

整体业绩承压，电池环节盈利提升

强于大市 (维持)

——电力设备行业跟踪报告

2024年06月05日

行业核心观点:

2023年，下游终端需求增速放缓，上游碳酸锂材料价格下行，叠加产业链内部竞争加剧，锂电产业链进入增速回落期，各环节产品价格下滑，产业链整体业绩承压。分环节来看，产业链内部盈利分化明显，利润从上游向下游转移，电池厂商盈利较好，中游材料厂商利润下滑幅度较大。2024年Q1，随着前期高价库存消纳完毕以及产品价格逐步企稳，中游材料厂商毛利率环比有所回升，下游电池厂商盈利在终端需求回暖支撑下保持稳定增长。展望后市，随着上游碳酸锂价格企稳，终端下游新能源车销量回暖，锂电中游材料厂商业绩今年有望企稳改善，电池环节盈利有望持续增强，建议积极关注中游材料环节业绩修复投资机会，以及电池环节市占率占优、盈利能力领先的龙头个股。

投资要点:

产业链业绩回顾:

1) 2023年，锂电产业链业绩整体承压，产业链内部盈利分化明显，利润从上游向下游转移，电池厂商盈利较好，正负极材料等中游厂商盈利水平下滑明显。2023年，锂电产业链上市公司营业收入合计实现8703.41亿元，同比增长2.18%；整体毛利率为18.18%，同比下降1.09pct；归母净利润为605.36亿元，同比下降23.05%。

2) 2024年Q1锂电产业链延续了2023年业绩的下行趋势，整体盈利承压，毛利率有所回升。2024年Q1，锂电产业链上市公司营业收入合计实现1629.56亿元，同比下降21.61%；毛利率为20.18%，同比+2.53pct；归母净利润为128.20亿元，同比下降14.18%。

细分环节发展趋势:

1) 电池环节：2023年，电池环节营收、利润表现较好。2023年，电池环节营收5558.37亿元，同比增长19.08%，归母净利润488.77亿元，同比增长33.59%。2024年Q1，电池环节营收同比小幅下滑，归母净利润稳定增长。2024年Q1，电池环节营业收入为1124.78亿元，同比下降10.7%，环比下降24.77%，主要由于产品价格的下降；归母净利润为117.66亿元，同比增长5.38%。

2) 正极材料环节：2023年，上游碳酸锂价格下行叠加供需不平衡，正极材料价格大幅下降，厂商整体营收、利润承压。2023年，正极材料营收为1631.03亿元，同比下降25.99%，归母净利润为-14.62亿元，同比下降109.03%。2024年Q1，正极厂商整体仍处于亏损状态，毛利率环比有所回升。2024年Q1，正极环节归母净利润为-3.53亿元，毛利率为5.78%，同比下降1.89pct，环比上升3.67pct。

行业相对沪深300指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

利空出尽，否极泰来

加快推进县乡村充电基础设施建设

Q1全国累计装机容量达26.2亿千瓦

分析师:

潘云娇

执业证书编号:

S0270522020001

电话:

02032255210

邮箱:

panyj@wlzq.com.cn

研究助理:

冯永棋

电话:

18819265007

邮箱:

fengyq1@wlzq.com.cn

3) **负极材料环节**: 由于新增产能快速释放, 行业呈现阶段性供过于求的市场格局, 市场竞争加剧导致负极材料公司业绩承压。2023年, 负极材料营收为 688 亿元, 同比下降 5.56%, 毛利率为 21.15%, 同比下降 3.38pct, 归母净利润为 50.95 亿元, 同比下降 47.79%。2024 年 Q1, 负极材料营收为 122.42 亿元, 同比下降 27.59%, 毛利率为 21.56%, 同比下降 1.56pct, 归母净利润为 7.62 亿元, 同比下降 54.15%。

4) **电解液环节**: 上游碳酸锂原料价格下行, 叠加市场竞争激烈, 电解液价格持续下行, 厂商盈利能力下降。2023年, 电解液厂商营业收入为 266 亿元, 同比下降 30.19%, 归母净利润为 33.68 亿元, 同比下降 59.17%。2024 年 Q1, 电解液厂商营业收入为 45.35 亿元, 同比下降 35.98%, 归母净利润为 3.22 亿元, 同比下降 69.91%。

5) **其他**: 隔膜盈利空间收窄。2023年, 隔膜头部公司盈利下行, 其中, 恩捷股份实现营收 120.42 亿元, 同比下降 4.36%, 毛利率 37.43%, 同比下降 10.41pct, 归母净利润实现 25.27 亿元, 同比下降 36.84%; 星源材质实现营收 30.13 亿元, 同比增长 4.62%, 毛利率 44.42%, 同比下降 1.15pct, 归母净利润 5.76 亿元, 同比下降 19.87%。**结构件业绩稳健增长**。2023年, 结构件公司实现营收 409.11 亿元, 同比增长 161.66%, 归母净利润 13.05 亿元, 同比增长 17.20%。2024 年 Q1, 结构件公司实现营收 42.08 亿元, 同比增长 16.20%, 归母净利润 3.72 亿元, 同比增长 37.30%。

风险因素: 下游新能源汽车及储能需求不及预期、行业竞争加剧、原料价格大幅波动、统计偏差等。

正文目录

1 产业链业绩回顾	5
1.1 2023 年：产业链业绩整体承压，内部盈利分化明显	5
1.2 24 年 Q1：电池环节盈利较好，正负极材料毛利率环比回升	7
2 细分环节业绩情况	9
2.1 电池环节：龙头公司市占率提升，盈利能力增强	9
2.2 正极材料环节：整体盈利承压，一季度毛利率环比回升	11
2.3 负极材料：供需不平衡加剧，行业出清加速	13
2.4 电解液：产品价格下滑，厂商盈利能力下降	14
2.5 其他：隔膜盈利空间收窄，结构件业绩稳健增长	15
3 板块投资建议	16
图表 1：锂电产业链上市公司 2022 年、2023 年业绩情况	6
图表 2：锂电产业链历年营业收入（亿元）及同比增速	6
图表 3：锂电产业链历年归母净利润（亿元）及同比增速	6
图表 4：锂电产业链各环节历年综合毛利率	7
图表 5：锂电产业链历年期间费用率	7
图表 6：锂电产业链上市公司 2023 年 Q1、2024 年 Q1 业绩情况.....	8
图表 7：锂电产业链季度营业收入（亿元）及同比增速	9
图表 8：锂电产业链季度归母净利润（亿元）及同比增速	9
图表 9：锂电产业链各环节季度毛利率变化趋势（%）	9
图表 10：电池环节季度营业收入（亿元）及同比增速	9
图表 11：电池环节季度归母净利润（亿元）及同比增速	9
图表 12：碳酸锂价格（万元/吨）变化趋势	10
图表 13：动力电芯价格（元/瓦时）变化趋势	10
图表 14：2024 年 Q1 全球锂电池市占率	10
图表 15：2023 年 Q1 全球锂电池市占率	10
图表 16：电池环节季度毛利率变化趋势	11
图表 17：电池环节各公司环节季度毛利率变化趋势	11
图表 18：中国新能源汽车销量当月值（辆）及同比增速	11
图表 19：中国动力电池季度装车量当月值（MW）及同比增速	11
图表 20：正极材料环节季度营业收入（亿元）及同比增速	12
图表 21：正极材料环节季度归母净利润（亿元）	12
图表 22：正极材料日度价格（万元/吨）变化趋势	12
图表 23：动力电池月度装车量（MWh）变化趋势	12
图表 24：三元正极公司季度毛利率变化趋势	12
图表 25：铁锂正极公司季度毛利率变化趋势	12
图表 26：负极材料环节季度营业收入（亿元）及同比增速	13
图表 27：负极材料环节季度归母净利润（亿元）及同比增速	13
图表 28：负极材料环节单季度毛利率变化趋势	13
图表 29：负极材料环节单季度毛利率变化趋势.....	13
图表 30：负极材料价格变化趋势（元/吨）	14
图表 31：负极材料资产减值变化趋势（亿元）	14
图表 32：电解液环节季度营业收入（亿元）及同比增速	14

图表 33: 电解液环节季度归母净利润 (亿元) 及同比增速	14
图表 34: 电解液价格变化趋势 (万元/吨)	15
图表 35: 电解液季度毛利率变化趋势	15
图表 36: 隔膜环节季度归母净利润 (亿元) 及同比增速	15
图表 37: 隔膜环节公司季度毛利率变化趋势	15
图表 38: 结构件季度归母净利润 (亿元) 及同比增速	15
图表 39: 结构件环节公司季度毛利率变化趋势	15

统计样本说明：我们根据锂电产业链上下游关系，选取 37 家上市公司进行统计分析，分为电池、正极材料、负极材料、电解液、隔膜和辅材（铜箔铝箔+结构件）六个环节。

1 产业链业绩回顾

1.1 2023 年：产业链业绩整体承压，内部盈利分化明显

整体来看，2023年，下游终端需求增速放缓，上游碳酸锂材料价格下行，叠加产业链内部竞争加剧，锂电产业链进入增速回落期，各环节价格下滑，锂电产业链业绩整体承压。

盈利端：锂电产业链营业收入规模相对稳定，毛利率小幅下滑，盈利空间明显收窄。2023年，锂电产业链上市公司营业收入合计实现8703.41亿元，同比增长2.18%；整体毛利率为18.18%，同比下降1.09pct；归母净利润为605.36亿元，同比下降23.05%。

费用端：销售费用明显增加，期间费用率上升。2023年，锂电产业期间费用率为9.53%，同比上升1.02pct，其中，销售/管理/财务/研发费用率分别为2.59%/2.69%/-0.14%/4.39%，分别同比变动+0.81/+0.31/-0.23/+0.13pct，销售费用率上升幅度较大，财务费用率小幅下降。

分环节来看，产业链内部盈利分化明显，利润从上游向下游转移，电池厂商盈利较好，正负极材料等中游厂商盈利水平下滑明显。2023年，电池环节营收5558.37亿元，同比增长19.08%，归母净利润488.77亿元，同比增长33.59%；正极材料环节营收1631.03亿元，同比下降25.99%，归母净利润-14.62亿元，由盈转亏，同比下降109.03%；电解液环节营收266.07亿元，同比下降30.19%，归母净利润33.68亿元，同比下降59.17%。

在统计样本中，营收正增长公司总共10家，分别为电池环节4家（宁德时代、亿纬锂能、国轩高科、孚能科技），隔膜环节1家（星源材质），辅材5家（科达利、震裕科技、嘉元科技、中一科技、德福科技）；毛利率正增长公司共6家，分别为电池环节3家（宁德时代、亿纬锂能、欣旺达），正极材料1家（当升科技），负极材料1家（贝特瑞）、电解液1家（瑞泰新材）。

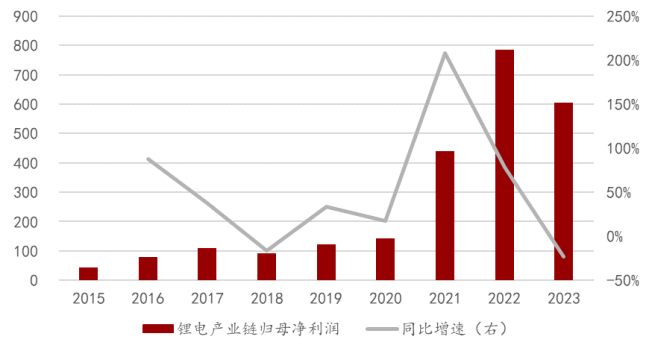
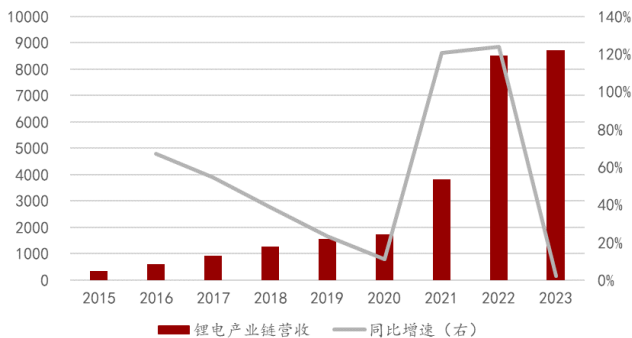
图表1: 锂电产业链上市公司2022年、2023年业绩情况

细分板块	证券简称	营业收入 (亿元)			毛利率 (% , pct)			归母净利润 (亿元)		
		2022年	2023年	同比变化	2022年	2023年	同比变化	2022年	2023年	同比变化
电池	宁德时代	3285.94	4009.17	22.01%	20.25	22.91	2.66	307.29	441.21	43.58%
	亿纬锂能	363.04	487.84	34.38%	16.43	17.04	0.60	35.09	40.50	15.12%
	国轩高科	230.52	316.05	37.11%	17.79	16.92	-0.87	3.12	9.39	201.28%
	欣旺达	521.62	478.62	-8.24%	13.84	14.60	0.76	10.64	10.76	1.17%
	孚能科技	115.88	164.36	41.84%	7.51	6.84	-0.67	-9.27	-18.68	-101.19%
	鹏辉能源	90.67	69.32	-23.54%	18.69	16.51	-2.18	6.28	0.43	-93.14%
三元正极	派能科技	60.13	32.99	-45.13%	34.70	32.13	-2.57	12.73	5.16	-59.19%
	当升科技	212.64	151.27	-28.86%	17.40	18.06	0.66	22.59	19.24	-14.80%
	厦钨新能	287.51	173.11	-39.79%	8.60	7.99	-0.61	11.21	5.27	-52.93%
	容百科技	301.23	226.57	-24.78%	9.26	8.58	-0.68	13.53	5.81	-57.07%
	长远锂科	179.75	107.29	-40.31%	14.19	4.41	-9.78	14.89	-1.24	-108.86%
	振华新材	139.36	68.76	-50.66%	13.68	6.77	-6.91	12.72	1.03	-91.93%
磷酸铁锂正极	天力锂能	26.68	24.43	-8.43%	11.99	-6.77	-18.77	1.32	-5.03	-479.97%
	湖南裕能	427.90	413.58	-3.35%	12.48	7.65	-4.83	30.07	15.81	-47.14%
	德方纳米	225.57	169.73	-24.76%	20.05	0.19	-19.86	23.80	-16.36	-188.24%
	富临精工	73.47	57.61	-21.58%	19.18	5.46	-13.72	6.45	-5.43	-184.22%
	龙蟠科技	140.72	87.29	-37.96%	17.61	-0.13	-17.74	7.53	-12.33	-263.80%
	万润新能	123.51	121.74	-1.44%	17.05	0.01	-17.04	9.59	-15.04	-256.84%
负极材料	安达科技	65.58	29.64	-54.80%	19.10	-4.70	-23.80	8.11	-6.34	-178.10%
	璞泰来	154.64	153.40	-0.80%	35.66	32.94	-2.72	31.04	19.12	-38.12%
	杉杉股份	217.02	190.70	-12.13%	24.03	16.22	-7.81	26.91	7.65	-71.56%
	贝特瑞	256.79	251.19	-2.18%	15.83	17.66	1.83	23.09	16.54	-28.89%
	尚太科技	47.82	43.91	-8.18%	41.65	27.74	-13.91	12.89	7.23	-43.94%
	中科电气	52.57	49.08	-6.64%	19.50	15.46	-4.04	3.64	0.42	-88.55%
电解液	天赐材料	223.17	154.05	-30.97%	37.97	25.92	-12.05	57.14	18.91	-66.92%
	新宙邦	96.61	74.84	-22.53%	32.04	28.94	-3.10	17.58	10.11	-42.50%
	瑞泰新材	61.35	37.18	-39.39%	19.64	20.53	0.89	7.77	4.66	-39.96%
隔膜	恩捷股份	125.91	120.42	-4.36%	47.83	37.43	-10.40	40.00	25.27	-36.84%
	星源材质	28.80	30.13	4.62%	45.57	44.42	-1.15	7.19	5.76	-19.87%
结构件	科达利	86.54	105.11	21.47%	23.86	23.58	-0.28	9.01	12.01	33.25%
	震裕科技	57.52	60.19	4.63%	12.28	11.92	-0.37	1.04	0.43	-58.73%
	金杨股份	1.29	11.10	9.73%	18.12	14.38	-3.74	1.08	0.61	-43.67%
铜箔铝箔	铜冠铜箔	38.75	37.85	-2.33%	9.98	2.34	-7.64	2.65	0.17	-93.61%
	诺德股份	47.09	45.72	-2.92%	20.33	10.40	-9.93	3.52	0.27	-92.25%
	嘉元科技	46.41	49.69	7.06%	19.85	5.83	-14.02	5.21	0.19	-96.84%
	中一科技	28.95	34.15	17.96%	20.11	6.13	-13.98	4.13	0.53	-87.15%
德福科技	63.81	65.31	2.36%	16.63	7.56	-9.07	5.03	1.33	-73.65%	
细分板块	营业收入 (亿元)			毛利率 (% , pct)			归母净利润 (亿元)			
	2022年	2023年	同比变化	2022年	2023年	同比变化	2022年	2023年	同比变化	
电池	4667.80	5558.37	19.08%	18.96	20.84	1.88	365.88	488.77	33.59%	
正极材料	2203.93	1631.03	-26.99%	14.00	6.25	-7.75	161.82	(14.62)	-109.63%	
负极材料	728.83	688.28	-5.56%	24.44	21.15	-3.28	97.59	50.95	-47.79%	
电解液	381.13	266.07	-30.19%	33.52	26.02	-7.50	82.50	33.68	-59.17%	
隔膜	154.71	150.55	-2.69%	47.41	38.83	-8.59	47.20	31.03	-34.25%	
辅材	381.36	409.11	7.28%	18.10	12.01	-6.09	31.68	15.54	-50.94%	
锂电产业链	8517.76	8703.41	2.18%	19.27	18.18	-1.09	786.66	605.36	-23.05%	

资料来源: 万得Wind, 万联证券研究所

图表2: 锂电产业链历年营业收入 (亿元) 及同比增速

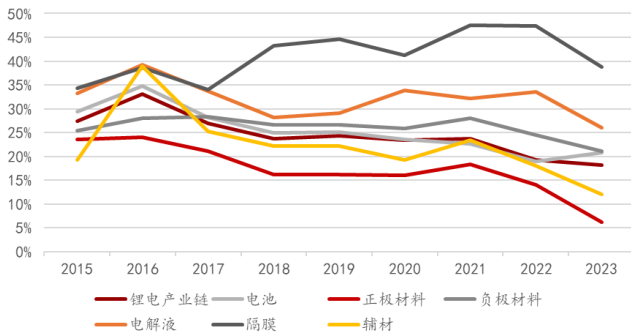
图表3: 锂电产业链历年归母净利润 (亿元) 及同比增速



资料来源: 万得Wind, 万联证券研究所

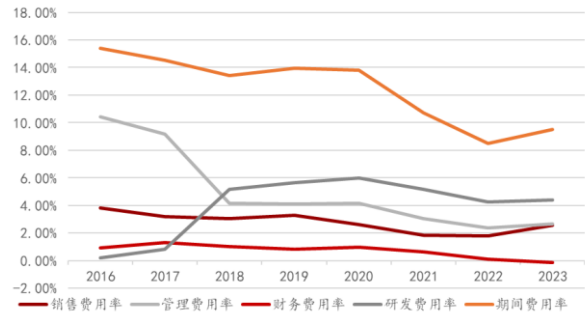
资料来源: 万得Wind, 万联证券研究所

图表4: 锂电产业链各环节历年综合毛利率



资料来源: 万得Wind, 万联证券研究所

图表5: 锂电产业链历年期间费用率



资料来源: 万得Wind, 万联证券研究所

1.2 24年Q1: 电池环节盈利较好, 正负极材料毛利率环比回升

分季度来看, 2024年Q1锂电产业链延续了2023年业绩的下行趋势, 整体盈利承压。2024年Q1, 锂电产业链上市公司营业收入合计实现1629.56亿元, 同比下降21.61%; 毛利率为20.18%, 同比+2.53pct; 归母净利润为128.20亿元, 同比下降14.18%。

分环节来看, 电池厂商盈利较好, 辅材厂商营收正增长, 正极、电解液公司毛利率环比回升。2024年Q1, 电池环节营收1124.78亿元, 同比下降10.70%, 归母净利润117.66亿元, 同比增长5.38%; 辅材环节营收92.32亿元, 同比增长7.55%; 正极/电解液环节毛利率分别为5.78%/21.68%, 分别同比下降1.89%/7.74%, 环比上升3.67%/1.52%, 毛利率环比上升, 一季度以来出现好转改善迹象。

在统计样本中, 2024年Q1营收正增长公司总共10家, 分别为电池环节2家(国轩高科、欣旺达), 正极材料环节1家(富临精工)、隔膜环节1家(星源材质)、辅材6家(科达利、震裕科技、金杨股份、铜冠铜箔、诺德股份、中一科技); 毛利率正增长公司共11家, 分别为电池环节4家(宁德时代、亿纬锂能、欣旺达、孚能科技), 正极材料4家(厦钨新能、长远锂科、湖南裕能、德方纳米), 负极材料2家(贝特瑞、中科电气)、辅材1家(科达利)。

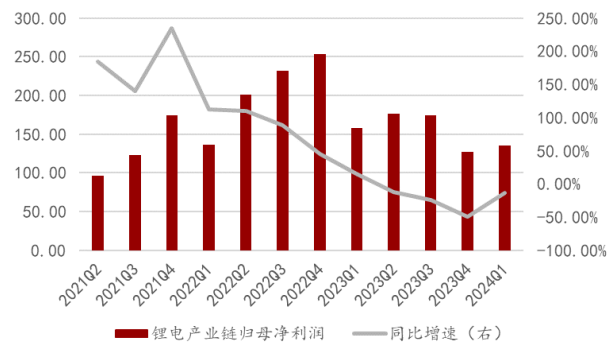
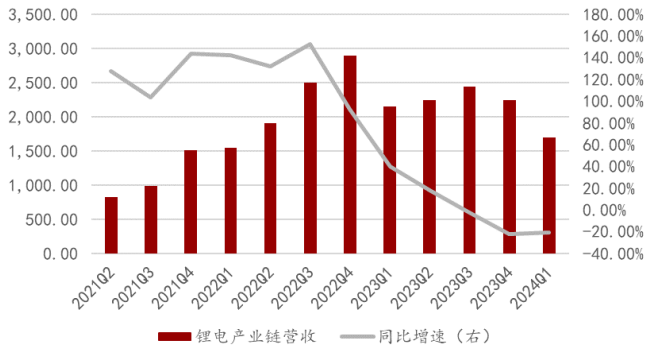
图表6: 锂电产业链上市公司2023年Q1、2024年Q1业绩情况

细分板块	证券简称	单季度营业收入 (亿元)			季度毛利率 (% , pct)			季度归母净利润 (亿元)			季度归母净利率 (% , pct)		
		2023Q1	2024Q1	同比变化	2023Q1	2024Q1	同比变化	2023Q1	2024Q1	同比变化	2023Q1	2024Q1	同比变化
电池	宁德时代	890.3847	797.7078	-10.41%	21.27	26.42	5.15	98.22	105.10	7.00%	11.03	13.18	2.14
	亿纬锂能	111.8555	93.1732	-16.70%	16.83	17.64	0.81	11.40	10.66	-6.49%	10.19	11.44	1.25
	国轩高科	71.7700	75.0791	4.61%	18.94	17.86	-1.08	0.76	0.69	-8.46%	1.05	0.92	-0.13
	欣旺达	104.7793	109.7500	4.74%	13.68	16.52	2.84	-1.65	3.19	293.45%	-1.57	2.90	4.48
	孚能科技	37.3476	29.2421	-21.70%	1.91	11.89	9.98	-3.52	-2.17	38.20%	-9.41	-7.43	1.98
	鹏辉能源	24.9530	15.9701	-36.00%	19.96	11.84	-8.12	1.82	0.16	-91.44%	7.31	1.02	-6.29
三元正极	派能科技	18.4068	3.8558	-79.05%	40.22	35.76	-4.46	4.62	0.04	-99.13%	25.09	1.04	-24.06
	当升科技	46.9202	15.1672	-67.67%	16.43	14.89	-1.55	4.31	1.10	-74.66%	9.18	7.28	-1.90
	厦钨新能	35.8625	32.9879	-8.02%	7.36	7.60	0.24	1.16	1.11	-3.71%	3.22	3.37	0.15
	容百科技	83.6805	36.9164	-55.88%	8.72	5.15	-3.56	3.11	-0.37	-111.88%	3.72	-1.01	-4.72
	长远锂科	19.3433	10.8764	-43.77%	3.59	8.40	4.81	0.01	0.03	243.45%	0.05	0.29	0.25
	振华新材	20.0616	6.3634	-68.28%	9.96	(14.07)	-24.04	0.71	-1.37	-233.99%	3.52	-21.49	-25.01
铁锂正极	天力锂能	5.7954	4.3753	-24.50%	1.09	(0.13)	-1.22	0.00	-0.46	-	0.09	-10.57	-10.65
	湖南裕能	131.7560	45.2011	-65.69%	5.27	7.51	2.24	2.81	1.59	-43.66%	2.13	3.51	1.38
	德方纳米	49.4475	18.9206	-61.74%	0.01	0.03	0.02	-7.17	-1.85	74.25%	-14.51	-9.76	-4.75
	富临精工	7.2490	14.9575	106.34%	20.63	13.04	-7.59	-5.22	0.40	107.60%	-72.01	2.65	74.67
	龙蟠科技	20.8365	14.7447	-29.24%	7.16	5.14	-2.03	-2.23	-0.78	64.96%	-10.69	-5.29	-5.40
	万润新能	30.9849	11.5469	-62.73%	12.07	(0.85)	-12.92	-0.34	-1.30	-284.65%	-1.09	-11.26	-10.17
负极材料	安达科技	9.1507	2.2123	-75.82%	13.88	(14.19)	-28.07	0.23	-1.63	-799.40%	2.55	-73.78	-76.33
	璞泰来	36.9899	30.3428	-17.97%	34.30	31.35	-2.95	7.02	4.45	-36.44%	18.98	14.66	-4.32
	杉杉股份	44.4944	37.5232	-15.67%	16.39	14.20	-2.18	5.73	-0.73	-112.80%	12.87	-1.95	-14.82
	贝特瑞	67.6498	35.2839	-47.84%	14.32	20.99	6.68	2.93	2.18	-25.52%	4.33	6.19	1.86
	尚太科技	9.5249	8.6122	-9.58%	34.99	26.64	-8.35	2.30	1.49	-35.48%	24.20	17.27	-6.93
	中科电气	10.4102	10.6577	2.38%	7.85	17.40	9.55	-1.35	0.24	117.57%	-13.00	2.23	15.23
电解液	天赐材料	43.1400	24.6306	-42.91%	30.53	19.53	-11.00	6.95	1.14	-83.54%	16.10	4.64	-11.46
	新宙邦	16.4716	15.1540	-8.00%	31.53	27.21	-4.32	2.46	1.65	-32.80%	14.91	10.89	-4.02
	瑞泰新材	11.2217	5.5625	-50.43%	22.07	16.10	-5.97	1.30	0.43	-67.11%	11.62	7.69	-3.93
隔膜	恩捷股份	25.6847	23.2757	-9.38%	46.03	18.87	-27.16	6.49	1.58	-75.64%	25.28	6.79	-18.48
	星源材质	6.6473	7.1466	7.51%	46.29	35.99	-10.30	1.83	1.07	-41.45%	27.52	14.99	-12.53
结构件	科达利	23.2610	25.0851	7.84%	22.14	22.18	0.04	2.42	3.09	27.76%	10.38	12.30	1.92
	震裕科技	10.6960	14.4297	34.91%	14.86	12.56	-2.30	0.16	0.52	232.66%	1.47	3.64	2.16
	金杨股份	2.2519	2.5604	13.70%	17.04	13.72	-3.32	0.14	0.11	-19.77%	6.05	4.27	-1.78
铜箔铝箔	铜冠铜箔	8.5395	8.9246	4.51%	5.45	(0.45)	-5.90	0.26	-0.28	-20.673%	3.04	-3.10	-6.14
	诺德股份	11.0232	10.4945	-4.80%	14.84	5.15	-9.69	0.50	-0.94	-287.99%	4.55	-8.99	-13.55
	嘉元科技	9.8384	9.2997	-5.48%	10.75	0.09	-10.66	0.37	-0.48	-229.76%	3.74	-5.14	-8.88
	中一科技	7.4581	9.6246	29.05%	13.33	0.35	-12.98	0.45	-0.50	-21.241%	5.99	-5.21	-11.21
	德福科技	12.7763	11.9053	-6.82%	12.39	(3.10)	-15.49	0.41	-0.95	-82.74%	3.19	-7.96	-11.15
细分板块	营业收入 (亿元)			毛利率 (% , pct)			归母净利润 (亿元)			归母净利率 (% , pct)			
	2023年Q1	2024年Q1	同比变化	2023年Q1	2024年Q1	同比变化	2023年Q1	2024年Q1	同比变化	2023年Q1	2024年Q1	同比变化	
电池	1259.50	1124.78	-10.70%	19.79	23.60	3.81	111.66	117.66	5.38%	8.87	10.46	1.60	
正极材料	461.09	214.27	-53.53%	7.67	5.78	-1.89	(2.62)	(3.53)	-34.61%	-0.57	-1.65	-1.08	
负极材料	169.07	122.42	-27.56%	20.00	21.56	1.56	16.63	7.62	-54.15%	9.84	6.23	-3.61	
电解液	70.83	45.35	-36.09%	29.42	21.68	-7.74	10.71	3.22	-69.91%	15.12	7.10	-8.01	
隔膜	32.33	30.42	-5.90%	46.08	22.89	-23.19	8.32	2.65	-68.13%	25.74	8.72	-17.02	
辅材	85.84	92.32	7.55%	6.68	8.56	1.88	4.69	0.57	-87.82%	5.47	0.62	-4.85	
锂电产业链	2078.66	1629.56	-21.61%	17.65	20.18	2.53	149.39	128.20	-14.18%	7.19	7.87	0.68	

资料来源: 万得Wind, 万联证券研究所

图表7: 锂电产业链季度营业收入(亿元)及同比增速

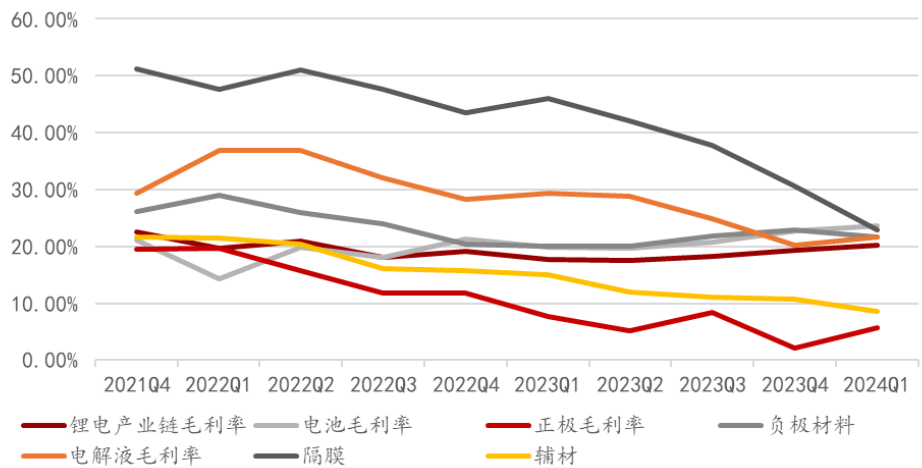
图表8: 锂电产业链季度归母净利润(亿元)及同比增速



资料来源: 万得Wind, 万联证券研究所

资料来源: 万得Wind, 万联证券研究所

图表9: 锂电产业链各环节季度毛利率变化趋势 (%)



资料来源: 万得Wind, 万联证券研究所

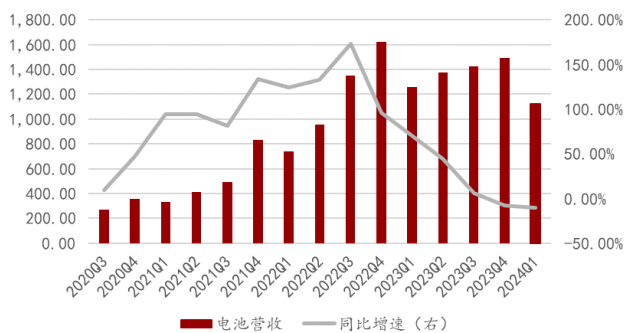
2 细分环节业绩情况

2.1 电池环节: 龙头公司市占率提升, 盈利能力增强

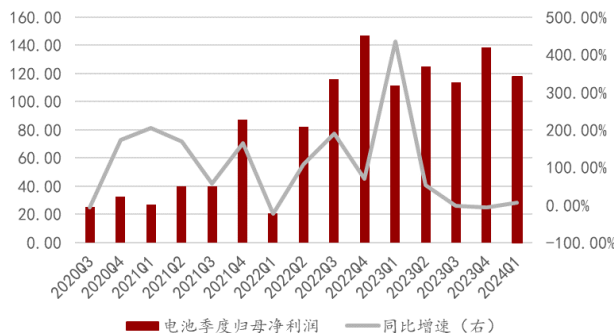
2023年, 锂电产业链利润向下游移动, 电池环节营收、利润表现较好。2023年, 电池环节营收5558.37亿元, 同比增长19.08%, 归母净利润488.77亿元, 同比增长33.59%。2024年Q1, 电池环节营收同比小幅下滑, 归母净利润稳定增长。2024年Q1, 电池环节营业收入为1124.78亿元, 同比下降10.7%, 环比下降24.77%, 主要由于产品价格的下降; 归母净利润为117.66亿元, 同比增长5.38%。

图表10: 电池环节季度营业收入(亿元)及同比增速

图表11: 电池环节季度归母净利润(亿元)及同比增速



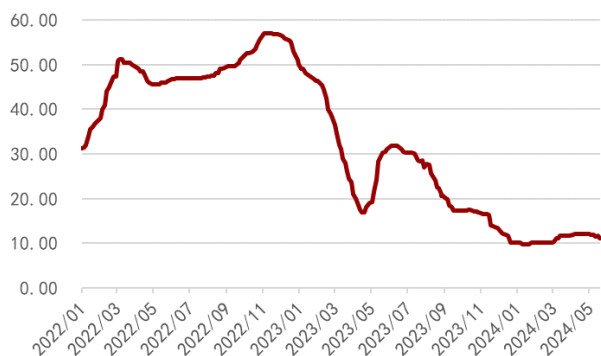
资料来源：万得Wind, 万联证券研究所



资料来源：万得Wind, 万联证券研究所

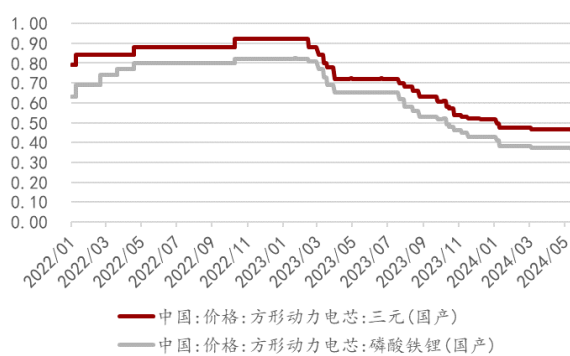
电芯价格降幅小于上游原材料价格降幅，电池厂商盈利空间加大。2023年碳酸锂价格大幅回落，从2023年初50万元/吨水平下降至2024年10万元/吨水平，下降幅度近80%。上游原材料价格下降叠加下游整车公司价格战，双向传导下，动力电芯价格大幅下降。截至2024年3月29日，方形三元动力电芯价格为0.47元/瓦时，较2023年3月下降40.38%；磷酸铁锂动力电芯价格为0.38元/瓦时，较2023年3月下降45.65%。整体来看，电芯价格降幅小于上游原材料价格降幅。

图表12: 碳酸锂价格(万元/吨)变化趋势



资料来源：万得Wind、安泰科, 万联证券研究所

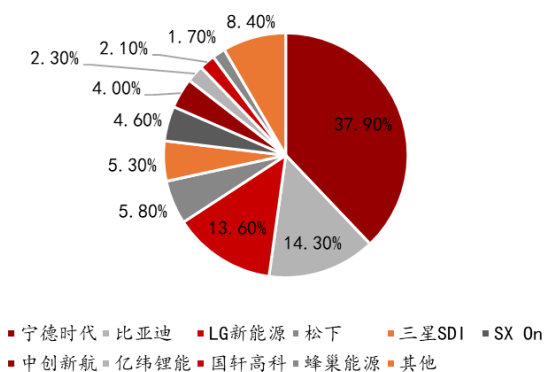
图表13: 动力电芯价格(元/瓦时)变化趋势



资料来源：万得Wind, 万联证券研究所

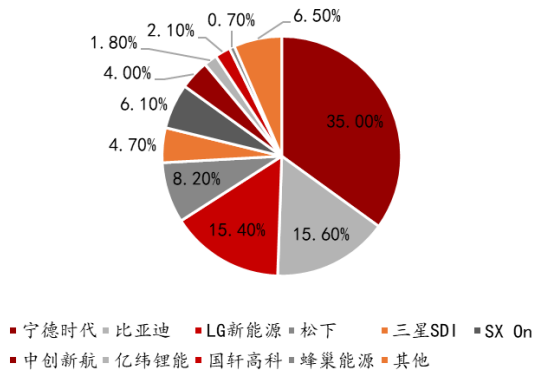
电池环节龙头公司市占率提升，竞争优势凸显。根据韩国市场调研机构SNE Research发布的最新数据，2024年Q1，宁德时代的动力电池装车量达到60.1GWh，同比增长31.9%，其市场份额增长至37.9%，同比增长了近三个百分点，龙头地位进一步巩固。此外，中创新航、亿纬锂能、国轩高科和蜂巢能源位列榜单的第六名到第十名之间，市场份额分别为4.0%、2.3%、2.1%、1.7%，市占率与2023Q1相比稳中有升。

图表14: 2024年Q1全球锂电池市占率



资料来源：北极星储能网、SNE Research, 万联证券研究所

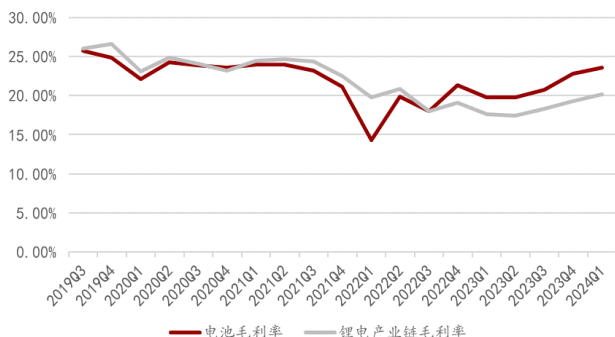
图表15: 2023年Q1全球锂电池市占率



资料来源：北极星储能网、SNE Research, 万联证券研究所

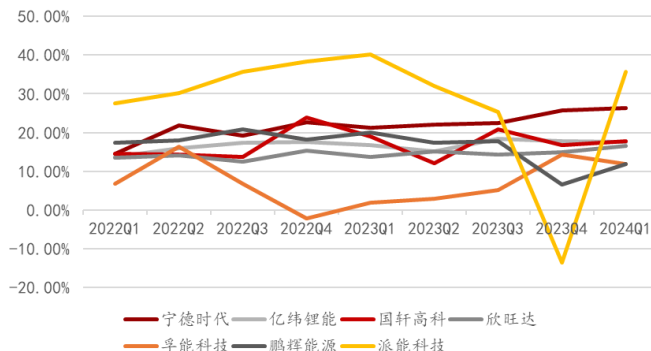
电池环节毛利率持续上升，头部公司毛利率领先。2024年Q1，电池环节毛利率为23.60%，同比增长3.81pct，环比增长0.80pct。其中，毛利率排名前四公司分别为派能科技（35.76%）、宁德时代（26.42%）、国轩高科（17.86%）、亿纬锂能（17.64%），头部公司毛利率领先，龙头优势显著。

图表16: 电池环节季度毛利率变化趋势



资料来源: 万得Wind, 万联证券研究所

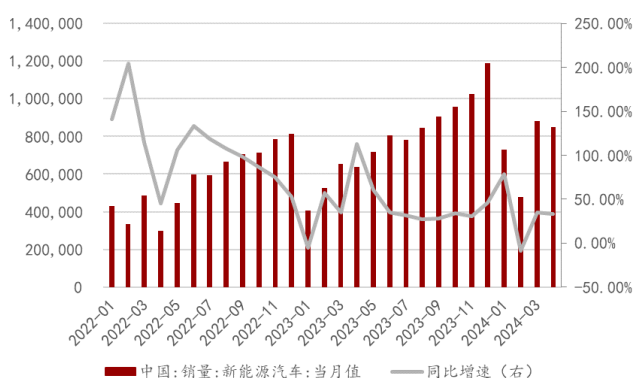
图表17: 电池环节各公司环节季度毛利率变化趋势



资料来源: 万得Wind, 万联证券研究所

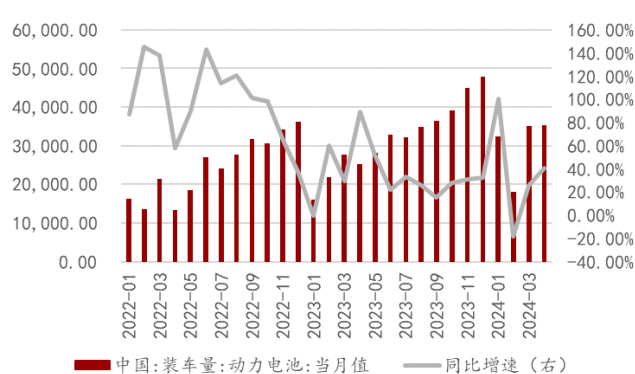
新能源汽车一季度销售回暖，动力电池装机量有望保持稳定增长。根据中国汽车工业协会统计，2023年，新能源汽车继续保持快速增长，全年产销累计完成958.7万辆和949.5万辆，同比分别增长35.8%和37.9%。2024年Q1，新能源汽车产销分别完成211.5万辆和209万辆，同比分别增长28.2%和31.8%，市场占有率达31.1%，其中，国内销量达178.3万辆，同比增长33.3%，新能源汽车出口30.7万辆，同比增长23.8%。新能源汽车销量高速增长，带动了动力电池装车量增长，2024年Q1，动力电池装车量为85.3GW，同比增长29.53%。随着以旧换新等政策出台，下游新能源汽车销量有望保持稳定增长，带动动力电池需求提升。

图表18: 中国新能源汽车销量当月值（辆）及同比增速



资料来源: 万得Wind、中国汽车工业协会, 万联证券研究所

图表19: 中国动力电池季度装车量当月值（MW）及同比增速



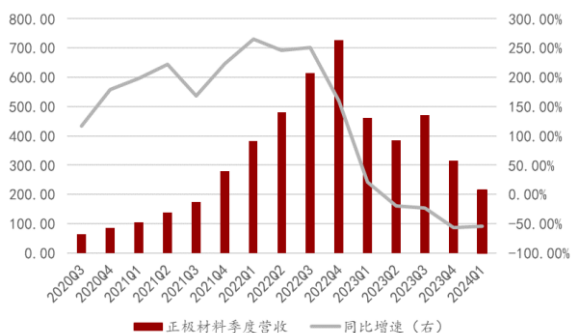
资料来源: 万得Wind、中国汽车动力电池产业创新联盟, 万联证券研究所

2.2 正极材料环节：整体盈利承压，一季度毛利率环比回升

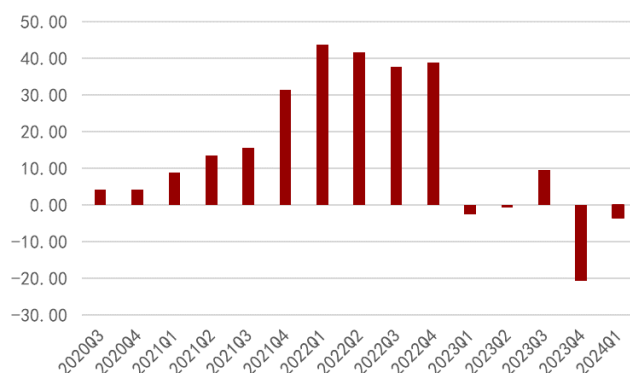
2023年，上游碳酸锂价格下行叠加供需不平衡，正极材料价格大幅下降，厂商整体营收、利润承压。2023年，正极材料营收为1631.03亿元，同比下降25.99%，归母净利润为-14.62亿元，同比下降109.03%。2024年Q1，正极厂商整体仍处于亏损状态，毛利率环比有所回升。2024年Q1，正极环节归母净利润为-3.53亿元，毛利率为5.78%，

同比下降1.89pct，环比上升3.67pct。

图表20: 正极材料环节季度营业收入(亿元)及同比增速



图表21: 正极材料环节季度归母净利润(亿元)

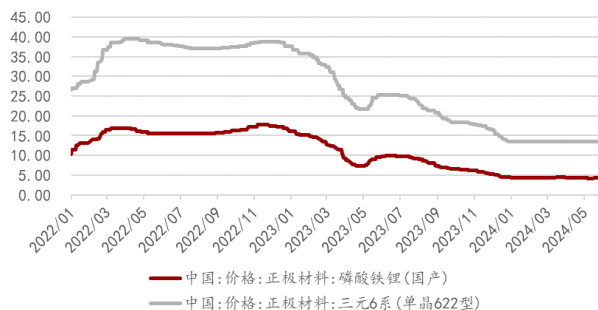


资料来源: 万得Wind, 万联证券研究所

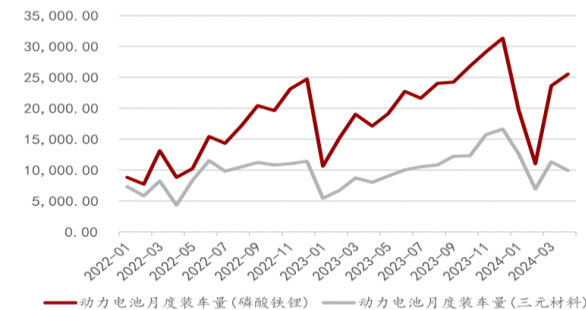
资料来源: 万得Wind, 万联证券研究所

正极材料价格企稳, 铁锂正极需求增速较高。经过一年下行后, 目前正极材料价格回归稳定。2024年Q1, 正极材料-磷酸铁锂价格均价为4.38万元/吨, 正极材料-三元6系均价为13.48万元/吨, 处于近年低位, 分别较2023年Q1均价下降68.43%和59.47%。另外, 在技术进步、下游降本趋势下, 价格相对便宜的磷酸铁锂电池需求增长较快。2023年, 三元材料电池装车量为126GWh, 同比增长14.23%, 磷酸铁锂电池装车量为261GWh, 同比增长42.06%, 磷酸铁锂电池装车量是三元材料电池装车量近2倍。

图表22: 正极材料日度价格(万元/吨)变化趋势



图表23: 动力电池月度装车量(MWh)变化趋势



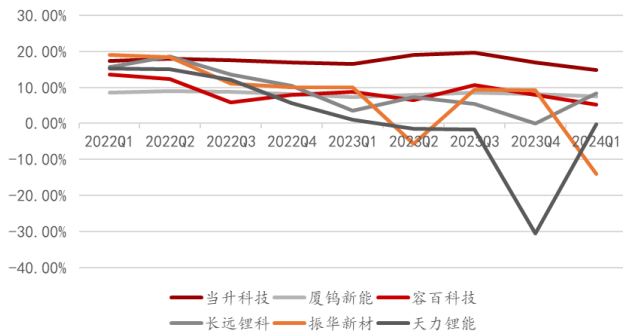
资料来源: 万得Wind, 万联证券研究所

资料来源: 万得Wind、中国汽车动力电池产业创新联盟, 万联证券研究所

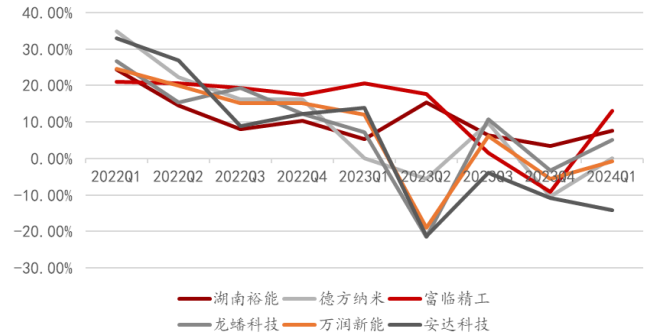
三元正极毛利率相对稳定, 铁锂正极毛利率回升。2023年, 磷酸铁锂电池需求快速增长, 但价格大幅下降, 铁锂正极公司处于增收不增利状态, 毛利率波动幅度较大, 多数厂商处于亏损状态; 三元正极公司毛利率则相对稳定, 头部厂商毛利率保持在5-20%区间。2024年Q1以来, 随着上游材料价格企稳、高价库存消纳完毕, 磷酸铁锂正极公司毛利率明显回升, 头部公司毛利率回到5-15%区间。具体来看, 2024年Q1, 铁锂正极公司, 富临精工/湖南裕能/龙蟠空间毛利率分别为13.04%/7.51%/5.14%, 分别环比+22.18%/+4.18%/+8.48pct, 毛利率明显回升; 三元正极公司, 当升科技/长远锂科/厦钨新能毛利率分别为14.89%/8.40%/7.60%, 分别环比-2.12%/+8.44%/-0.46pct。

图表24: 三元正极公司季度毛利率变化趋势

图表25: 铁锂正极公司季度毛利率变化趋势



资料来源：万得Wind, 万联证券研究所

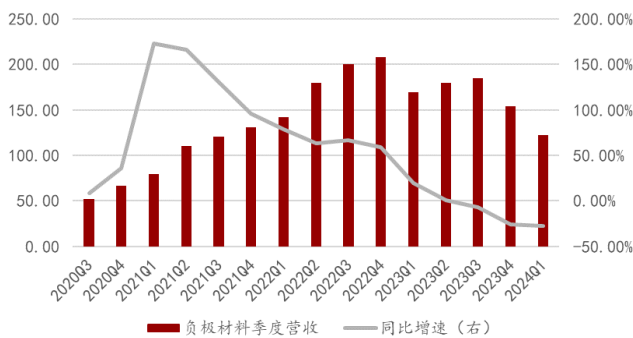


资料来源：万得Wind, 万联证券研究所

2.3 负极材料：供需不平衡加剧，行业出清加速

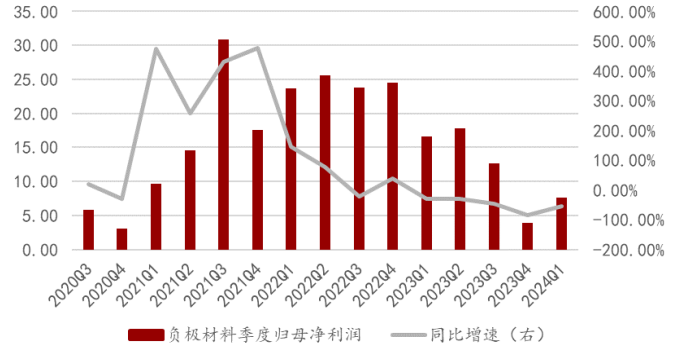
由于新增产能快速释放，行业呈现阶段性供过于求的市场格局，市场竞争加剧导致负极材料公司业绩承压。2023年，负极材料营收为688亿元，同比下降5.56%，毛利率为21.15%，同比下降3.38pct，归母净利润为50.95亿元，同比下降47.79%。2024年Q1，负极材料营收为122.42亿元，同比下降27.59%，毛利率为21.56%，同比上升1.56pct，归母净利润为7.62亿元，同比下降54.15%。

图表26：负极材料环节季度营业收入（亿元）及同比增速



资料来源：万得Wind, 万联证券研究所

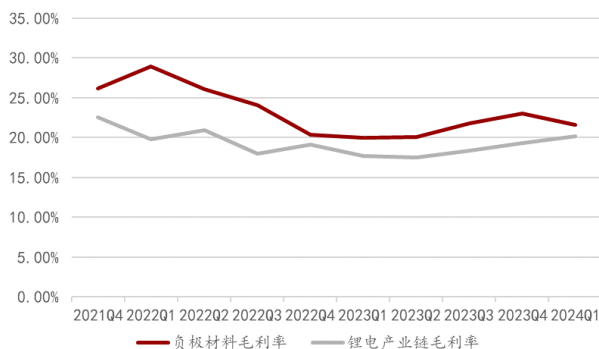
图表27：负极材料环节季度归母净利润（亿元）及同比增速



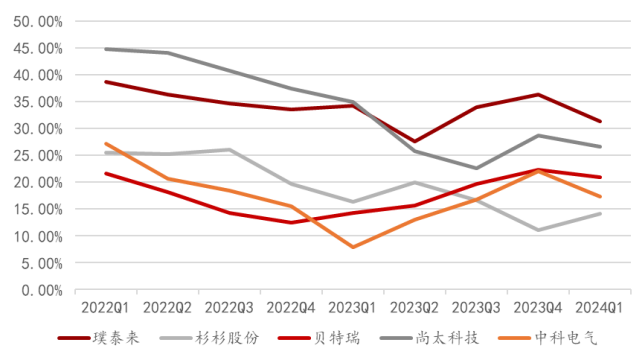
资料来源：万得Wind, 万联证券研究所

负极材料毛利率整体稳定，头部公司毛利率领先。负极材料公司毛利率整体保持在20%上下水平，波动相对较小，2024年Q1，负极材料公司毛利率为21.56%，同比增长1.56pct。具体来看，璞泰来、尚太科技、贝特瑞凭借规模优势，毛利率位于领先地位。2024年Q1，璞泰来/尚太科技/贝特瑞毛利率分别为31.35%/26.64%/20.99%。

图表28：负极材料环节单季度毛利率变化趋势



图表29：负极材料环节单季度毛利率变化趋势

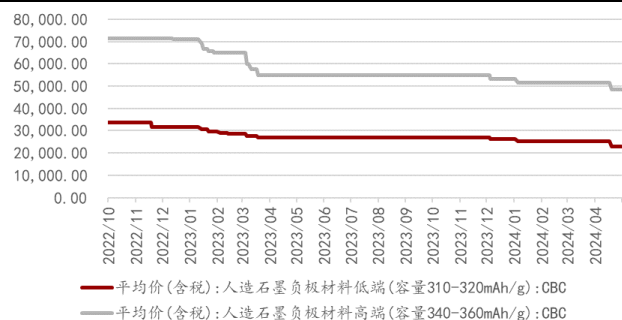


资料来源：万得Wind, 万联证券研究所

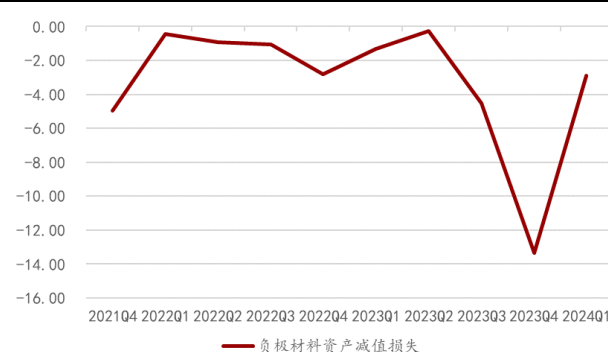
资料来源：万得Wind, 万联证券研究所

2023年以来,受行业产能供过于求及下游电池客户去库存的双重影响,负极产品售价持续下行。截至2024年3月29日,人造石墨负极材料低端(容量310-320mAh/g)日度均价为25300元/吨,较2023年初下降近20%,人造石墨负极材料高端(容量340-360mAh/g)日度均价为51550元/吨,较2023年初下降近28%。由于高价库存消纳较慢,负极材料公司持续计提存货跌价准备,压缩各公司利润空间。2023年Q4,负极材料公司合计计提资产减值13.35亿元,较2022年Q4计提增加10.54亿元。

图表30: 负极材料价格变化趋势(元/吨)



图表31: 负极材料资产减值变化趋势(亿元)



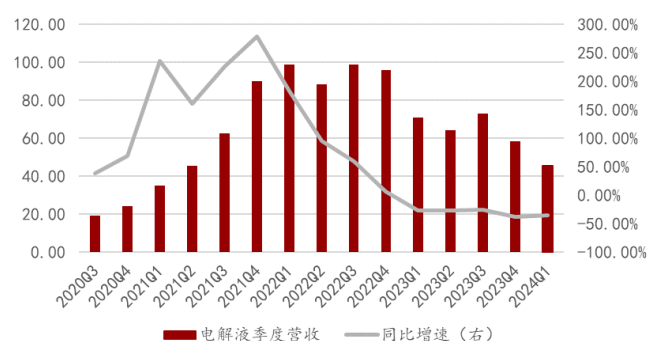
资料来源：同花顺金融, 万联证券研究所

资料来源：万得Wind, 万联证券研究所

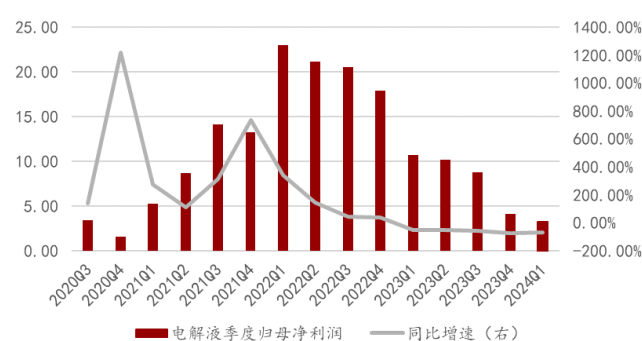
2.4 电解液：产品价格下滑，厂商盈利能力下降

上游碳酸锂原料价格下行,叠加市场竞争激烈,电解液价格持续下行,厂商盈利能力下降。2023年,电解液厂商营业收入为266亿元,同比下降30.19%,归母净利润为33.68亿元,同比下降59.17%。2024年Q1,电解液厂商营业收入为45.35亿元,同比下降35.98%,归母净利润为3.22亿元,同比下降69.91%。

图表32: 电解液环节季度营业收入(亿元)及同比增速



图表33: 电解液环节季度归母净利润(亿元)及同比增速

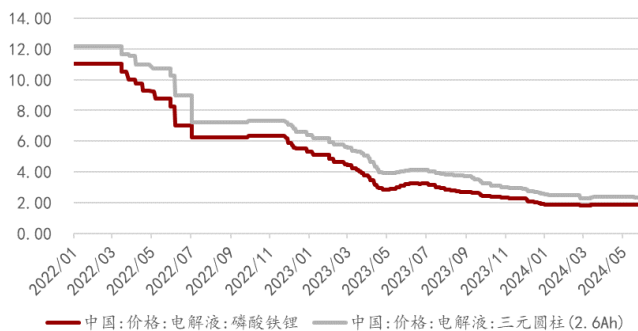


资料来源：万得Wind, 万联证券研究所

资料来源：万得Wind, 万联证券研究所

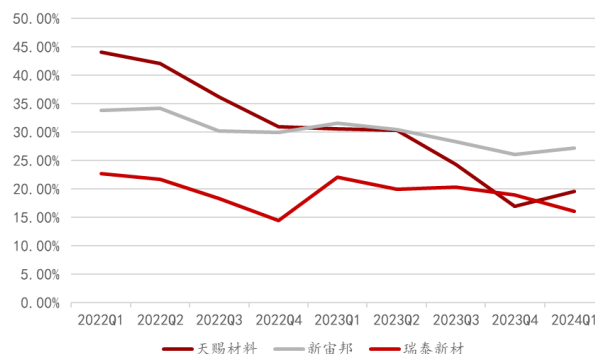
产品价格下滑近65%,公司毛利率下行。电解液价格2022年开始持续下滑,2024年一季度,磷酸铁锂电解液价格下滑至1.88万元/吨,三元电解液价格下滑至2.38万元/吨。与2023年初相比,电解液价格5%降逾于产品价格影响,电解液公司毛利率大幅下行,2024年Q1,天赐材料/瑞鑫新材毛利率分别为19.53%/27.21%/16.10%,同比下滑11.00%/4.32%/5.97pct,下滑幅度较大。目前,电解液价格已接近成本底部,大幅下降空间不大,2024年龙头公司盈利有望逐步改善。

图表34: 电解液价格变化趋势 (万元/吨)



资料来源: 万得Wind, 万联证券研究所

图表35: 电解液季度毛利率变化趋势

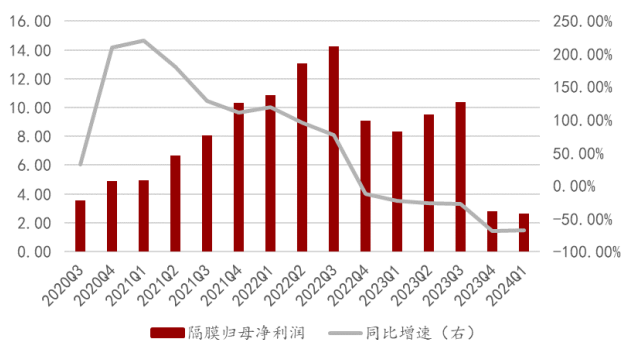


资料来源: 万得Wind, 万联证券研究所

2.5 其他: 隔膜盈利空间收窄, 结构件业绩稳健增长

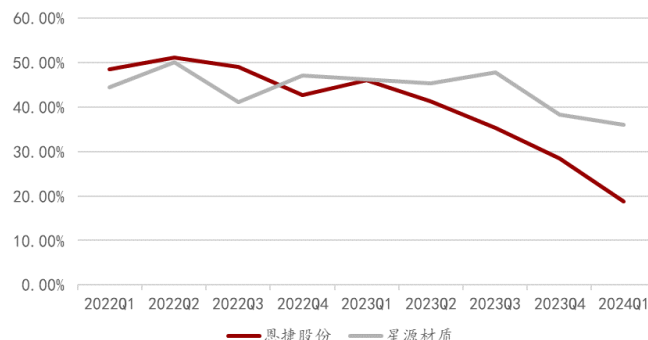
(1) 隔膜环节技术壁垒较高, 价格相对保持稳定, 但由于新增产能释放, 行业内盈利空间收窄。2023年, 隔膜头部公司盈利下行, 其中, 恩捷股份实现营收120.42亿元, 同比下降4.36%, 毛利率37.43%, 同比下降10.41pct, 归母净利润实现25.27亿元, 同比下降36.84%; 星源材质实现营收30.13亿元, 同比增长4.62%, 毛利率44.42%, 同比下降1.15pct, 归母净利润5.76亿元, 同比下降19.87%。

图表36: 隔膜环节季度归母净利润 (亿元) 及同比增速



资料来源: 万得Wind, 万联证券研究所

图表37: 隔膜环节公司季度毛利率变化趋势

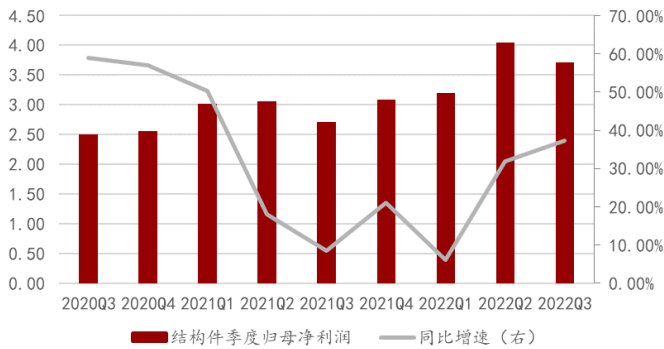


资料来源: 万得Wind, 万联证券研究所

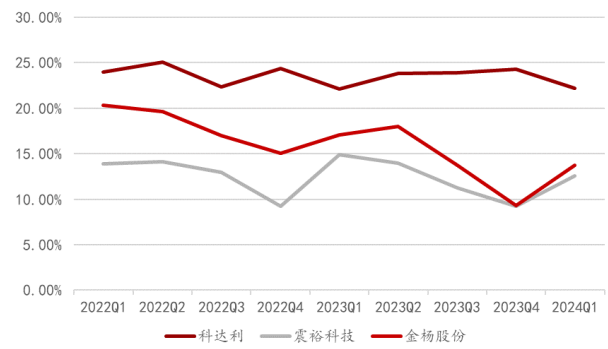
(2) 结构环节业绩亮眼, 归母净利润稳定增长。2023年, 结构件公司实现营收409.11亿元, 同比增长161.66%, 归母净利润13.05亿元, 同比增长17.20%。2024年Q1, 结构件公司实现营收42.08亿元, 同比增长16.20%, 归母净利润3.72亿元, 同比增长37.30%。公司方面, 科达利市占率领先, 毛利率稳定, 营收利润实现稳定增长。2023年, 科达利实现营收105.11亿元, 同比增长21.47%, 归母净利润12.01亿元, 同比增长33.25%。

图表38: 结构件季度归母净利润 (亿元) 及同比增速

图表39: 结构件环节公司季度毛利率变化趋势



资料来源：万得Wind, 万联证券研究所



资料来源：万得Wind, 万联证券研究所

3 板块投资建议

2023年，下游终端需求增速放缓，上游碳酸锂材料价格下行，叠加产业链内部竞争加剧，锂电产业链进入增速回落期，各环节产品价格下滑，产业链整体业绩承压。分环节来看，产业链内部盈利分化明显，利润从上游向下游转移，电池厂商盈利较好，中游材料厂商利润下滑幅度较大。2024年Q1，随着前期高价库存消纳完毕以及产品价格逐步企稳，中游材料厂商毛利率环比有所回升，下游电池厂商盈利在终端需求回暖支撑下保持稳定增长。展望后市，随着上游碳酸锂价格企稳，终端下游新能源车销量回暖，锂电中游材料厂商业绩今年有望企稳改善，电池环节盈利有望持续增强，建议积极关注中游材料环节业绩修复投资机会，以及电池环节市占率占优、盈利能力领先的龙头个股。

风险因素：下游新能源汽车及储能需求不及预期、行业竞争加剧、原料价格大幅波动、统计偏差等。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的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。分析师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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场