

标配（维持）

24Q1 盈利环比回升，边际修复可期

锂电池产业链 2023 年及 2024Q1 业绩综述

2024 年 5 月 10 日

投资要点：

分析师：黄秀瑜
SAC 执业证书编号：
S0340512090001
电话：0769-22119455
邮箱：hxy3@dgzq.com.cn

■ **产业链2023年整体利润下滑，向中游电池环节转移。**锂电池产业链2023年实现营收10351.11亿元，同比增长2.54%；归母净利润654.13亿元，同比下降26.50%；毛利率为18.17%，同比下降1.23pct；净利率为6.60%，同比下降2.62pct。2023年在需求增速放缓、产能过剩背景下，下游去库存导致上游销售低迷，产业链价格大幅回落导致存货跌价，2023年产业链资产减值损失合计高达-185.13亿元，同比损失增加约100亿元。得益于上游材料成本下降，锂电池环节的业绩表现最好，也是唯一正增长的细分环节，其营收和归母净利润分别同比增长19.92%和36.93%。锂电池环节的净利润占比从2022年的39.68%大幅提升至2023年的73.93%。

■ **产业链2024Q1盈利同比下降，环比回升。**锂电池产业链2024Q1实现营收2007.22亿元，同比下降17.34%，环比下降22.23%。营收同比下降系产业链价格大幅回落所致；环比下降是季节性因素影响。归母净利润143.14亿元，同比下降10.91%，同比降幅较2023Q4（-51.81%）明显收窄；环比增长19.50%，净利润是自去年三季度后首次实现单季度环比回升，主要系与高价库存在2023年末基本消纳完毕，2024Q1存货跌价损失大幅减少有关。分环节看，正极材料的盈利同比环比显著改善，负极材料和锂电设备的盈利环比显著改善。

■ **去库基本结束，产能扩张节奏放缓。**2023年以来锂电池产业链处于去库存阶段。截至2023年末，产业链存货余额合计1759.42亿元，较2022年末减少27%。截至2024年Q1末，产业链存货余额合计1768.67亿元，基本持平于2023年末。2024Q1产业链存货周转率为0.92次，为过去五年同期的最高周转率水平。截至2023Q4末产业链在建工程规模环比2023Q3末下降12.66%，为近三年来首次出现环比下降，在产能过剩和需求增速放缓倒逼下，产能扩张节奏开始放缓。2024Q1在建工程规模环比增长8.83%，但规模仍低于2023年上半年末的水平。

■ **投资建议：**Q2下游需求回暖确定性高，带动产业链排产持续回升，产业链价格止跌企稳，行业景气度正在改善。在政策规范引导下，预期落后产能将加速出清，利好优质产能的利用率提升，Q1产业链盈利或已构筑全年低点，盈利有望迎边际修复趋势。建议关注拥有优质产能的头部企业，以及固态电池等电池新技术带动产业链需求增量环节。重点关注标的：宁德时代（300750）、亿纬锂能（300014）、科达利（002850）、当升科技（300073）、容百科技（688005）、璞泰来（603659）、恩捷股份（002812）、星源材质（300568）、天赐材料（002709）、新宙邦（300037）。

■ **风险提示：**新能源汽车销量不及预期风险；市场竞争加剧风险；原材料价格大幅波动风险；产业链出海不及预期风险。

锂电池指数走势



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

相关报告

本报告的风险等级为中高风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

目 录

1. 2023 年：产业链整体利润下滑，向中游电池环节转移.....	4
1.1 产业链增收不增利，锂电池表现最好	4
1.2 产业链盈利能力整体下降，锂电池同比上升.....	6
1.3 存货跌价是盈利下滑重要原因之一	7
1.4 现金流表现显著好于净利润，集中流向锂电池环节.....	8
2. 2024Q1：产业链盈利环比回升，去库基本结束.....	9
2.1 产业链盈利同比下降，环比回升	9
2.2 产业链盈利能力同比环比双提升	12
2.3 产业链库存较 2023 年末基本稳定	14
2.4 现金流持续同比显著改善	15
2.5 在建工程规模下滑，产能扩张节奏放缓.....	16
3. 投资建议	17
4. 风险提示	17

插图目录

图 1：2019-2023 年锂电池产业链营业收入及同比增长.....	4
图 2：2019-2023 年锂电池产业链毛利及同比增长.....	4
图 3：2019-2023 年锂电池产业链归母净利润及同比增长.....	4
图 4：2019-2023 年锂电池产业链扣非后净利润及同比增长.....	4
图 5：2019-2023 年锂电池产业链净利润分布.....	5
图 6：2019-2023 年锂电池产业链毛利率和净利率.....	6
图 7：2019-2023 年锂电池产业链净资产收益率.....	6
图 8：2019-2023 年锂电池产业链三项费用率.....	7
图 9：2019-2023 年锂电池产业链研发费用率.....	7
图 10：2019-2023 年锂电池产业链资产减值损失（亿元）	8
图 11：2022-2023 年产业链各环节资产减值损失（亿元）	8
图 12：2019-2023 年锂电池产业链经营活动现金流净额.....	8
图 13：2022-2023 年锂电池产业链各环节经营活动现金流净额比较（亿元）	9
图 14：全球新能源汽车销量及同比增长.....	9
图 15：全球动力电池装车量及同比增长.....	9
图 16：22Q1-24Q1 锂电池产业链营业收入及同环比增长.....	11
图 17：22Q1-24Q1 锂电池产业链归母净利润及同环比增长.....	11
图 18：2024Q1 锂电池产业链各环节资产减值损失比较（亿元）	12
图 19：21Q1-24Q1 锂电池产业链毛利率和净利率.....	12
图 20：21Q1-24Q1 锂电池产业链净资产收益率.....	12
图 21：21Q1-24Q1 锂电池产业链三项费用率.....	13
图 22：21Q1-24Q1 锂电池产业链研发费用率.....	13
图 23：2019-2024Q1 末锂电池产业链存货及占总资产比例.....	14
图 24：2019-2024Q1 锂电池产业链存货周转率.....	14
图 25：2024 年 Q1 末锂电池产业链各环节存货余额比较（亿元）	15
图 26：21Q1-24Q1 锂电池产业链经营活动现金流净额（亿元）	15
图 27：2024Q1 锂电池产业链各环节经营活动现金流净额比较（亿元）	16

图 28：2021-2024 年锂电池产业链在建工程规模及同环比增速..... 16

表格目录

表 1：锂电池产业链各环节 2023 年业绩情况..... 5

表 2：锂电池产业链各环节 2023 年盈利能力变化..... 6

表 3：锂电池产业链各环节 2023 年期间费用率变化..... 7

表 4：锂电池产业链价格变动（截至 2024/5/7）..... 10

表 5：锂电池产业链各环节 2024Q1 业绩情况..... 11

表 6：锂电池产业链各环节 2024Q1 盈利能力变化..... 13

表 7：锂电池产业链各环节 2024Q1 销售费用率和管理费用率变化..... 13

表 8：锂电池产业链各环节 2024Q1 财务费用率和研发费用率变化..... 14

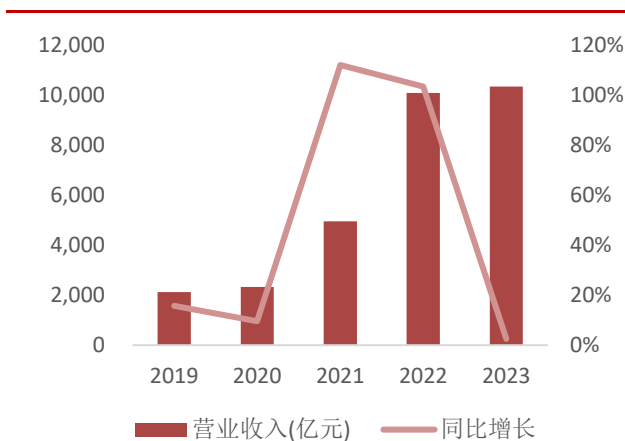
表 9：重点公司盈利预测及投资评级（2024/5/9）..... 17

1. 2023 年：产业链整体利润下滑，向中游电池环节转移

1.1 产业链增收不增利，锂电池表现最好

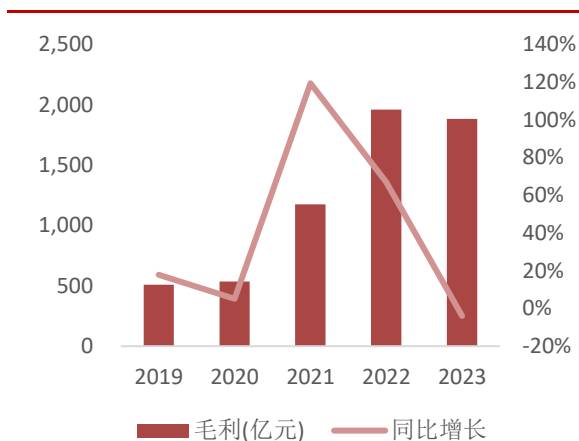
营收平稳增长，盈利大幅下滑。锂电池产业链包括锂电池、正极材料、负极材料、电解液、隔膜、其他材料及锂电设备等细分环节。锂电池产业链 2023 年实现营业收入 10351.11 亿元，同比增长 2.54%；毛利 1881.02 亿元，同比下降 3.97%；归母净利润 654.13 亿元，同比下降 26.50%；扣非后净利润 554 亿元，同比下降 31.75%。2023 年在需求增速放缓、产能过剩背景下，下游去库存导致上游销售较低迷，产业链价格大幅回落导致存货跌价损失大，产业链净利润显著下滑。

图 1：2019–2023 年锂电池产业链营业收入及同比增长



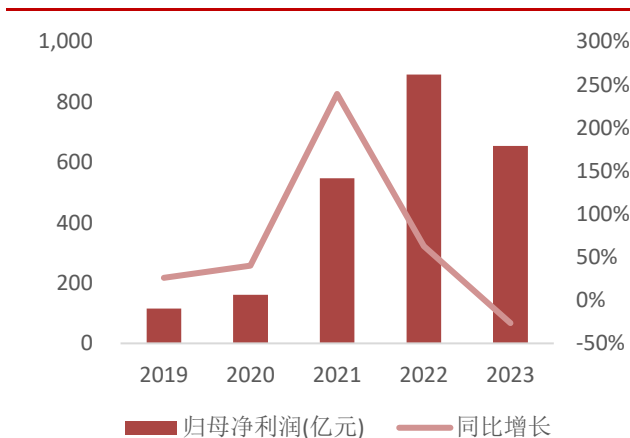
数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 2：2019–2023 年锂电池产业链毛利及同比增长



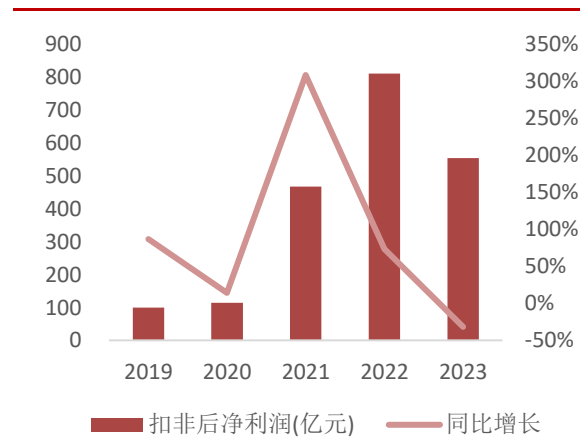
数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 3：2019–2023 年锂电池产业链归母净利润及同比增长



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 4：2019–2023 年锂电池产业链扣非后净利润及同比增长



数据来源：Wind，东莞证券研究所

分环节看，锂电池的业绩表现最好，也是唯一正增长环节。2023 年，仅锂电池环节的盈利实现同比增长，且增幅亮眼。其营收和归母净利润分别同比增长 19.92%和 36.93%，一方面得益于终端新能源汽车需求保持增长带动电池需求增长，另一方面得益于上游原材料价格大幅回落，成本压力缓解。其余细分环节的盈利均同比下滑。降幅相对较小的是锂电设备环节，其营收保持增长，增幅为 15.31%，归母净利润同比小幅下降 3.63%。而正极、负极、电解液、隔膜及其他材料等电池材料各环节的盈利降幅则非常明显，主要系材料价格大幅回落，而下游采购也较为低迷所致。其中，正极材料降幅最大，达-102.24%，与原材料碳酸锂价格大幅回落有关，使得其售价下跌和存货跌价均较大；隔膜降幅相对最小，也达-34.25%。

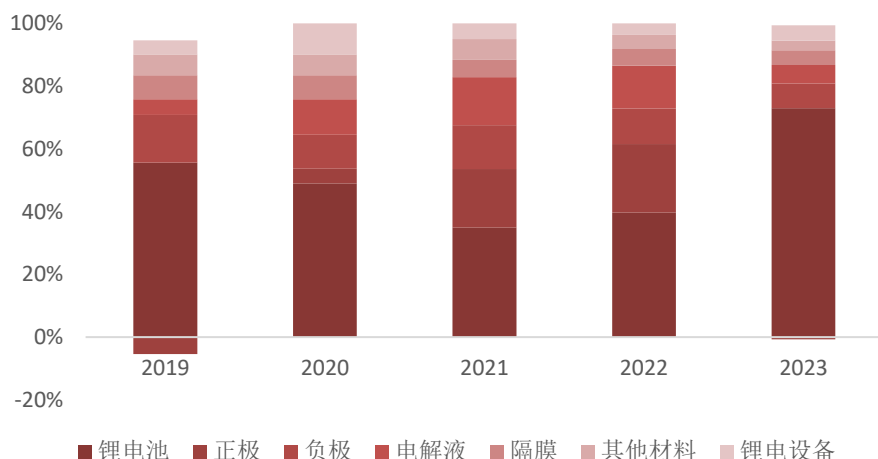
表 1：锂电池产业链各环节 2023 年业绩情况

产业链环节	2023 年营收 (亿元)	同比	2023 年归母净利润 (亿元)	同比	2023 年扣非后净 利润(亿元)	同比
锂电池	5,525.37	19.92%	483.62	36.93%	422.53	37.36%
正极	2,522.58	-17.62%	-4.36	-102.24%	-23.58	-112.72%
负极	714.63	-6.15%	52.20	-48.16%	45.06	-49.64%
电解液	502.59	-23.80%	39.41	-67.59%	36.94	-68.56%
隔膜	150.55	-2.69%	31.03	-34.25%	30.06	-33.53%
其他材料	442.76	4.80%	20.43	-48.59%	14.49	-60.08%
锂电设备	492.62	15.31%	31.81	-3.63%	28.48	-5.63%

资料来源：Wind，东莞证券研究所

从产业链净利润分布来看，上游材料环节的利润显著向中游锂电池环节转移，锂电池环节净利润占比高达七成。锂电池环节的净利润占比从 2022 年的 39.68%提升至 2023 年的 73.93%，占比大幅提升 34.25pct。锂电设备环节的净利润占比为 4.86%，同比小幅提升 1.15pct。正极、负极、电解液、隔膜及其他材料等环节的净利润占比分别为-0.67%、7.98%、6.02%、4.74%、3.12%，同比分别下降 22.53pct、3.33pct、7.64pct、0.56pct、1.34pct。

图 5：2019-2023 年锂电池产业链净利润分布

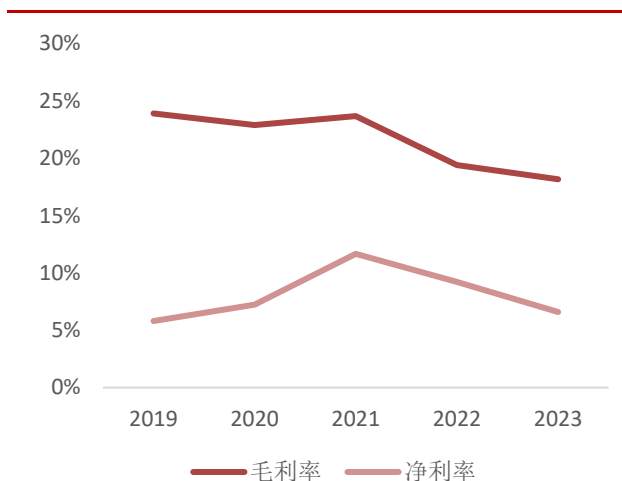


数据来源：Wind，东莞证券研究所

1.2 产业链盈利能力整体下降，锂电池同比上升

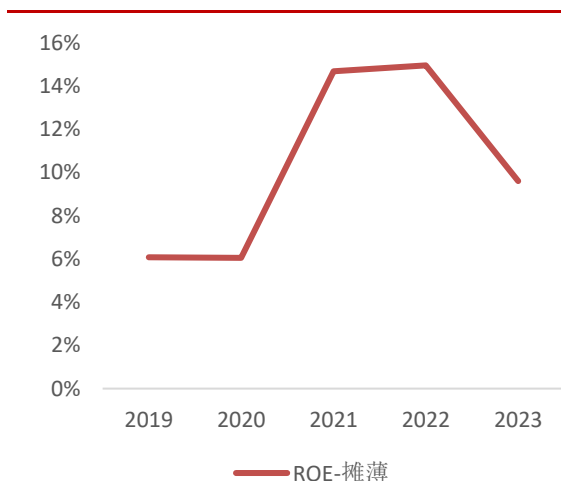
产业链整体毛利率等盈利能力同比下降。锂电池产业链 2023 年整体毛利率为 18.17%，同比下降 1.23pct；净利率为 6.60%，同比下降 2.62pct；ROE-摊薄为 9.59%，同比下降 5.36pct。2023 年产业链在价格大幅回落的背景下，整体盈利能力呈下降走势。

图 6：2019-2023 年锂电池产业链毛利率和净利率



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 7：2019-2023 年锂电池产业链净资产收益率



数据来源：Wind，东莞证券研究所

分环节看，锂电池的盈利能力同比上升。2023 年，锂电池环节的盈利能力同比提升，毛利率、净利率和净资产收益率分别同比上升 2.02pct/0.95pct/2.44pct。锂电设备的毛利率小幅上升 1.26pct，净利率小幅下滑 0.33pct。四大主材和其他材料环节的盈利能力均有不同程度的同比下降，其中电解液和隔膜的毛利率和净利率同比下滑幅度最大。

表 2：锂电池产业链各环节 2023 年盈利能力变化

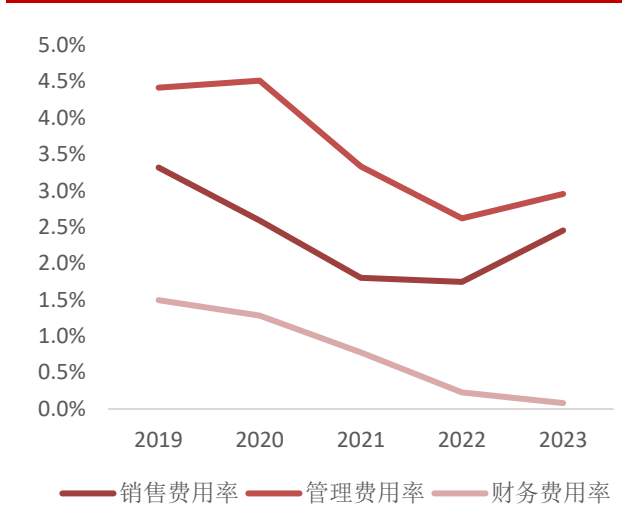
产业链环节	2023 年 毛利率	同比 (pct)	2023 年 净利率	同比 (pct)	2023 年 ROE-摊薄	同比 (pct)
锂电池	20.77%	2.02	9.19%	0.95	16.32%	2.44
正极	8.43%	-5.42	-0.39%	-6.87	-0.32%	-15.08
负极	21.08%	-3.25	7.84%	-5.81	7.78%	-8.75
电解液	19.59%	-10.88	7.88%	-11.03	7.24%	-18.17
隔膜	38.83%	-8.59	21.55%	-10.51	8.45%	-9.59
其他材料	13.20%	-6.26	4.69%	-5.11	4.18%	-5.50
锂电设备	31.40%	1.26	7.48%	-0.33	7.73%	-2.23

资料来源：Wind，东莞证券研究所

产业链期间费用率同比有所上升。锂电池产业链 2023 年期间费用率为 9.98%，同比上升 1.04pct。主要系销售费用率 2.45%，同比上升 0.71pct，在下游需求增速放缓、产能过剩的背景下，行业竞争加剧，各家公司为抢占市场份额，销售费用支出保持较快增长。其次管理费用率 2.95%，同比上升 0.33pct。在电池技术持续创新迭代的 market 环境下，企

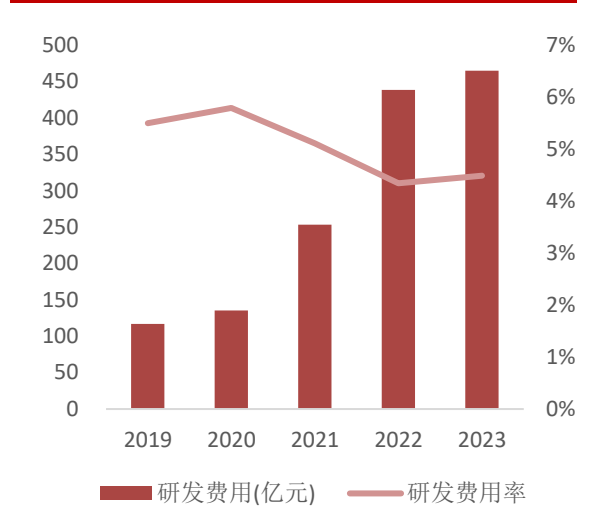
业研发投入持续增长, 研发费用合计 464.71 亿元, 同比增加 6.02%, 研发费用率 4.49%, 同比上升 0.15pct。仅财务费用率同比有所下降, 财务费用率为 0.08%, 同比下降 0.15pct。

图 8: 2019-2023 年锂电池产业链三项费用率



数据来源: Wind, 东莞证券研究所

图 9: 2019-2023 年锂电池产业链研发费用率



数据来源: Wind, 东莞证券研究所

细分环节各项费用率的波动幅度有限。2023 年产业链各环节的期间费用率同比均有所上升。相对而言, 隔膜、电解液、正极材料的期间费用率同比上升较大, 幅度在 1-2pct 之间; 锂电池、负极材料、其他材料及锂电设备的期间费用率同比上升幅度小于 1pct。

表 3: 锂电池产业链各环节 2023 年期间费用率变化

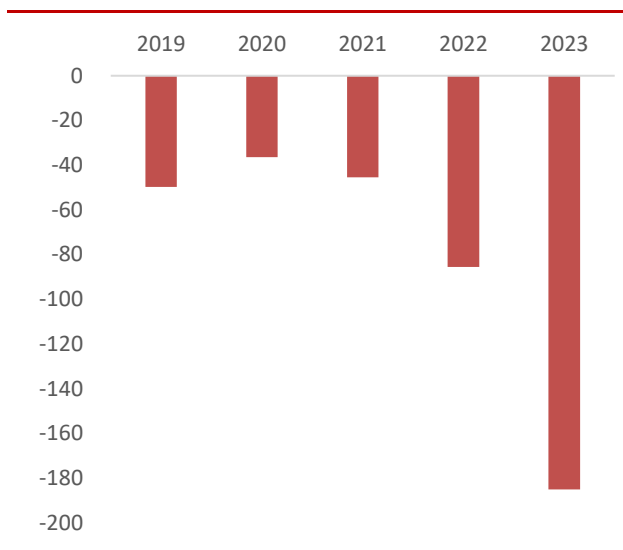
产业链环节	2023 年 销售费用率	同比 (pct)	2023 年 管理费用率	同比 (pct)	2023 年 财务费用率	同比 (pct)	2023 年 研发费用率	同比 (pct)
锂电池	3.75%	0.84	2.78%	0.03	-0.68%	-0.35	4.88%	-0.16
正极	0.46%	0.13	2.21%	0.57	1.06%	0.41	2.82%	0.09
负极	0.97%	0.05	3.53%	0.38	1.30%	-0.23	4.55%	-0.15
电解液	0.94%	0.19	4.23%	0.98	0.15%	0.40	4.32%	0.31
隔膜	0.85%	0.09	4.54%	1.16	1.65%	0.25	6.44%	0.42
其他材料	0.50%	-0.05	2.75%	0.21	1.49%	0.03	3.86%	0.27
锂电设备	4.03%	0.11	6.30%	0.16	0.07%	0.02	8.66%	0.33

资料来源: Wind, 东莞证券研究所

1.3 存货跌价是盈利下滑重要原因之一

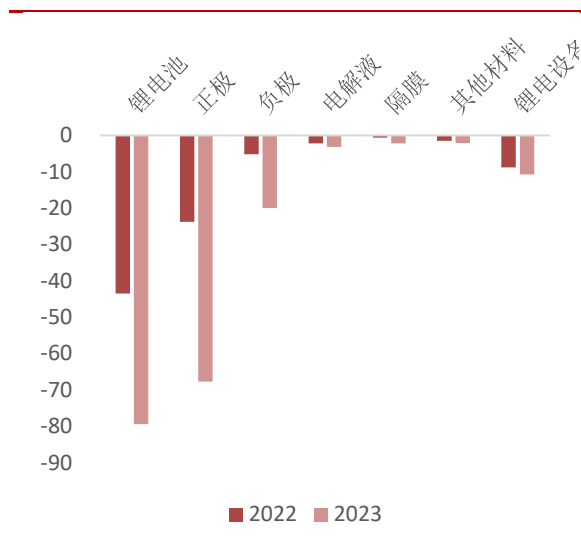
存货跌价是产业链盈利下滑的又一重要原因。在需求增速放缓、产能过剩背景下, 2023 年产业链各个环节的价格大幅回落, 原材料碳酸锂的价格跌幅超过 80%, 动力电芯、正极材料、电解液的价格跌幅超过 50%, 负极材料、隔膜的价格跌幅超过 30%, 导致产业链存货跌价计提, 造成资产减值损失较大, 2023 年产业链资产减值损失合计高达-185.13 亿元, 同比损失增加约 100 亿元。各环节的资产减值损失均高于上年同期, 其中, 锂电池和正极材料环节的资产减值损失居前, 分别达到-35.87 亿元和-43.90 亿元。

图 10：2019-2023 年锂电池产业链资产减值损失（亿元）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 11：2022-2023 年产业链各环节资产减值损失（亿元）

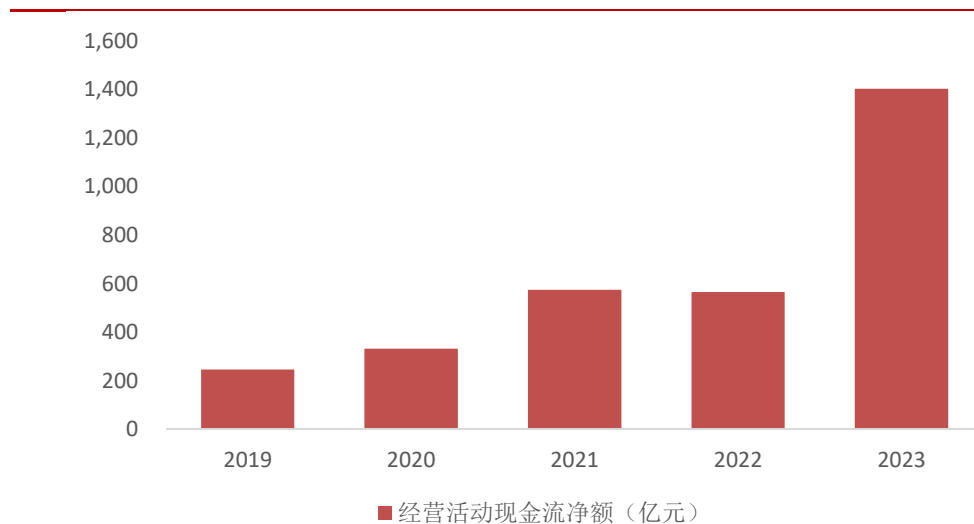


数据来源：Wind，东莞证券研究所

1.4 现金流表现显著好于净利润，集中流向锂电池环节

经营活动现金流净额显著增长。2023 年锂电池产业链实现经营活动现金流净额合计 1404.13 亿元，同比大幅增长 148.71%，经营活动现金流表现显著好于净利润表现。

图 12：2019-2023 年锂电池产业链经营活动现金流净额

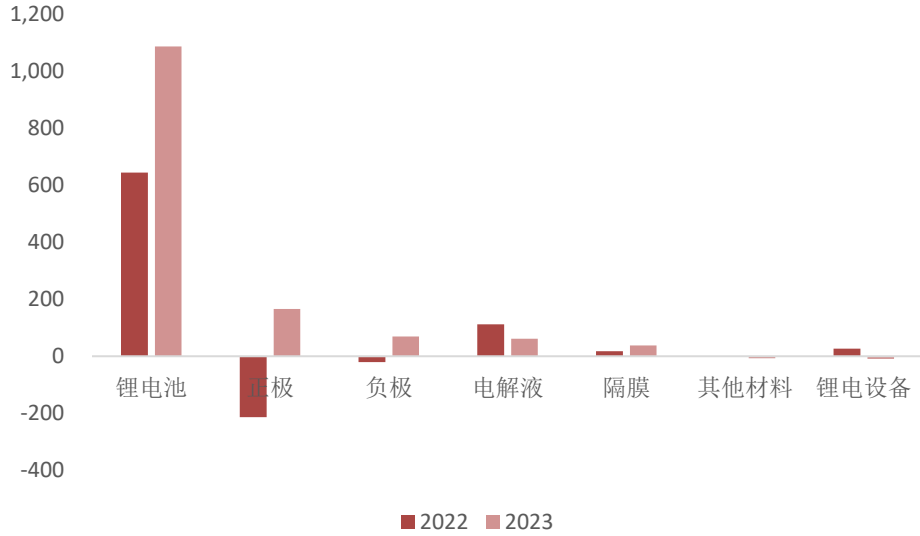


数据来源：Wind，东莞证券研究所

从经营活动现金流分布来看，2023 年锂电池产业链的经营活动现金流主要集中在锂电池环节，占比近八成。锂电池环节实现经营活动现金流净额 1086.18 亿元，同比增长 68.66%，占产业链现金流净额的 77.36%。正极材料、负极材料、电解液、隔膜等环节的经营活动现金流净额均为正值，分别实现 165.58 亿元、69.61 亿元、61.11 亿元、38.02 亿元，正极材料、负极材料、隔膜环节的现金流净额同比改善幅度明显，电解液环节的

现金流净额同比减少。其他材料和锂电设备环节的经营活动现金流净额均为负值，分别为-6.60 亿元和-9.77 亿元，同比减少幅度均较大。

图 13：2022-2023年锂电池产业链各环节经营活动现金流净额比较（亿元）



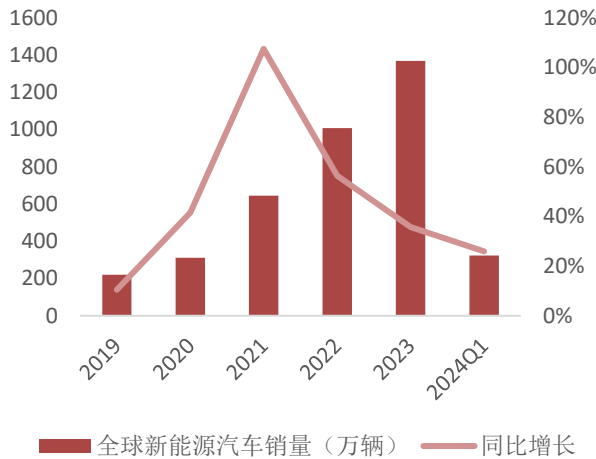
数据来源：Wind，东莞证券研究所

2. 2024Q1：产业链盈利环比回升，去库基本结束

2.1 产业链盈利同比下降，环比回升

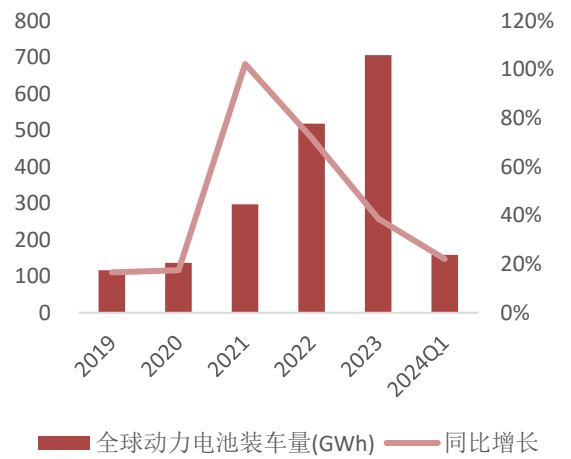
2024Q1 终端需求保持增长但增速进一步放缓。2024 年一季度全球新能源汽车累计销量 324 万辆，同比增长 25.97%，增速进一步放缓；全球动力电池累计装车量 158.8GWh，同比增长 22%，增速同样进一步放缓。

图 14：全球新能源汽车销量及同比增长



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图 15：全球动力电池装车量及同比增长



数据来源：SNE，东莞证券研究所

2024Q1 产业链部分环节价格继续下行，而 Q1 末至今基本止跌企稳。截至 2024 年一季度末，碳酸锂的价格较年初上涨 9%，带动以碳酸锂为原材料的正极材料和电解液环节的价格均略有上涨；负极材料、隔膜、动力电芯的价格则较年初继续下行，其中隔膜的价格降幅最大。而截至 2024 年 5 月 7 日，相较于一季度末，产业链整体价格基本呈止跌企稳的态势。

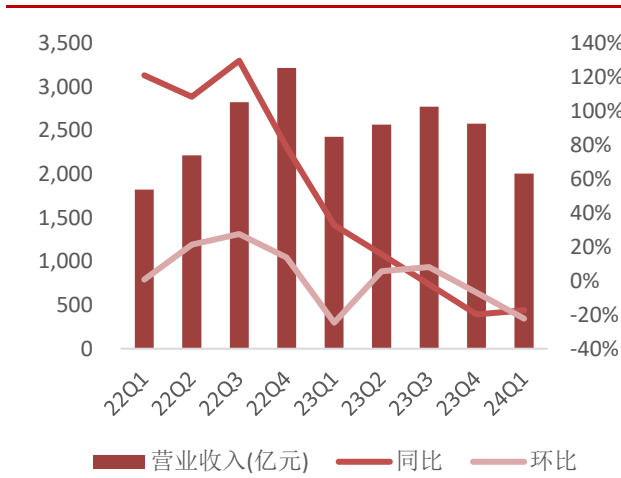
表 4：锂电池产业链价格变动（截至 2024/5/7）

环节	品种	单位	2024/1/1 价格	2024/3/31 价格	2024/5/7 价格	Q1 末较年初变动	Q1 末至今变动
锂	碳酸锂 (Li ₂ CO ₃ 99%)	万元/吨	9.60	10.46	11.00	8.96%	5.16%
	氢氧化锂 (LiOH 56.5%)	万元/吨	9.47	10.43	10.73	10.14%	2.88%
正极材料	磷酸铁锂	万元/吨	4.40	4.44	4.39	0.91%	-1.24%
	三元材料 523	万元/吨	12.20	12.4	12.40	1.64%	0.00%
	三元材料 622	万元/吨	13.30	13.4	13.40	0.75%	0.00%
	三元材料 811	万元/吨	15.95	16.1	16.10	0.94%	0.00%
负极材料	人造石墨：高端	万元/吨	5.34	5.16	5.16	-3.28%	-0.10%
	人造石墨：低端	万元/吨	2.62	2.53	2.53	-3.44%	0.00%
	石墨化高端	万元/吨	1.10	1.00	1.00	-9.09%	0.00%
	石墨化低端	万元/吨	0.90	0.80	0.80	-11.11%	0.00%
电解液	六氟磷酸锂	万元/吨	7.00	7.10	6.95	1.43%	-2.11%
	电解液：磷酸铁锂	万元/吨	1.88	1.88	1.88	0.27%	-0.27%
	电解液：三元	万元/吨	2.90	2.82	2.82	-2.76%	0.00%
隔膜	市场均价：湿法隔膜	元/m ²	1.10	0.86	0.86	-21.82%	0.00%
	市场均价：干法隔膜	元/m ²	0.59	0.43	0.43	-27.12%	0.00%
动力电池	方形铁锂电芯	元/Wh	0.43	0.38	0.38	-11.63%	0.00%
	方形三元电芯	元/Wh	0.52	0.47	0.47	-9.62%	0.00%

资料来源：iFinD，东莞证券研究所

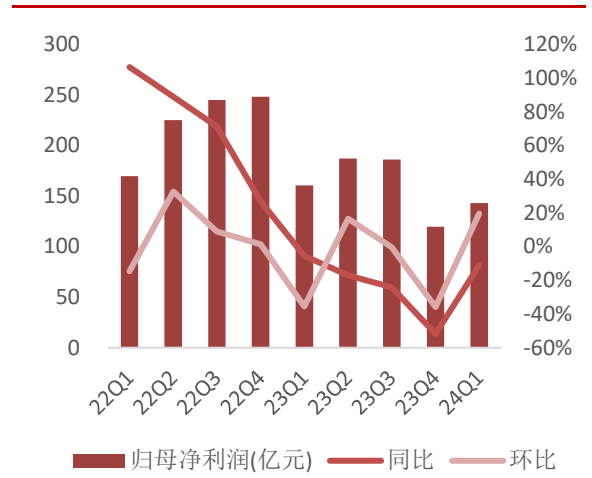
产业链 2024Q1 营收同环比下降，盈利同比下降，环比回升。锂电池产业链 2024Q1 实现营业收入 2007.22 亿元，同比下降 17.34%，环比下降 22.23%。由于产业链价格较去年同期大幅回落，售价下降导致营收规模同比下降；一季度为终端需求传统淡季，产业链排产积极性不高，加上产业链价格持续低迷，导致营收规模环比进一步缩量。产业链 2024Q1 实现归母净利润 143.14 亿元，同比下降 10.91%，同比降幅较 2023Q4 (-51.81%) 明显收窄，环比增长 19.50%，净利润是自去年三季度后首次实现单季度环比回升，主要系与企业的高价库存在 2023 年末基本消纳完毕，2024 年一季度存货跌价损失大幅减少有关。

图 16：22Q1-24Q1 锂电池产业链营业收入及同环比增长



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 17：22Q1-24Q1 锂电池产业链归母净利润及同环比增长



数据来源：Wind，东莞证券研究所

分环节看，2024Q1 正极材料的盈利同环比显著改善，负极材料和锂电设备的盈利环比显著改善，重要原因均在于资产减值损失大幅减少所致。2024Q1，从营收规模上看，仅其他材料的营收实现同比小幅增长，其余各个环节的营收规模同比和环比均为下降。从归母净利润上看，正极材料的盈利同比和环比均有显著改善，同比增长 242.08%，环比增长 114.12%，主要原因在于头部企业德方纳米的高价库存逐渐消纳完毕，2024Q1 存货跌价计提损失大幅减少所致。负极材料的盈利环比增长 106.24%，主要原因在于头部企业璞泰来和杉杉股份的高价库存逐渐消纳完毕，2024Q1 存货跌价计提损失大幅减少所致。锂电设备的盈利环比增长 189.52%，主要原因在于头部企业先导智能的信用减值损失和资产减值损失均大幅减少所致。

表 5：锂电池产业链各环节 2024Q1 业绩情况

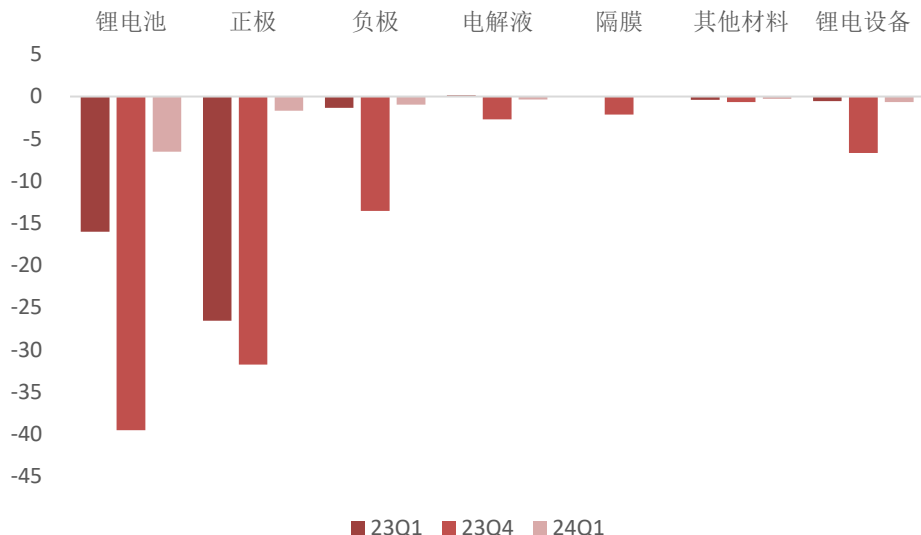
产业链环节	2024Q1 营收 (亿元)	同比	环比	2024Q1 归母净利润 (亿元)	同比	环比
锂电池	1,120.92	-9.68%	-24.90%	117.63	9.89%	-15.89%
正极	439.59	-33.57%	-20.87%	3.91	242.08%	114.12%
负极	127.09	-27.88%	-20.75%	7.63	-56.29%	106.24%
电解液	92.91	-24.75%	-20.85%	2.19	-82.31%	-34.69%
隔膜	30.42	-5.91%	-18.91%	2.65	-68.13%	-5.90%
其他材料	99.94	6.92%	-13.23%	1.34	-76.49%	-83.11%
锂电设备	96.35	-3.59%	-5.65%	7.78	-9.51%	189.52%

资料来源：Wind，东莞证券研究所

去库显成效，产业链资产减值损失同环比大幅减少。2024Q1 锂电池产业链的资产减值损失合计为-10.54 亿元，同比减少 34.09 亿元，环比减少 86.47 亿元。可见，资产减值损失环比大幅减少是产业链 2024Q1 归母净利润环比回升的重要原因。其中，正极材料的资产减值损失同比和环比分别减少 24.88 亿元和 30.08 亿元，负极材料的资产减值损失

环比减少 12.57 亿元，锂电设备的资产减值损失环比减少 6.03 亿元，均对当季业绩有显著影响。

图 18：2024Q1 锂电池产业链各环节资产减值损失比较（亿元）

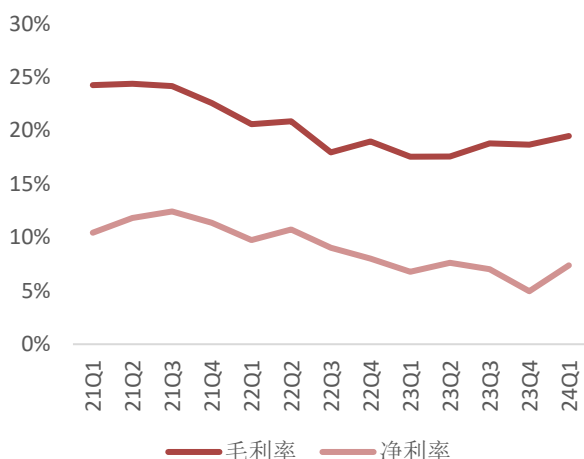


数据来源：Wind，东莞证券研究所

2.2 产业链盈利能力同比环比双提升

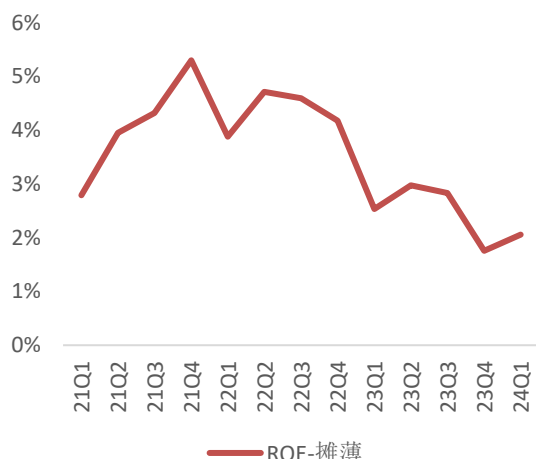
锂电池产业链 2024Q1 整体盈利能力同比环比双提升。锂电池产业链 2024Q1 毛利率为 19.47%，同比上升 1.92pct，环比上升 0.80pct；净利率为 7.37%，同比上升 0.61pct，环比上升 2.42pct；ROE-摊薄为 2.06%，同比下降 0.48pct，环比上升 0.30pct。

图 19：21Q1-24Q1 锂电池产业链毛利率和净利率



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 20：21Q1-24Q1 锂电池产业链净资产收益率



数据来源：Wind，东莞证券研究所

分环节看，锂电池和正极材料的盈利能力同比环比双提升。2024Q1 锂电池产业链各环节的毛利率和净利率变动方向不一，其中锂电池和正极材料的盈利能力同比和环比双提升。锂电池的毛利率同比和环比分别提升 4.07pct 和 0.70pct，主要系由于 2023 年以来上游

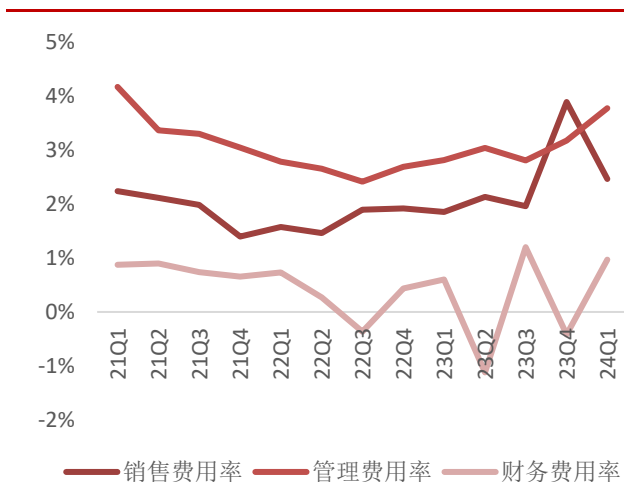
材料价格持续回落，锂电池的成本压力持续减缓。正极材料的毛利率和净利率环比分别提升 3.30pct 和 6.53pct，提升显著，主要原因在于高价库存基本消纳完毕，使得毛利率提升且存货跌价损失减少所致。电解液、隔膜、其他材料的毛利率同比和环比持续下滑，原因在于需求增速放缓、价格进一步回落所致。

表 6：锂电池产业链各环节 2024Q1 盈利能力变化

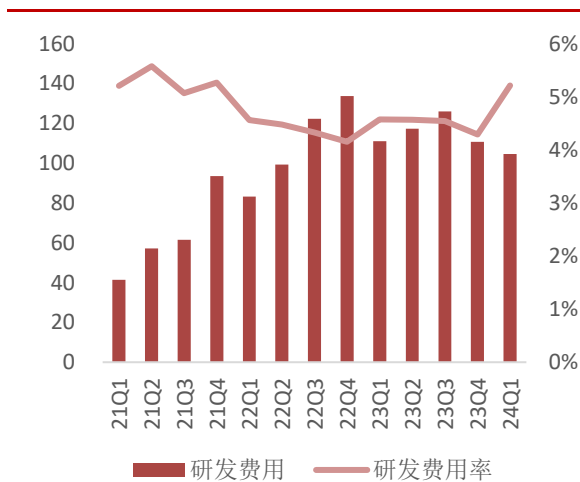
产业链环节	2024Q1 毛利率	同比 (pct)	环比 (pct)	2024Q1 净利率	同比 (pct)	环比 (pct)
锂电池	23.56%	4.07	0.70	10.80%	1.95	0.71
正极	9.46%	0.56	3.30	1.02%	1.13	6.53
负极	21.36%	1.28	-1.44	6.55%	-4.12	4.19
电解液	12.82%	-9.38	-1.15	1.75%	-8.60	-0.55
隔膜	22.89%	-23.19	-7.65	8.65%	-18.13	1.21
其他材料	9.96%	-6.03	-1.60	0.94%	-5.39	-4.61
锂电设备	30.34%	-2.44	2.36	9.35%	0.25	16.81

资料来源：Wind，东莞证券研究所

2024Q1 产业链期间费用率同比环比均有所上升。锂电池产业链 2024Q1 期间费用率合计 12.41%，同比上升 2.58pct，环比上升 1.48pct。在营收规模同环比降幅较大的情况下，期间费用率有所上升属于合理范围。同比而言，销售、管理、财务、研发等各项费用率均有所上升，波动幅度均低于 1pct。环比而言，除销售费用率有所下降外，其他各项费用率均有所上升，波动幅度均低于 1.5pct。

图 21：21Q1-24Q1 锂电池产业链三项费用率


数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 22：21Q1-24Q1 锂电池产业链研发费用率


数据来源：Wind，东莞证券研究所

表 7：锂电池产业链各环节 2024Q1 销售费用率和管理费用率变化

产业链环节	2024Q1 销售费用率	同比 (pct)	环比 (pct)	2024Q1 管理费用率	同比 (pct)	环比 (pct)
锂电池	3.62%	0.75	-2.11	3.34%	0.67	0.61
正极	0.54%	0.18	-0.11	3.11%	1.23	0.30

负极	1.20%	0.28	-0.04	5.05%	1.97	0.35
电解液	0.94%	0.08	0.03	5.74%	1.29	1.52
隔膜	0.82%	-0.03	-0.24	6.63%	2.13	1.62
其他材料	0.53%	0.00	-0.03	3.26%	0.03	0.76
锂电设备	3.31%	-0.18	-3.50	7.86%	0.69	-0.13

资料来源：Wind，东莞证券研究所

表 8：锂电池产业链各环节 2024Q1 财务费用率和研发费用率变化

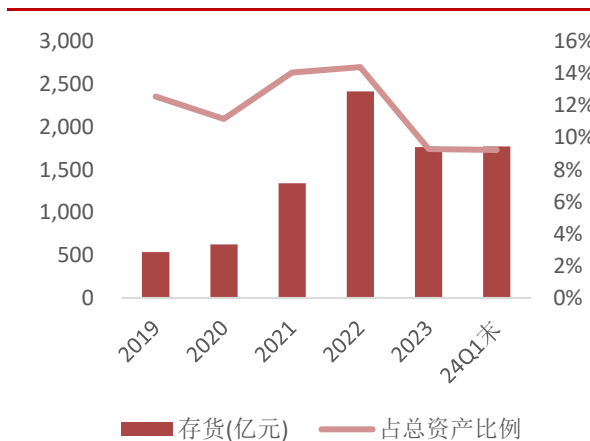
产业链环节	2024Q1 财务费用率	同比(pct)	环比(pct)	2024Q1 研发费用率	同比(pct)	环比(pct)
锂电池	0.71%	0.65	2.38	5.73%	0.35	1.69
正极	1.58%	0.46	-0.13	3.31%	0.92	0.12
负极	1.69%	0.26	0.13	5.14%	0.85	-0.45
电解液	0.25%	-0.45	0.26	4.80%	0.66	0.33
隔膜	1.71%	-1.65	0.28	6.86%	-1.03	0.89
其他材料	1.76%	0.21	0.42	3.82%	0.16	-0.68
锂电设备	-0.07%	-0.67	-0.28	9.26%	-0.56	-1.51

资料来源：Wind，东莞证券研究所

2.3 产业链库存较 2023 年末基本稳定

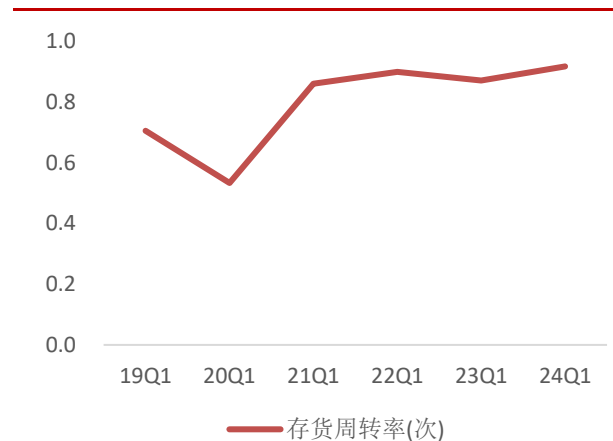
2024Q1 末库存水平基本稳定，维持高存货周转率。2023 年以来锂电池产业链处于去库存阶段。截至 2023 年末，产业链存货余额合计 1759.42 亿元，较 2022 年末减少 27%；占总资产比例为 9.28%，较 2022 年末下降 5.1pct。2023 年存货余额减少，一方面是库存去化，另一方面是存货跌价。截至 2024 年 Q1 末，产业链存货余额合计 1768.67 亿元，基本持平于 2023 年末；占总资产比例为 9.21%，基本与 2023 年末持平，说明 2024Q1 库存基本稳定。2024Q1 产业链存货周转率为 0.92 次，为过去五年同期的最高周转率水平。

图 23：2019-2024Q1 末锂电池产业链存货及占总资产比例



数据来源：Wind，东莞证券研究所

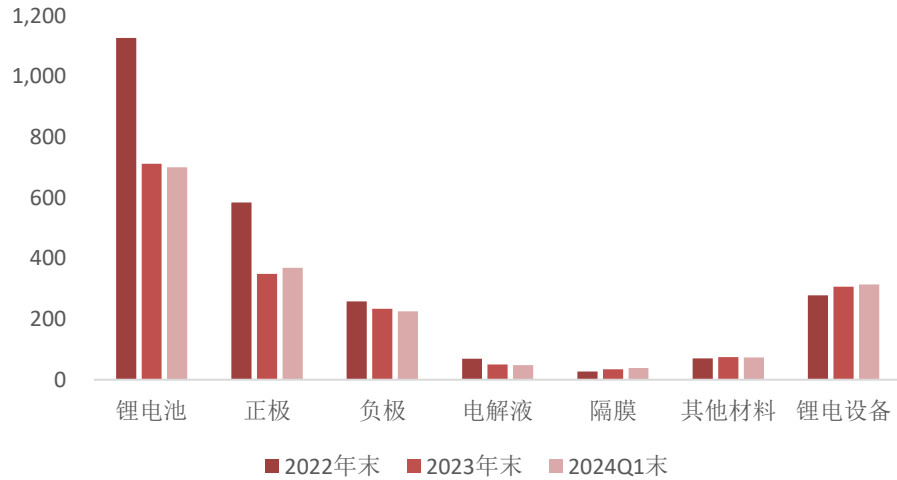
图 24：2019-2024Q1 锂电池产业链存货周转率



数据来源：Wind，东莞证券研究所

2024Q1 末产业链各环节的存货余额较 2023 年末均保持基本稳定。截至 2024 年 Q1 末，锂电池环节的存货余额最大，约 700 亿元；其次是正极、负极及锂电设备，存货余额约 300 亿元左右。相较于 2023 年末，锂电池产业链各环节的存货余额均变动不大。相较于 2022 年末，锂电池、正极、电解液的存货余额降幅均超 30%，主要原因在于这些环节与原材料碳酸锂的价格大幅下跌相关。

图 25：2024年Q1末锂电池产业链各环节存货余额比较（亿元）

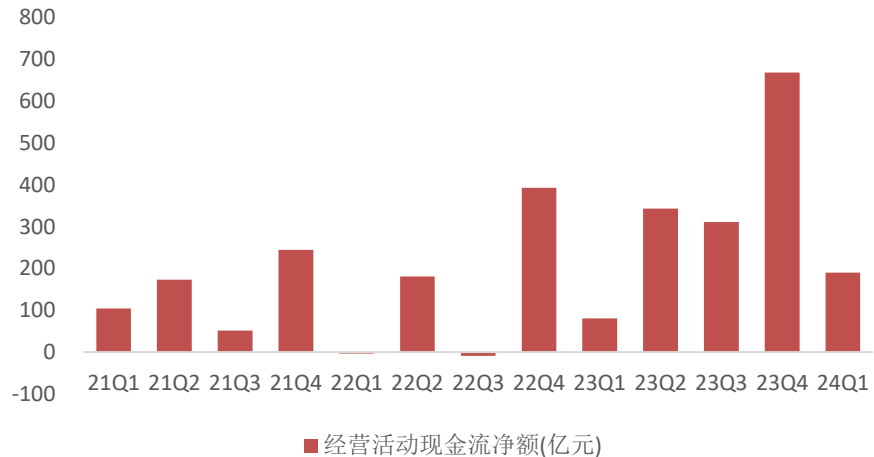


数据来源：Wind，东莞证券研究所

2.4 现金流持续同比显著改善

2023Q4 和 2024Q1 锂电池产业链产生经营活动现金流净额分别合计 668.33 亿元和 189.68 亿元，同比增幅分别为 70%和 135.67%，均显著高于过去三年同期经营活动现金流净额水平，表明企业更加重视回款问题。2024Q1 现金流环比 2023Q4 减少 71.62%，系季节性因素影响。

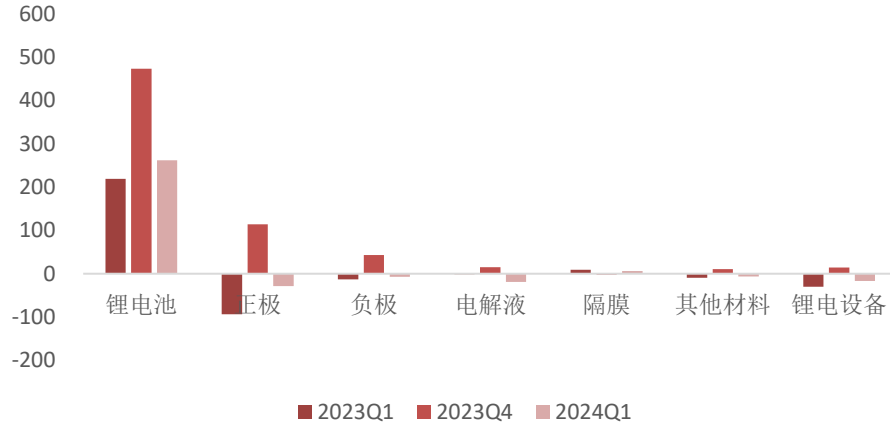
图 26：21Q1-24Q1锂电池产业链经营活动现金流净额（亿元）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

从经营活动现金流分布来看，2024Q1 现金流基本集中在锂电池环节。2024Q1 锂电池产业链的经营活动现金流基本集中在锂电池环节，锂电池环节实现经营活动现金流净额为 261.78 亿元，而产业链其他环节的现金流净额基本为负值，体现锂电池厂商的回款能力和资金周转能力较强。除电解液、隔膜环节的经营活动现金流净额同比减少外，其余环节的现金流同比均有较大幅度改善。

图 27：2024Q1 锂电池产业链各环节经营活动现金流净额比较（亿元）

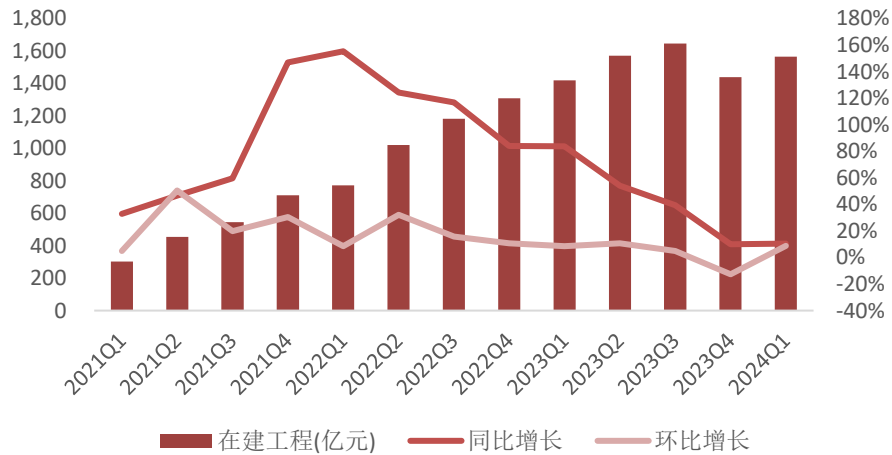


数据来源：Wind，东莞证券研究所

2.5 在建工程规模下滑，产能扩张节奏放缓

2023Q4 产业链在建工程规模为近三年来首次环比下降，表明产能扩张节奏开始放缓。截至 2023Q4 末，锂电池产业链在建工程规模合计约 1437.66 亿元，环比 2023Q3 末下降 12.66%，为近三年来在建工程规模首次出现环比下降。2024Q1 在建工程规模环比增长 8.83%，但规模仍低于 2023 年上半年末的水平。在产能过剩和下游需求增速放缓的倒逼下，产业链部分产能规划延迟或取消，产能扩张节奏放缓。

图 28：2021-2024 年锂电池产业链在建工程规模及同环比增速



数据来源：Wind，东莞证券研究所

3. 投资建议

截至 2023 年末产业链高价库存基本消纳完毕，2024Q1 在传统淡季下产业链盈利环比回升，好于预期。

车市降价潮凸显新能源汽车性价比，叠加汽车以旧换新补贴共同刺激新能源汽车需求释放，Q2 下游需求回暖确定性高，带动产业链排产持续回升，产业链整体价格止跌企稳，行业景气度正在改善。在政策规范引导下，预期落后产能将加速出清，利好优质产能的利用率提升，Q1 产业链盈利或已构筑全年低点，盈利有望迎边际修复趋势。

当前板块估值仍处于底部区域，盈利改善预期下，具备修复空间。年内半固态电池产业化进程提速，将为锂电池产业链带来迭代升级的发展机遇。建议关注拥有优质产能的头部企业，以及固态电池等电池新技术带动产业链需求增量环节。重点关注标的：宁德时代（300750）、亿纬锂能（300014）、科达利（002850）、当升科技（300073）、容百科技（688005）、璞泰来（603659）、恩捷股份（002812）、星源材质（300568）、天赐材料（002709）、新宙邦（300037）。

表 9：重点公司盈利预测及投资评级（2024/5/9）

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS (元)			PE			评级	评级变动
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E		
300750	宁德时代	209.40	10.03	11.35	13.67	20.88	18.44	15.32	买入	维持
300014	亿纬锂能	39.70	1.98	2.38	2.98	19.00	15.81	12.64	买入	维持
002850	科达利	105.01	4.45	5.20	6.18	23.61	20.18	16.99	买入	维持
300073	当升科技	46.68	3.80	3.27	3.76	12.29	14.26	12.40	增持	维持
688005	容百科技	32.30	1.20	1.38	1.87	26.92	23.36	17.28	增持	维持
603659	璞泰来	19.86	0.95	1.20	1.52	20.91	16.58	13.04	增持	维持
002812	恩捷股份	44.22	2.68	2.11	2.97	16.50	20.91	14.88	增持	首次
300568	星源材质	10.56	0.45	0.70	0.73	23.47	15.02	14.47	增持	维持
002709	天赐材料	22.66	0.98	0.79	1.01	23.06	28.73	22.34	增持	维持
300037	新宙邦	34.43	1.34	1.62	2.12	25.67	21.25	16.21	增持	维持

资料来源：Wind，东莞证券研究所

4. 风险提示

（1）新能源汽车销量不及预期风险：若车市终端消费需求转弱，将对新能源汽车销量的增长带来不确定性风险，可能对锂电池产业链企业的经营业绩产生不利影响。

（2）市场竞争加剧风险：基于对新能源汽车行业前景的看好，产业链产能大幅扩张，随着产能持续释放，产能出现阶段性过剩，市场竞争有加剧可能，企业的盈利面临不确定性风险。

（3）原材料价格大幅波动风险：若上游原材料价格出现大幅波动，将对产业链相关企业的经营稳定性及业绩产生不利影响。

(4) 产业链出海不及预期风险：美国实施 IRA 法案，欧盟实施新电池法案，欧盟宣布对中国电动汽车发起反补贴调查。贸易保护政策可能对中国产业链出海产生一定的负面影响。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，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本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22115843

网址：www.dgzq.com.cn