



# 汽车及汽车零部件行业研究

汽车组

分析师：陈传红（执业 S1130522030001）

分析师：苏晨（执业 S1130522010001）

chenchuanhong@gjzq.com.cn

suchen@gjzq.com.cn

## 板块触底回升，揭开复苏帷幕

### —— 锂电板块 24H1 财报总结

#### 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。**2024 年上半年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，电池、结构件、负极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。

**库存&稼动率分析：1H24 触底回升，揭开复苏帷幕。**1) 库存周期：我们将锂电库存周期分为“主动补库-被动补库-主动去库-被动去库”四个阶段，1Q22-1Q24，行业经历为期两年的“主动去库”，1Q24 需求及库存增速阶段性触底（4Q23/1Q24/2Q24 行业需求同比增速分别为 8%/-18%/-13%，库存同比增速分别-33%/-26%/-11%），或揭开新一轮景气复苏帷幕进入“被动去库”阶段。2) 稼动率周期：2024 年上半年，电池/隔膜/三元正极/铁锂正极/负极/电解液从 2 月的 18%/46%/40%/28%/53%/17%回升至 6 月的 29%/57%/45%/47%/77%/27%，负极、隔膜稼动率较高，铁锂正极修复明显。

**锂电电子板块 1H24 业绩总结：结构件、电池、三元前驱体表现亮眼。**

- 1. 电池：内资份额提升，龙头一枝独秀。**1H24 全球前十动力厂商中内资份额较日韩提升（份额分别 65%/27%，YoY 分别+3.3/-5.8pct），宁德市占率蝉联第一（38%）。盈利分化加剧，1H24 宁德/二三线盈利分别 0.09/-0.06~0.01 元/Wh，日韩扣除 AMPC 补贴后营业利润率-37%~2%（宁德毛利率 27%）。产成品库存同比增速 1H24 回升，板块有望进入到补库阶段带动盈利修复。
- 2. 隔膜：盈利差距收窄，格局保持稳定。**1H24 CR3 为 61%（恩捷/龙二/龙三分别 32%/20%/9%）格局稳定，行业盈利差距缩小（2Q24 龙头/二三线分别 0.14/-0.02~0.08 元/平），龙头价格优势保持。产成品持续补库（自 1H23 起同比增速提升）开工率仍处高位，龙头现金流稳健二三线略承压。
- 3. 结构件：盈利整体持稳，二线表现突出。**1H24 龙头及二线盈利差距缩小，主要系后者良率改善、成本降低。
- 4. 负极：集中度提升格局略有波动，盈利分化。**1H24 CR3 为 52%（较 2023 年+4pct），部分厂商盈利走出分化主要系份额及稼动率提升。负极开工率 2Q24 起回暖（提升至 50%-60%）有望带动盈利修复。
- 5. 三元正极&前驱体：三元整体承压，前驱体表现更优。**1H24 三元环节格局稳定（CR3=43%，较 2023 年+1pct），产能利用率仍处于低位运行（3-4 月提升至 57%、5-6 月回落至 40%-50%），除龙一/龙二盈亏平衡/1.0 万元/吨外其他企业亏损。前驱体集中度提升（CR2=37%，较 2023 年+4pct）表现更出色，龙头份额提升（29%，较 2023 年+2pct），盈利稳健波动较小且优于三元正极。
- 6. 铁锂正极：份额出现分化，厂商多数亏损。**1H24 CR3 为 54%（较 2023 年-3pct），龙一/龙二分别 34%/11%（较 2023 年+2/-3pct），除龙头外行业多数亏损。稼动率 Q2 修复至 53% 5-6 月份略回落至 40%-50%。

#### 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：推荐关注产能利用率提升趋势下，各赛道龙一如宁德时代、科达利等，以及龙一产能利用率比较高的赛道龙二，如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。

#### 风险提示

新能源汽车需求不及预期，储能市场需求不及预期，欧美政策制裁风险等



## 内容目录

一、1H24 锂电板块业绩总结：板块触底回升，揭开复苏帷幕	4
二、电池子板块比较：结构件、电池、三元前驱体环节表现亮眼	5
三、投资建议	23
四、风险提示	23

## 图表目录

图表 1：利用锂电板块产成品存货同比划分库存周期（2014-2024 年）	4
图表 2：电池板块稼动率跟踪（2023 年-2024 年 7 月）	5
图表 3：电池龙头&二线稼动率测算（2022-2024 年）	5
图表 4：锂电产业链标的选择	5
图表 5：24H1 锂电细分子板块业绩对比（亿元）	5
图表 6：24Q2 锂电细分子板块业绩对比（亿元）	6
图表 7：全球动力电池累计装机格局（2024 年 1-6 月）	8
图表 8：海外动力电池累计装机格局（2024 年 1-6 月）	8
图表 9：国内电池厂累计总营业收入对比（亿元）	9
图表 10：国内电池厂累计总扣非利润对比（亿元）	9
图表 11：扣除 IRA 补贴后电池厂营业利润（元/Wh）	9
图表 12：国内电池厂 1H24 动储电池业务盈利（元/Wh）	9
图表 13：电池板块产成品库存及同比（亿元）	9
图表 14：国内电池厂 1H24 单 Wh EBITDA	9
图表 15：电池板块 1H24 货币资金及累计经营现金流净额对比（1Q23-2Q24；亿元）	10
图表 16：隔膜公司累计总营业收入对比（亿元）	10
图表 17：隔膜公司累计总扣非利润对比（亿元）	10
图表 18：隔膜公司单位价格对比（1Q23-2Q23）	11
图表 19：隔膜公司单平盈利对比（1Q23-2Q23）	11
图表 20：图表 6：隔膜板块产成品库存及同比（亿元）	11
图表 21：图表 7：隔膜公司 1H24 单平 EBITDA	11
图表 22：隔膜公司 1H24 货币资金及累计经营现金流净额对比（1Q23-2Q24；亿元）	11
图表 23：三元正极企业库存周转天数（天）	12
图表 24：23 年国内三元材料市场份额	12
图表 25：24H1 国内三元材料市场份额	12
图表 26：三元正极行业产能利用率 4 月上行，5、6 月回落	13
图表 27：三元正极企业单位扣非净利（万元/吨）	13
图表 28：三元正极企业单位 EBITDA（万元/吨）	13
图表 29：24H1 主要三元正极企业业绩对比（亿元）	13
图表 30：24Q2 主要三元正极企业业绩对比（亿元）	14
图表 31：三元前驱体企业存货周转天数（天）	14
图表 32：三元前驱体企业 EBITDA（亿元）	15



图表 33:	24H1 主要三元前驱体企业业绩对比 (亿元)	15
图表 34:	24Q2 主要三元前驱体企业业绩对比 (亿元)	15
图表 35:	23 年国内磷酸铁锂正极市场份额	16
图表 36:	24H1 国内磷酸铁锂正极市场份额	16
图表 37:	铁锂企业存货周转天数 (天)	16
图表 38:	行业 LFP 正极产能利用率 4 月提升, 5、6 月回落	16
图表 39:	铁锂正极企业单吨扣非净利 (万元/吨)	17
图表 40:	铁锂正极企业单吨 EBITDA (万元/吨)	17
图表 41:	24H1 主要铁锂正极企业业绩对比 (亿元)	17
图表 42:	24Q2 主要铁锂正极企业业绩对比 (亿元)	17
图表 43:	23 年国内负极材料市场份额	18
图表 44:	24H1 国内负极材料市场份额	18
图表 45:	负极企业存货周转天数 (天)	18
图表 46:	Q2 锂电负极材料开工率整体回暖	18
图表 47:	负极企业单吨负极扣非净利 (万元/吨)	19
图表 48:	负极企业 EBITDA (亿元)	19
图表 49:	24H1 主要负极企业业绩对比 (亿元)	19
图表 50:	24Q2 主要负极企业业绩对比 (亿元)	19
图表 51:	23 年国内电解液市场份额	20
图表 52:	24H1 国内电解液市场份额	20
图表 53:	电解液主要企业库存周转天数 (天)	20
图表 54:	天赐材料单吨电解液扣非净利 (万元/吨)	21
图表 55:	电解液企业 EBITDA (亿元)	21
图表 56:	24H1 主要电解液企业业绩对比 (亿元)	21
图表 57:	24Q2 主要电解液企业业绩对比 (亿元)	21
图表 58:	结构件企业存货周转天数 (天)	22
图表 59:	结构件企业 EBITDA (亿元)	22
图表 60:	24H1 主要结构件企业业绩对比 (亿元)	22
图表 61:	24Q2 主要结构件企业业绩对比 (亿元)	23



## 一、1H24 锂电板块业绩总结：板块触底回升，揭开复苏帷幕

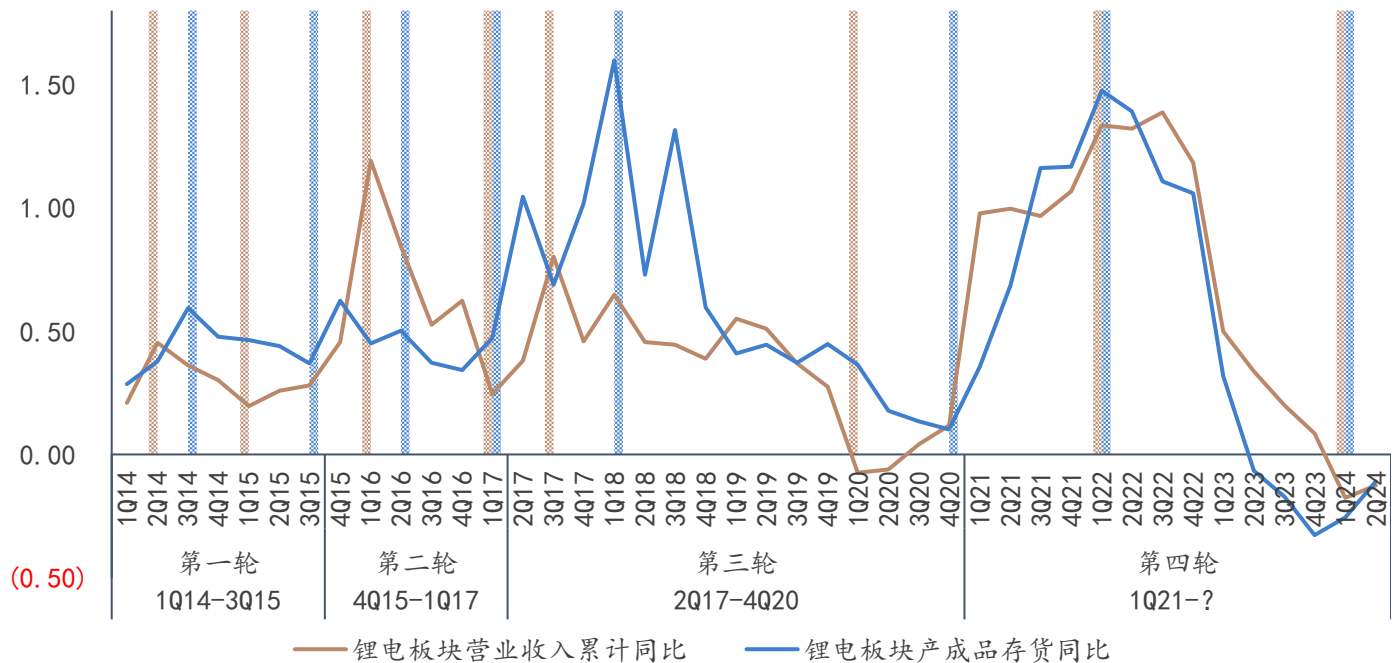
### 库存&产能利用率周期：2024 年触底回升，揭开新一轮帷幕

电池投资时钟理论：电池作为周期成长赛道，需求增速、产能和库存周期是产业链基本面的核心影响因素。2023 年以来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，2024 年上半年，电池、结构件、负极等环节龙头业绩出色，龙头逻辑兑现中。此外，部分产能利用率较高环节的龙二边际向好，如隔膜等环节。

库存周期分析：我们将锂电库存周期分为“主动补库-被动补库-主动去库-被动去库”四个阶段，通过板块公司产成品存货、锂电企业营业收入累计同比的阶段极值点来划分，板块股价在“主动补库”及“被动去库”阶段均收获不同程度的上涨。2014-2024 年锂电板块一共经历四轮库存周期，1Q21-1Q22，行业需求及企业库存增速双双抵达阶段性极值，划分为“主动补库”，经历短暂“被动补库”后供需开始反转 2022 年下半年开始进入过剩阶段；1Q22-1Q24，行业经历为期两年的“主动去库”，1Q24 需求及库存增速阶段性触底（4Q23/1Q24/2Q24 行业需求同比增速分别为 8%/-18%/-13%，库存同比增速分别-33%/-26%/-11%），或揭开新一轮景气复苏帷幕进入“被动去库”阶段。

产能利用率周期分析：稼动率触底回升，部分龙二修复弹性超龙头。2024 年上半年，电池/隔膜/三元正极/铁锂正极/负极/电解液从 2 月的 18%/46%/40%/28%/53%/17%回升至 6 月的 29%/57%/45%/47%/77%/27%，负极、隔膜稼动率较高，铁锂正极修复明显。对比板块公司，隔膜环节二线稼动率高出龙头，星源材质稼动率修复至较高水平；铁锂正极环节湖南裕能，以及负极环节贝特瑞、尚太科技均保持较高稼动率；电池、电解液环节龙头宁德时代、天赐材料等回升幅度较大，均超出二线。

图表1：利用锂电板块产成品存货同比划分库存周期（2014-2024 年）



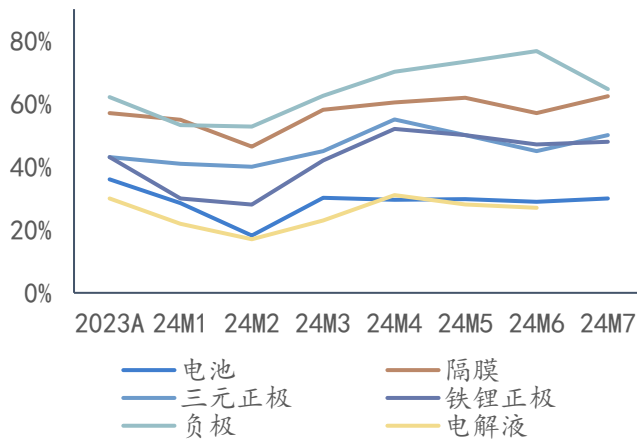
来源：Wind，国金证券研究所

注1：季度产成品库存根据相邻中报及年报披露产成品占存货比例及当期存货估算；

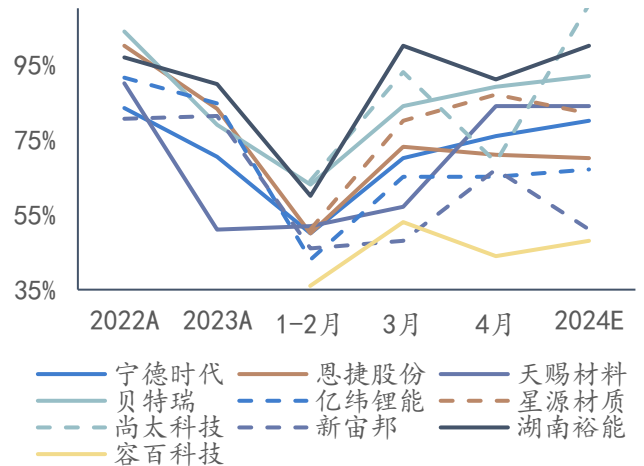
注2：统计口径为板块公司季度末时点库存值，非累计库存口径



图表2：电池板块稼动率跟踪（2023年-2024年7月）



图表3：电池龙头&二线稼动率测算（2022-2024年）



来源：隆众资讯、SMM 储能等，国金证券研究所

注：产能利用率测算与报告后文子板块开工率统计口径有差异，注意甄别

来源：鑫椴锂电、SMM 储能等，国金证券研究所

## 二、电池子板块比较：结构件、电池、三元前驱体环节表现亮眼

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4：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	负极	835185.BJ	贝特瑞
	688567.SH	孚能科技		603659.SH	璞泰来
隔膜	300438.SZ	鹏辉能源	电解液	300035.SZ	中科电气
	002812.SZ	恩捷股份		001301.SZ	尚太科技
	300568.SZ	星源材质		002709.SZ	天赐材料
正极-三元	002108.SZ	沧州明珠	结构件	300037.SZ	新宙邦
	300073.SZ	当升科技		002407.SZ	多赢多
	688005.SH	容百科技		002850.SZ	科达利
	688707.SH	振华新材		300953.SZ	震裕科技
正极-LFP	688779.SH	长远锂科	辅材	688733.SH	壹石通
	300769.SZ	德方纳米		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

图表5：24H1 锂电细分分子板块业绩对比（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	2,399	-8%	222	19%	23%	4%	9%	2%	12%	2%	5%	0%	71	-12	82	15	19%	4%
隔膜	77	-7%	5	-71%	22%	-18%	7%	-15%	16%	2%	6%	0%	124	3	210	19	23%	2%
正极-三元	139	-53%	-1	亏损	8%	-2%	-1%	-5%	8%	5%	4%	2%	68	8	133	56	-20%	-15%
正极-三元前驱体	675	6%	32	15%	15%	1%	5%	0%	8%	1%	2%	0%	100	-13	49	-3	8%	3%



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
正极-LFP	151	-53%	-2	亏损	5%	-1%	-1%	-1%	6%	2%	2%	1%	35	-13	83	31	-2%	-2%
负极	177	-30%	17	-22%	24%	3%	10%	1%	11%	2%	5%	1%	227	51	115	28	-2%	-9%
电解液	136	-18%	6	-68%	18%	-8%	5%	-7%	12%	1%	5%	0%	59	-9	108	23	-5%	-28%
结构件	86	17%	7	44%	20%	0%	9%	2%	9%	-1%	5%	0%	48	-16	102	-3	18%	17%
辅材	58	10%	0	-119%	8%	4%	1%	4%	7%	0%	2%	0%	46	-9	78	-10	-4%	-10%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表6：24Q2 锂电细分子板块业绩对比（亿元）

24Q2	营收	同比	环比	扣非归母净利润	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	1,278	-7%	14%	122	14%	21%	23%	4%	0%	10%	2%	1%	66	-6	-9	16%	2%	-6%
隔膜	41	-6%	16%	2	-77%	-29%	22%	-16%	0%	5%	-16%	-3%	124	8	-9	31%	9%	19%
正极-三元	70	-44%	1%	0	-100%	转正	10%	1%	3%	0%	-5%	1%	72	9	7	19%	2%	73%
正极-三元前驱体	349	15%	7%	19	33%	50%	16%	4%	4%	6%	1%	2%	93	-20	-4	10%	-3%	3%
正极-LFP	87	-38%	36%	-1	亏损	亏损	5%	-4%	0%	-1%	-6%	-1%	35	0	-5	6%	-9%	18%
负极	92	-29%	9%	9	-26%	5%	24%	3%	-1%	10%	0%	0%	213	41	-26	5%	-11%	17%
电解液	75	-9%	23%	3	-65%	16%	18%	-8%	1%	5%	-7%	0%	52	-6	-13	4%	-36%	21%
结构件	46	18%	17%	4	51%	24%	21%	1%	2%	9%	2%	1%	44	-15	-5	33%	23%	32%
辅材	30	11%	7%	0	-108%	-69%	8%	5%	-1%	0%	4%	-1%	48	-11	1	-12%	-40%	-16%

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，24H1 锂电细分子行业营收同比增长整体放缓，板块间分化明显，结构件和辅材环节同比维持高增。24H1 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 (+17%) > 辅材 (+10%) > 正极-三元前驱体 (+6%) > 隔膜 (-7%) > 电池 (-8%) > 电解液 (-18%) > 负极 (-30%) > 正极-三元 (-53%) > 正极-LFP (-53%)。

单 24Q2 环比增速看，各环节均环比上升。24Q2 电池板块细分子行业营收环比增速由高至低依次为：正极-LFP (+36%) > 电解液 (+23%) > 结构件 (+17%) > 隔膜 (+16%) > 电池 (+14%) > 负极 (+9%) > 正极-三元前驱体 (+7%) > 辅材 (+7%) > 正极-三元 (+1%)。

(2) 扣非归母净利润分析：

从扣非归母净利润同比增速看，24H1 结构件、电池、正极-三元前驱体环节同比提升。细分子行业扣非归母净利润增速由高至低依次为：结构件 (+44%) > 电池 (+19%) > 正极-三元前驱体 (+15%) > 负极 (-22%) > 电解液 (-68%) > 隔膜 (-71%) > 辅材 (-119%) > 正极-三元 (亏损)、正极-LFP (亏损)。

单 24Q2 环比增速看，正极-三元前驱体、结构件等环节环比表现较好。24Q2 扣非归母净利润环比增速由高到低依次为：正极-三元前驱体 (+50%) > 结构件 (+24%) > 电池 (+21%) > 电解液 (+16%) > 负极 (+5%) > 隔膜 (-29%) > 辅材 (-69%) > 正极-三元 (恰好转正) > 正极-LFP (亏损)。

(3) 毛利率分析：

从毛利率水平看，24H1 负极和电池环节毛利率较高。各个细分子行业毛利率由高至低依次为：负极 (+24%) > 电池 (+23%) > 隔膜 (22%) > 结构件 (20%) > 电解液 (18%) > 正极-三元前驱体 (15%) > 辅材 (8%) > 正极-三元 (8%) > 正极-LFP (5%)。

从毛利率同比变动看，24H1 辅材、电池、负极等环节毛利率同比上升。具体看，毛利率同比变动方面，辅材 (+4pct) > 电池 (+4pct) > 负极 (+3pct) > 正极-三元前驱体 (+1pct) > 结构件 (+0pct) > 正极-LFP (-1pct) > 正极-三元 (-2pct) > 电解液 (-8pct) > 隔膜 (-18pct)。



单 24Q2 环比变动看，正极-三元前驱体、正极-三元、结构件等环节呈上升趋势。24Q2 毛利率环比变动由高到低依次为：正极-三元前驱体 (+4pct) > 正极-三元 (+3pct) > 结构件 (+2pct) > 电解液 (+1pct) > 电池 (+0pct) > 隔膜 (-0pct) > 正极-LFP (-0pct) > 辅材 (-1pct) > 负极 (-1pct)。

#### (4) 扣非归母净利率分析：

从扣非归母净利率水平看，24H1 负极和电池环节净利率较高。各个细分子行业净利率由高至低依次为：负极 (+10%) > 电池 (+9%) > 结构件 (+9%) > 隔膜 (+7%) > 正极-三元前驱体 (+5%) > 电解液 (+5%) > 辅材 (+1%) > 正极-三元 (-1%) > 正极-LFP (-1%)。

从扣非归母净利率同比变动看，24H1 辅材、电池、结构件等环节净利率改善。具体看，净利率同比变动方面，辅材 (+4pct) > 电池 (+2pct) > 结构件 (+2pct) > 负极 (+1pct) > 正极-三元前驱体 (+0pct) > 正极-LFP (-1pct) > 正极-三元 (-5pct) > 电解液 (-7pct) > 隔膜 (-15pct)。

单 24Q2 环比变动看，正极-三元前驱体、正极-三元、电池、结构件环节环比正增。24Q2 由高到低排序为：正极-三元前驱体 (+2pct) > 正极-三元 (+1pct) > 电池 (+1pct) > 结构件 (+1pct) > 电解液 (-0pct) > 负极 (-0pct) > 辅材 (-1pct) > 正极-LFP (-1pct) > 隔膜 (-3pct)。

#### (5) 期间费用率分析：

从期间费用率水平看，24H1 隔膜、电解液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 (+16%) > 电解液 (+12%) > 电池 (+12%) > 负极 (+11%) > 结构件 (+9%) > 正极-三元前驱体 (+8%) > 正极-三元 (+8%) > 辅材 (+7%) > 正极-LFP (+6%)。

从期间费用率同比变动看，24H1 正极-三元、隔膜、负极等环节期间费用率有所增加。具体看，期间费用率同比变动方面，正极-三元 (+5pct) > 隔膜 (+2pct) > 负极 (+2pct) > 正极-LFP (+2pct) > 电池 (+2pct) > 正极-三元前驱体 (+1pct) > 电解液 (+1pct) > 辅材 (-0pct) > 结构件 (-1pct)。

#### (6) 研发费率分析：

从研发费率水平看，24H1 隔膜、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 (+6%) > 电池 (+5%) > 电解液 (+5%) > 结构件 (+5%) > 负极 (+5%) > 正极-三元 (+4%) > 正极-三元前驱体 (+2%) > 正极-LFP (+2%) > 辅材 (+2%)。

从研发费率同比变动看，24H1 正极-三元、正极-LFP、负极等环节研发费率同比上升。具体看，研发费率同比变动方面，正极-三元 (+2pct) > 正极-LFP (+1pct) > 负极 (+1pct) > 辅材 (+0pct) > 电池 (+0pct) > 隔膜 (+0pct) > 电解液 (-0pct) > 正极-三元前驱体 (-0pct) > 结构件 (-0pct)。

#### (7) 应收账款周转分析：

从应收账款周转天数指标看，24H1 隔膜环节较高。由低到高依次为：正极-三元前驱体 (+49 天) < 辅材 (+78 天) < 电池 (+82 天) < 正极-LFP (+83 天) < 结构件 (+102 天) < 电解液 (+108 天) < 负极 (+115 天) < 正极-三元 (+133 天) < 隔膜 (+210 天)。

从应收账款周转天数同比变动看，24H1 辅材、正极-三元前驱体、结构件环节同比下降。由低到高依次为：辅材 (-10 天) < 正极-三元前驱体 (-3 天) < 结构件 (-3 天) < 电池 (+15 天) < 隔膜 (+19 天) < 电解液 (+23 天) < 负极 (+28 天) < 正极-LFP (+31 天) < 正极-三元 (+56 天)。

单 24Q2 环比变动看，24Q2 各环节应收账款周转天数均环比缩短。24Q2 环比变动由低到高排序依次为：隔膜 (-38 天) < 电解液 (-27 天) < 正极-LFP (-24 天) < 正极-三元 (-11 天) < 负极 (-10 天) < 电池 (-10 天) < 结构件 (-9 天) < 正极-三元前驱体 (-5 天) < 辅材 (-3 天)。

#### (8) 经营性现金流分析：

从“经营性现金流/营收”指标看，24H1 隔膜、电池环节领先。从高到低排序为：隔膜 (+23%) > 电池 (+19%) > 结构件 (+18%) > 正极-三元前驱体 (+8%) > 正极-LFP (-2%) > 负极 (-2%) > 辅材 (-4%) > 电解液 (-5%) > 正极-三元 (-20%)。

从“经营性现金流/营收”同比变动情况来看，24H1 结构件、电池、正极-三元前驱体、隔膜环节同比提升。从高到低排序为：结构件 (+17pct) > 电池 (+4pct) > 正极-三元前驱体 (+3pct) > 隔膜 (+2pct) > 正极-LFP (-2pct) > 负极 (-9pct) > 辅材 (-10pct) > 正极-三元 (-15pct) > 电解液 (-28pct)。



单 24Q2 环比变动看，24Q2 正极-三元、结构件、电解液等环节环比正增。24Q2 环比变动由高到低排序依次为：正极-三元 (+73pct) > 结构件 (+32pct) > 电解液 (+21pct) > 隔膜 (+19pct) > 正极-LFP (+18pct) > 负极 (+17pct) > 正极-三元前驱体 (+3pct) > 电池 (-6pct) > 辅材 (-16pct)。

(9) 存货分析：

从存货周转天数上看，24H1 负极环节较高。从低到高排序为：正极-LFP (+35 天) < 辅材 (+46 天) < 结构件 (+48 天) < 电解液 (+59 天) < 正极-三元 (+68 天) < 电池 (+71 天) < 正极-三元前驱体 (+100 天) < 隔膜 (+124 天) < 负极 (+227 天)。

从存货周转天数的同比变动来看，24H1 结构件、正极-三元前驱体、正极-LFP 等环节均同比下降。同比变动从低到高排序为：结构件 (-16 天) < 正极-三元前驱体 (-13 天) < 正极-LFP (-13 天) < 电池 (-12 天) < 辅材 (-9 天) < 电解液 (-9 天) < 隔膜 (+3 天) < 正极-三元 (+8 天) < 负极 (+51 天)。

单 24Q2 环比变动看，负极、电解液、隔膜等环节存货周转天数环比下降。24Q2 由低到高排序为：负极 (-26 天) < 电解液 (-13 天) < 隔膜 (-9 天) < 电池 (-9 天) < 结构件 (-5 天) < 正极-LFP (-5 天) < 正极-三元前驱体 (-4 天) < 辅材 (+1 天) < 正极-三元 (+7 天)。

电池：内资份额提升，龙头一枝独秀

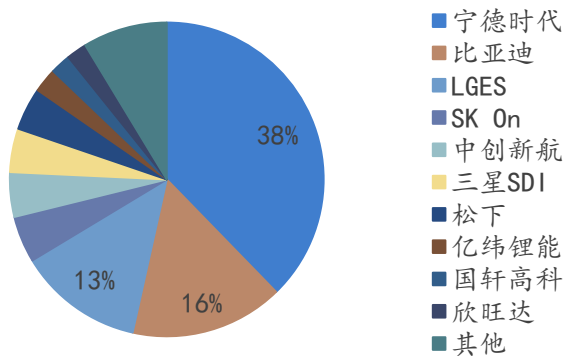
全球格局：根据 SNE Research，2024 年 1-6 月，以松下、LG、SK on、三星 SDI 为代表的日韩电池厂累计装机 97GWh，YoY+0.4%，市占率合计 27%，YoY-5.8pct。日韩电池厂份额下滑主要系内资份额崛起；全球前十动力厂商中我国电池厂占六家，分别为宁德时代、比亚迪、中创新航、亿纬锂能、国轩高科，以及欣旺达，1-6 月累计装机 236GWh，YoY+29%，市占率合计 65%，YoY+3.3pct。内资电池厂海外份额、盈利优势凸显，主要系稼动率更优，同时产品质量差距缩小性价比提升。2023 年以来，部分日韩电池厂因电池衰减或起火等问题面临巨额赔付及份额损失，此外美国客户去库及工厂需求不足至减产关停等均造成量利承压。

盈利分化加剧，宁德一枝独秀。对比国内公司，1H24，宁德/亿纬/国轩/中航/孚能/欣旺达电池盈利分别 0.09/0.005/0.01/0.009/-0.06/-0.004 元/Wh，国内二线电池厂保持在盈亏平衡线徘徊；对比海外公司，2Q24 宁德/LG/松下/三星 SDI/SK on 扣除 AMPC 补贴后营业利润率分别为 27% (毛利率) /-4%/2%/5%/-37%海外电池厂 1H24 业绩承压主要系北美车厂去库、电池质量事故等导致稼动率不足。

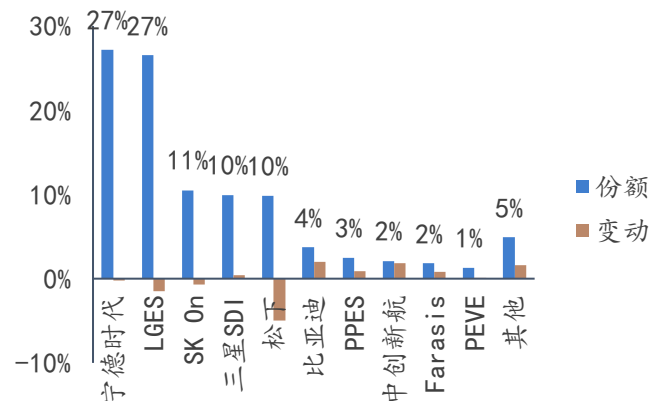
产成品库存：1H24，电池板块产成品库存同比增速为-16%，较 2023 年末有所回升 (-40%)，板块进入到补库阶段。

现金流：部分二线承压，宁德现金充裕。1H24，宁德/亿纬/国轩/孚能/欣旺达货币资金分别 2550/87/142/85/176 亿元，经营现金流净额分别 447/3/2/-6/17 亿元。亿纬锂能经营性现金流净额 2Q24 转正 (1Q24 为-18 亿元)，孚能科技连续二个季度为负值 (1Q24 为-11 亿元，2Q24 收窄)。

图表7：全球动力电池累计装机格局 (2024 年 1-6 月)



图表8：海外动力电池累计装机格局 (2024 年 1-6 月)



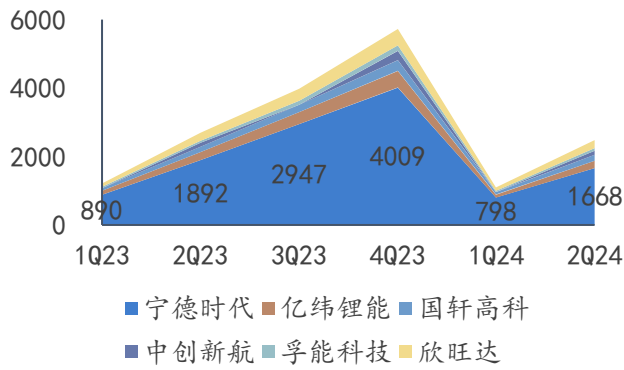
来源：SNE Research，国金证券研究所

来源：SNE Research，国金证券研究所



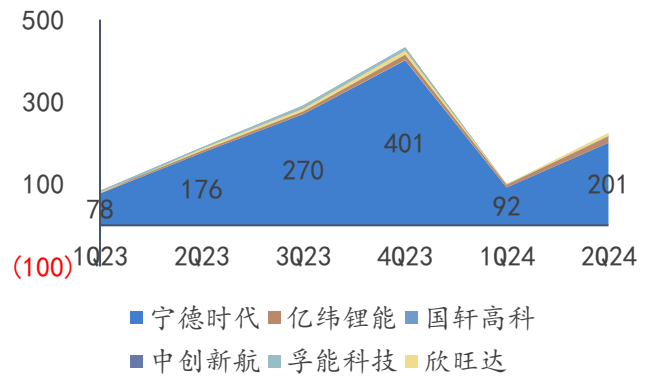


图表9：国内电池厂累计总营业收入对比（亿元）



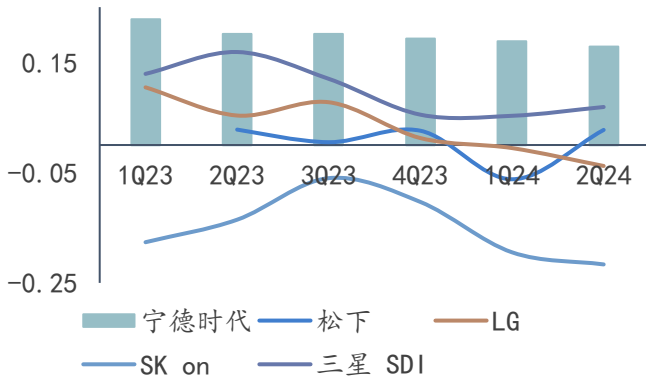
来源：Wind，国金证券研究所

图表10：国内电池厂累计总扣非利润对比（亿元）



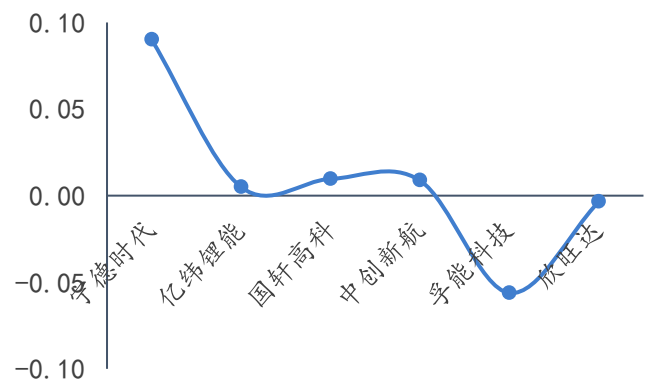
来源：Wind，国金证券研究所

图表11：扣除IRA补贴后电池厂营业利润（元/Wh）



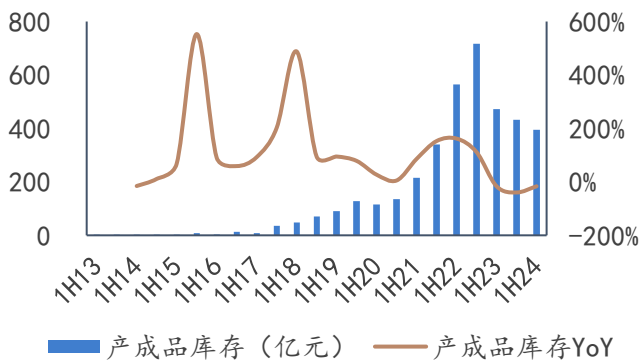
来源：各公司公告、SNE Research，国金证券研究所

图表12：国内电池厂1H24动储电池业务盈利（元/Wh）



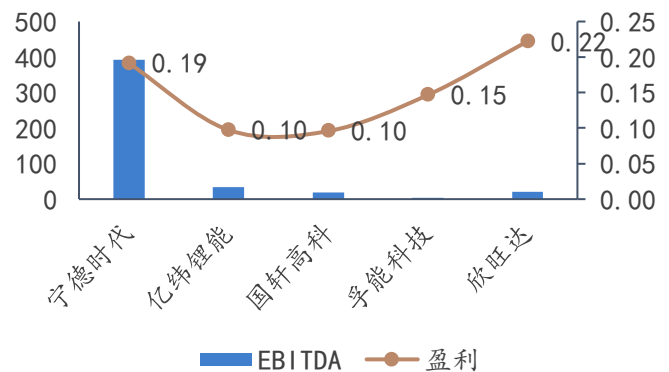
来源：各公司公告、鑫椏锂电等，国金证券研究所  
注：测算中部分公司销量根据第三方数据估算，请以公司实际情况为准

图表13：电池板块产成品库存及同比（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

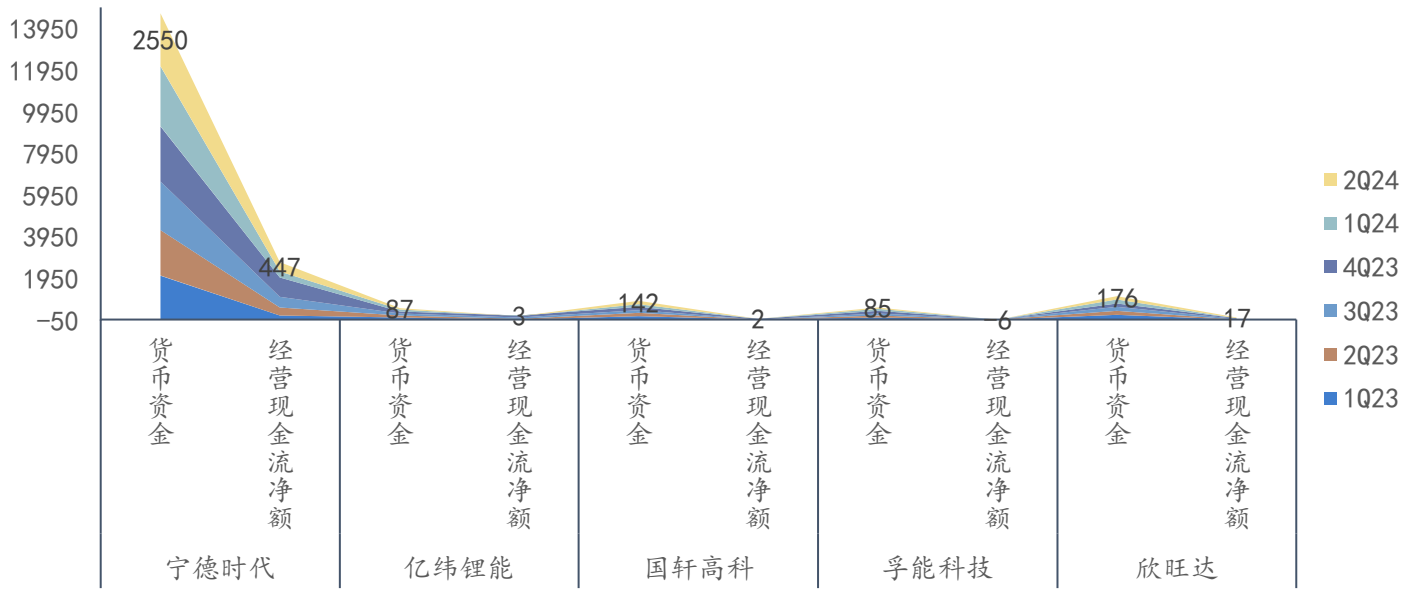
图表14：国内电池厂1H24单Wh EBITDA  
左轴：电池厂EBITDA，亿元；右轴：电池厂单Wh EBITDA，元/Wh



来源：Wind、鑫椏锂电等，国金证券研究所  
注：测算中部分公司销量根据第三方数据估算，请以公司实际情况为准



图表15: 电池板块1H24货币资金及累计经营现金流净额对比(1Q23-2Q24; 亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

注: 图上标注数据为1H24财报披露各公司货币资金及经营现金流净额, 单位亿元

**隔膜: 盈利差距收窄, 二线厂商崛起**

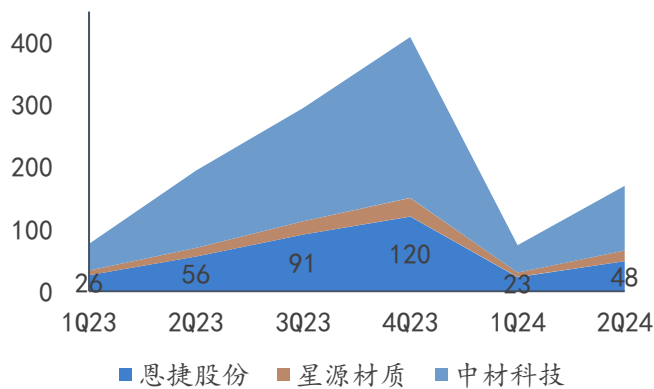
龙头份额稳固, 出货保持高增。1H24, 隔膜产量合计86亿平, 恩捷/星源/中材出货分别28/17/8亿平, 市占率分别32%/20%/9%, GR3为61%, 竞争格局稳定。

龙头价格、单平盈利仍保持领先, 较二线差距收窄。2Q24, 恩捷/星源/中材隔膜价格测算为1.5/0.9/0.9元/平, 恩捷连续六个季度保持价格领先; 恩捷/星源/中材隔膜盈利测算为0.14/0.08/-0.02元/平, 盈利整体承压连续六个季度保持下行, 行业盈利差距收窄。

产成品库存: 1H24, 隔膜板块产成品库存同比增速为70%, 自1H23起保持增长(1H23、2H23分别2%、43%), 产成品持续补库。

现金流: 二三线整体承压, 龙头现金流改善。1H24, 恩捷/星源/沧州货币资金分别39/27/7亿元, 星源材质较前两季度略有下滑(4Q23、1Q24分别39、48亿元); 恩捷/星源/沧州经营现金流净额分别16/2/-0.2亿元, 恩捷股份2Q24经营现金流较大回升(1Q24为5亿元), 星源材质1H24下滑较大略承压(4Q23、1Q24分别11、1亿元), 沧州明珠1H24呈现负值(1Q24为-1亿元)。

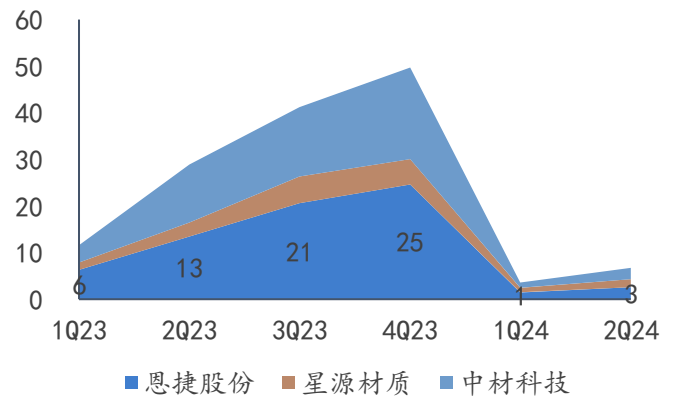
图表16: 隔膜公司累计总营业收入对比(亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

注: 1H24中材科技隔膜收入仅占7%

图表17: 隔膜公司累计总扣非利润对比(亿元)

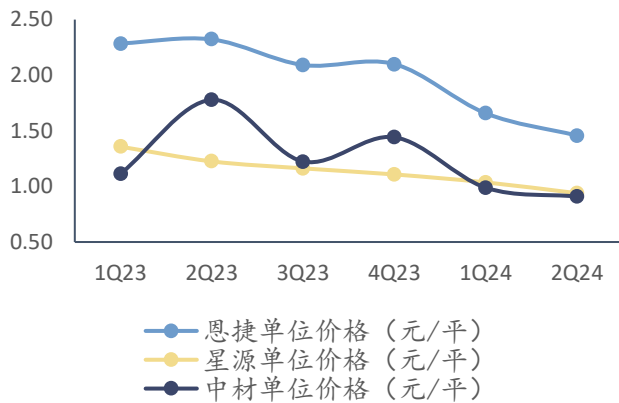


来源: Wind, 国金证券研究所

注: 1H24中材科技隔膜毛利仅占5%

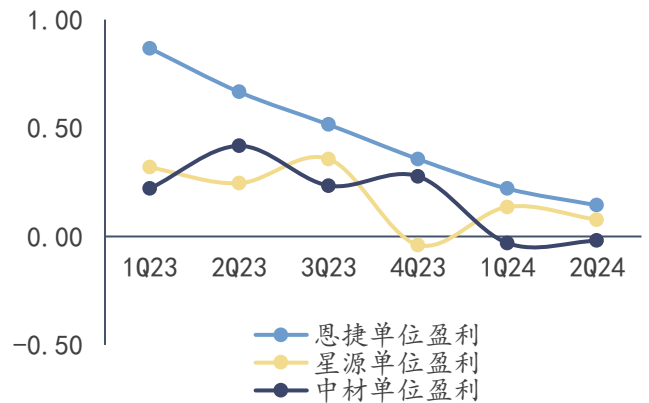


图表18: 隔膜公司单位价格对比 (1Q23-2Q24)



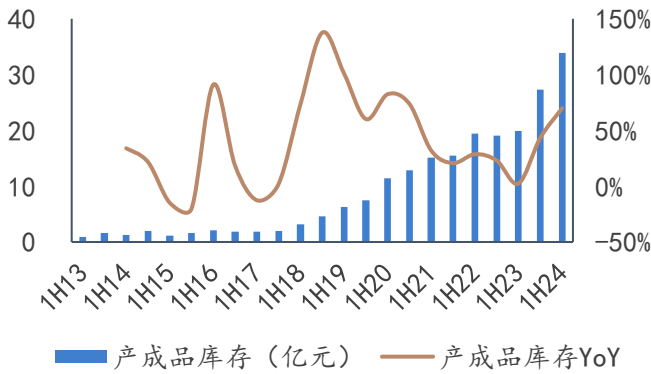
来源: Wind、鑫椏锂电等, 国金证券研究所

图表19: 隔膜公司单平盈利对比 (1Q23-2Q24)



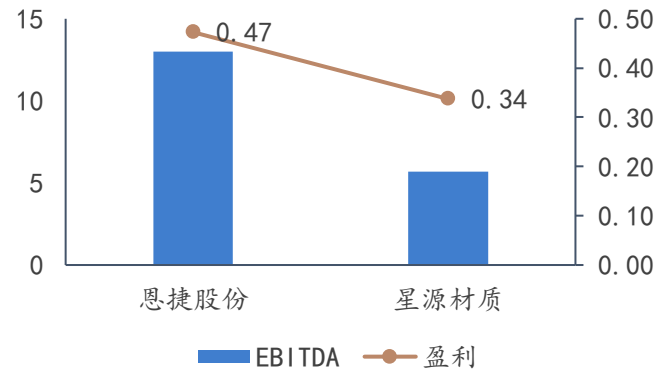
来源: Wind、鑫椏锂电等, 国金证券研究所

图表20: 图表 6: 隔膜板块产成品库存及同比 (亿元)



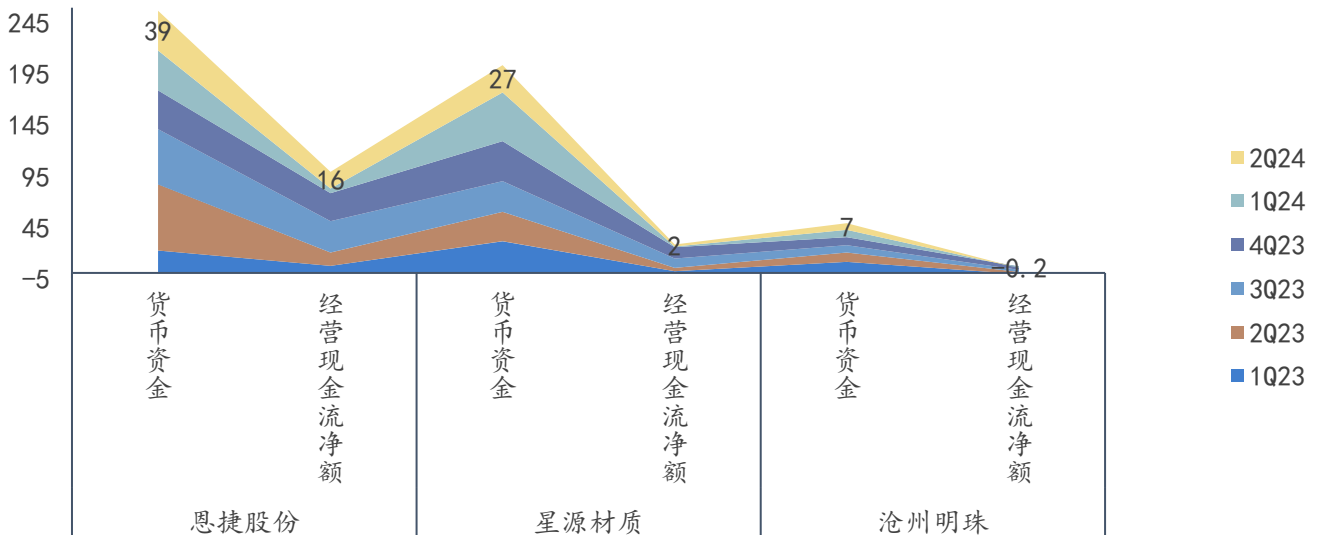
来源: Wind, 国金证券研究所

图表21: 图表 7: 隔膜公司 1H24 单平 EBITDA  
左轴: 隔膜公司 EBITDA, 亿元; 右轴: 隔膜公司单平 EBITDA, 元/平



来源: Wind、鑫椏锂电等, 国金证券研究所

图表22: 隔膜公司 1H24 货币资金及累计经营现金流净额对比 (1Q23-2Q24; 亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所



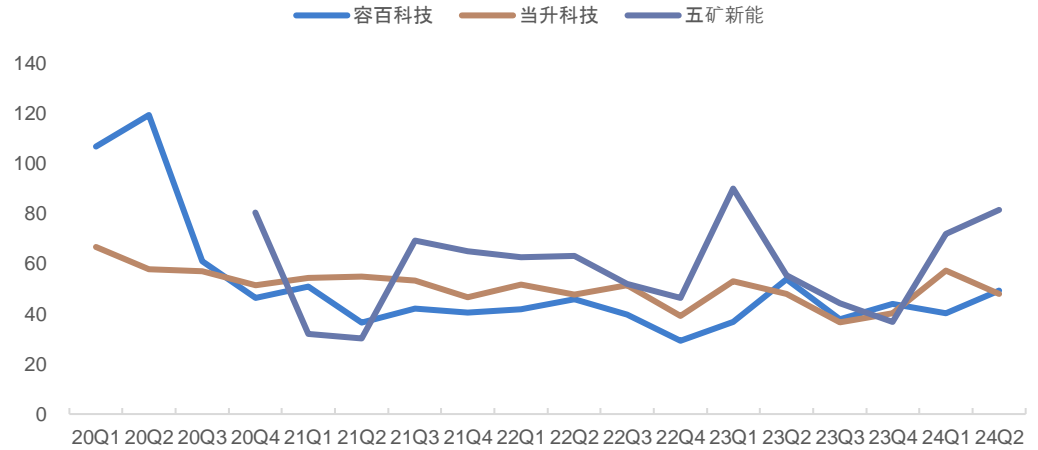
注：图上标注数据为 1H24 财报披露各公司货币资金及经营现金流净额，单位亿元

### 三元正极：整体承压，静待出清

份额：整体份额、排名稳定。24H1 中国三元材料市场中，容百科技/南通瑞祥/天津巴莫/厦钨新能源/当升科技占比分别为 18%/15%/10%/8%/8%，较 23 年全年份额分别 +1pct/+1pct/持平/-2pct/-1pct，CR3=43%，较 23 年+1pct。

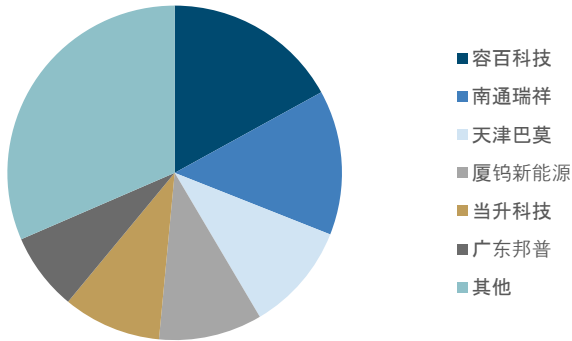
库存：从存转周转天数的角度看，三元正极企业在 24Q2 整体存货周转天数相较 24Q1 有所增加，容百科技、当升科技处于历史平均水平，五矿新能处于历史较高水平。

图表23：三元正极企业库存周转天数（天）



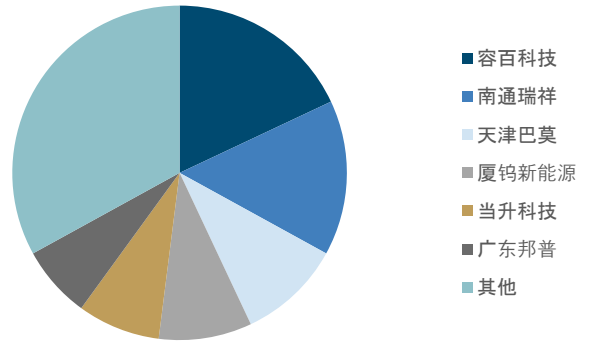
来源：iFinD，国金证券研究所

图表24：23 年国内三元材料市场份额



来源：鑫椴锂电，国金证券研究所

图表25：24H1 国内三元材料市场份额

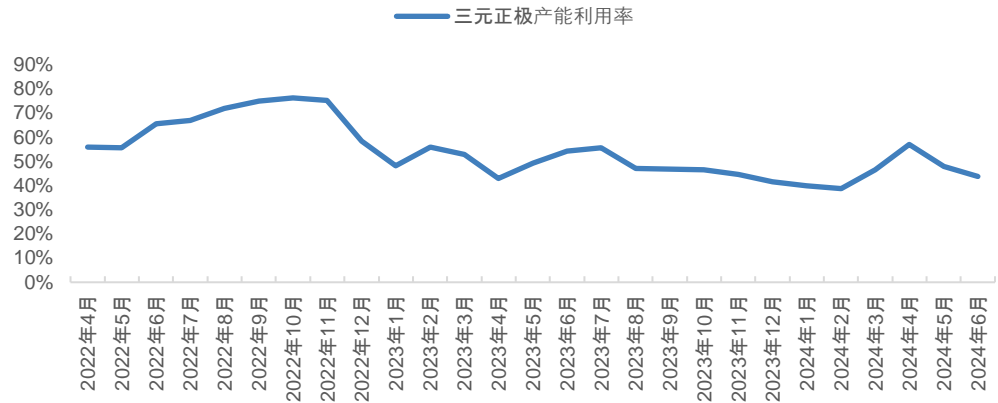


来源：鑫椴锂电，国金证券研究所

产能利用率：4 月上行，5、6 月回落。24 年 1、2 月行业产能利用率约 40%，3 月显著提升至 47%，4 月进一步提升至 57%，5、6 月回落至 40%-50%。



图表26: 三元正极行业产能利用率4月上行, 5、6月回落



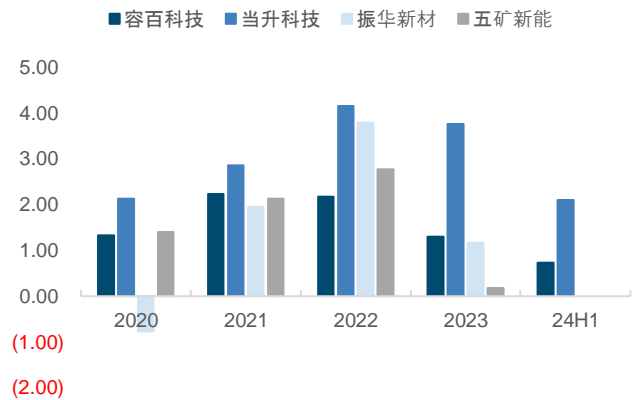
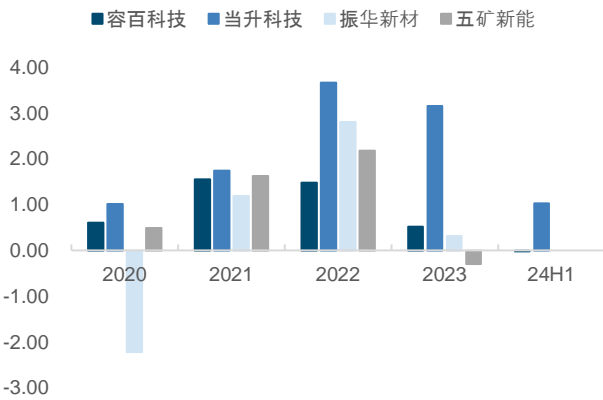
来源: 隆众咨询, 国金证券研究所

盈利: 行业整体承压。24H1 公司整体竞争加剧, 价格下行, 行业内企业扣非归母净利润率均呈现同比下滑, 多数企业亏损, 当升科技保持盈利, 容百科技 Q2 转正。

单位盈利上, 当升科技/容百科技 24H1 约为 1.0 万元/吨/盈亏平衡, 其他企业亏损; 单位 EBITDA 上, 24H1 当升科技/容百科技约为 5.5/2.1 万元/吨。

图表27: 三元正极企业单位扣非净利 (万元/吨)

图表28: 三元正极企业单位 EBITDA (万元/吨)



来源: iFinD, 国金证券研究所

来源: iFinD, 国金证券研究所

具体看, 24H1: 营收同比增速上容百科技>五矿新能>当升科技>振华新材, 扣非归母净利润同比当升科技-80%, 容百科技转负, 振华新材持续亏损, 五矿新能转负; 毛利率上当升科技>五矿新能>容百科技>振华新材, 同比变动上五矿新能>容百科技>当升科技>振华新材; 扣非归母净利润率上当升科技>容百科技>五矿新能>振华新材, 同比变动上容百科技>五矿新能>当升科技>振华新材; 存货周转天数容百科技<当升科技<五矿新能<振华新材; 应收账款周转天数容百科技<当升科技<五矿新能<振华新材; 现金流/收入比当升科技为正, 容百科技、振华新材、五矿新能为负。

2Q24: 营收环比增速上当升科技>五矿新能>容百科技>振华新材, 扣非归母净利润环比增速上当升科技为 8%, 容百科技转正, 振华新材、五矿新能持续亏损; 毛利率当升科技>容百科技>五矿新能>振华新材, 环比变动上振华新材>容百科技>五矿新能>当升科技; 扣非归母净利润率上当升科技>容百科技>五矿新能>振华新材, 环比变动上容百科技>振华新材>当升科技>五矿新能; 存货周转天数当升科技<容百科技<五矿新能<振华新材; 现金流/收入比五矿新能>当升科技>容百科技>振华新材。

图表29: 24H1 主要三元正极企业业绩对比 (亿元)

	营业收入	同比 (%)	扣非归母净利润	同比 (%)	毛利率 (%)	同比 pct	扣非归母净利润率 (%)	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
当升科技	35	-58%	2.2	-80%	14%	-3%	6%	-7%	6%	2%	48	-30	142	38	13%	8%



	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	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
容百科技	69	-47%	-0.0	转负	8%	0%	0%	-3%	3%	2%	44	-1	107	66	-12%	-20%
振华新材	10	-70%	-2.1	亏损	-10%	-14%	-21%	-20%	5%	4%	240	-96	187	121	-140%	-144%
五矿新能	25	-49%	-0.9	转负	8%	2%	-4%	-4%	5%	2%	79	-59	171	36	-39%	14%

来源: iFinD, 国金证券研究所

图表30: 24Q2 主要三元正极企业业绩对比 (亿元)

	营收	同比	环比	扣非归母净利	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
当升科技	20	-45%	33%	1.1	-82%	8%	14%	-6%	-1%	6%	-12%	-1%	48	0	-9	30%	15%	40%
容百科技	32	-29%	-13%	0.3	26%	转正	11%	4%	6%	1%	0%	2%	49	-4	9	5%	-23%	32%
振华新材	3	-73%	-47%	-0.7	亏损	亏损	-3%	2%	11%	-20%	-11%	2%	339	204	161	-13%	-86%	194%
五矿新能	14	-52%	30%	-0.8	转负	亏损	8%	0%	-1%	-6%	-7%	-5%	82	26	10	40%	58%	183%

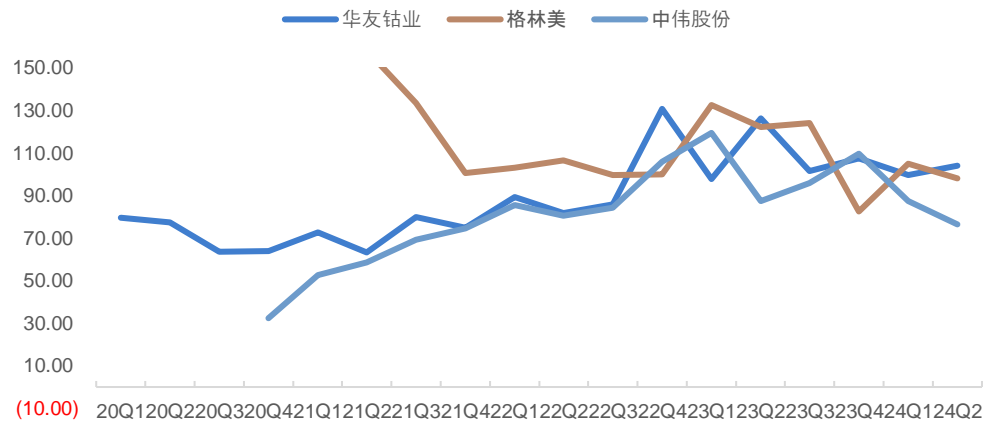
来源: iFinD, 国金证券研究所

三元前驱体: 份额向龙头集中, 行业盈利稳定, 优于三元正极

份额: 24Q1 行业 CR2 提升。24Q1 国内三元前驱体市场, 中伟股份/湖南邦普/华友钴业/格林美的市场份额分别为 29%/18%/12%/10%, 较 23 年+2pct/+2pct/-3pct/-4pct, CR3=59%, 较 23 年+1pct, CR2=47%, 较 23 年+4pct, 中伟股份、湖南邦普份额提升较快。

库存: 24Q2 三元前驱体主要企业的存货周转天数相较 24Q1 呈现走低, 整体位于历史平均水平。

图表31: 三元前驱体企业存货周转天数 (天)

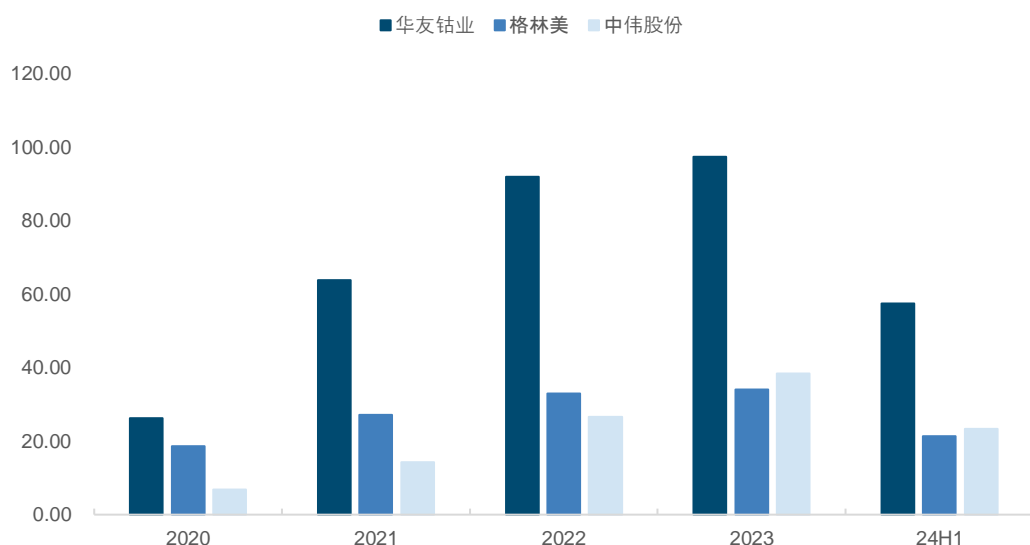


来源: iFinD, 国金证券研究所

盈利: 盈利相对稳定, 整体优于三元正极。24H1 主要企业华友钴业、中伟股份、格林美均保持扣非归母净利率为正, 且同比变动 0-1pct 以内, 整体盈利优于下游的三元正极行业, 且盈利能力波动较小。EBITDA 上, 行业内主要企业的 EBITDA 均为正。



图表32: 三元前驱体企业 EBITDA (亿元)



来源: iFinD, 国金证券研究所

具体看, 24H1: 营收同比增速上格林美>中伟股份>华友钴业, 扣非归母净利润同比增速上格林美>中伟股份>华友钴业; 毛利率上华友钴业>格林美>中伟股份, 同比变动上中伟股份>华友钴业>格林美; 扣非归母净利率上华友钴业>格林美>中伟股份, 同比变动上格林美>华友钴业>中伟股份; 存货周转天数中伟股份<格林美<华友钴业; 应收账款天数中伟股份<华友钴业<格林美; 现金流/收入比华友钴业>格林美>中伟股份。

2Q24: 营收环比增速上中伟股份>格林美>华友钴业, 扣非归母净利润环比增速上华友钴业>中伟股份>格林美; 毛利率华友钴业>格林美>中伟股份, 环比变动上华友钴业>格林美>中伟股份; 扣非归母净利率上华友钴业>中伟股份>格林美, 环比变动上华友钴业>中伟股份>格林美; 存货周转天数中伟股份<格林美<华友钴业; 现金流/收入比华友钴业>格林美>中伟股份。

图表33: 24H1 主要三元前驱体企业业绩对比 (亿元)

	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	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
华友钴业	301	-10%	17.5	-5%	17%	2%	6%	0%	2%	0%	109	-40	45	-1	9%	4%
中伟股份	201	16%	7.7	27%	13%	2%	4%	0%	2%	0%	85	-62	34	-17	6%	1%
格林美	173	34%	7.0	103%	14%	1%	4%	1%	3%	0%	101	-57	74	4	8%	3%

来源: iFinD, 国金证券研究所

图表34: 24Q2 主要三元前驱体企业业绩对比 (亿元)

	营收	同比	环比	扣非归母净利	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
华友钴业	151	6%	1%	11.8	40%	109%	21%	8%	9%	8%	2%	4%	104	-22	4	12%	5%	6%
中伟股份	108	15%	16%	4.3	21%	26%	12%	1%	-1%	4%	0%	0%	77	-11	-11	5%	-14%	-4%
格林美	90	32%	8%	3.2	25%	-14%	14%	1%	0%	4%	0%	-1%	98	-24	-7	11%	-4%	6%

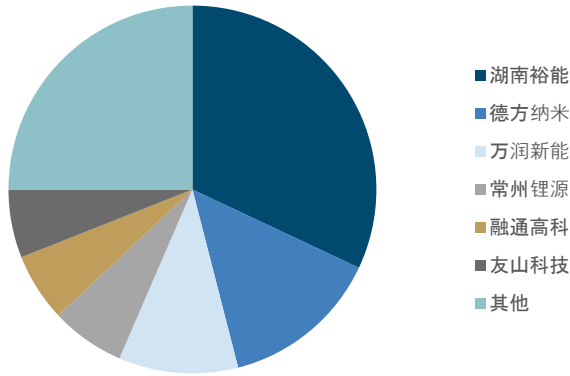
来源: iFinD, 国金证券研究所

铁锂正极: 份额向龙头集中, 湖南裕能维持盈利, 快充铁锂企业盈利改善

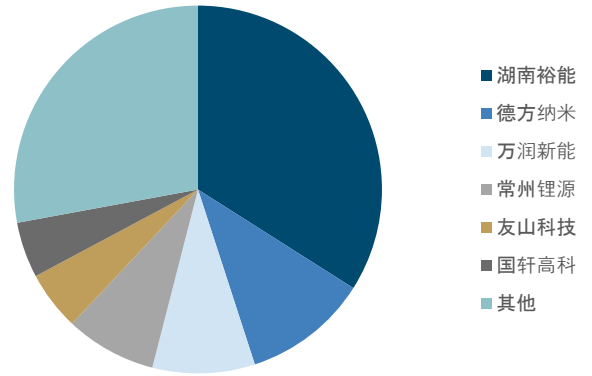
份额: 24H1 集中度降低, 湖南裕能份额持续提升。24H1 国内磷酸铁锂市场中, 湖南裕能/德方纳米/万润新能/常州锂源/友山科技占比分别为 34%/11%/9%/8%/5%, 较 23 年全年份额分别+2pct/-3pct/-2pct/+2pct/-1pct, CR3=54%, 较 23 年-3pct。



图表35: 23年国内磷酸铁锂正极市场份额



图表36: 24H1国内磷酸铁锂正极市场份额

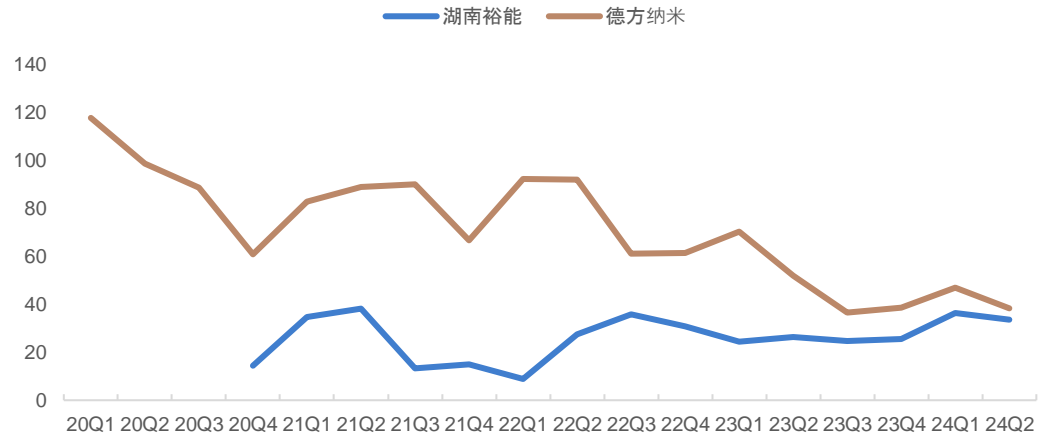


来源: 鑫椤锂电, 国金证券研究所

来源: 鑫椤锂电, 国金证券研究所

库存: 铁锂正极主要企业 24Q2 整体库存周转天数相较 23Q1 降低, 湖南裕能达到历史较高水平, 德方纳米达到历史较低水平。

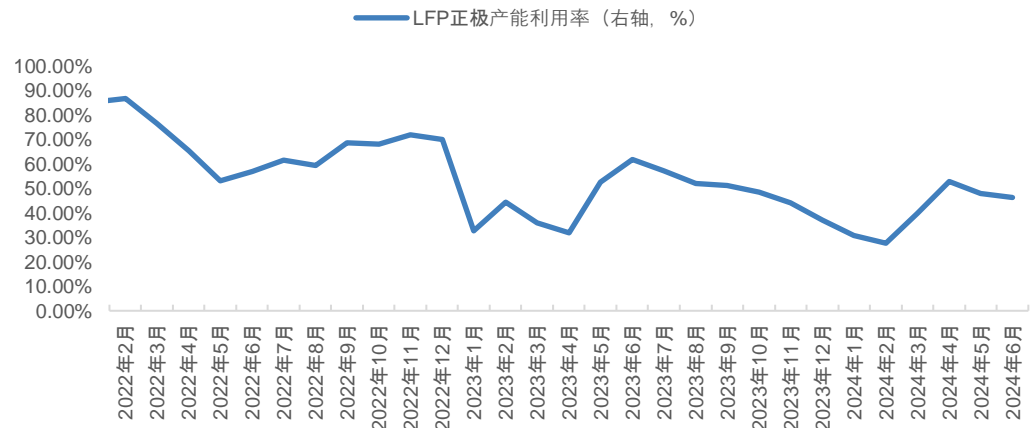
图表37: 铁锂企业存货周转天数 (天)



来源: iFinD, 国金证券研究所

产能利用率: 行业 LFP 正极产能利用率 4 月提升, 5、6 月回落。24 年 1、2 月行业产能利用率约 30%, 3 月显著提升至 40%, 4 月进一步提升至 53%, 5、6 月回落至 40%-50%。

图表38: 行业 LFP 正极产能利用率 4 月提升, 5、6 月回落



来源: 隆众咨询, 国金证券研究所

盈利: 行业整体承压, 湖南裕能维持盈利, 快充铁锂盈利改善。24H1 行业整体竞争加剧, 客户降价压力仍大, 多数企业亏损, 湖南裕能仍保持盈利, 主营快充铁锂材料的富临精工进入 Q2 后亏损明显收窄。

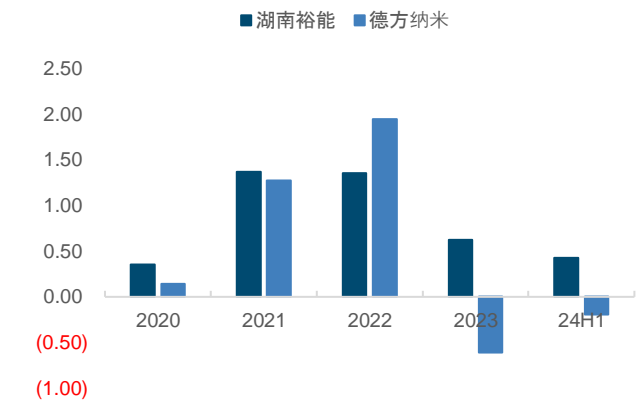
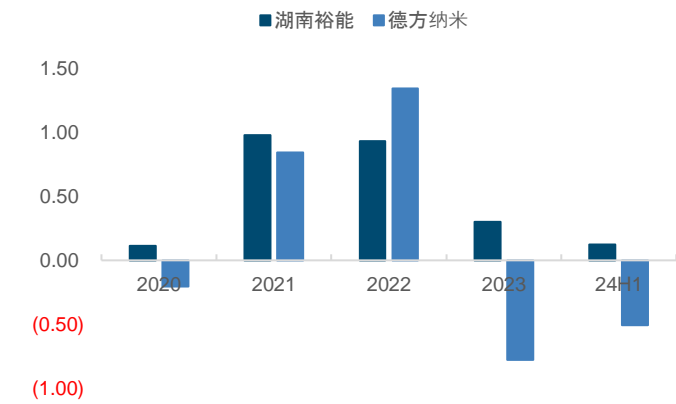




单位盈利上，24H1 铁锂正极企业单吨扣非净利持续下滑，湖南裕能/德方纳米分别为 0.1/-0.5 万元/吨，行业仅湖南裕能盈利；单位 EBITDA 上，湖南裕能/德方纳米分别为 0.4/-0.2 万元/吨，行业仅湖南裕能为正。

图表39：铁锂正极企业单吨扣非净利（万元/吨）

图表40：铁锂正极企业单吨 EBITDA（万元/吨）



来源：iFinD，国金证券研究所

来源：iFinD，国金证券研究所

具体看，24H1: 营收同比增速上德方纳米>湖南裕能，扣非归母净利润同比增速上胡能与能同比-69%，德方纳米亏损；毛利率上湖南裕能>德方纳米，同比变动上德方纳米>湖南裕能；扣非归母净利率上湖南裕能>德方纳米，同比变动上德方纳米>湖南裕能；存货周转天数湖南裕能<德方纳米；应收账款天数湖南裕能<德方纳米；现金流/收入比湖南裕能>德方纳米。

2Q24: 营收环比增速上湖南裕能>德方纳米，扣非归母净利润环比增速上湖南裕能环比+50%，德方纳米亏损；毛利率湖南裕能>德方纳米，环比变动上湖南裕能>德方纳米；扣非归母净利率上湖南裕能>德方纳米，环比变动上湖南裕能>德方纳米；存货周转天数湖南裕能<德方纳米；现金流/收入比德方纳米>湖南裕能。

图表41：24H1 主要铁锂正极企业业绩对比（亿元）

	营业收入	同比 (%)	扣非归母净利	同比 (%)	毛利率 (%)	同比 pct	扣非归母净利率	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
湖南裕能	108	-53%	3.8	-69%	8%	-1%	4%	-2%	1%	0%	33	9	76	32	1%	1%
德方纳米	43	-51%	-5.4	亏损	-2%	0%	-12%	0%	4%	2%	39	-51	99	29	-10%	-12%

来源：iFinD，国金证券研究所

图表42：24Q2 主要铁锂正极企业业绩对比（亿元）

	营收	同比	环比	扣非归母净利	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
湖南裕能	63	-37%	39%	2.3	-76%	50%	9%	-7%	1%	4%	-6%	0%	34	7	-3	3%	-7%	5%
德方纳米	24	-38%	29%	-3.4	1%	亏损	-4%	2%	-4%	-14%	-5%	-4%	38	-14	-9	12%	-12%	50%

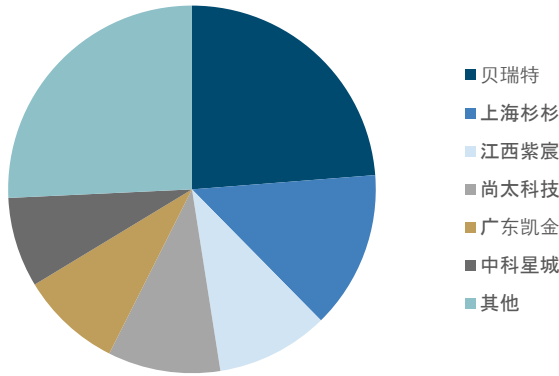
来源：iFinD，国金证券研究所

负极：24H1 行业集中度提升，企业间份额波动大，尚太科技表现亮眼

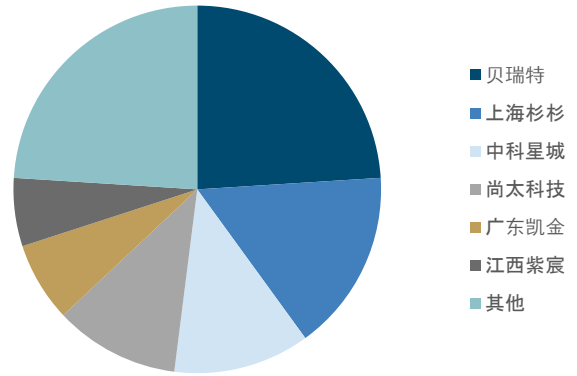
负极材料：24H1 中国负极材料市场中，贝瑞特/上海杉杉/中科星城/尚太科技/广东凯金占比分别为 24%/16%/12%/11%/7%，较 23 年全年份额分别持平/+2pct/+4pct/+1pct/-2pct。CR3=52%，较 23 年+4pct。从排名情况来看，贝特瑞和上海杉杉稳居第一和第二名，其中上海杉杉市场份额提升 2pct，中科星城排名上升至第三名，因下游客户需求增长加上降本增效产生效益，产量稳步提升。江西紫宸排名下滑至第六，由于其主要集中于中高端产品的生产，因高价库存拖累及公司出货战略上保盈利，负极产品销量有限。



图表43: 23年国内负极材料市场份额



图表44: 24H1国内负极材料市场份额

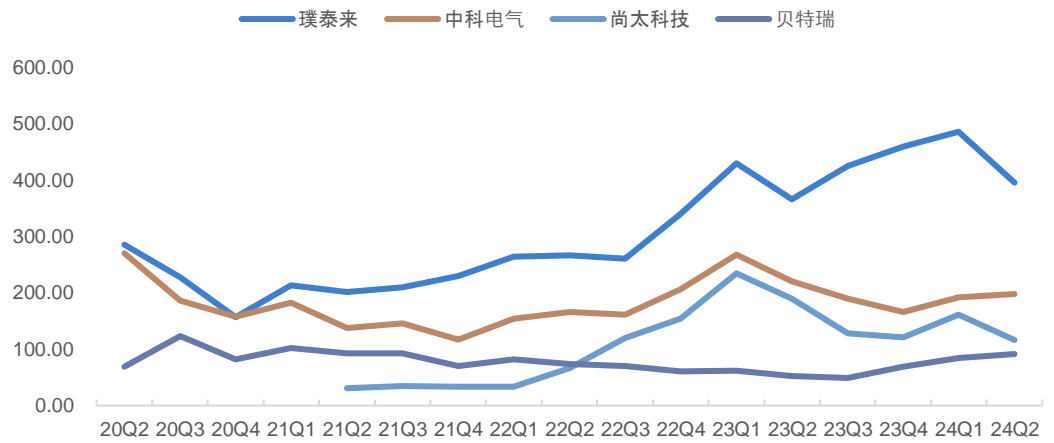


来源: 隆众资讯, 国金证券研究所

来源: 隆众资讯, 国金证券研究所

库存: 24Q2 负极主要企业的库存周转天数整体相较 24Q1 降低, 其中璞泰来、尚太科技下降明显, 中科电气、贝特瑞有所上升, 璞泰来仍处于历史高位, 其他企业处于历史平均水平。

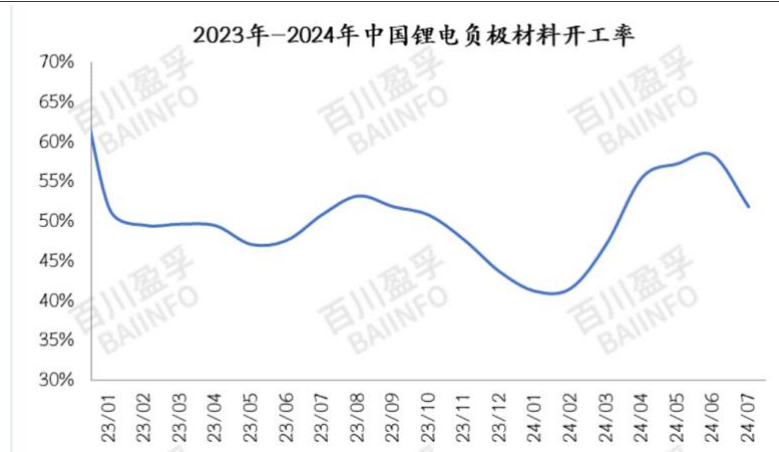
图表45: 负极企业存货周转天数(天)



来源: iFinD, 国金证券研究所

产能利用率: Q2 锂电负极材料开工率整体回暖。负极产能利用率 3 月起显著修复, 1-3 月整体水平在 40%-50%之间, 受益排产上行, 4-6 月整体水平提高至 50%-60%, 7 月产能利用率有所回落。

图表46: Q2 锂电负极材料开工率整体回暖



来源: 百川盈孚, 国金证券研究所

盈利: H1 行业价格整体承压, 尚太科技增长亮眼。H1 行业负极行业产能过剩, 价格保持

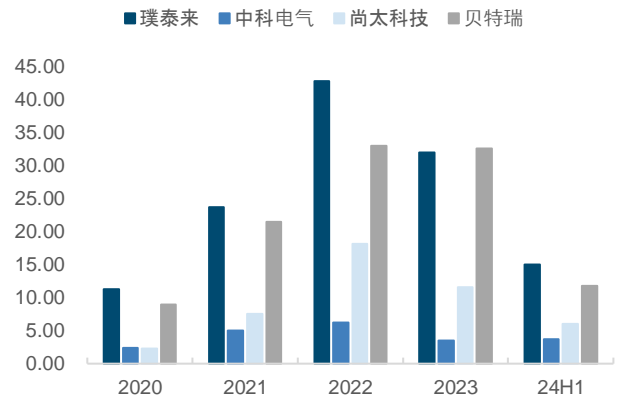
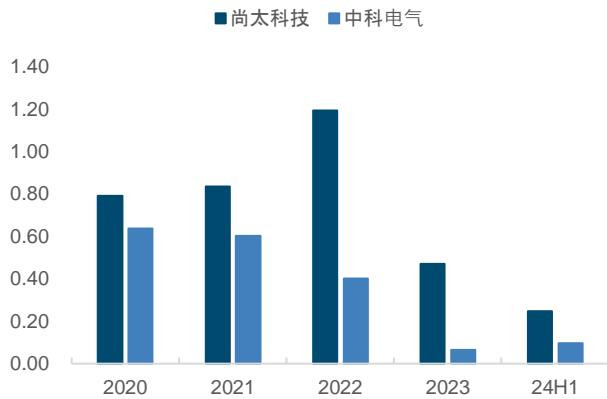


下行，中科星城份额提升显著，依靠稼动率提升实现 Q2 负极的利润率改善；尚太科技 H1 对客户出货量同比大幅上升，扣非归母净利润同比实现高增。

单位盈利上，24H1 行业整体走低，中科电气有所走高，尚太科技/中科电气的单位扣非净利分别约 0.25/0.1 万元/吨，24H1 负极主要企业 EBITDA 均为正。

图表47：负极企业单吨负极扣非净利（万元/吨）

图表48：负极企业 EBITDA（亿元）



来源：iFinD，国金证券研究所

来源：iFinD，国金证券研究所

具体看，24H1：公司营收同比增速上，尚太科技>中科电气>璞泰来>贝特瑞，扣非归母净利润同比增速上，尚太科技>贝特瑞>璞泰来>中科电气；毛利率上璞泰来>尚太科技>贝特瑞>中科电气，同比变动上中科电气>贝特瑞>璞泰来>尚太科技；扣非归母净利率尚太科技>璞泰来>贝特瑞>中科电气，同比变动上中科电气>贝特瑞>尚太科技>璞泰来；存货周转天数贝特瑞<尚太科技<中科电气<璞泰来；现金流收入闭上尚太科技为正，贝特瑞、璞泰来、中科电气为负。

图表49：24H1 主要负极企业业绩对比（亿元）

	营业收入	同比 (%)	扣非归母净利	同比 (%)	毛利率	同比 pct	扣非归母净利率	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
贝特瑞	70	-48%	5.3	-25%	21%	6%	8%	2%	4%	1%	91	-17	103	28	3%	-21%
璞泰来	63	-19%	7.7	-39%	30%	-1%	12%	-4%	6%	1%	438	-354	99	12	-6%	-16%
中科电气	23	1%	0.9	-180%	19%	8%	4%	9%	4%	-2%	204	-221	165	26	-5%	-4%
尚太科技	21	6%	3.5	-11%	26%	-5%	17%	-3%	3%	-1%	135	-175	145	38	-6%	47%

来源：iFinD，国金证券研究所

图表50：24Q2 主要负极企业业绩对比（亿元）

	营收	同比	环比	扣非归母净利	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
贝特瑞	35	-47%	-1%	2.8	-36%	11%	22%	6%	1%	8%	1%	1%	92	39	7	-24%	-43%	-53%
璞泰来	33	-20%	9%	3.5	-39%	-17%	28%	0%	-3%	11%	-3%	-3%	396	29	-90	30%	-2%	75%
中科电气	12	0%	12%	0.6	140%	71%	20%	7%	2%	5%	3%	2%	198	-23	6	11%	-3%	34%
尚太科技	12	22%	43%	2.1	21%	43%	25%	-1%	-2%	17%	0%	0%	116	-73	-45	12%	51%	42%

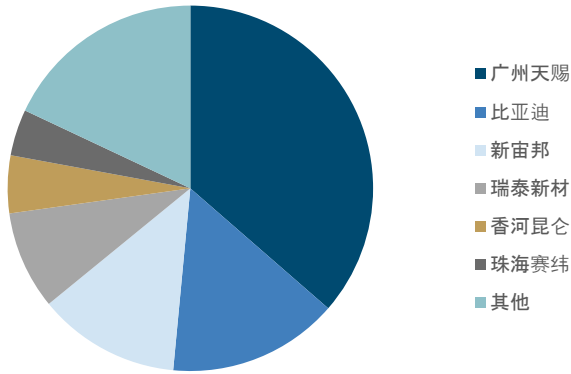
来源：iFinD，国金证券研究所

电解液：24H1 行业集中度降低，整体盈利承压

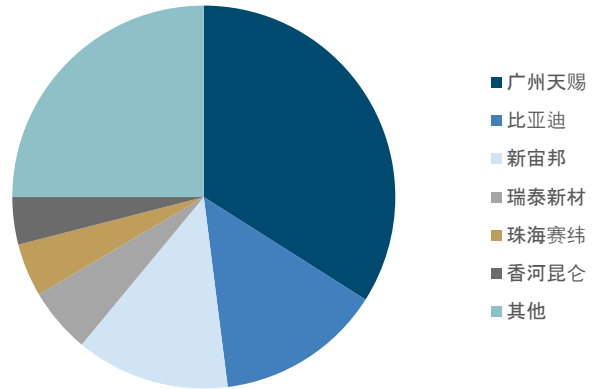
电解液：行业集中度有所降低，排名大体不变。24H1 中国电解液市场中，广州天赐/比亚迪/新宙邦/瑞泰新材/珠海赛纬占比分别为 34%/14%/13%/6%/5%，较 23 年全年份额分别 -2pct/-1pct/持平/-3pct/持平，CR3=61%，较 23 年-3pct。排名上，相比 23 年，珠海赛纬从第六升至第五，香河昆仑跌出前五，行业前四排名不变。



图表51: 23年国内电解液市场份额



图表52: 24H1 国内电解液市场份额

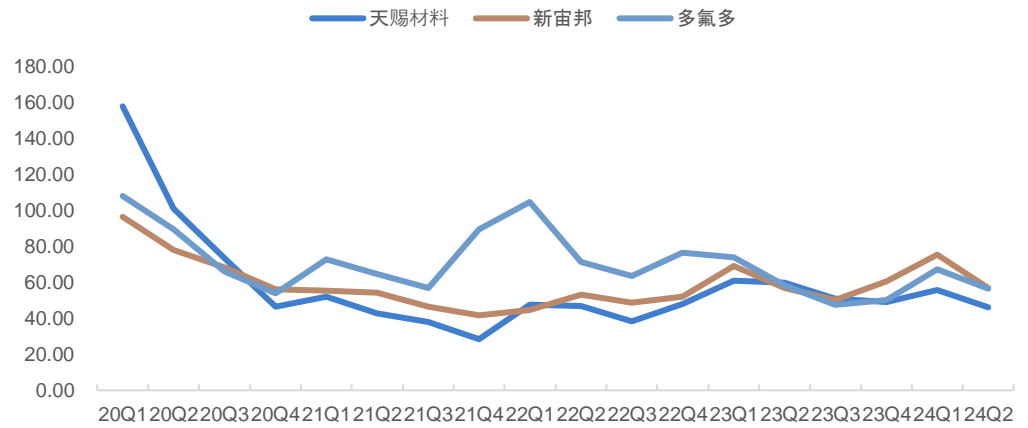


来源: 鑫椏锂电, 国金证券研究所

来源: 鑫椏锂电, 国金证券研究所

库存: 24Q2 行业整体库存周转天数相较 24Q1 下降, 处于历史平均水平。

图表53: 电解液主要企业库存周转天数(天)



来源: iFinD, 国金证券研究所

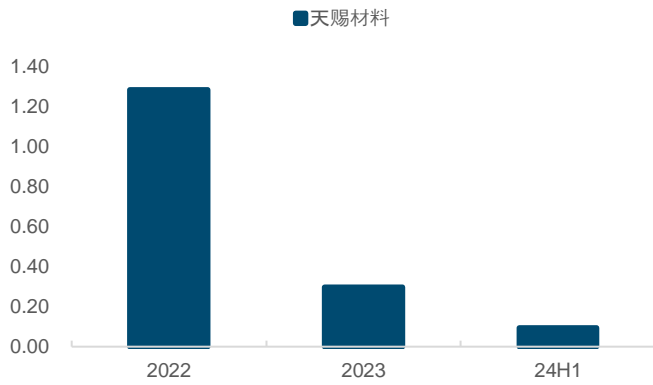
产能利用率: Q2 中 4 月产能利用率上行, 但 5、6 月下行。4 月电解液终端需求表现好转, 电芯企业开工持续爬坡, 订单增量明显, 排产增加, 电解液产能利用率环比上升; 5 月电芯企业开工平稳, 订单增量不及预期, 排产减少, 电解液产能利用率环比下滑; 电芯企业刚需拿货开工不高, 订单无明显增量, 排产略有下滑, 电解液产能利用率环比降低。

盈利: 行业价格承压, 单位盈利下滑。行业整体产能过剩, 下游客户的降本压力仍大, 产品价格下行, 行业主要呈现量增价跌、单位盈利下降的局面。其中新宙邦凭借高盈利的有机氟业务打造出第二增长曲线, 实现 Q2 扣非归母净利润的环比提升。

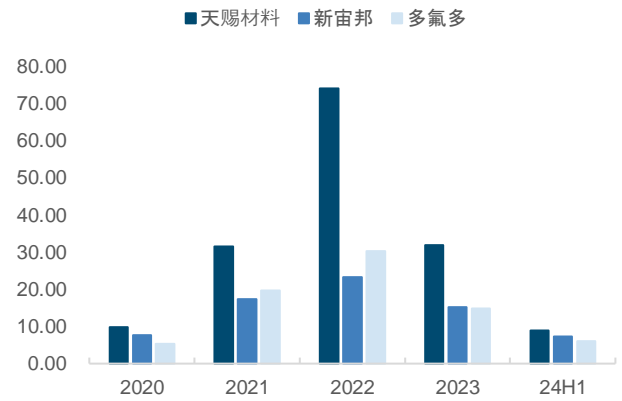
单位盈利上, 行业单吨扣非净利持续走低, 天赐材料 24H1 约 0.09 万元/吨 (不考虑日化等业务), 多氟多六氟磷酸锂预计保持盈利, 其他企业亏损; 24H1 行业主要企业的 EBITDA 为正。



图表54: 天赐材料单吨电解液扣非净利 (万元/吨)



图表55: 电解液企业 EBTIDA (亿元)



来源: iFinD, 国金证券研究所

来源: iFinD, 国金证券研究所

具体看, 24H1: 营收同比增速上新宙邦>多氟多>天赐材料, 扣非归母净利润同比增速上新宙邦>多氟多>天赐材料; 毛利率上新宙邦>天赐材料>多氟多, 同比变动上新宙邦>多氟多>天赐材料; 扣非归母净利率上新宙邦>天赐材料>多氟多, 同比变动上新宙邦>多氟多>天赐材料; 存货周转天数天赐材料<新宙邦<多氟多; 经营性现金流上, 天赐材料为正, 新宙邦、多氟多为负。

2024, 营收环比增速上新宙邦>天赐材料>多氟多, 扣非归母净利润环比增速上新宙邦>多氟多>天赐材料; 毛利率上新宙邦>天赐材料>多氟多, 环比变动上多氟多>新宙邦>天赐材料; 扣非归母净利率上新宙邦>天赐材料>多氟多, 环比变动上多氟多>新宙邦>天赐材料; 存货周转天数天赐材料<多氟多<新宙邦; 经营性现金流/收入比天赐材料>新宙邦>多氟多。

图表56: 24H1 主要电解液企业业绩对比 (亿元)

	营业收入	同比 (%)	扣非归母净利	同比 (%)	毛利率	同比 pct	扣非归母净利率	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
天赐材料	55	-32%	1.9	-85%	19%	-12%	3%	-12%	6%	2%	49	-25	141	28	7%	-2%
新宙邦	36	4%	4.3	-10%	28%	-3%	12%	-2%	5%	-2%	65	-43	106	17	-7%	-54%
多氟多	46	-12%	0.2	-93%	9%	-8%	0%	-4%	4%	-1%	65	-53	71	30	-19%	-39%

来源: iFinD, 国金证券研究所

图表57: 24Q2 主要电解液企业业绩对比 (亿元)

	营收	同比	环比	扣非归母净利	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
天赐材料	30	-19%	21%	0.9	-85%	-15%	18%	-12%	-1%	3%	-13%	-1%	46	-13	-10	11%	-20%	11%
新宙邦	21	16%	36%	2.5	-1%	35%	28%	-2%	1%	12%	-2%	0%	57	0	-19	7%	-42%	34%
多氟多	25	-11%	16%	0.1	-95%	-11%	10%	-8%	3%	0%	-5%	0%	56	-2	-11	-8%	-49%	22%

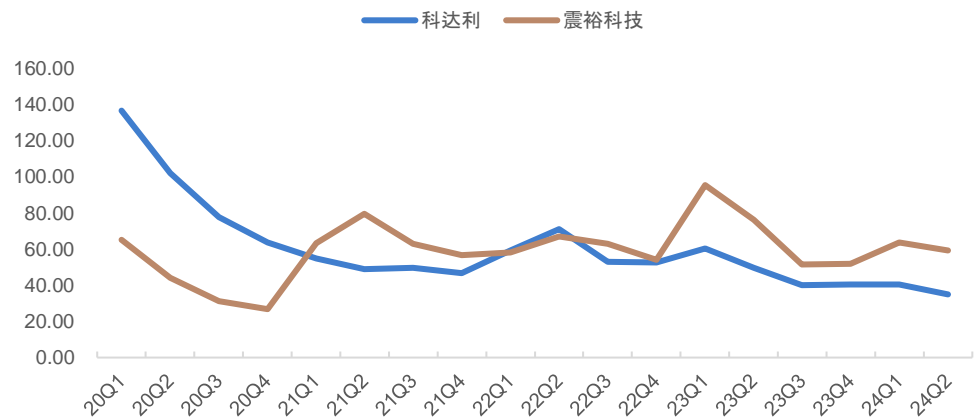
来源: iFinD, 国金证券研究所

结构件: 整体盈利持稳, 部分二线企业盈利抬升

库存: 24Q2 结构件企业整体存货周转天数较 24Q1 有所下降, 处于历史较低水平。



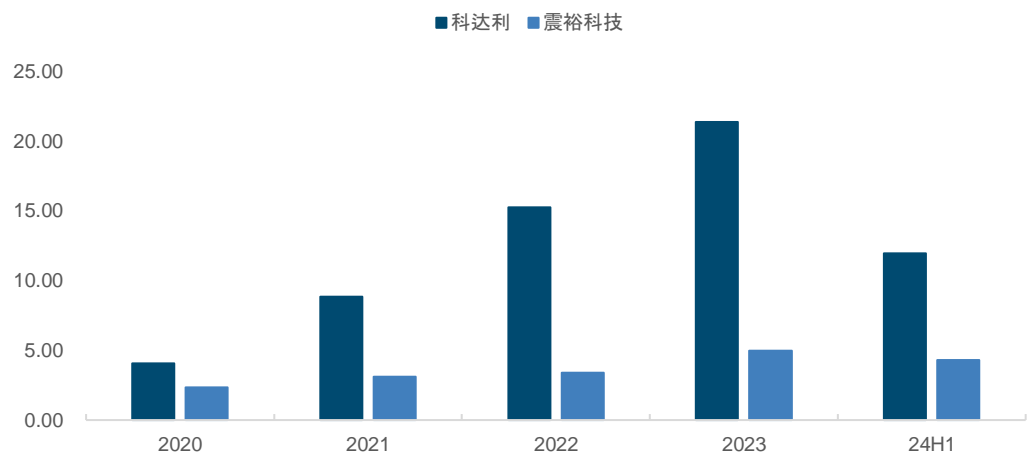
图表58: 结构件企业存货周转天数(天)



来源: iFinD, 国金证券研究所

盈利上, 震裕科技缩小与科达利差距。受益于客户结构优化及自动化生产线的持续推进, 带来用人成本降低、良率改善, Q2 震裕科技结构件业务的盈利能力相较 Q1 显著改善。结构件主要企业的 EBITDA 均为正。

图表59: 结构件企业 EBITDA (亿元)



来源: iFinD, 国金证券研究所

具体看, 24H1: 营收同比增速上震裕科技>科达利, 扣非归母净利润同比增速上震裕科技>科达利; 毛利率上科达利>震裕科技, 同比变动上科达利>震裕科技; 扣非归母净利率上科达利>震裕科技, 同比变动上震裕科技>科达利; 存货周转天数科达利<震裕科技; 应收账款天数科达利<震裕科技; 现金流/收入比科达利>震裕科技。

2Q24: 营收环比增速上震裕科技>科达利, 扣非归母净利润环比增速上震裕科技>科达利; 毛利率科达利>震裕科技, 环比变动上震裕科技>科达利; 扣非归母净利率上科达利>震裕科技, 环比变动上震裕科技>科达利; 存货周转天数科达利<震裕科技; 现金流/收入比科达利>震裕科技。

图表60: 24H1 主要结构件企业业绩对比 (亿元)

	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	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
科达利	54	11%	6.3	27%	23%	0%	12%	1%	5%	0%	40	-27	90	-10	35%	24%
震裕科技	31	31%	1.2	426%	14%	0%	4%	3%	4%	-1%	60	-61	122	9	-12%	6%

来源: iFinD, 国金证券研究所


**图表61：24Q2 主要结构件企业业绩对比（亿元）**

	营收	同比	环比	扣非归母净利	同比	环比	毛利率	同比	环比	扣非归母净利率	同比	环比	存货周转天数	同比	环比	经营性现金流/收入	同比	环比
		pct	pct		pct	pct	率	pct	pct	率	pct	pct		pct	pct		pct	pct
科达利	29	13%	17%	3.3	26%	13%	24%	0%	2%	11%	1%	0%	35	-15	-6	58%	35%	49%
震裕科技	17	27%	17%	0.8	689%	114%	16%	2%	3%	5%	4%	2%	59	-17	-5	-10%	3%	4%

来源：iFinD，国金证券研究所

### 三、投资建议

**电池投资时钟理论：**电池作为周期成长赛道，需求增速、产能和库存周期是产业链基本面的核心影响因素。2023 年以来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，2024 年上半年电池、结构件、负极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、结构件等环节。

**主赛道及子板块景气度：**（1）主赛道排序：我们根据 2024 年主赛道景气度依次推荐储能、消费、动力电池。储能整体格局改善、头部电池厂寻求涨价可能，盈利 1Q24 起修复；消费受益于 3C、工具等进入复苏周期，整体需求旺盛、盈利改善；动力国内需求保持强劲，海外受制于欧美电动车周期影响需求疲软。总量维持 2024 年 30%增长判断。（2）子板块排序：我们根据产能利用率&库存周期判断子板块量、价、利变化，依次推荐电池、结构件、三元前驱体、负极、隔膜、LFP 正极、电解液、三元正极。

**新技术：**2024 年迎接多个新技术商业化 0-1 拐点。复合集流体、半固态电池等开启产业化 0-1 进程，预计在终端加速放量；eVTOL、大圆柱电池、芳纶涂覆以及全固态电池等持续推进中。新技术赋予板块量、价提升机遇。

**锂电出海：**焕发又一春，新周期起点。双碳背景下全球电动化仍是不可逆的主要趋势，2024 年美国/欧洲已有电池产能规划为 968/1843GWh，我国锂电产业链出海产能将超 500GWh。具备技术专利优势、差异化产品和海外产能布局的内资头部锂电企业有望迎来新一轮份额、盈利提升周期。

**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：**（1）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、科达利等，以及龙一产能利用率比较高的赛道龙二，如电池环节亿纬锂能、隔膜环节星源材质等。同时，关注板块具备“固收+”属性公司投资价值。（2）2024 年是多个新技术商业化 0-1 之年。预计复合集流体、半固态电池等赛道迎来 0-1 落地，关注产业链相关企业进展。

### 四、风险提示

**新能源汽车需求不及预期：**若新能源汽车需求不及预期，电池产业链的排产或不及预期。

**储能市场需求不及预期：**若储能需求不及预期，电池产业链的排产或不及预期。

**产业链排产提升、稼动率提升不及预期：**若下游不及预期，则产业链或排产提升不及预期，稼动率提升不及预期。

**欧美政策制裁风险：**欧美地区可能出台限制国内电池出口的措施，对电池及材料公司的利润构成影响。

**原材料价格上涨风险：**若碳酸锂等原材料价格未来上涨，则对部分产业链企业盈利产生影响。

**新技术进展不及预期风险：**若新技术的量产、应用进展不及预期，部分企业的业绩增长将受影响。



**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