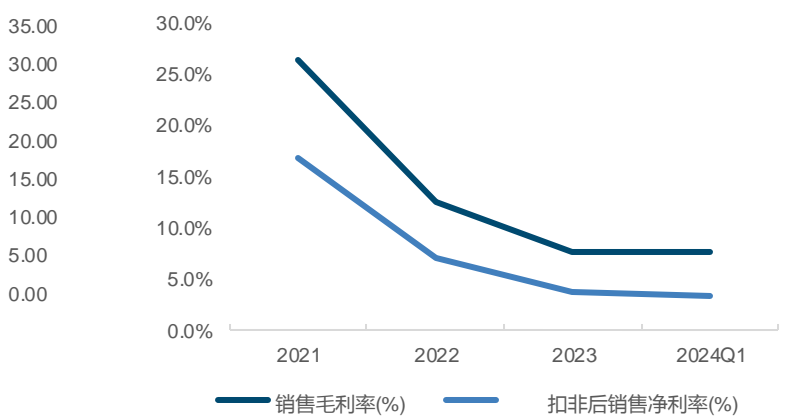
业绩相对稳定，公司经营能力较强。23 年、1Q24 季度，公司扣非净利分别 15.8、1.6 亿元，YoY-47%、-44%，业绩下降主要系碳酸锂价格下降、铁锂加工费下降，但公司整体经营水平较好，受碳酸锂减值影响较小；2023 年，公司共计生产磷酸铁锂 50.44 万吨，同比增长 49.6%，销售磷酸铁锂 50.68 万吨，同比增长 56.49%，其中应用在储能领域的产品销量占比已提升至约 28%。公司磷酸铁锂产品的市场占有率超过 30%，已连续四年稳居行业之首。

铁锂加工费触底，公司龙头优势稳固。23A 受碳酸锂&加工费影响，行业整体盈利下降显著。目前上市公司仅公司处于 24Q1 盈利状态，行业整体资本开支放缓，后续产能利用率有望逐步提升，带动盈利企稳。

图表46：湖南裕能营收/盈利



图表47：湖南裕能毛利率/扣非净利率



来源：鑫椴锂电、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所



四、投资建议

电池板块周期演绎过程中，行业熊转牛阶段主要是板块触底反转，迎接的是行业龙头行情。从库存周期看，2H23 电池、材料环节除负极偏高以外，行业的库存周期接近历史底部；从产能利用率周期看，1Q24 预计为产能利用率底部，后续行业景气度随产能利用率提升而修复。

我们根据电池投资时钟，将“2024 年产能利用率触底”修正为“2024 年产能利用率提升”，投资建议从买高成本差异赛道的龙头，修正为：关注产能利用率提升趋势下，各赛道龙一如宁德时代、科达利、恩捷股份、天赐材料等，以及龙一产能利用率比较高的赛道龙二，如隔膜环节星源材质、结构件环节震裕科技、电池环节亿纬锂能等。同时，关注板块具备“固收+”属性公司投资价值。

图表48：锂电板块重点公司估值表（2024-2026 年）

细分环节	公司	股价 (元)	市值 (亿元)	归母净利润（亿元）			PE		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
电池	宁德时代	203	8912	470	542	623	18	16	14
电池	亿纬锂能	37	756	51	64	75	15	12	10
隔膜	恩捷股份	42	407	31	35	44	12	10	8
隔膜	星源材质	10	138	7	10	12	19	15	11
结构件	科达利	95	257	14	17	21	19	15	13
结构件	震裕科技	66	67	4	6	8	16	11	8
LFP 正极	德方纳米	36	101	7	13	10	14	8	11
LFP 正极	湖南裕能	35	265	15	24	31	18	11	9
三元正极	当升科技	44	224	12	15	17	18	15	13
三元正极	容百科技	31	148	8	11	13	19	14	11
三元前驱体	中伟股份	52	351	24	30	32	14	12	11
电解液	天赐材料	21	404	15	21	27	28	20	15
负极	尚太科技	38	100	8	10	12	13	10	8
电池	珠海冠宇	13	142	7	10	15	19	14	9
电池	豪鹏科技	39	32	2	4	NA	13	8	NA
预镀镍	东方电热	5	68	4	5	5	16	16	14
铝塑膜	紫江企业	6	93	7	8	9	14	12	10

来源：Wind、国金证券研究所

注：股价取自 2024 年 4 月 30 日收盘价格，2024-2026 年归母净利润预测来自于 Wind 一致预期

五、风险提示

- 1、下游新能源汽车、储能等场景需求不及预期：若下游新能源汽车、储能等场景需求不及预期，则电池及细分材料出货将不及预期；
- 2、行业各产业链竞争加剧：若各环节后续价格战进一步超预期，则环节内企业存在盈利进一步下行的风险。



行业投资评级的说明：

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
18 楼 1806



**【小程序】
国金证券研究服务**



**【公众号】
国金证券研究**