

筑底完成，龙头率先复苏 --电动车24Q3财报总结

电新首席证券分析师：曾朵红
执业证书编号：S0600516080001
联系邮箱：zengdh@dwzq.com.cn

电动车首席证券分析师：阮巧燕
执业证书编号：S0600517120002
联系邮箱：ruanqy@dwzq.com.cn

联系电话：021-60199793
2024年11月29日

- ◆ **24Q3电动车板块利润同环比下滑，其中电池利润占比提升，中游分化，正极、结构件等环节实现环比增长：**2024年Q3新能源汽车板块实现营收8814亿元，同比下滑4%，环比增长4%；归母净利润399亿元，同比下降20%，环比下降9%。利润占比看，24Q3上游材料利润占比为2%，锂电池中游占比49%，其中电池环节占比39%，环增4pct，中游材料占比6%，环比微降，整车占比40%，环比下滑4pct。
- ◆ **24Q3正极、结构件、三元前驱体、添加剂等环节环比实现正增长，其中正极部分公司环比改善明显。**2024Q3归母净利润环比增速排序为正极40%（富临、容百等超预期）> 铁锂正极30%> 结构件28%> 三元前驱体20%> 碳酸锂12%> 添加剂3%> 电池1%> 铜箔0%> 汽车核心零部件-10%> 隔膜-14%> 负极-14%> 三元正极-18%> 整车-19%> 锂电设备-28%> 六氟磷酸锂及电解液-73%> 铝箔-91%。
- ◆ **板块Q3盈利水平有所改善，资本开支同环比继续下降，隔膜、负极、三元前驱体在建工程增加，其余基本下降明显。**2024Q3毛利率为20%，同比增长2个百分点，环比增长1个百分点；净利率为7%，同比增长1个百分点，环比持平。2024Q3经营活动净现金流394亿元，同比增长11%，环比增长26%，Q3资本开支同环比-22%/-1%，期末在建工程较年初增加7%，其中负极、隔膜、三元前驱体环比增长。期末板块营运资本较年初持平，其中电池、负极较年初增长，其余均下降；无息在手现金较年初下降8%，仅电池、整车、三元正极、铝箔环节无息在手现金为正，隔膜、前驱体、铁锂、负极环节资金压力大。
- ◆ **11-12月排产超预期，预计25年电动车销量有望保持20%增长，龙头盈利反转可期。**国内电动车销量超预期，一方面来自汽车消费刺激政策，另一方面来自经济车型电动化持续提升，持续性可期。11-12月行业排产超预期，环比持平，淡季不淡，预示25Q1终端需求或好于预期，25年有望维持20%增长，超1500万辆。Q3各产业链盈利底部企稳，具备竞争力、新产品优势龙头盈利回升明显，包括电池、铁锂正极、负极环节头部公司。各环节新增产能则明显放缓，供需关系持续好转，25年反转可期。
- ◆ **投资建议：**行业需求超预期，11-12月淡季不淡，25年需求上修至25%增长，当前估值盈利底部，龙头技术创新、成本优势突出，盈利率先恢复，供需反转在即，强烈看好。首推格局和盈利稳定龙头电池（宁德时代、比亚迪、亿纬锂能）、结构件（科达利）；并看好具备盈利弹性的材料龙头，首推（湖南裕能、尚太科技、天赐材料），其次看好（璞泰来、新宙邦、容百科技、华友钴业、中伟股份、恩捷股份、星源材质、德方纳米等），关注（富临精工、龙蟠科技）等；同时碳酸锂价格已见底，看好具备优质资源龙头，推荐（中矿资源、永兴材料、赣锋锂业）等。
- ◆ **风险提示：**价格竞争超市场预期、原材料价格波动、投资增速下滑



■ 终端需求：Q3国内动力+海外大储需求超预期

■ 电动车板块：盈利底部确立，部分环节开始改善

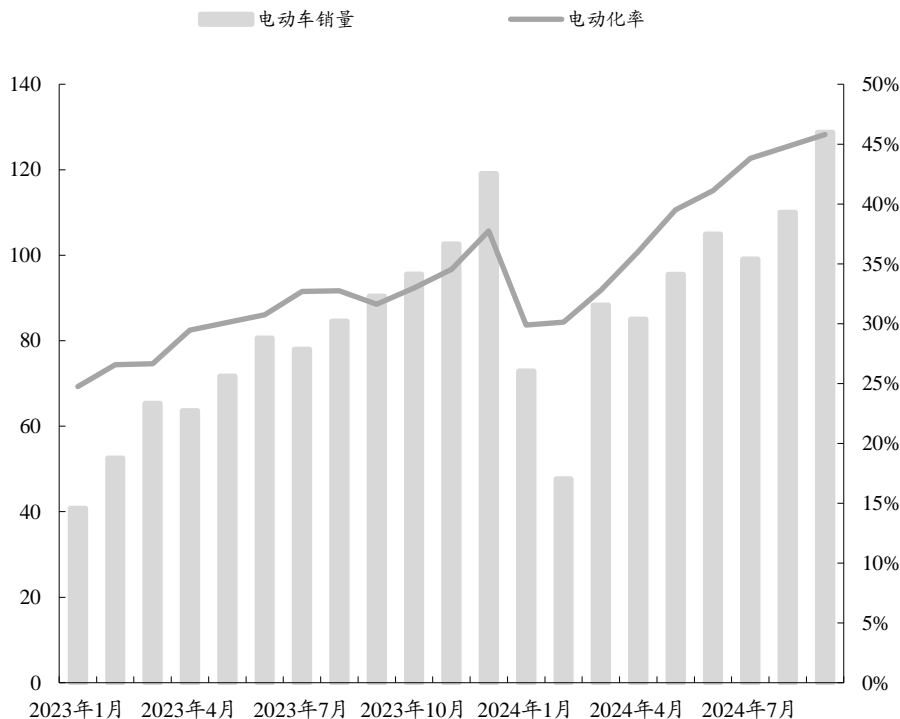
■ 各板块：中游环节盈利底部确立，部分环节龙头拐点初现

■ 投资建议和风险提示

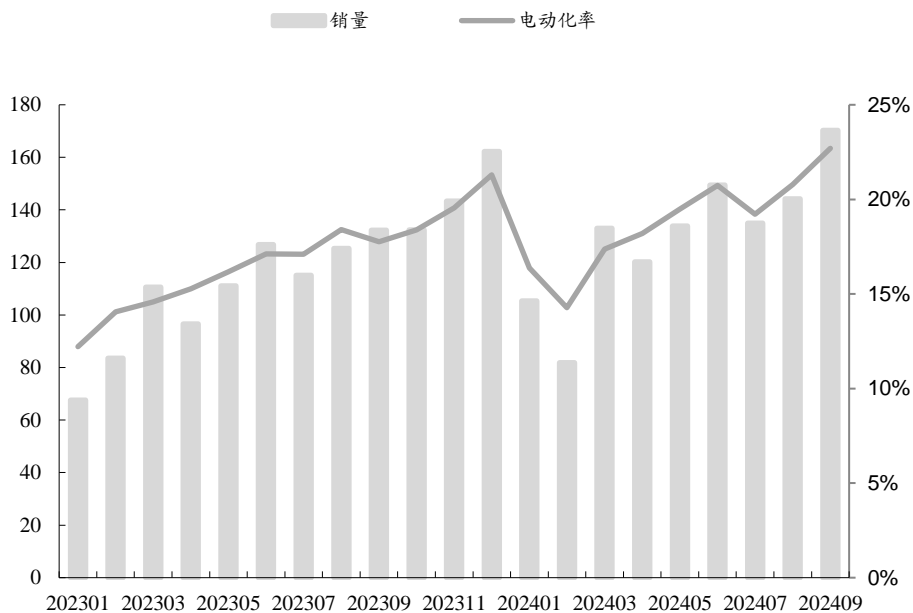
终端需求：Q3国内动力+海外大储需求超预期

- ◆ **Marklines数据，全球电动车1-9月累计销1173万辆，同比增长21%，累计电动化率19%。**其中Q3全球电动车销449万辆，同环比增21%/11%。
- ◆ **中汽协数据，国内电动车1-9月累计销832万辆，同比增长33%，累计电动化率39%。**Q3电动车销338万辆，同环比+34%/+18%。

图：国内电动车总销量（万辆，中汽协口径）

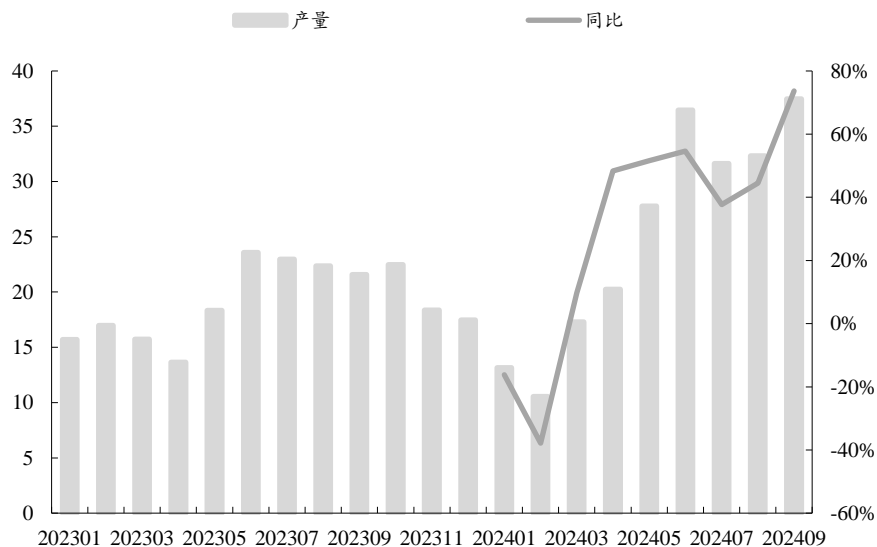


图：全球电动乘用车月度销量（万辆）

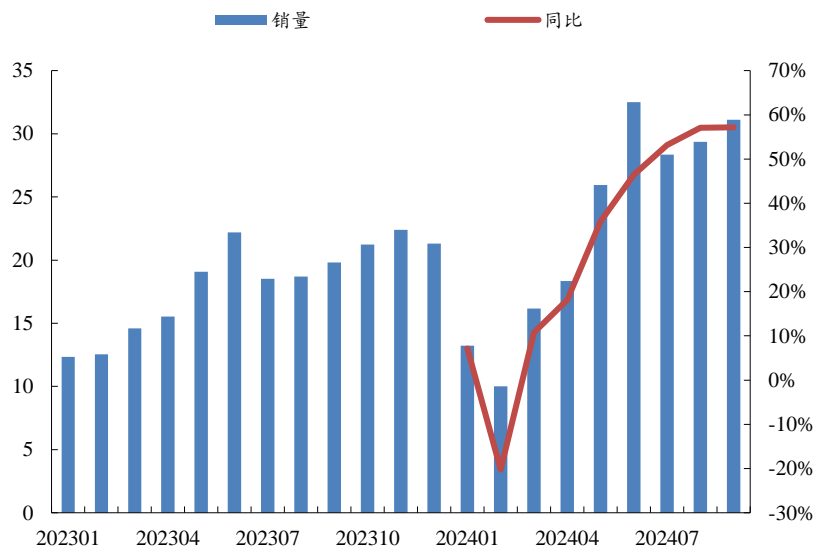


- ◆ 鑫椏咨询数据，全球储能电池24年1-9月产量227GWh，同比增长33%，其中Q3产量101GWh，同环比+52%/20%，超预期；国内储能电池出货量209GWh，同比增长28%。

图：全球储能电池产量 (GWh)



图：国内储能电池销量 (GWh)



电动车板块：盈利底部确立，部分环节开始改善

1 营收及利润：板块收入增速放缓，电池龙头盈利稳定，中游盈利底部确立

- ◆ **新能源汽车板块2024年Q1-3营业收入达24554亿元，同比增长-2%，归母净利润1135亿元，同比减少24%。**我们共选取了109家上市公司，划分为碳酸锂、锂电池中游（含隔膜、六氟磷酸锂及电解液、电池、三元正极、铁锂正极、三元前驱体、负极、铜箔、铝箔、添加剂、结构件十二个细分板块）、核心零部件、电机电控、整车五个子板块，进行了统计分析。新能源汽车板块整体在2024年Q1-3营业收入达24554亿元，同比增长-2%，归母净利润1135亿元，同比减少24%。2024年Q1-3营业收入同比下降的公司有59家；增幅为0-30%的有43家；增幅为30%以上的有7家。2024Q1-3年归母净利润同比下降的公司有49家；增幅为0-30%的有11家；增幅为30%以上的有14家。
- ◆ **2024年Q3新能源汽车板块实现归母净利润399亿元，同比下降20%，环比下降9%，各板块间分化明显。**2024年Q3新能源汽车板块实现营收8814亿元，同比下滑4%，环比增长4%；归母净利润399亿元，同比下降20%，环比下降9%。2024Q3收入同比下降的公司共有63家，增幅为0-30%的公司共有39家，增幅为30%以上的公司共有7家。归母净利润24Q3同比下降的公司共有39家，增幅为0-30%的公司共有15家，增幅为30%以上的公司有20家。亏损的公司有33家，扭亏的公司有2家。

图表：新能源汽车板块24年Q1-3公司增速分布情况（家）

	收入增速	归属母公司净利润增速
同比负增长	59	49
同比增长幅度在0%-30%	43	11
同比增长超过30%	7	14
亏损	-	30
扭亏	-	5
合计	109	

图表：新能源汽车板块2024年Q3公司增速分布情况（家）

	收入增速	归属母公司净利润增速
同比负增长	63	39
同比增长幅度在0%-30%	39	15
同比增长超过30%	7	20
亏损	-	33
扭亏	-	2
合计	109	

2 盈利水平：24年Q1-3上游盈利承压，中游底部确立，电池、结构件相对稳定

- ◆ **2024年Q1-3年新能源汽车板块整体盈利能力同比小幅改善，中游盈利底部确立：**2024年Q1-3新能源汽车板块整体毛利率为17.5%，同比上升0.2pct；归母净利率4.6%，同比下降1.3pct；2024Q3毛利率18.3%，同比上升0.6pct，环比上升1.0pct；归母净利率4.5%，同比下降0.9pct，环比下降0.7pct。
- ◆ **2024年Q1-3费用支出同比增长：**2024年Q1-3费用率为12.1%，同比增长1.8pct；2024年Q3费用率为10.4%。

图表：新能源汽车板块2024年Q1-3全板块情况

	2023	2024Q1-3	2024Q1-3同比	2024Q3	Q3同比	Q3环比
毛利率	17.3%	17.5%	0.2 pct	18.3%	0.6 pct	1.0 pct
归母净利率	5.2%	4.6%	-1.3 pct	4.5%	-0.9 pct	-0.7 pct
费用率	10.8%	12.1%	1.8 pct	10.4%	1.0pct	1.4pct

3 净现金流：产业为Q4备货库存微增，企业扩产放缓

- ◆ **2024年Q1-3年新能源汽车板块净现金流同比下滑16%，24年Q3单季度环增明显：**2024年Q1-3新能源汽车板块经营活动净现金流为2429亿元，同比下降16%；24年Q3新能源汽车板块经营活动净现金流为1097亿元，同比上升3%，环比增长11%。
- ◆ **2024Q3末新能源汽车板块存货较年初环比增加，Q3为Q4冲量备货，库存增加。**24Q3末新能源汽车板块应收账款为4972亿元，较年初增长8.0%；预收款项为1604亿元，较年初增长23.6%；存货为5556亿元，较年初增长9.5%；营运资本为4401亿元，较年初增长0.4%；无息在手现金（减去长短期借款）为4252亿元，较年初下降7.7%。
- ◆ **产业链新增投资放缓，产能出清速度加快，2024年Q1-3新能源汽车板块资本开支同比减少21%。**2024年Q1-3新能源汽车板块资本开支为2283亿元，同比下降21%；24Q3资本开支为725亿元，同比下降22%，环比下降1%。主流环节厂商已开始根据行业需求调整产能释放节奏，新增产能投产进度放缓，资本开支普遍回落，且在建工程下降。

图表：新能源汽车板块2024年H1全板块情况

	2023	2024Q1-3	2024Q1-3同比	2024Q3	Q3同比	Q3环比
经营活动现金流量净额 (亿元)	5102	2429	-16%	1097	3%	11%
资本开支 (亿元)	3949	2283	-21%	725	-22%	-1%

	24Q3末的情况	24Q3末较年初增长
应收账款 (亿元)	4972	8.0%
预收款项 (亿元)	1604	23.6%
存货 (亿元)	5556	9.5%
在手类现金-长短期借款 (亿元)	4252	-7.7%
营运资本 (亿元)	4401	0.4%
在建工程 (亿元)	2886	7.2%

各板块：中游环节盈利底部确立，部分环节龙头拐点初现

1 2024年Q1-3：新能源汽车各子板块利润分配

- ◆ 从利润分配来看，24Q1-3电池、整车占比同比提升显著，中游材料盈利筑底，24Q3电池利润占比进一步提升，中游利润占比维持，整车利润占比下降。2024Q1-3上游材料利润占整个新能源汽车板块比重为0%，锂电池中游占比48%，其中电池环节占比38%，中游材料占比7%，整车占比43%。24Q3碳酸锂利润占比为2%，锂电池中游占比49%，其中电池环节占比39%，中游材料占比6%，整车占比40%。

图表：各板块净利润占新能源汽车板块比重

	23年	24Q1-3	同比变化	2024Q1	2024Q2	2024Q3	同比变化	环比变化
碳酸锂	17%	0%	-21pct	-7%	2%	2%	-9pct	0pct
锂电池中游	42%	48%	8pct	53%	44%	49%	9pct	5pct
电池	29%	38%	13pct	42%	35%	39%	14pct	4pct
中游材料	11%	7%	-5pct	8%	7%	6%	-6pct	0pct
隔膜	4%	2%	-2pct	3%	2%	2%	-1pct	0pct
六氟磷酸锂及电解液	2%	1%	-2pct	1%	1%	0%	-2pct	-1pct
正极	-1%	-1%	-1pct	-1%	-1%	0%	-3pct	0pct
添加剂	0%	0%	0pct	0%	0%	0%	0pct	0pct
负极	3%	2%	-1pct	3%	2%	2%	0pct	0pct
铜箔	0%	0%	-1pct	-1%	0%	0%	0pct	0pct
铝箔	0%	0%	0pct	0%	0%	0%	0pct	0pct
结构件	2%	2%	0pct	2%	2%	2%	0pct	1pct
汽车核心零部件	7%	9%	2pct	10%	9%	8%	1pct	0pct
整车	34%	43%	11pct	44%	45%	40%	-1pct	-5pct
新能源汽车（不含充电桩）	100%	100%	0pct	100%	100%	100%	0pct	0pct

1 24年Q1-3：新能源汽车各环节收入、归母净利润增速

- ◆ **24Q1-3收入同比增速看：**铝箔>铜箔>结构件>汽车核心零部件>添加剂>整车>三元前驱体>电池>隔膜>六氟磷酸锂及电解液>锂电设备>负极>铁锂正极>正极>碳酸锂>三元正极；**归母净利润增速看：**添加剂>铁锂正极>电池>整车>汽车核心零部件>结构件>三元前驱体>负极>锂电设备>隔膜>铝箔>六氟磷酸锂及电解液>三元正极>碳酸锂>正极>铜箔。
- ◆ **24Q3收入环比增速看：**三元正极>结构件>铜箔>整车>隔膜>六氟磷酸锂及电解液>电池>正极>负极>铝箔>汽车核心零部件>添加剂>锂电设备>三元前驱体>铁锂正极>碳酸锂；**归母净利润增速看：**正极>铁锂正极>结构件>三元前驱体>碳酸锂>添加剂>电池>铜箔>汽车核心零部件>隔膜>负极>三元正极>整车>锂电设备>六氟磷酸锂及电解液>铝箔。

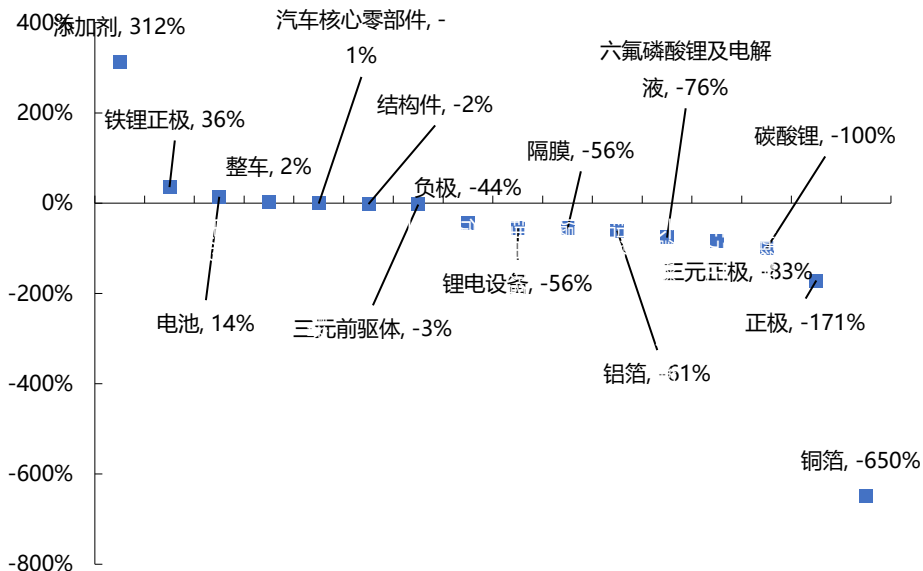
图表：新能源汽车板块各环节收入、归母净利润

各个环节	营业收入 (亿元)					归属母公司股东净利润 (亿元)				
	2024年Q1-3	24Q1-3同比	2024Q3	24Q3同比	24Q3环比	2024年Q1-3	24Q1-3同比	2024Q3	24Q3同比	24Q3环比
新能源汽车板块	24,554.0	-2%	8,841.2	-4%	4%	1,134.8	-24%	398.8	-20%	-9%
碳酸锂	699.2	-44%	226.8	-39%	-11%	-1.1	-100%	9.8	-83%	12%
锂电池中游	8,165.4	-11%	2,880.8	-11%	2%	546.0	-8%	194.7	-2%	0%
隔膜	390.6	-10%	142.8	-4%	5%	27.9	-56%	8.4	-52%	-14%
六氟磷酸锂及电解液	323.0	-17%	117.4	-17%	4%	8.2	-76%	1.1	-89%	-73%
电池	4,440.1	-8%	1,574.2	-7%	3%	432.5	14%	154.5	23%	1%
正极	729.3	-44%	260.5	-44%	2%	-6.6	-171%	-1.7	-117%	40%
铁锂正极	409.7	-43%	142.9	-45%	-7%	-11.0	36%	-3.5	-3108%	30%
三元正极	319.6	-45%	117.6	-42%	18%	4.4	-83%	1.8	-83%	-18%
三元前驱体	1,028.2	3%	336.0	-3%	-6%	47.3	-3%	18.6	15%	20%
添加剂	144.5	9%	47.6	-1%	-5%	2.7	312%	1.0	67%	3%
负极	425.1	-23%	148.9	-22%	0%	27.4	-44%	9.1	-31%	-14%
铜箔	147.8	19%	56.9	17%	8%	-5.3	-650%	-1.5	-113%	0%
铝箔	223.6	24%	78.8	23%	-2%	1.9	-61%	0.1	-86%	-91%
结构件	411.5	15%	152.8	9%	10%	22.4	-2%	8.8	3%	28%
汽车核心零部件	1,187.6	12%	412.4	11%	-3%	99.6	-1%	33.6	-7%	-10%
整车	14,501.8	6%	5,321.3	2%	7%	490.3	2%	160.7	-22%	-19%
锂电产业链 (上游+中游)	8,864.6	-15%	3,107.5	-14%	1%	544.9	-40%	204.5	-20%	1%
锂电设备	346.5	-23%	115.4	-32%	-5%	22.3	-56%	4.5	-76%	-28%

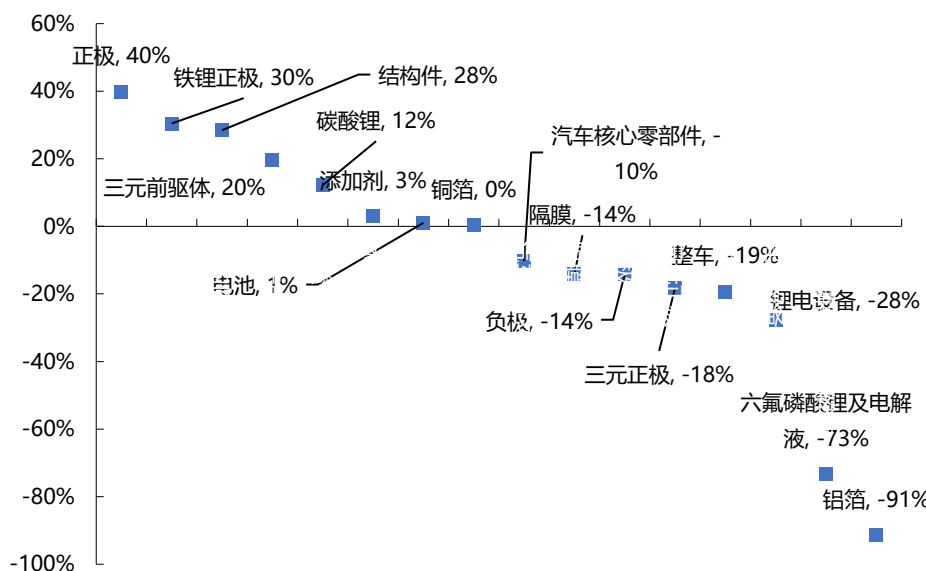
1 分子板块：电池、结构件相对稳定，24Q3中游环节盈利筑底

- ◆ **2024Q1-3年归母净利润同比增速排序**依次为添加剂312% > 铁锂正极36% > 电池14% > 整车2% > 汽车核心零部件-1% > 结构件-2% > 三元前驱体-3% > 负极-44% > 锂电设备-56% > 隔膜-56% > 铝箔-61% > 六氟磷酸锂及电解液-76% > 三元正极-83% > 碳酸锂-100% > 正极-171% > 铜箔-650%;
- ◆ **2024Q3归母净利润环比增速排序**为正极40% > 铁锂正极30% > 结构件28% (扣除山东精密, -10%) > 三元前驱体20% > 碳酸锂12% > 添加剂3% > 电池1% > 铜箔0% > 汽车核心零部件-10% > 隔膜-14% > 负极-14% > 三元正极-18% > 整车-19% > 锂电设备-28% > 六氟磷酸锂及电解液-73% > 铝箔-91%。

图：24年Q1-3各子板块归母净利润同比增速表现



图：24Q3各子板块归母净利润环比增速表现



2 碳酸锂：Q3碳酸锂价格回落，盈利进一步承压

- ◆ **Q3碳酸锂价格回落明显，盈利进一步承压，在手无息现金明显减少。** 1) **收入和归母净利润**：2024Q1-3碳酸锂板块营收699亿元，同比减少44%，归母净利润-1亿元，同比减少100%；2024Q3板块营收227亿元，同比减少39%，环比减少11%；归母净利润10亿元，同比减少83%，环比增长12%。2) **毛利率和净利率**：2024Q1-3毛利率28%，同比下降18个百分点；归母净利率0%，同比下降25个百分点；2024Q3毛利率27%，同比下降9个百分点，环比下降5个百分点；归母净利率4%，同比下降11个百分点，环比增加1个百分点。3) **费用率控制**：2024Q1-3期间费用率11%，同比增加6个百分点；2024Q3期间费用率5%，同比增加1个百分点，环比增加5个百分点。4) **存货**：2024Q3末存货为260亿元，较年初持平。5) **现金流**：2024Q1-3经营活动净现金流152亿元，同比减少61%；2024Q3经营活动净现金流31亿元，同比减少76%，环比减少47%。6) **资金压力**：2024Q3末无息在手现金53亿元，较年初减少82%，而2024Q3营运资本614亿元，较年初减少25%。7) **资本开支**：2024Q3末应收账款103亿元，较年初减少30%；预收款项40亿元，较年初增加22%。

图表：2024年Q1-3碳酸锂板块情况 (亿元)

	2024Q1-3	24Q1-3同比	2024Q3	24Q3同比	24Q3环比
营业收入 (亿元)	699	-44%	227	-39%	-11%
归母净利润 (亿元)	-1	-100%	10	-83%	12%
毛利率	28%	-18pct	27%	-9pct	-5pct
归母净利率	0%	-25pct	4%	-11pct	1pct
费用率	11%	6pct	5%	1pct	5pct
经营活动净现金流 (亿元)	152	-61%	31	-76%	-47%

	2023Q4	2024Q1	2024Q2	24Q3末	24Q3末较年初增长
应收账款 (亿元)	146	120	113	103	-30%
预收款项 (亿元)	33	43	39	40	22%
存货 (亿元)	262	243	254	260	0%
无息在手现金 (亿元)	295	264	158	53	-82%
营运资本 (亿元)	824	787	608	614	-25%

2 碳酸锂：Q3碳酸锂价格回落，盈利进一步承压

- ◆ 24Q3龙头受高价精矿库存影响减弱，亏损幅度收窄，碳酸锂跌至主流公司完全成本，盈利承压。天齐锂业2024年Q1-3归母净利-57亿元，同比减少170%，2024Q3归母净利-5亿元，同比减少130%，环比增长62%。赣锋锂业2024年Q1-3归母净利-6.4亿元，同比减少111%，2024Q3归母净利1.2亿元，同比减少25%，环比增长137%。Q3锂价进一步下跌至7.5万元以内，已跌至主流公司完全成本，自供比例较高的永兴材料、中矿资源等盈利承压，归母净利分别为2.0亿元（同环比-82%/-33%）、0.7亿元（同环比-87%/-66%）。

图表：2024年Q1-3碳酸锂板块情况（亿元）

新能源汽车板块		收入					归母净利润				
上游材料		2024年Q1-3	24Q1-3同比	2024Q3	24Q3同比	24Q3环比	2024年Q1-3	24Q1-3同比	2024Q3	24Q3同比	24Q3环比
002466.SZ	天齐锂业	100.6	-70%	36.5	-57%	-5%	-57.0	-170%	-5.0	-130%	62%
002460.SZ	赣锋锂业	139.3	-46%	43.4	-42%	-4%	-6.4	-111%	1.2	-25%	137%
002497.SZ	雅化集团	59.2	-37%	19.9	-39%	-5%	1.5	-81%	0.5	137%	-40%
002176.SZ	江特电机	12.5	-50%	5.3	-26%	27%	-0.8	14%	-0.2	57%	46%
002756.SZ	永兴材料	62.3	-36%	17.4	-43%	-21%	9.7	-68%	2.0	-82%	-33%
600499.SH	科达制造	85.6	22%	30.7	35%	5%	7.0	-65%	2.5	-67%	74%
002240.SZ	盛新锂能	35.0	-47%	9.2	-51%	-33%	-4.6	-142%	-2.7	-157%	-535%
300390.SZ	天华新能	54.5	-39%	17.4	-23%	-11%	9.2	-49%	0.9	-80%	-73%
000762.SZ	西藏矿业	5.9	5%	1.9	-29%	-20%	1.5	35%	0.4	-53%	-53%
002738.SZ	中矿资源	35.7	-29%	11.5	-18%	-11%	5.5	-74%	0.7	-87%	-66%
000792.SZ	盐湖股份	104.5	-34%	32.1	-45%	-29%	31.4	-44%	9.3	85%	-27%
002192.SZ	融捷股份	4.0	-52%	1.5	-25%	-9%	1.8	-49%	0.2	-70%	-88%
合计		699.2	-44%	226.8	-39%	-11%	-1.1	-100%	9.8	-83%	12%

3 锂电池中游：板块盈利见底，部分龙头Q3盈利率先回升

- ◆ 锂电池中游板块：电池及结构件盈利水平稳定，正极、负极等环节Q3随着产能利用率提升+产品改善盈利率先回升，其余环节盈利见底。1) 收入和归母净利润：2024Q1-3锂电池中游板块实现营业收入8165亿元，同比下降11%，归母净利润546亿元，同比下降8%；2024Q3营业收入2881亿元，同比下降11%，环比增长2%；归母净利润195亿元，同比下降2%，环比持平。2) 毛利率和净利率：2024Q1-3毛利率为19%，同比增长2个百分点；净利率为7%，与去年同期持平；2024Q3毛利率为20%，同比增长2个百分点，环比增长1个百分点；净利率为7%，同比增长1个百分点，环比持平。3) 费用率控制：2024Q1-3期间费用率为11%，同比增长1个百分点；2024Q3期间费用率为11%，同比持平，环比增长1个百分点。4) 存货：2024Q3末存货为2140亿元，较年初增长12%。5) 现金流：2024Q1-3经营活动净现金流为961亿元，同比增长4%；2024Q3经营活动净现金流394亿元，同比增长11%，环比增长26%。6) 资金压力：2024Q3末无息在手现金为535亿元，较年初减少41%；2024Q3营运资本为3253亿元，较年初减少2%。

图表：2024年Q1-3锂电池中游板块情况 (亿元)

	2024Q1-3	24Q1-3同比	2024Q3	24Q3同比	24Q3环比
营业收入 (亿元)	8165	-11%	2881	-11%	2%
归母净利润 (亿元)	546	-8%	195	-2%	0%
毛利率	19%	2pct	20%	2pct	1pct
归母净利率	7%	0pct	7%	1pct	0pct
费用率	11%	1pct	11%	0pct	1pct
经营活动净现金流 (亿元)	961	4%	394	11%	26%

	24Q3末的情况	2024Q3末较年初增长
应收账款 (亿元)	2525	6%
预收款项 (亿元)	383	0%
存货 (亿元)	2140	12%
无息在手现金 (亿元)	535	-41%
营运资本 (亿元)	3253	-2%

3 锂电池中游：板块盈利见底，部分龙头Q3盈利率先回升

- ◆ 锂电池中游板块电池及结构件盈利稳定，正极、负极等环节Q3随着产能利用率提升+产品改善盈利率先回升。24Q3电池、结构件板块盈利稳定，超预期；正极加工费跌至底部，铁锂龙头优势维持，Q3高端铁锂放量明显，富临实现扭亏，单位盈利小幅提升，三元部分公司扭亏；负极环节受快充负极提升，尚太盈利维持，中科等盈利环比好转，电解液等材料环节龙头盈利韧性相对较强，且价格底部稳定；隔膜板块维持价格竞争，单位盈利环比下降；添加剂、三元前驱体板块龙头公司行业格局较优，盈利基本维持稳定。

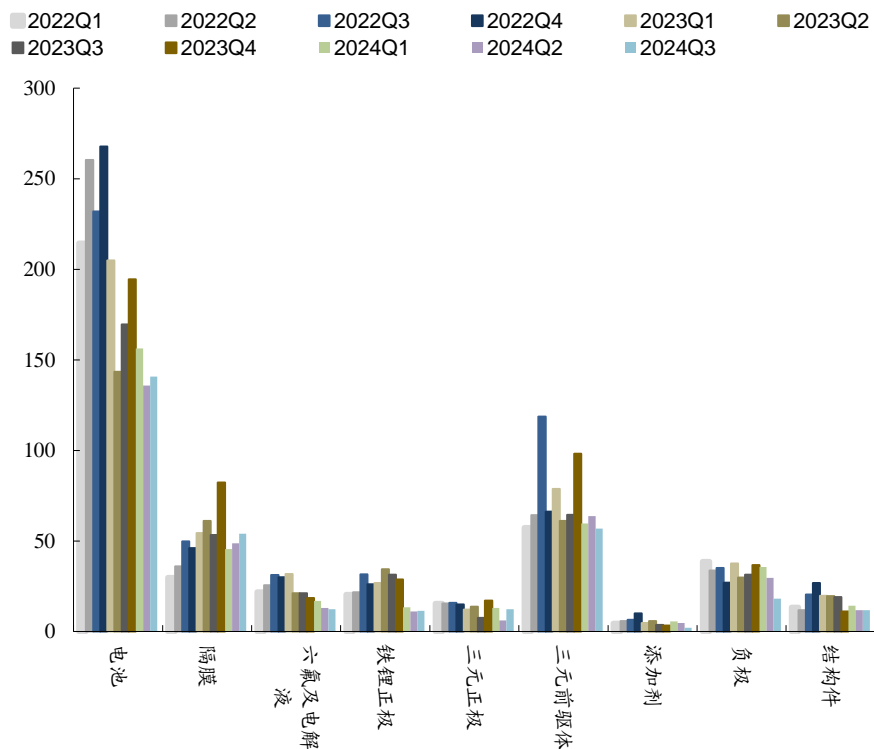
图表：2024年Q1-3锂电池中游分板块情况（亿元）

分项	24Q1-3营收 (亿元)	同比增速 (%)	归母净利润 (亿元)	同比增速 (%)	24Q3营收 (亿元)	同比增速 (%)	环比增速 (%)	归母净利润 (亿元)	同比增速 (%)	环比增速 (%)
锂电池中游	8,165	-11%	546	-8%	2,881	-11%	2%	195	-2%	0%
隔膜	391	-10%	28	-56%	143	0	0	8	-1	0
六氟磷酸锂及电解液	323	-17%	8	-76%	117	-17%	4%	1	-89%	-73%
电池	4440	-8%	432	14%	1574	-7%	3%	155	23%	1%
正极	729	-44%	-7	-171%	260	-44%	2%	-2	-117%	40%
铁锂正极	410	-43%	-11	36%	143	-45%	-7%	-3	-3108%	30%
三元正极	320	-45%	4	-83%	118	-42%	18%	2	-83%	-18%
三元前驱体	1028	3%	47	-3%	336	-3%	-6%	19	15%	20%
添加剂	145	9%	3	312%	48	-1%	-5%	1	67%	3%
负极	425	-23%	27	-44%	149	-22%	0%	9	-31%	-14%
铜箔	148	19%	-5	-650%	57	17%	8%	-2	-113%	0%
铝箔	224	24%	2	-61%	79	23%	-2%	0	-86%	-91%
结构件	412	15%	22	-2%	153	9%	10%	9	3%	28%

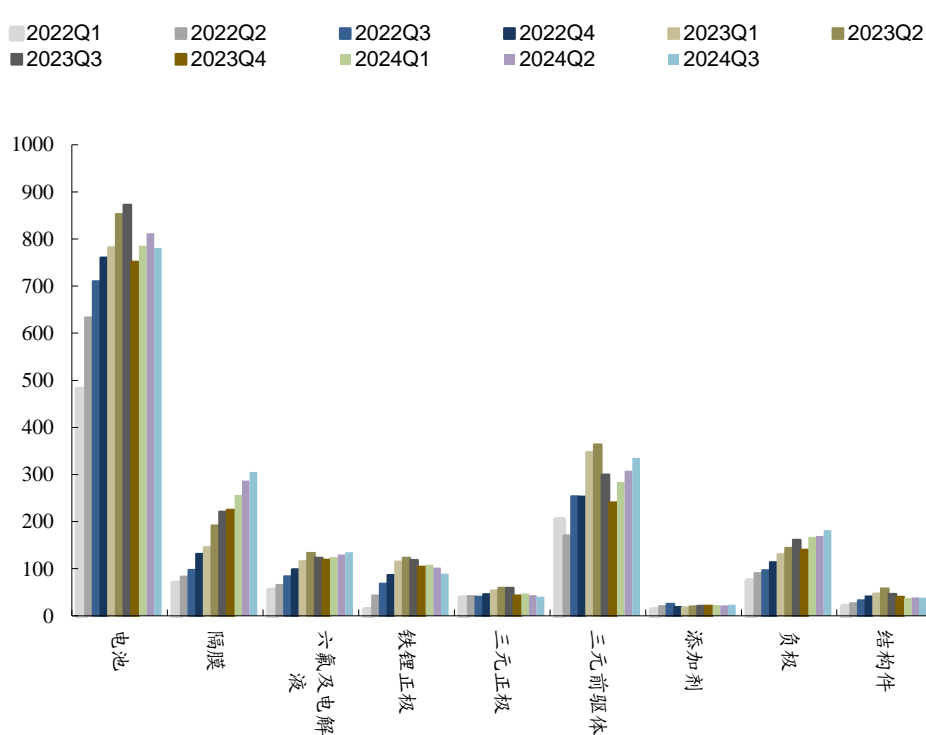
3 锂电池中游：中游2H23起资本开支缩减，25年反转可期

- ◆ 中游各环节近两季度资本开支已显著放缓，2H24起新增有效产能将明显减少。其中电解液、铁锂、负极、结构件等下滑明显，三元前驱体、结构件同环比略降，电池、隔膜、三元环比微增。
- ◆ 新增在建工程增速放缓，且部分公司逐步转固，总体体量有所下降。其中电池、六氟、铁锂、三元、结构件在建工程已较高点下降，隔膜、负极、三元前驱体在建工程规模仍有所提升。

图：各环节22Q1-24Q3资本开支变化 (亿元)



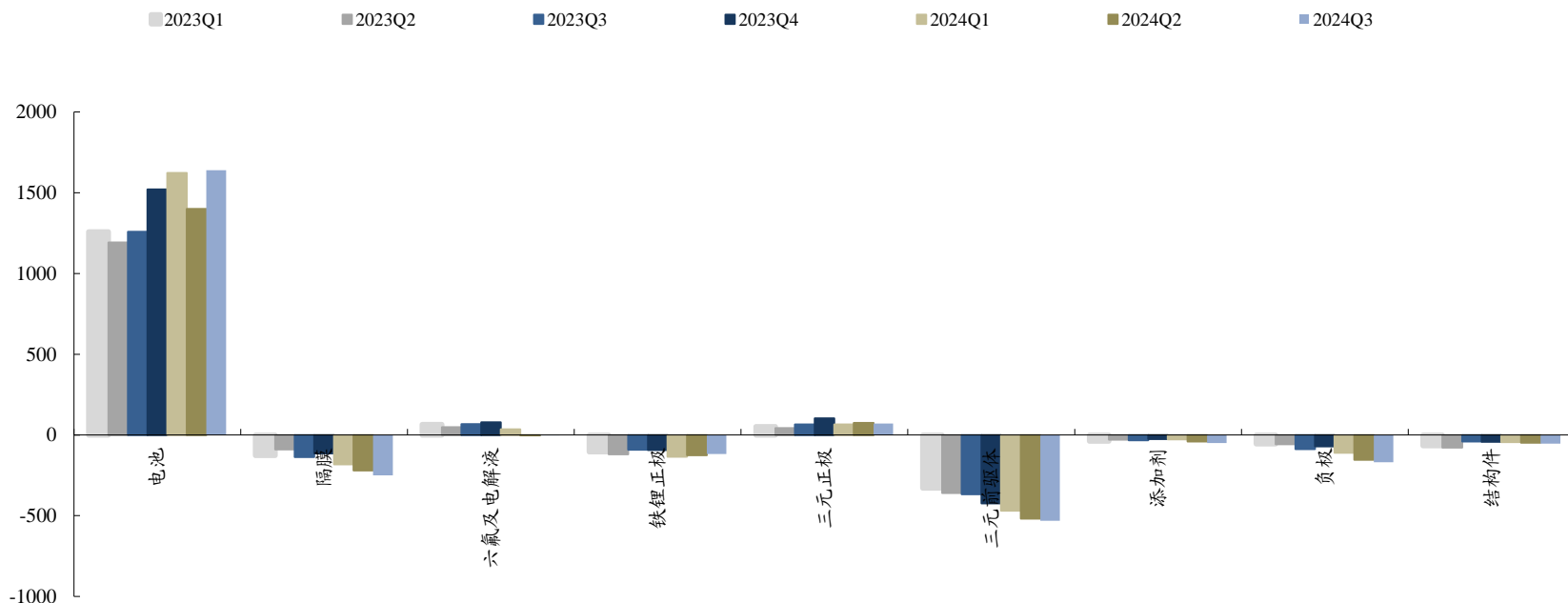
图：各环节22Q1-24Q3在建工程变化 (亿元)



3 锂电池中游：中游无息在手现金多为负，后续扩产能力较弱

- ◆ 中游环节中仅电池环节现金流情况良好，大部分环节公司无息在手现金为负，后续扩产能力较弱。其中仅电池环节无息在手现金持续创新高，主要系宁德时代现金流良好所致，此外三元正极在24Q3无息在手现金为正，但整体体量较小，此外铁锂、三元前驱体、添加剂、负极、结构件等23年以来无息现金持续为负，中游环节后续扩产能力较弱。

图：各环节23Q1-24Q3无息在手现金变化（亿元）



3 锂电池中游：盈利基本触底，25年盈利开始反转可期

◆ Q3电池、结构件单位盈利相对稳定，铁锂、电解液及负极龙一微利、二线亏损，单位盈利触底。

表 各环节盈利情况

环节	代表公司	单位	2021A	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
电池	宁德时代	元/Wh	0.08	0.00	0.07	0.07	0.11	0.07	0.08	0.08	0.12	0.10	0.10	0.12
	亿纬锂能	元/Wh	0.03	0.00	0.02	0.04	0.06	0.03	0.02	0.04	0.03	0.02	0.01	0.02
	国轩高科	元/Wh	0.00	0.00	0.00	0.01	-0.02	0.00	0.00	0.00	0.005	0.00	0.00	0.00
	孚能科技	元/Wh	-0.03	-0.20	0.01	-0.01	-0.22	-0.10	-0.17	-0.15	-0.05	-0.05	0.00	-0.06
	派能科技	元/Wh	0.21	0.25	0.31	0.42	0.51	0.49	0.26	0.01	-0.91	0.02	0.03	0.02
三元前驱体	中伟股份	万元/吨	0.52	0.41	0.53	0.52	0.60	0.45	0.55	0.70	0.75	0.55	0.60	0.60
三元正极	当升科技	万元/吨	1.43	2.30	3.90	3.92	3.52	2.98	3.95	3.00	2.80	1.10	0.96	1.00
	容百科技	万元/吨	1.65	1.60	2.45	0.73	1.40	1.20	0.36	0.88	-0.12	-0.12	0.20	0.40
	厦钨新能	万元/吨	0.71	0.82	1.38	1.35	1.25	0.92	0.75	0.70	0.42	0.42	0.57	0.55
磷酸铁锂	德方纳米	万元/吨	0.91	2.15	1.50	1.10	1.15	-2.11	-0.76	0.07	-1.29	-0.55	-0.69	-0.64
	湖南裕能	万元/吨	0.98	2.01	1.12	0.44	0.81	0.28	0.83	0.20	0.05	0.10	0.15	0.06
	万润新能	万元/吨	0.85	2.28	1.54	0.93	0.50	-0.15	-2.01	-0.20	-1.20	-0.42	-0.58	-0.40
负极	璞泰来	万元/吨	1.14	1.27	1.30	1.30	0.90	0.85	0.35	-0.55	-0.40	0.00	0.00	0.00
	中科电气	万元/吨	0.53	0.59	0.47	0.51	-0.20	-0.54	0.07	0.21	0.29	0.08	0.11	0.17
	尚太科技	万元/吨	0.81	1.40	1.40	1.20	0.95	0.95	0.60	0.40	0.35	0.38	0.35	0.33
隔膜	恩捷股份	元/平	0.85	0.77	0.90	0.90	0.70	0.60	0.60	0.50	0.30	0.13	0.09	0.08
	星源材质	元/平	0.28	0.48	0.55	0.47	0.43	0.40	0.30	0.33	0.05	0.15	0.08	0.08
电解液	天赐材料	万元/吨	1.44	1.85	1.80	1.27	1.05	0.75	0.65	0.40	0.30	0.11	0.08	0.08
	新宙邦	万元/吨	0.97	1.65	1.50	0.85	0.40	0.20	0.12	0.10	0.07	0.00	0.04	0.04
铜箔	嘉元科技	万元/吨	2.98	1.83	1.10	1.04	0.55	0.30	-0.20	0.02	-0.30	-0.57	-0.45	-0.26
	诺德股份	万元/吨	1.13	1.23	1.00	0.50	0.80	0.15	-0.20	-0.46	-0.47	-0.93	-0.67	-0.50
铝箔	鼎胜新材	万元/吨	0.62	0.60	0.65	0.65	0.65	0.50	0.40	0.35	0.30	0.20	0.20	0.13
导电剂	天奈科技	万元/吨	0.79	0.90	0.88	0.90	0.80	0.30	0.30	0.40	0.41	0.30	0.30	0.30
结构件	科达利	净利率	12.2%	11.0%	9.7%	9.7%	11.0%	10.5%	10.0%	10.0%	14.1%	11.8%	11.6%	11.7%
包覆材料	信德新材	万元/吨	0.67	0.53	0.50	0.50	0.50	0.30	-0.1	0.2	-0.15	-0.1	0.05	0.00

4 电池：盈利能力表现亮眼，锂电环节中最为稳健

- ◆ 锂电环节中，电池盈利相对亮眼，龙头厂商盈利提升，与二线厂商差距扩大。24年Q1-Q3实现营收4400亿元，同降8%，归母净利润432.5亿元，同增14%；24年Q3营收1574亿元，同环比-7%/+3%，归母净利润154.5亿元，同环比+23%/+1%。其中宁德时代对板块贡献最大，24年Q1-Q3归母净利润360亿元，在电池板块中占比83%。
- ◆ 由于电池价格企稳，原材料价格下降，毛利率有所提升，盈利能力稳中有升。24年Q1-Q3毛利率23.4%，同比+3.9pct，归母净利率9.7%，同比+1.8pct，费用率3.3%，同比+0.4pct；24年Q3毛利率25.3%，同环比+5.2/+2.9pct，归母净利率9.8%，同环比+2.4/-0.8pct，费用率3.3%，同环比+0.4/+0.1pct。
- ◆ 由于行业竞争加剧，预收款项下降6%，无息在手现金增加14%。Q3末应收账款2168亿元，较年初增长9%；预收款271亿元，较年初下降6%；存货1016亿元，较年初增加14%；在建工程781亿元，较年初增长4%；无息在手现金1639亿元，较年初增长14%；运营资本2168亿元，较年初增加9%。

表：24年Q1-Q3和Q3电池板块情况（亿元）

	2024Q1-Q3	2024Q1-Q3同比	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q3同比	2024Q3环比
营业收入 (亿元)	4400	-8%	1,334	1,531	1,574	-7%	3%
归母净利润 (亿元)	432.5	14%	125.1	152.9	154.5	23%	1%
毛利率	23.4%	3.9pct	22.3%	22.4%	25.3%	5.2pct	2.9pct
归母净利率	9.7%	1.8pct	9.4%	10.0%	9.8%	2.4pct	-0.8pct
费用率	3.3%	0.4pct	13.3%	3.2%	3.3%	0.4pct	0.1pct
经营活动净现金流 (亿元)	774.8	14%	316.3	196.4	277.8	25%	41%
资本开支 (亿元)	432.6	-16%	156.2	135.7	140.7	-17%	4%

	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q3较年初增长
应收账款 (亿元)	1222	1111	1238	1353	11%
预收款项 (亿元)	290	265	272	271	-6%
存货 (亿元)	889	882	915	1016	14%
在建工程 (亿元)	752	786	812	781	4%
无息在手现金 (亿元)	1443	1623	1416	1639	14%
营运资本 (亿元)	1983	2196	2066	2168	9%

4 电池：龙头盈利优势维持，二三线电池厂承压

◆ 宁德时代24年Q3单wh利润0.12元，盈利水平大超预期，二线厂商中亿纬盈利恢复超预期，其余基本盈亏平衡或亏损。宁德时代24年Q1-Q3收入2590亿元，同降12%，归母净利润360亿元，同增16%，其中Q3归母净利润131.4亿元，同环比+26%/+6%，24年Q3对应单wh利润0.12元，盈利水平环比提升，主要受益于原材料价格下降，叠加神行、麒麟、314ah等新产品带来溢价；二线电池厂中，部分厂商动力电池盈利可观，亿纬锂能24年Q1-Q3归母净利润31.9亿元，同降7%，其中Q3归母净利润10.5亿元，同环比-17%/-2%，24Q3对应单wh利润0.02-0.03元，受益于系优质订单比例提升、原材料价格下降。欣旺达24年Q1-Q3归母净利润12.1亿元，同增51%。

表：24年Q1-Q3和Q3电池板块情况 (亿元)

新能源汽车板块		收入					归母净利润				
电池		2024Q1-Q3	同比	2024Q3	同比	环比	2024Q1-Q3	同比	2024Q3	同比	环比
300750.SZ	宁德时代	2590	-12%	923	-12%	6%	360.0	16%	131.4	26%	6%
300068.SZ	南都电源	79	-29%	21	-32%	-23%	2.5	-46%	0.6	-59%	-40%
002074.SZ	国轩高科	252	16%	84	28%	-10%	4.1	41%	1.4	70%	-30%
300014.SZ	亿纬锂能	340	-4%	124	-1%	0%	31.9	-7%	10.5	-17%	-2%
300207.SZ	欣旺达	383	12%	144	19%	11%	12.1	51%	3.9	6%	-23%
688567.SH	孚能科技	92	-18%	22	-47%	-45%	-3.0	81%	-1.1	85%	-521%
688772.SH	珠海冠宇	85	0%	32	3%	13%	2.7	-7%	1.7	11%	81%
688063.SH	派能科技	14	-54%	6	12%	17%	0.4	-94%	0.2	146%	10%
002245.SZ	蔚蓝锂芯	48	31%	18	23%	8%	2.8	173%	1.1	86%	18%
300438.SZ	鹏辉能源	56	-2%	19	37%	-14%	0.6	-78%	0.2	-19%	-26%
688819.SH	天能股份	329	-6%	113	-17%	-8%	14.6	-14%	2.7	-56%	-61%
301327.SZ	华宝新能	21	35%	10	50%	77%	1.6	357%	0.9	889%	98%
000049.SZ	德赛电池	150	8%	60	19%	25%	2.2	-39%	1.1	-39%	78%
合计		4440	-7.5%	1,574	2.8%	7.2%	432.0	14.1%	155	1%	8.9%

4 电池：龙头现金流亮眼，二线电池厂整体增长，部分下降

- ◆ **宁德时代现金流持续亮眼，二三线厂商整体增长，部分下降，资本开支持续下降。**宁德时代24年Q1-Q3经营性现金流净额674.4亿元，同增28%，现金流持续充沛，Q3资本开支74亿元，环比增10%，扩产稳健推进；亿纬锂能24年Q1-Q3经营性现金流净额21.2亿元，同降61%，现金流略有承压，资本开支40.9亿元，同降1%；消费类欣旺达、孚能科技、珠海冠宇、蔚蓝锂芯、华宝新能现金流增长，南都电源、鹏辉能源现金流为负，整体看二三线厂商消费类现金流亮眼，动储类现金流有所下降。

表：24年Q1-Q3和Q3电池板块情况（亿元）

新能源汽车板块		经营性现金流净额					资本开支				
		2024Q1-Q3	同比	2024Q3	同比	环比	2024Q1-Q3	同比	2024Q3	同比	环比
300750.SZ	宁德时代	674.4	28%	227.3	46%	39%	212.7	-21%	74.4	-12%	10%
300068.SZ	南都电源	-7.2	23%	-2.8	-121%	-25%	10.5	300%	1.1	6%	-36%
002074.SZ	国轩高科	2.4	17%	0.6	46%	-41%	52.8	-16%	12.9	-60%	-1%
300014.SZ	亿纬锂能	21.2	-61%	18.0	-12%	-13%	40.9	-1%	19.2	53%	51%
300207.SZ	欣旺达	26.2	13%	9.0	-51%	-11%	46.2	9%	13.5	33%	2%
688567.SH	孚能科技	2.8	-19%	8.3	815%	47%	12.7	60%	2.5	6%	-71%
688772.SH	珠海冠宇	16.6	7%	8.2	21%	277%	19.2	-25%	5.9	-11%	-14%
688063.SH	派能科技	6.7	-41%	2.1	619%	-17%	3.5	-66%	1.2	-55%	22%
002245.SZ	蔚蓝锂芯	4.7	139%	0.7	-47%	236%	5.6	106%	2.5	53%	327%
300438.SZ	鹏辉能源	-4.8	-217%	-2.0	-160%	-1%	4.0	-67%	1.2	-53%	-7%
688819.SH	天能股份	29.3	-4%	10.7	-21%	662%	14.8	-48%	3.0	-68%	-38%
301327.SZ	华宝新能	3.6	206%	2.3	1058%	94%	0.7	24%	0.5	134%	164%
000049.SZ	德赛电池	-1.0	-105%	-4.7	-266%	-19%	9.0	-19%	2.9	-19%	-27%
合计		775	14.2%	278	41.6%	24%	433	-16.4%	141	3.64%	-17%

4 电池：龙头在手现金充足，二三线部分公司持续恶化

- ◆ **在建工程有所增长，龙头厂商无息现金充足，而二线电池厂有一定资金压力。**龙头厂商无息现金与营运资本双高，反映其流动性好、短期财务风险低，而部分二线电池厂存在营运资本高、现金为负的情况，可能是短期应收账款、存货过多的结果。宁德时代24年Q3末在建工程252亿元，较年初基本持平，无息现金1738.9亿元，较年初增长19%，运营资本1857亿元，较年初增长14%；亿纬锂能24年Q3末在建工程102亿元，较年初下降27%，无息现金-51.5亿元，较年初增长31%，运营资本-2亿元，较年初下降85%，现金有所紧张。

表：24年Q1-Q3和Q3电池板块情况 (亿元)

新能源汽车板块		在建工程					无息在手现金					运营资本				
电池		2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	Q3较年初增长	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	Q3较年初增长	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	Q3较年初增长
300750.SZ	宁德时代	250.1	262.2	272.6	252.0	1%	1464.5	1645.2	1460.2	1738.9	19%	1,628	1,810	1,713	1,857	14%
300068.SZ	南都电源	7.7	10.9	14.3	11.8	53%	-33.7	-43.7	-46.3	-53.4	59%	8	13	14	9	13%
002074.SZ	国轩高科	158.2	177.7	191.4	208.2	32%	-154.7	-198.2	-193.4	-207.1	34%	-29	-26	-43	-41	39%
300014.SZ	亿纬锂能	140.5	134.9	118.0	102.0	-27%	-39.2	-64.3	-49.6	-51.5	31%	-11	16	9	-2	-85%
300207.SZ	欣旺达	106.0	110.2	118.5	111.4	5%	29.6	27.0	21.9	18.6	-37%	90	78	74	55	-39%
688567.SH	孚能科技	5.2	10.7	11.7	19.8	281%	83.8	68.2	58.1	51.1	-39%	43	34	33	23	-47%
688772.SH	珠海冠宇	20.3	21.8	25.7	22.7	12%	-10.7	-12.0	0.0	-23.5	120%	2	2	8	8	258%
688063.SH	派能科技	9.3	8.8	5.9	4.8	-49%	63.5	63.7	62.9	63.4	0%	70	70	68	68	-3%
002245.SZ	蔚蓝锂芯	14.6	13.9	14.2	14.1	-3%	-4.5	-2.5	-2.0	-1.9	-57%	19	21	21	21	11%
300438.SZ	鹏辉能源	10.6	6.3	10.4	9.5	-10%	-2.5	-6.1	-13.3	-15.3	500%	12	9	8	7	-41%
688819.SH	天能股份	26.0	28.0	28.7	23.9	-8%	0.0	91.3	75.0	82.0		50	67	65	67	35%
301327.SZ	华宝新能	0.0	0.0	0.1	0.1	541%	46.8	47.5	47.3	49.4	6%	58	58	59	59	2%
000049.SZ	德赛电池	3.0	0.5	0.6	1.0	-66%	0.6	6.6	-4.4	-11.3	-1881%	43	45	38	36	-15%
合计		752	786	812	781	4%	1444	1623	1399	1639	13.6%	1,983	2,197	2,067	2168	-9%

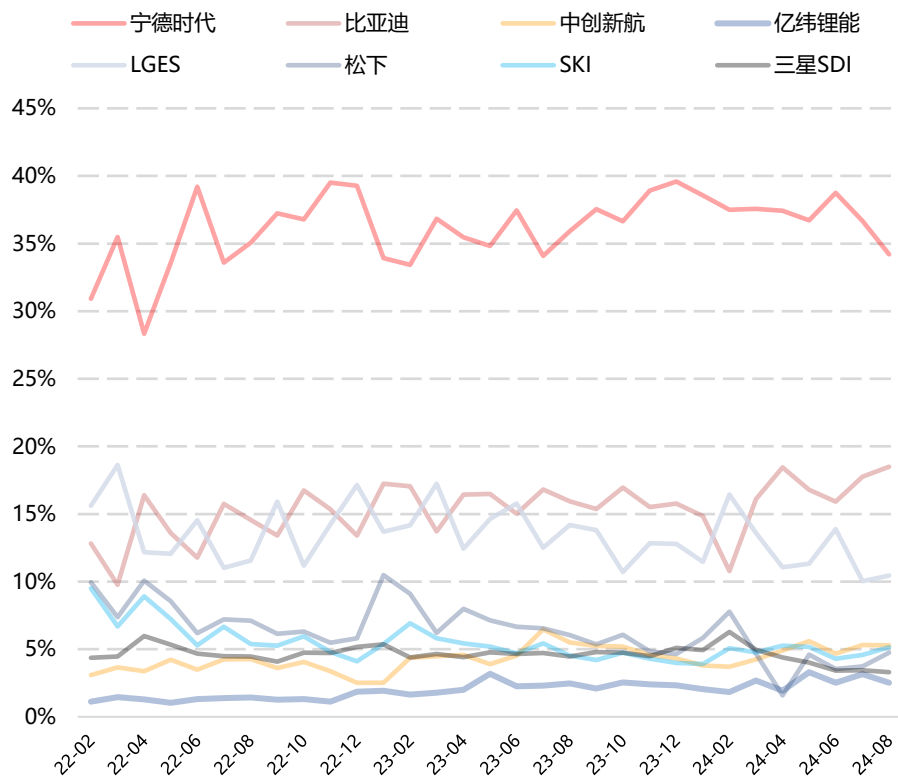
4 电池-全球份额：宁德时代竞争优势扩大，二线动力份额保持稳定

◆ 宁德时代龙头地位稳固，24年1-8月全球市占率37.1%，同增0.5pct。24年1-8月宁德时代全球装机189GWh，份额37.1%，同比+0.5pct，龙头地位稳固；比亚迪位列第二，装机84GWh，份额16.4%，同比+0.5pct；LG新能源装机62GWh，份额12.1%，同比-1.6pct；二线电池厂中，中创新航、亿纬锂能、国轩高科、欣旺达份额基本稳定。

表：动力电池厂商全球装机量 (GWh)

Top10	简写	24年8月	占比	环比 (pct)	24年1-8月累计	占比	同比 (pct)
1	宁德时代	23.0	34.2%	-2.5	189.2	37.1%	0.5
2	比亚迪	10.2	18.5%	0.7	83.9	16.4%	0.5
3	LG新能源	9.1	10.4%	0.4	61.8	12.1%	-1.6
4	中创新航	3.5	5.3%	0.0	24.4	4.8%	0.1
5	SKI	2.9	5.2%	0.6	24.4	4.8%	-0.1
6	松下	3.9	4.8%	1.0	22.4	4.4%	-2.0
7	三星SDI	2.9	3.3%	-0.1	21.3	4.2%	-0.5
8	亿纬锂能	1.6	2.5%	-0.6	13.1	2.6%	0.3
9	国轩高科	1.3	2.2%	-0.3	11.3	2.2%	0.0
10	欣旺达	1.0	1.7%	-0.6	10.4	2.0%	0.5
全球总量		63.9	100%	-	510	100%	-

图：动力电池厂商全球市占率



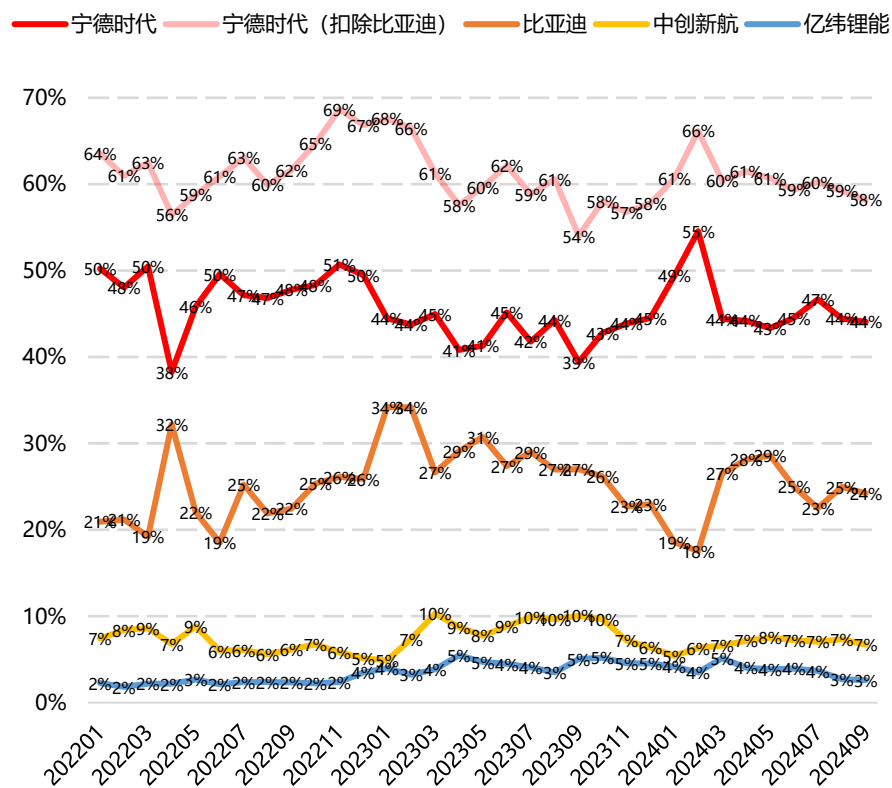
4 电池-国内份额：宁德时代恢复至46%，比亚迪份额下降，二线稳定

◆ 宁德时代国内份额恢复至46%，比亚迪份额有所下降，二线份额维持稳定。24年1-9月宁德时代国内装机158GWh，份额45.9%，同增3.1pct，份额有所恢复；比亚迪位列第二，装机85GWh，份额24.7%，同降4.3pct；二线电池厂中，中创新航份额6.9%，同降2.0pct、亿纬锂能、国轩高科、欣旺达份额基本稳定。

表：动力电池厂商国内装机量 (GWh, 不含出口)

Top10	简写	24年9月	占比	环比 (pct)	24年累计	占比	同比 (pct)
1	宁德时代	24.0	44.0%	-0.4%	157.7	45.9%	3.1%
2	比亚迪	13.2	24.2%	-0.8%	84.8	24.7%	-4.3%
3	中创新航	3.7	6.7%	-0.7%	23.9	6.9%	-2.0%
4	国轩高科	3.2	5.8%	1.2%	14.2	4.1%	0.2%
5	欣旺达	1.8	3.2%	-0.2%	10.6	3.1%	0.8%
6	瑞浦能源	1.5	2.7%	0.9%	6.8	2.0%	1.0%
7	亿纬锂能	1.4	2.6%	-0.1%	12.7	3.7%	-0.6%
8	蜂巢能源	1.3	2.4%	-0.3%	10.0	2.9%	1.2%
9	正力新能	1.2	2.3%	0.2%	6.2	1.8%	0.6%
10	多氟多	0.4	0.8%	0.2%	1.68	0.5%	0.03%
全球总量		54.4	100.0%	-	346.4	100.0%	-

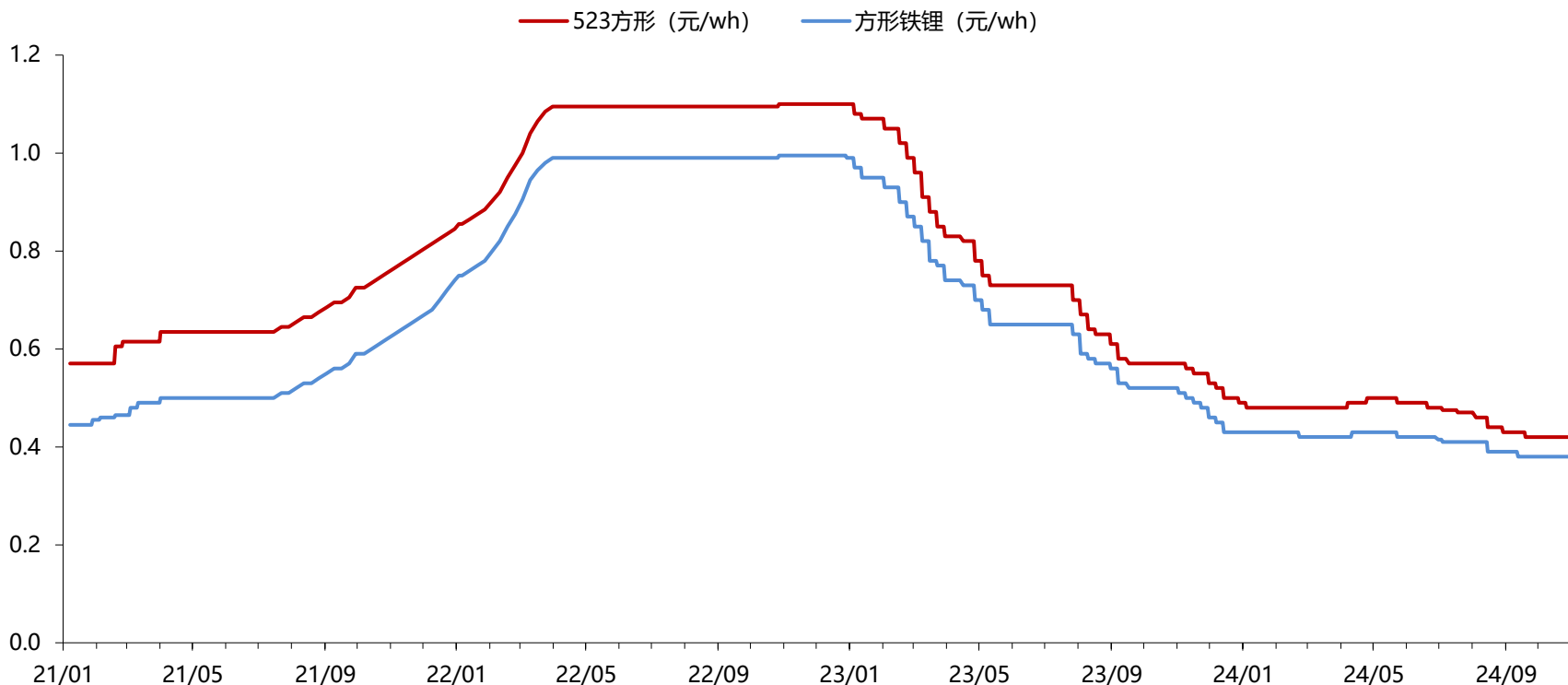
图：动力电池厂商国内市占率 (%，不含出口)



4 电池：动储电芯Q3已企稳，电池价格底部明确

- ◆ **原材料价格低位，动储电芯Q3已企稳，电池价格底部明确。** 11月国内报价来看，523方形电芯价格维持0.42元/wh，方形铁锂电芯价格维持0.38元/wh，价格基本稳定，而海外定价较高，三元pack仍在1元/Wh以上，龙头产品价格仍有溢价5-15%，宁德时代盈利0.12元/wh，亿纬锂能盈利0.02-0.03元/wh，中创新航、国轩高科预计基本盈亏平衡，其他二三线电池厂或已亏损现金，价格战难以持续，目前基本已触底。

图 国内三元电芯及铁锂电芯均价变化（含税，元/Wh）



4 电池：龙头具备产品和成本优势，与二三线盈利差距扩大

- ◆ 宁德时代Q3盈利升至0.12元/Wh，与国内二三线盈利差距扩大。宁德时代Q3单wh盈利0.12元，亿纬锂能单wh盈利0.03-0.03元，国轩高科电池盈亏平衡，其他电池厂基本处于亏损状态。从成本差异角度看，24Q3宁德时代与二线电池企业相比有0.05-0.06元/Wh的成本差异，从产品结构角度看，宁德时代海外占比高，24Q3海外市场盈利较国内高0.1元/Wh以上，因此我们预计龙头与二三线盈利差距后续可维持。

表：宁德时代与二线电池企业盈利水平差异

公司	项目	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	24年E
宁德时代	收入 (亿)	1054	1062	798	870	923	3656
	电池收入 (亿)	897	881	666	749	809	3163
	出货量 (gwh)	100	120	95	110	125	478
	均价 (含税, 元/wh)	1.01	0.83	0.79	0.77	0.73	0.75
	毛利率	22.3%	28.9%	27.5%	27.1%	31.9%	30.0%
	单瓦净利 (元/wh)	0.09	0.12	0.09	0.10	0.12	0.11
亿纬锂能	收入 (亿)	126	133	93	123	124	466
	电池收入 (亿)	103	108	72	96	95	359
	出货量 (gwh)	15	18	14	21	22	80
	均价 (含税, 元/wh)	0.80	0.67	0.60	0.52	0.49	0.51
	毛利率	17.0%	15.4%	14.4%	11.6%	15.9%	0.0%
单瓦净利 (元/wh)	0.04	0.03	0.02	0.01	0.02	0.02	
欣旺达	收入 (亿)	121	135	110	129	144	538
	动力收入 (百万)	28	29	27	35	38	141
	出货量 (gwh)	3	4	4	4	5	20
	均价 (含税, 元/wh)	1.04	0.85	0.76	0.81	0.81	0.81
	毛利率	16.0%	16.0%	28.1%	28.1%	-20.0%	0.0%
单瓦净利 (元/wh)	-0.08	-0.20	-0.11	-0.05	-0.05	-0.06	
国轩高科	收入 (亿)	65	98	75	93	84	367
	动力收入 (亿)	65	95	73	88	82	354
	出货量 (gwh)	11	14	12	15	16	65
	均价 (含税, 元/wh)	0.67	0.77	0.68	0.66	0.58	0.62
	毛利率	20.0%	14.0%	16.5%	16.2%	18.0%	16.0%
单瓦利润 (元/wh)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
孚能科技	收入 (亿)	42	52	29	40	22	92
	动力收入 (亿)	42	52	29	40	22	118
	出货量 (gwh)	5	5	4	4	3	15
	均价 (含税, 元/wh)	1.05	1.12	0.94	0.90	0.77	0.88
	毛利率	5.2%	14.2%	11.9%	14.6%	14.2%	0.0%
单瓦利润 (元/wh)	-0.15	-0.05	-0.05	0.00	-0.04	-0.03	
派能科技	收入 (亿)	5	3	4	5	6	21
	单价 (含税, 元/wh)	1.85	1.50	1.74	1.67	1.48	1.69
	毛利率	25.2%	-13.6%	35.8%	38.5%	33.0%	36.0%
	-出货量 (Mmh)	300	188	250	321	421	1518
	-单wh利润 (wh/元)	0.01	-0.91	0.02	0.03	0.02	0.08

4 海外电池厂：盈利持续承压，平均与宁德时代差距13pct

- 海外电池企业Q3盈利水平有所提升，但财务剔除IRA补贴后，海外电池厂Q3平均营业利润率1.1%，与宁德时代差距维持。24年Q3看，宁德时代/LGES/三星SDI/松下营业利润率14.2%/6.5%/1.7%/15.1%，剔除IRA补贴后，LGES/三星/松下营业利润率分别为-0.3%/1.7%/4.3%，动力电池仍维持微利水平。此外，海外电池厂退守美国市场，格局较好，价格竞争并不激烈，定价方式稳定，但盈利水平仍于宁德时代有较大差距。

表：海外电池厂盈利水平

公司	电池业务营收 (亿人民币)					营业利润 (亿人民币)					营业利润率				
	23Q3	24Q2	24Q3	同比	环比	23Q3	24Q2	24Q3	同比	环比	23Q3	24Q2	24Q3	同比	环比
宁德时代	1054	870	923	-12%	6%	104	124	131	26%	6%	9.9%	14.2%	14.2%	4.3pct	0.0pct
LGES	442	320	368	-17%	15%	28	10	24	-14%	137%	6.3%	3.2%	6.5%	0.2pct	+3.3pct
三星SDI	287	201	196	-32%	-2%	22	11	3	-85%	-69%	7.7%	5.4%	1.7%	-6.0pct	-3.6pct
松下	115	95	107	-7%	13%	11	10	16	43%	67%	9.9%	10.2%	15.1%	5.3pct	+4.9pct

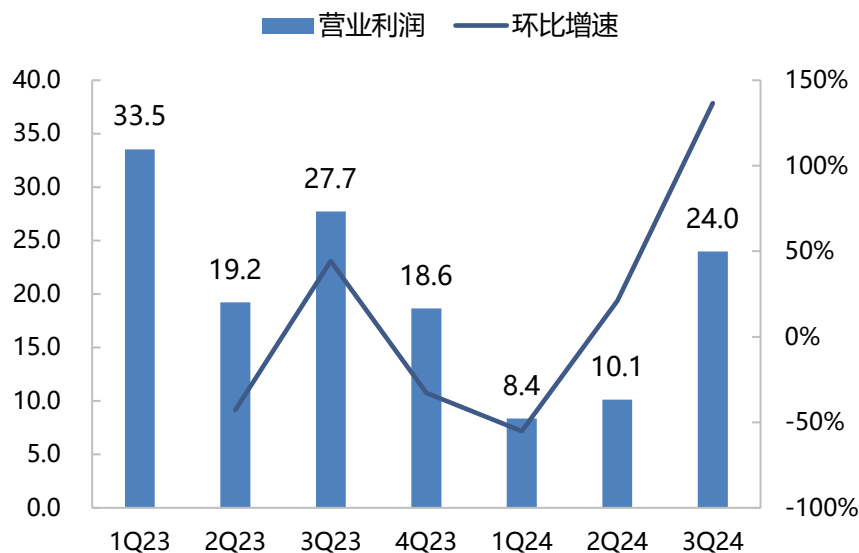
表：海外电池厂盈利水平 (剔除IRA补贴)

公司	电池业务营收 (亿人民币)					营业利润(剔除IRA补贴, 亿人民币)					营业利润率(剔除IRA补贴)				
	23Q3	24Q2	24Q3	同比	环比	23Q3	24Q2	24Q3	同比	环比	23Q3	24Q2	24Q3	同比	环比
宁德时代	1054	870	923	-12%	6%	104	124	131	26%	6%	10.9%	14.2%	14.2%	3.4pct	0.0pct
LGES	442	320	368	-17%	15%	16	-13	-1	-106%	-93%	3.7%	-4.1%	-0.3%	-3.9pct	+3.8pct
三星SDI	287	201	196	-32%	-2%	22	11	3	-85%	-69%	7.7%	5.4%	1.7%	-6.0pct	-3.6pct
松下	115	95	107	-7%	13%	1	2	5	407%	109%	0.8%	2.4%	4.3%	3.5pct	+1.9pct

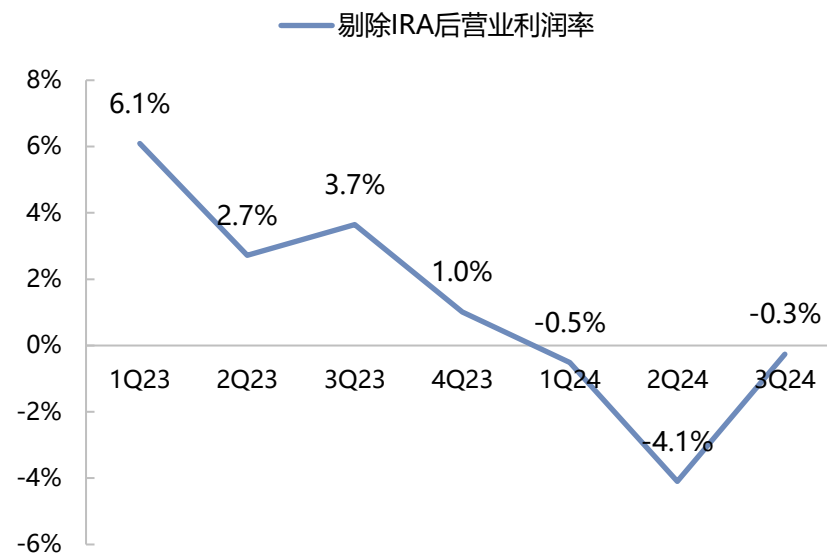
4 LGES：产能利用率提升，Q3盈利环比向上，Q4盈利预计回落

- ◆ **财务：**公司24Q3收入371亿RMB，同环比-16%/+12%；24Q3营业利润24亿RMB，同环比-39%/+130%，营业利润率6.5%，同环比-2.3/+3.3pct，24Q3 IRA补贴25亿RMB，环比+4%，剔除补贴后，营业利润率-0.3%，同环比-6.5/+3.8pct，Q3产能利用率提升，电池售价环比稳定，盈利有所改善。
- ◆ **Q3进展：**动力新增订单160GWh，①圆柱：与梅赛德斯-奔驰签订长协，预计28-38年为北美和其他市场供应50GWh电池；②软包：和福特签订商用车长协，主打高功率+长寿命，两项合同供给109GWh，预计26年欧洲工厂开始供货，合同期限为4-6年；③模组：stellantis合资工厂已开启模组生产，预计25年开启电芯生产；④BMS：9月推出BMTS品牌，基于安全诊断软件解决方案，用于高级电池安全和退化诊断。
- ◆ **Q4指引：**①收入：北美客户年底调整库存，销量预计有所下降，但欧洲客户需求有所改善，叠加储能需求较为强劲，Q4整体营收预计环比持平；②盈利：由于季节性因素，高盈利产品出货量环降，叠加车企客户库存调整，Q4盈利环比预计下行，但波兰工厂利用率持续改善。

图：LGES季度营业利润及环比增速（亿元人民币）



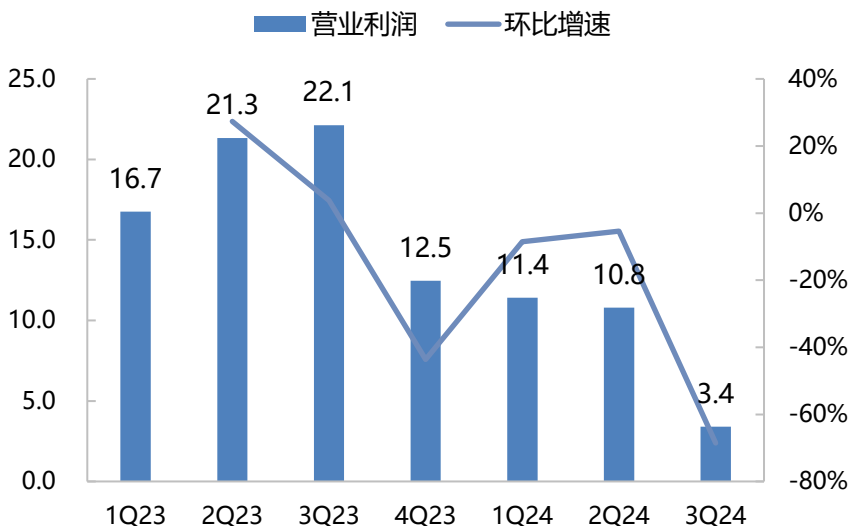
图：LGES季度剔除IRA营业利润率



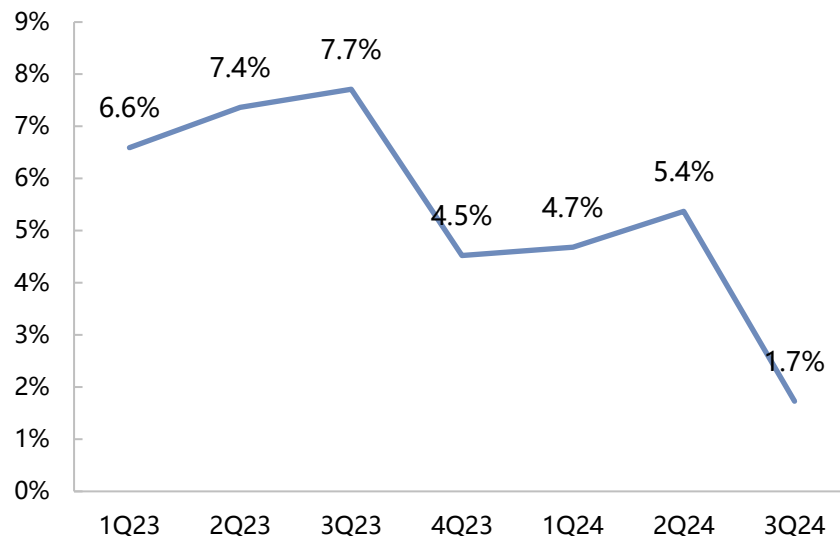
4 三星SDI：盈利能力环比下滑，四季度改善空间有限

- ◆ **电池业务**：营收196亿RMB，同环比-31%/-5%；24年1-8月装机21.3GWh，同增9.2%，市占率4.2%，同增-0.5pct；营业利润3.4亿RMB，同环比-85%/-70%；公司不享受IRA补贴，营业利润率1.7%，同环比-6.0/-3.6pct，受欧洲需求放缓，外汇影响等影响，盈利能力环比有所下滑。
- ◆ **Q3业绩分析**：①动储业务：动力收入环比增长，美国P6新品持续放量，但受欧洲需求放缓，宝马占比下滑，盈利能力有所下降；储能收入环增20%，推出SBB 1.5 产品，盈利有所改善；②小型电池：收入盈利环比下滑，EV类产品销量下滑，产能利用率下降，电动工具类收入有所增长。
- ◆ **Q4经营预期**：①动储业务：盈利能力有望改善，但空间相对有限，储能成为主要贡献点，动力需求持续偏弱，AMPC Q4贡献有限，明年增量预计可观；②小型电池：短期需求低迷，主要客户扩大销售，持续推出平价新品；46系列大圆柱25年Q1量产，年底有望实现订单突破。

图：三星SDI季度营业利润及环比增速（亿元人民币）



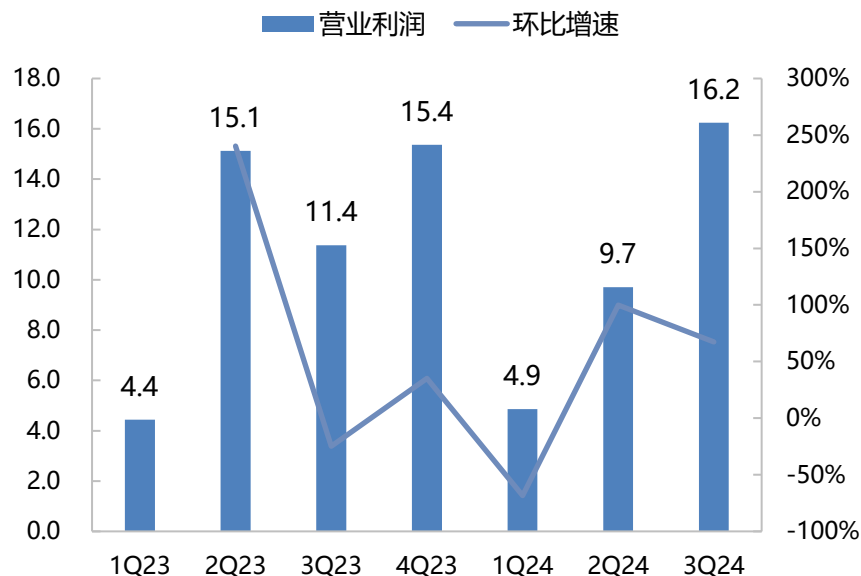
图：三星SDI季度营业利润率



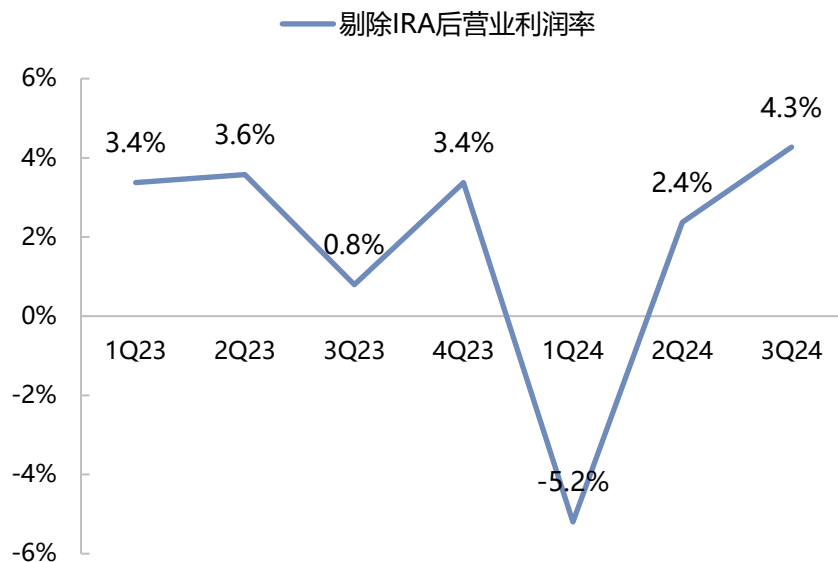
4 松下：电池盈利持续恢复，贡献来自AI类储能

- ◆ **电池整体**：Q3营收107亿RMB，同环比-8%/+3%；24年1-8月装机22.4GWh，同降22.5%，市占率4.4%，同降2.5pct；营业利润16亿RMB，同环比+41%/+53%，营业利润率15.1%，同环比+10.1/+4.9pct；含IRA补贴25亿RMB，同环比+8%/+6%，剔除补贴后，营业利润率4.3%，同环比+3.5/+1.9pct，连续两个季度持续改善，贡献来自储能业务。
- ◆ **动力**：Q3营收57亿RMB，同环比-27%/-9%，营业利润8亿RMB，同环比-2%/+39%，营业利润率14.4%，同环比+3.7/+5.0pct；含IRA补贴25亿RMB，同环比+8%/+6%，剔除补贴后，营业利润率-5.1%，同环比-2.3/-1.8pct。动力利润小幅下降，系日本工厂销量下降，产能利用率下滑，叠加新客户前期成本影响，但北美工厂接近满产(38.2GWh)，对盈利有所缓冲；
- ◆ **储能&消费**：Q3营收47亿RMB，同环比+22%/+13%，营业利润7.6亿RMB，同环比+180%/+75%，营业利润率16.2%，同环比+9.2/+5.8pct。储能利润大幅增长，受益于生成式AI市场驱动，数据中心储能系统出货大幅增长，且原材料价格略有上涨。

图：松下季度营业利润及环比增速（亿元人民币）



图：松下季度剔除IRA营业利润率



5 结构件：单位价格微降，Q3龙头盈利稳定表现亮眼

- ◆ 24年Q1-Q3结构件竞争格局稳定，龙头降本增效消化价格降幅，盈利水平稳定。2024年Q1-Q3实现营收146.88亿元，同比+11.48%；归母净利润11.73亿元，同比-2.04%。
- ◆ Q3降价压力下，龙头盈利仍同比持平，龙头产能、成本、技术领先优势明显，预计24年盈利水平可维持10%+。24Q3营收54.4亿元，同比+5.53%，归母净利润3.76亿元，同比+3.25%；24年Q1-Q3毛利率15.63%，同比-0.71pct；归母净利率5.45%，同比-0.97pct。24Q3毛利率15.85%，同比-0.66pct，环比0.45pct；归母净利率5.78%，同比-0.33pct，环比-0.81pct。

图表：2024年Q1-Q3及2024年Q3结构件板块情况（亿元）

	2024年Q1-Q3	24年Q1-Q3同比	24Q3	Q3同比	Q3环比
营业收入 (亿元) -扣除东山精密	146.88	11.48%	54.40	5.53%	9.86%
归母净利润 (亿元) -扣除东山精密	11.73	-2.04%	3.76	3.25%	28.45%
毛利率	15.63%	-0.71pct	15.85%	-0.66pct	0.45pct
归母净利率	5.45%	-0.97pct	5.78%	-0.33pct	0.81pct
经营活动净现金流 (亿元)	41.51	22.06%	4.72	-25.92%	-77.55%
费用率	8.67%	-0.16pct	8.48%	-0.36pct	-0.45pct

	2024Q3	较24Q2末增长	24Q3较年初增长
应收账款 (亿元)	189.89	52.91%	46.69%
预收账款 (亿元)	55.30	2471.77%	3409.06%
存货 (亿元)	93.60	4.13%	5.71%

5 结构件：单位价格微降，Q3龙头盈利稳定表现亮眼

- ◆ 龙头降本增效对冲降价影响，Q3头部厂商盈利能力稳健，二线震裕盈利下滑。科达利 24Q3 营收 31.46 亿元，同增 10.35%；归母净利润 3.68 亿元，同增 29%；震裕科技 24Q3 营收 18.82 亿元，同增 0.26%；归母净利润 0.41 亿元，同增105%；斯莱克 24Q3 营收 4.12 亿元，同减 3.51%；归母净利润 -0.33 亿元，同降 181%；东山精密 24Q3 营收 98.38 亿元，同增 11.37%；归母净利润 5.07 亿元，同比0%。

表：2024年Q1-Q3及2024年Q3结构件板块主要厂商营收情况（亿元）

结构件	营业收入						归母净利润					
	2024年Q1-Q3	24年Q1-Q3同比	24年Q1-Q3环比	24Q3	Q3同比	Q3环比	2024年Q1-Q3	24年Q1-Q3同比	24年Q1-Q3环比	24Q3	Q3同比	Q3环比
科达利	85.92	10.60%	4.93%	31.46	10.35%	7.12%	10.16	27.86%	-3.56%	3.68	29%	8%
震裕科技	50.15	17.30%	2.85%	18.82	0.26%	11.36%	1.72	214.39%	44.10%	0.41	105%	-49%
斯莱克	10.81	-4.52%	-9.06%	4.12	-3.51%	26.85%	-0.15	-114.62%	-136.72%	-0.33	-181%	-1099%
东山精密	264.66	17.62%	-4.73%	98.38	11.37%	10.74%	10.67	-19.91%	-10.49%	5.07	0%	87%
合计	411.54	15.35%	37.22%	152.78	9.22%	10.42%	22.41	-2.04%	-6.93%	8.83	3.25%	28.45%

表：科达利利润拆分情况

代表公司	单位	2019A	2020A	2021A	2022A	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
科达利	收入	22.3	19.9	44.7	86.5	23.3	25.9	28.5	27.4	25.1	29.4	31.5
	毛利率	28%	28%	26%	24%	22%	24%	24%	24%	22%	24%	23%
	净利率	10%	9%	12%	11%	11%	10%	10%	15%	12%	12%	12%
震裕科技	收入	7.5	11.9	30.3	57.5	10.7	13.3	18.8	17.4	14.4	16.9	18.8
	毛利率	27%	26%	18%	12%	15%	14%	11%	9%	13%	16%	11%
	净利率	10%	11%	6%	2%	1%	1%	1%	-1%	4%	5%	2%
	结构件业务收入	2.2	5.7	16.5	32.6					8.1	9.4	11.5
	结构件业务毛利率	13%	22%	17%	9%					10%	14%	11%

5 结构件：龙头现金充裕，二线厂商资金压力增加

- ◆ **龙头在手现金情况良好，营运资本充足。**科达利24Q3无息现金13.12亿元，较年初增长121.40%；营运资本49.83亿元，较年初增长16.91%。**震裕科技**24Q3无息现金-27.11亿元，较年初增长47.01%；营运资本4.92亿元，较年初降低18.19%。**斯莱克**24Q3无息现金-8.76亿元，较年初增长57.10%；营运资本13.93亿元，较年初下降11.68%。**东山精密**24Q3无息现金-30.99亿元，较年初增长22.67%；营运资本39.48亿元，较年初下降14.09%。

表：2024年Q1-Q3及2024年Q3结构件板块现金及营运资本情况（亿元）

新能源汽车板块		在手现金类资产-长短期借款					营运资本				
结构件		24Q1	24Q2	24Q3	24Q3较Q2增长	24Q3较年初增长	24Q1	24Q2	24Q3	24Q3较Q2增长	24Q3较年初增长
002850.SZ	科达利	4.33	15.43	13.12	-14.98%	121.40%	46.01	45.31	49.83	9.98%	16.91%
300953.SZ	震裕科技	-26.01	-28.71	-27.11	-5.57%	47.01%	7.29	9.74	4.92	-49.50%	-18.19%
300382.SZ	斯莱克	-5.72	-7.07	-8.76	23.93%	57.10%	17.24	14.27	13.93	-2.42%	-11.68%
002384.SZ	东山精密	-17.22	-27.4	-30.99	13.09%	22.67%	47.87	38.92	39.48	1.45%	-14.09%
合计		-44.63	-47.75	-53.74	16.47%	23.96%	118.40	108.24	108.16	0%	-2%

6 铁锂正极：Q3亏损环比缩窄，具备新产品厂商盈利率先改善

- ◆ **24Q3行业亏损收窄，盈利能力环比小幅提升。** 2024年Q1-Q3实现营收409.68亿元，同比-42.62%，其中，24Q3营收142.92亿元，同比-45.26%；归母净利润-11.02亿元，同增35.55%；毛利率6.55%，同比0.75pct；归母净利率-2.69%，同比-0.29pct。24Q3毛利率6.66%，同比-0.56pct，环比0.29pct；归母净利率-2.43%，同比-2.39pct，环增0.81pct。

图表：2024年Q1-Q3及Q3铁锂正极板块情况（亿元）

	2024Q1-Q3	24Q1-Q3同比	2024Q3	24Q3同比	24Q3环比
营业收入（亿元）	409.68	-42.62%	142.92	-45.26%	-7.41%
归母净利润（亿元）	-11.02	35.55%	-3.48	-3108.21%	30.46%
毛利率	6.55%	0.75pct	6.66%	-0.56pct	-0.29pct
归母净利率	-2.69%	-0.29pct	-2.43%	-2.39pct	0.81pct
经营活动净现金流（亿元）	23.10	46.05%	8.16	-79.12%	-46.44%
费用率	9.05%	3.16pct	8.74%	3.05pct	0.64pct

	24Q3	24Q3较Q2增长	24Q3末较年初增长
应收账款（亿元）	290.69	138.58%	128.85%
预收账款（亿元）	55.24	1191.69%	780.35%
存货（亿元）	75.17	3.05%	27.63%

6 铁锂正极：Q3亏损环比缩窄，具备新产品厂商盈利率先改善

◆ Q3龙头盈利受碳酸锂影响环比下滑，具备竞争力、新产品优势的二线厂商率先扭亏，其余厂商小幅减亏。湖南裕能24年Q3营收51亿元，同环比-54%/-19%，归母净利1.01亿元，同环比-67%/-56%，主要受碳酸锂跌价影响。德方纳米、万润新能、龙蟠科技24Q3亏损环比缩窄，富临精工供应高压实密度铁锂正极，盈利率先改善。

表：2024年Q1-Q3及Q3铁锂正极板块主要厂商营收情况（亿元）

新能源汽车板块		收入					归母净利润				
铁锂正极		24Q1-Q3	24Q1-Q3同比	24Q3	24Q3同比	24Q3环比	24Q1-Q3	24Q1-Q3同比	24Q3	24Q3同比	24Q3环比
300769.SZ	德方纳米	65.30	-54.35%	21.90	-59.56%	-10.58%	-8.22	17.52%	-3.06	-740.75%	7.64%
300432.SZ	富临精工	58.83	40.80%	22.88	23.26%	8.99%	3.11	177.26%	1.79	326.40%	94.31%
603906.SH	龙蟠科技	56.61	-12.81%	20.92	-21.89%	-0.10%	-3.03	58.33%	-0.82	-12.88%	42.67%
300477.SZ	合纵科技	21.63	3.67%	7.21	-8.21%	-2.63%	-1.81	-1.80%	-0.47	53.11%	36.84%
688275.SH	万润新能	48.52	-51.48%	19.05	-54.92%	6.22%	-5.98	36.99%	-1.93	-76.16%	29.51%
301358.SZ	湖南裕能	158.79	-53.74%	50.98	-54.28%	-18.59%	4.91	-68.18%	1.01	-66.56%	-56.01%
合计		409.68	-42.62%	142.92	-45.26%	-7.41%	-11.02	-35.55%	-3.48	3108.21%	-30.46%

6 铁锂正极：铁锂盈利底部确立，新产品+一体化盈利拐点可期

- ◆ 高端产品供不应求加工费稳定，龙头企业新产品+一体化比例提升带动盈利恢复。当前行业龙头已满产，高端产品加工费稳定，龙头24年单位盈利1-2k元，后续随着新产品占比提升，外加磷矿投产一体化比例提升，龙头净利有望恢复至0.2-0.3万元/吨左右，二线富临主供高端产品，盈利有望恢复至0.1-0.2万/吨。

表：铁锂正极主流厂商季度盈利情况

代表公司	单位	2022A	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
裕能	出货 (万吨)	32.4	10.3	11.6	15.1	13.7	13.6	17.3	16.7
	单价 (万元/吨)	14.89	14.52	9.74	8.34	5.79	3.76	4.09	3.45
	单位净利 (万元/吨)	0.93	0.27	0.83	0.20	0.03	0.10	0.13	0.06
德方	出货 (万吨)	17.2	4.0	5.0	6.9	5.5	4.5	6.1	6.2
	单价 (万元/吨)	14.78	13.97	8.92	8.87	5.49	4.75	4.54	4.20
	单位净利 (万元/吨)	1.56	-2.11	-0.76	0.07	-1.29	-0.55	-0.69	-0.64
万润	出货 (万吨)	9.2	2.2	4.0	5.6	4.6	3.1	4.7	6.0
	单价 (万元/吨)	14.91	15.91	7.57	8.52	5.32	4.21	4.31	3.59
	单位净利 (万元/吨)	1.04	-0.15	-2.01	-0.20	-1.20	-0.42	-0.58	-0.32
龙蟠	出货 (万吨)	9.5	1.2	2.5	3.3	3.8	2.7	5.2	5.6
	单价 (万元/吨)	14.54	14.96	9.74	4.31	5.14	3.69	3.47	-
	单位净利 (万元/吨)	1.05	-0.43	-1.90	-0.15	-0.67	-0.68	-0.30	-0.25
富临	出货 (万吨)	4.4	0.3	1.2	1.6	1.5	1.7	3.0	3.5
	单价 (万元/吨)	10.99	-	-	-	-	-	-	4.50
	单位净利 (万元/吨)	0.65	-9.33	-2.33	-1.56	-1.70	-0.35	-0.10	0.14

6 铁锂正极：厂商现金压力较大，行业扩产整体放缓

- ◆ 铁锂厂商现金状况普遍较差，行业扩产整体放缓。湖南裕能24Q3末无息现金-39亿元，较Q2 -24%；营运资本16亿元，较Q2末 -40%。德方纳米24Q3末无息现金 0.23亿元，较Q2末 +122%；营运资本 -6亿元，较Q2末 -304%。万润新能24Q3末无息现金-21亿元，较Q2末+35%；营运资本-7亿元，较Q2末-395%。资本开支看，Q3行业整体资本开支12亿元，同环比-63%/+4%，环比微微回升，Q3末行业整体在建工程49亿元，较年初-53%。

表：2024年H1及2024年Q2铁锂正极板块现金及营运资本情况（亿元）

新能源汽车板块		在手现金类资产-长短期借款				营运资本			
铁锂正极		24Q2	24Q3	24Q3较Q2增长	24Q3较年初增长	24Q2	24Q3	24Q3较Q2增长	24Q3较年初增长
300769.SZ	德方纳米	-1.02	0.23	122.26%	-94%	-1.60	-6.46	-304%	-147%
300432.SZ	富临精工	2.13	-0.99	-146.24%	-116%	4.33	6.54	51%	90%
603906.SH	龙蟠科技	-42.16	-41.15	2.40%	9%	-4.71	-0.40	92%	-97%
300477.SZ	合纵科技	-20.64	-15.13	26.73%	-19%	-14.44	-14.74	-2%	139%
688275.SH	万润新能	-32.13	-20.95	34.80%	-33%	2.51	-7.41	-395%	-154%
301358.SZ	湖南裕能	-31.59	-39.07	-23.68%	142%	26.00	15.52	-40%	-9%
合计		-125.40	-117.05	6.66%	24%	12.09	-6.94	-157%	-124%

7 负极：厂商表现分化，成本优势+新产品公司盈利亮眼

- ◆ **降价及高价库存影响盈利，厂商分化严重。**2024年Q1-Q3实现营收425.08亿元，同比-23.31%；归母净利润27.36亿元，同比-43.58%，其中，24Q3营收148.93亿元，同比-22.38%，环比-0.08%，归母净利润9.12亿元，同比-30.61%，环比-14.11%；24年Q1-Q3毛利率21%，同比+0.79pct；归母净利率6%，同比-2.31pct。24Q3毛利率22%，同比+0.60pct，环比+1.82pct；归母净利率6%，同比-0.73pct，环比-1.00pct。
- ◆ **在建工程大幅下降，资本开支明显放缓。**Q3板块经营性净现金14.89亿，同环比-5.25%/+38.96%；Q3资本开支18.08亿，同环比-42%/-39%；期末在建工程182亿元，较年初+30%；Q3板块无息现金-169.52亿元，营运资本249.82亿元，较年初+2%。

图表：2024年Q1-Q3及2024年Q3负极板块情况（亿元）

	2024Q1-Q3	24Q1-Q3同比	2024Q3	24Q3同比	24Q3环比
营业收入（亿元）	425.08	-23.31%	148.93	-22.38%	-0.08%
归母净利润（亿元）	27.36	-43.58%	9.12	-30.61%	-14.11%
毛利率	21%	0.79pct	22%	0.60pct	1.82pct
归母净利率	6%	-2.31pct	6%	-0.73pct	-1.00pct
费用率	12%	2.55pct	13%	2.19pct	1.68pct
经营活动净现金流（亿元）	18.23	-31.05%	14.89	-5.25%	38.96%
资本开支（亿元）	83.18	-16%	18.08	-42%	-39%
	24Q3	24Q3末较Q2增长	24Q3末较年初增长		
应收账款（亿元）	197.78	16.55%	20.00%		
预收款项（亿元）	52.10	25.26%	12.74%		
存货（亿元）	239.76	1.34%	2.63%		
在手类现金-长短期借款（亿元）	-169.52	-10.45%	-141.28%		
营运资本（亿元）	249.82	7.76%	2.27%		
在建工程（亿元）	182	7%	30%		

7 负极：厂商表现分化，成本优势+新产品公司盈利亮眼

- ◆ 厂商表现分化，成本优势+新产品公司盈利亮眼，尚太盈利维持，中科明显改善。璞泰来2024Q3营收35.09亿元，同降9.62%，环增6.41%；归母净利润3.81亿元，同增17.31%，环减7.83%；尚太科技2024Q3营收15.26亿元，同增26.75%，环增23.88%；归母净利润2.21亿元，同增35.33%，环增6.34%；中科电气24Q3营收16.20亿元，同增25.79%，环增35.23%；归母净利润1.14亿元，同增66.49%，环增151.27%；贝特瑞2024Q3营收32.31亿元，同降53.08%，环降7.92%；归母净利润1.79亿元，同降65.50%，环降34.93%。

图表：2024年Q1-Q3及2024年Q3负极板块情况（亿元）

新能源汽车板块		收入					归母净利润				
负极		24Q1-Q3	24Q1-Q3同比	24Q3	24Q3同比	24Q3环比	24Q1-Q3	24Q1-Q3同比	24Q3	24Q3同比	24Q3环比
603659.SH	璞泰来	116.88	-15.81%	35.09	-9.62%	6.41%	12.39	-23.97%	3.81	17.31%	-7.83%
301349.SZ	信德新材	7.02	-19.40%	2.05	-41.91%	-9.76%	-0.15	-128.13%	-0.07	-123.20%	-266.71%
300890.SZ	翔丰华	13.25	-21.07%	3.38	1.91%	-9.69%	0.56	-37.19%	0.18	-10.85%	-28.55%
001301.SZ	尚太科技	31.71	14.16%	15.26	26.75%	23.88%	5.78	1.72%	2.21	35.33%	6.34%
600884.SH	杉杉股份	147.09	-9.69%	44.64	-14.84%	-11.91%	0.23	-98.07%	0.06	-97.02%	-93.79%
300035.SZ	中科电气	35.22	10.27%	16.20	25.79%	35.23%	1.84	426.25%	1.14	66.49%	151.27%
835185.BJ	贝特瑞	203.10	-49.44%	32.31	-53.08%	-7.92%	6.71	-50.81%	1.79	-65.50%	-34.93%
合计		554.26	0.00%	148.93	-22.38%	-0.08%	27.36	-39.95%	9.12	-30.61%	-14.11%

7 负极：厂商表现分化，成本优势+新产品公司盈利亮眼

- ◆ 厂商表现分化，成本优势+新产品公司盈利亮眼，尚太盈利维持，中科明显改善。从单吨利润看，Q3尚太科技为 0.33万元，环比基本维持，单位毛利维持不变；贝特瑞为0.15-0.2 万元，环比下降；中科电气为 0.17 万元，受快充占比提升+石墨化自供提升影响，环比改善超预期。

图表：负极分厂商盈利拆分

代表公司	单位	2022A	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
尚太	出货 (万吨)	10.7	2.4	2.9	4.3	4.6	3.3	5.1	6.4
	单价 (万元/吨)	4.43	4.58	3.98	3.16	3.02	2.95	2.74	2.70
	单位净利 (万元/吨)	1.18	0.95	0.60	0.38	0.35	0.38	0.37	0.33
贝特瑞	出货 (万吨)	33.0	7.5	9.5	10.8	8.2	9.0	11.0	11.0
	单价 (万元/吨)	5.00	4.77	3.76	3.12	4.11	3.25	2.66	-
	单位净利 (万元/吨)	0.31	0.23	0.35	0.33	0.27	0.24	0.25	0.16
璞泰来	出货 (万吨)	13.9	3.0	3.8	4.2	4.5	3.1	3.6	3.3
	单价 (万元/吨)	6.20	5.59	4.39	3.99	3.72	-	-	-
	单位净利 (万元/吨)	1.19	0.90	0.35	-0.55	-0.62	0.00	0.00	0.00
杉杉	出货 (万吨)	18.3	5.0	6.3	7.0	8.2	5.0	8.0	8.0
	单价 (万元/吨)	5.09	3.58	2.86	3.31	2.84	-	-	-
	单位净利 (万元/吨)	0.50	0.40	0.30	0.00	-0.29	-0.08	0.05	-0.10
中科	出货 (万吨)	11.4	2.5	3.4	4.0	4.2	3.8	5.0	6.5
	单价 (万元/吨)	3.95	4.71	3.97	3.64	3.72	3.17	2.69	2.82
	单位净利 (万元/吨)	0.40	-0.54	0.07	0.21	0.29	0.09	0.11	0.17

7 负极：行业在手现金下降，行业扩产明显放缓

◆ 杉杉股份、贝特瑞现金压力较大，行业扩产明显放缓。璞泰来24Q3在手现金-4.7亿元，较年初降116%；营运资本82.2亿元，较年初-1%。信德新材24Q3在手现金13.9亿元，较年初降-5%；营运资本19.5亿元，较年初-1%。翔丰华24Q3在手现金-8.8亿元，较年初增131%；营运资本9.1亿元，较年初-12%。尚太科技24Q3在手现金-11.2亿元，较年初增16%；营运资本39.5亿元，较年初11%。杉杉股份24Q3在手现金-111.6亿元，较年初增13%；营运资本41.3亿元，较年初-9%。中科电气24Q3在手现金-13.7亿元，较年初增33%；营运资本19.5亿元，较年初-19%；贝特瑞24Q3在手现金-33.4亿元，较年初降529%；营运资本38.7亿元，较年初45%。Q3行业资本开支18亿元，同环比-42%/-39%，下滑明显。

图表：24年Q1-3负极板块现金及营运资本情况（亿元）

新能源汽车板块		无息在手现金				营运资本			
负极		2024Q1	2024Q2	2024Q3	24Q3较年初增长	2024Q1	2024Q2	2024Q3	24Q3较年初增长
603659.SH	璞泰来	8.2	4.3	-4.7	-116%	80.7	69.7	82.2	-1%
301349.SZ	信德新材	13.8	13.7	13.9	-5%	20.3	19.8	19.5	-1%
300890.SZ	翔丰华	-6.8	-7.8	-8.8	131%	9.4	10.2	9.1	-12%
001301.SZ	尚太科技	-11.5	-8.9	-11.2	16%	35.7	34.8	39.5	11%
600884.SH	杉杉股份	-102.6	-113.4	-111.6	13%	37.7	40.2	41.3	-9%
300035.SZ	中科电气	-10.9	-12.2	-13.7	33%	22.1	20.2	19.5	-19%
835185.BJ	贝特瑞	-0.1	-29.2	-33.4	-529%	40.9	37.0	38.7	45%
合计		-110.0	-153.5	-169.5	-141%	247.0	231.8	249.8	2%

8 电解液及六氟：Q3龙头盈利底部维持，二线厂商亏损扩大

- ◆ **六氟及电解液价格触底，24Q3行业盈利环比进一步下滑。** 2024年Q1-Q3实现营收323亿元，同比下降17.45%；归母净利润8.15亿元，同比下降76.31%，其中24Q3实现营收117亿元，同比降低17%，环比上升4%；归母净利润1.08亿元，同比降低89%，环比下降73%。
- ◆ **24Q3毛利率、净利率同环比下降，盈利水平承压。** 2024年Q1-Q3毛利率15%，同比下降7pct；归母净利率3%，同比下降6.27pct，其中24Q3毛利率14%，同比下降6pct，环比下滑2.68pct；归母净利率0.92%，同比下降6.06pct，环比下降2.68pct。

图表：2024年Q1-Q3及2024年Q3电解液及六氟板块情况（亿元）

	2024Q1-Q3	2024Q1-Q3同比	2024Q3	24Q3同比	24Q3环比
营业收入（亿元）	322.96	-17.45%	117.42	-17.04%	3.92%
归母净利润（亿元）	8.15	-76.31%	1.08	-89.04%	-73.39%
毛利率	14.87%	-6.62pct	13.51%	-6.46pct	-2.68pct
归母净利率	2.52%	-6.27pct	0.92%	-6.06pct	-2.68pct
费用率	12.18%	1.33pct	12.06%	1.36pct	0.54pct
经营活动净现金流（亿元）	-11.17	-124.20%	7.70	-45.43%	3905.51%
资本开支（亿元）	42.10	-43.14%	12.26	-42.03%	-5.54%

	24Q3	24Q3较Q2增长	24Q3末较年初增长
应收账款（亿元）	320.41	192.68%	169.59%
预收款项（亿元）	46.22	245.73%	202.94%
存货（亿元）	59.19	-0.35%	0.88%
在手类现金-长短期借款（亿元）	-0.92	73.97%	-101.18%
营运资本（亿元）	170.45	-6.08%	-15%
在建工程（亿元）	135	4%	13%

8 电解液及六氟：Q3龙头盈利底部维持，二线厂商亏损扩大

- ◆ **龙头仍具备明显成本优势，二线亏损扩大。**天赐材料2024Q3营收34.13亿元，同降17.52%，环增14.26%，归母净利1.01亿元，同降78.25%，环降18.15%。新宙邦2024Q3营收20.85亿元，同增-3.02%，环增0.85%，归母净利2.86亿元，同增1.89%，环增13.91%。多氟多2024Q3营收22.67亿元，同降35.60%，环降8.59%，归母净利-0.45亿元，同降123.34%，环降247.47%。天际股份2024Q3营收5.56亿元，同降4.04%，环增23.30%，归母净亏损0.61亿元，同降2300%，环降90.01%。

图表：2024年Q1-Q3及2024年Q3电解液及六氟板块情况（亿元）

新能源汽车板块		收入					归母净利润				
六氟磷酸锂及电解液		24Q1-Q3	24Q1-Q3同比	24Q3	24Q3同比	24Q3环比	24Q1-Q3	24Q1-Q3同比	24Q3	24Q3同比	24Q3环比
300037.SZ	新宙邦	56.67	1.51%	20.85	-3.02%	0.85%	7.01	-12.00%	2.86	1.89%	13.91%
301238.SZ	瑞泰新材	16.06	-47.77%	5.54	-44.96%	11.79%	1.49	-63.44%	0.41	-67.73%	-36.52%
688353.SH	华盛锂电	3.32	-16.44%	1.28	-20.22%	26.91%	-1.32	-613.54%	-0.59	-1088.20%	0.92%
002709.SZ	天赐材料	88.63	-26.90%	34.13	-17.52%	14.26%	3.38	-80.69%	1.01	-78.25%	-18.15%
002759.SZ	天际股份	14.52	-11.83%	5.56	-4.04%	23.30%	-1.89	-833.01%	-0.61	-2300.03%	-90.01%
002407.SZ	多氟多	68.76	-21.73%	22.67	-35.60%	-8.59%	0.25	-94.60%	-0.45	-123.34%	-247.47%
002326.SZ	永太科技	33.39	7.30%	12.00	13.32%	-8.95%	-0.90	9.57%	-1.28	7.61%	-802.73%
603026.SH	胜华新材	41.61	-5.43%	15.40	-0.09%	9.96%	0.11	-83.95%	-0.27	-152.61%	-358.43%
合计		322.96	-17.45%	117.42	-17.04%	3.92%	8.15	-76.31%	1.08	-89.04%	-73.39%

8 电解液及六氟： Q3龙头盈利底部维持，二线厂商亏损扩大

- ◆ **龙头Q3单位盈利维持，二三线单位亏损扩大。**天赐材料24Q2电解液出货11万吨，单吨盈利0.08万元/吨+，我们预计单位盈利已触底，24年底部维持，仍好于行业。天际、多氟多Q3受六氟降价影响，单位盈利环比进一步下滑。

图表：电解液6F季度盈利拆分

代表公司	单位	2022A	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
天赐	出货 (万吨)	31.5	7.9	8.8	11.7	11.2	9.0	11.1	13.6
	单价 (万元/吨)	7.08	-	-	-	-	-	-	-
	单位净利 (万元/吨)	1.55	0.75	0.60	0.38	0.30	0.11	0.08	0.08
新宙邦	出货 (万吨)	10.5	2.2	3.0	4.3	3.9	3.3	4.6	5.6
	单价 (万元/吨)	7.33	5.58	4.14	3.77	4.14	3.93	2.82	-
	单位净利 (万元/吨)	0.83	0.20	0.12	0.12	0.08	0.00	0.04	0.04
多氟多	出货 (万吨)	3.0	0.8	0.9	1.2	1.2	0.9	1.0	1.2
	单价 (万元/吨)	-	-	-	-	-	-	-	-
	单位净利 (万元/吨)						0.20	0.05	0.00
天际	出货 (万吨)	1.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.6	0.6	0.7
	单价 (万元/吨)	27.75	16.08	12.37	10.54	10.54	5.56	5.56	-
	单位净利 (万元/吨)	5.36	0.70	0.40	0.60	0.40	0.00	-0.15	-0.50

9 隔膜：降价影响持续，盈利环比进一步承压

- ◆ **降价影响下24Q3盈利水平环比进一步下降。** 2024年Q1-Q3实现营收390.58亿元，同比下降10.34%；归母净利润27.93亿元，同比下降56.47%。2024年Q3实现营收142.76亿元，同比下降4.32%，环比上升4.57%；归母净利润8.43亿元，同比下降52.07%，环比下降14.10%。2024年Q1-Q3毛利率21.85%，同比下降8.62pct；归母净利率7.15%，同比下降7.58pct，其中2024年Q3毛利率20.97%，同比下降8.60pct，环比下降0.58pct；归母净利率5.91%，同比下降5.88pct，环比下降1.28pct。
- ◆ **24Q3资本开支同环比上升，维持高位。** 行业24年Q1-Q3资本开支148.15亿元，同降12.14%，24Q3资本开支54.02亿元，同环比+1.54%/+11.07%。24Q3末在建工程305亿元，较Q2增6%，较24年初增36%。

图表：2024年Q1-Q3及2024年Q3隔膜板块情况（亿元）

	2024Q1-Q3	24Q1-Q3同比	2024Q3	24Q3同比	24Q3环比
营业收入（亿元）	390.58	-10.34%	142.76	-4.32%	4.57%
归母净利润（亿元）	27.93	-56.47%	8.43	-52.07%	-14.10%
毛利率	21.85%	-8.62pct	20.97%	-8.60pct	-0.58pct
归母净利率	7.15%	-7.58pct	5.91%	-5.88pct	-1.28pct
费用率	13.93%	1.65pct	13.30%	0.07pct	-0.86pct
经营活动净现金流（亿元）	53.80	5.71%	40.82	87.29%	2.90%
资本开支（亿元）	148.15	-12.14%	54.02	1.54%	11.07%
	24Q3		24Q3末较Q2增长		24Q3末较年初增长
应收账款（亿元）	349.70		77.02%		72.37%
预收款项（亿元）	45.84		-8.53%		-5.93%
存货（亿元）	182.13		-4.33%		-5.31%
在手类现金-长短期借款（亿元）	-250.04		14.03%		120.80%
营运资本（亿元）	164.74		1%		-21%
在建工程（亿元）	305		6%		36%

9 隔膜：降价影响持续，盈利环比进一步承压

- ◆ 隔膜板块盈利进一步承压，恩捷出货环增明显净利恢复增长，星源、中材等环比下滑。恩捷股份24Q3营收26.81亿元，同降23.93%，环增9.19%，归母净利1.52亿元，同降79.64%，环增14.74%；星源材质Q3收入9.52亿元，同增11.45%，环增1.37%，归母净利1.07亿元，同降62.84%，环降20.62%。

图表：2024年Q1-Q3及2024年Q3隔膜板块情况（亿元）

新能源汽车板块		收入						归母净利润					
		24Q1-Q3	24Q1-Q3同比	24Q1-Q3环比	24Q3	24Q3同比	24Q3环比	24Q1-Q3	24Q1-Q3同比	24Q1-Q3环比	24Q3	24Q3同比	24Q3环比
002108.SZ	沧州明珠	19.62	-1.54%	5.48%	7.28	7.76%	0.40%	1.38	-43.02%	17.35%	0.50	-34.98%	76.84%
002080.SZ	中材科技	168.11	-7.79%	-7.62%	62.70	7.15%	2.63%	6.08	-64.38%	-37.98%	1.44	-54.55%	-42.16%
300568.SZ	星源材质	26.05	17.86%	6.07%	9.52	11.45%	1.37%	3.49	-47.66%	131.49%	1.07	-62.84%	-20.62%
002812.SZ	恩捷股份	74.65	-17.91%	-3.46%	26.81	-23.93%	9.19%	4.43	-79.41%	-33.22%	1.52	-79.64%	14.74%
688733.SH	壹石通	3.75	7.86%	5.17%	1.36	3.29%	8.04%	0.15	-4.38%	-1.04%	0.09	139.12%	-62.38%
603659.SH	璞泰来	98.40	-15.81%	-1.44%	35.09	-9.62%	6.41%	12.39	-23.97%	8.59%	3.81	17.31%	-7.83%
合计		390.58	-10.34%	-3.77%	142.76	-4.32%	4.57%	27.93	-56.47%	-9.01%	8.43	-52.07%	-14.10%

9 隔膜：降价影响持续，盈利环比进一步承压

- ◆ **Q3湿法隔膜价格再度小幅下降，龙头降本消化，单位盈利小幅下降。**24Q3恩捷股份单位盈利0.08元/平，环比进一步下降，若加回干法、铝塑膜等业务亏损后，单平经营性利润约0.12元+，环降30%-40%，主要系产品降价影响；星源材质24Q3单平盈利0.08元/平，环比基本持平；隔膜行业25年过剩持续，后续价格预计仍有小幅下行空间。

图表：隔膜行业季度盈利拆分

代表公司	单位	2019A	2020A	2021A	2022A	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
恩捷股份	出货 (亿平)	8.3	12.3	30.1	46.5	10.0	12.0	15.0	12.5	12.2	15.3	20.0
	单价 (元/平)	2.65	2.33	2.38	2.33	2.90	2.83	2.66	2.67	2.16	1.82	1.52
	单位净利 (元/平)	1.04	0.75	0.85	0.84	0.60	0.60	0.50	0.30	0.13	0.09	0.08
星源材质	出货 (亿平)	3.5	6.4	11.3	17.0	4.2	6.0	7.8	7.3	6.4	10.0	11.5
	单价 (元/平)	1.94	1.42	1.71	1.90	1.79	1.30	1.24	1.25	1.27	1.06	0.94
	单位净利 (元/平)	0.22	0.13	0.25	0.45	0.40	0.33	0.33	0.05	0.15	0.08	0.08

9 隔膜：行业在手现金与营运资本进一步下降

◆ 行业在手现金下降，中材、恩捷等现金压力较大。沧州明珠24Q3在手现金-7.0亿元，较年初降190%；营运资本11.6亿元，较年初-12%；中材科技24Q3在手现金-104亿元，较年初降65%；营运资本4.8亿元，较年初-78%；星源材质24Q3在手现金-34亿元，较年初降4790%；营运资本36.0亿元，较年初6%。恩捷股份24Q3在手现金-104.6亿元，较年初降22%；营运资本22.0亿元，较年初-54%；壹石通24Q3在手现金4.3亿元，较年初降39%；营运资本8.1亿元，较年初-2%；璞泰来24Q3在手现金-4.7亿元，较年初降116%；营运资本82.2亿元，较年初-1%。

图表：24年Q1-3隔膜板块现金及营运资本情况（亿元）

新能源汽车板块		无息在手现金				营运资本			
		2024Q1	2024Q2	2024Q3	24Q3较年初增长	2024Q1	2024Q2	2024Q3	24Q3较年初增长
002108.SZ	沧州明珠	-4.1	-5.2	-7.0	-190%	13.7	12.3	11.6	-12%
002080.SZ	中材科技	-101.1	-102.3	-103.9	-65%	25.5	5.9	4.8	-78%
300568.SZ	星源材质	-7.9	-19.8	-34.2	-4790%	39.5	39.5	36.0	6%
002812.SZ	恩捷股份	-83.7	-102.1	-104.6	-22%	44.6	27.6	22.0	-54%
688733.SH	壹石通	6.6	5.8	4.3	-39%	9.3	8.3	8.1	-2%
603659.SH	璞泰来	8.2	4.3	-4.7	-116%	80.7	69.7	82.2	-1%
合计		-182.0	-219.3	-250.0	-121%	213.3	163.2	164.7	-21%

10 三元正极：Q3盈利分化，龙头盈利改善

- ◆ **Q3盈利分化，龙头归母净利大幅改善。**2024Q1-3实现营收320亿元，同比减少45%；归母净利润4.4亿元，同比减少83%。其中，24Q3营收118亿元，同环比-42%/+18%，归母净利润1.8亿元，同环比-83%/-18%。24Q1-3毛利率为8.6%，同比下降1.4pct；归母净利率-0.2%，同比下降25pct。24Q3毛利率8.5%，同减2.4pct，环减2.2pct；归母净利率4.3%，同减11pct，环增0.9pct。
- ◆ **Q3经营性现金流环比小幅下降，资本开支环比大幅增加。**24Q1-3经营活动净现金流-1.7亿元，同减110%，24Q3经营活动净现金流16亿元，同增1.5%，环减7%；24Q3资本开支12亿元，同增66%，环增104%。Q3末存货为79亿元，较年初增加24%；Q3末无息在手现金71亿元，较年初减少32%，营运资本256亿元，较年初-2.4%。

图表：2024年Q1-3三元正极板块情况（亿元）

	2024Q1-3	2024Q1-3同比	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q3同比	2024Q3环比
营业收入 (亿元)	319.6	-44.8%	102.3	99.8	117.6	-42.2%	17.8%
归母净利润 (亿元)	4.4	-83.1%	0.5	2.2	1.8	-83.0%	-18.1%
毛利率	8.6%	-1.4pct	6.5%	10.7%	8.5%	-2.4pct	-2.2pct
归母净利率	-0.2%	-24.8pct	-9.1%	3.4%	4.3%	-10.9pct	0.9pct
费用率	6.7%	3.2pct	6.1%	7.6%	6.6%	2.6pct	-1.0pct
经营活动净现金流 (亿元)	-1.7	-110.3%	-35.2	17.3	16.1	1.5%	-7.0%
资本开支 (亿元)	31.4	-5.2%	13.0	6.1	12.4	65.8%	104.1%

	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q3较年初增长
应收账款 (亿元)	143.9	113.1	120.7	128.5	-10.7%
预收款项 (亿元)	1.3	2.6	3.2	1.7	37.0%
存货 (亿元)	63.5	68.0	76.6	78.7	24.1%
在建工程 (亿元)	43.0	46.9	44.0	52.0	20.7%
无息在手现金 (亿元)	103.1	65.0	73.8	70.6	-31.6%
营运资本 (亿元)	262.5	279.5	266.3	256.2	-2.4%

10 三元正极：容百业绩增长显著，部分企业盈利承压

- ◆ Q3容百利润环比大幅增长，振华、长远盈利承压。容百科技24年Q3营收44亿元、同减22%、环增39%，归母净利1.1亿元、同减55%、环增123%；当升科技24年Q3营收20亿元、同减52%、环减2%，归母净利1.8亿元、同减69%、环增1%，盈利水平仍大幅领先行业平均；振华新材24年Q3营收4.9亿，同减76%，环增45%，归母净利-1.3亿，同减275%，环减94%。

表：2024年Q1-3三元正极板块主要厂商营收及利润情况（亿元）

新能源汽车板块		收入					归母净利润				
		三元正极	2024Q1-3	同比	2024Q3	同比	环比	2024Q1-3	同比	2024Q3	同比
688005.SH	容百科技	113.2	-39%	44.4	-22%	39%	1.2	-81%	1.1	-55%	123%
300073.SZ	当升科技	55.3	-56%	19.8	-52%	-2%	4.6	-69%	1.8	-69%	1%
688707.SH	振华新材	14.6	-72%	4.9	-76%	45%	-3.3	-981%	-1.3	-275%	-94%
688779.SH	长远锂科	37.7	-55%	12.7	-64%	-11%	-1.7	-339%	-1.1	-1479%	-54%
688778.SH	厦钨新能	98.8	-25%	35.8	-28%	19%	3.7	-11%	1.3	-19%	0%
合计		319.6	-45%	117.6	-42%	18%	4.4	-83%	1.8	-83%	-18%

10 三元正极：容百海外工厂即将满产，当升盈利领先行业平均

- ◆ **容百科技**24Q3正极单吨扣非利润0.26万左右，环增44%，主要由于钠电、锰铁锂、前驱体等新业务以及韩国工厂的亏损幅度收窄；前驱体、锰铁锂、钠电Q3亏损近0.5亿，若加回，三元正极Q3单吨扣非利润0.4万+。Q4韩国工厂一期满产后预计实现盈亏平衡，且二期提升产线能效及自动化水平，预计盈利水平将进一步改善
- ◆ **当升科技**24Q3三元正极单吨扣非利润1万元+，环比持平，盈利水平仍大幅领先行业平均；上半年海外客户占比降至30-40%，下半年部分新项目逐步放量，Q3海外客户占比提升至50%，Q4盈利水平预计维持1万元/吨左右。

图表：三元正极行业主流厂商利润拆分情况

代表公司	单位	2019A	2020A	2021A	2022A	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
当升	出货 (万吨)	1.3	2.0	4.4	6.2	1.4	1.6	1.8	1.2	1.0	1.2	1.0
	单价 (万元/吨)	24.86	13.66	17.86	34.96	37.87	27.05	26.00	23.66	18.04	19.89	14.62
	单位净利 (万元/吨)	2.12	0.83	1.55	4.10	2.98	3.95	3.00	2.80	1.10	0.96	1.00
容百	出货 (万吨)	2.2	2.6	5.2	8.9	2.6	1.9	2.7	2.7	2.6	2.7	3.5
	单价 (万元/吨)	19.32	15.12	20.67	34.57	36.23	26.92	23.77	16.87	16.04	13.53	13.68
	单位净利 (万元/吨)	1.29	0.60	1.48	1.37	1.20	0.36	0.88	-0.12	-0.12	0.20	0.41
厦钨	出货 (万吨)	3.9	4.9	7.2	8.0	1.1	1.7	2.0	2.4	2.4	2.1	2.6
	单价 (万元/吨)	20.06	18.68	21.62	36.12	37.56	30.15	28.26	20.14	15.40	16.47	15.69
	单位净利 (万元/吨)	0.38	0.51	0.71	1.22	0.92	0.75	0.70	0.42	0.42	0.57	0.55

10 三元正极：行业在手现金情况良好，后续扩产集中海外

- ◆ 行业在手现金情况良好，后续扩产集中海外。容百科技24Q3在手现金-17亿元，较年初降313%；营运资本53亿元，较年初-8%。当升科技24Q3在手现金72亿元，较年初增5%；营运资本92亿元，较年初+3%。振华新材24Q3在手现金6.8亿元，较年初降25%；营运资本21亿元，较年初+7%。长远锂科24Q3在手现金-4亿元，较年初降152%；营运资本56亿元，较年初0%。厦钨新能24Q3在手现金12亿元，较年初增22%；营运资本35亿元，较年初-13%。

图表：24年Q1-3三元正极板块现金及营运资本情况（亿元）

新能源汽车板块		无息在手现金				营运资本			
三元正极		2024Q1	2024Q2	2024Q3	24Q3较年初增长	2024Q1	2024Q2	2024Q3	24Q3较年初增长
688005.SH	容百科技	-11.5	-13.0	-16.6	-313%	64.5	62.9	52.8	-8%
300073.SZ	当升科技	64.0	66.3	72.1	5%	91.1	89.3	91.7	3%
688707.SH	振华新材	6.3	8.3	6.8	-25%	28.2	23.0	20.5	7%
688779.SH	长远锂科	-5.8	1.1	-4.0	-152%	55.4	57.1	55.9	0%
688778.SH	厦钨新能	12.0	11.1	12.2	22%	40.4	34.0	35.3	-13%
合计		65.0	73.8	70.6	-32%	279.5	266.3	256.2	-2%

11 三元前驱体：Q3行业盈利同环比提升，镍产能释放支撑后续增长

- ◆ **Q3行业盈利环比提升，一体化企业盈利相对稳健。** 2024Q1-3实现营收1028亿元，同比增加2.6%；归母净利润47亿元，同比减少3.2%。其中，24Q3营收336亿元，同环比-3.3%/-6.2%，归母净利润19亿元，同环比+15%/+20%。24Q1-3毛利率为15%，同比增长0.6pct；归母净利率4.6%，同比下降0.3pct。24Q3毛利率16%，同增0.1pct，环减0.2pct；归母净利率5.5%，同增0.9pct，环增1.2pct。
- ◆ **Q3经营性现金流环比下降，资本开支放缓。** 24Q1-3经营活动净现金流83亿元，同增64%，24Q3经营活动净现金流29亿元，同增56%，环减12%；24Q3资本开支57亿元，同减12%，环减11%。Q3末存货为361亿元，较年初增加8%；Q3末无息在手现金-531亿元，较年初减少25%，营运资本60亿元，较年初增加-66%

表：2024年Q1-3三元前驱体板块情况（亿元）

	2024Q1-3	2024Q1-3同比	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q3同比	2024Q3环比
营业收入 (亿元)	1028.2	2.6%	334.2	358.0	336.0	-3.3%	-6.2%
归母净利润 (亿元)	47.3	-3.2%	13.2	15.5	18.6	14.9%	19.8%
毛利率	14.7%	0.6pct	12.6%	15.8%	15.5%	0.1pct	-0.2pct
归母净利率	4.6%	-0.3pct	4.0%	4.3%	5.5%	0.9pct	1.2pct
费用率	8.8%	1.1pct	8.0%	8.2%	10.2%	1.2pct	1.9pct
经营活动净现金流 (亿元)	83.0	63.8%	20.7	33.1	29.3	56.2%	-11.6%
资本开支 (亿元)	180.1	-11.8%	59.7	63.7	56.7	-11.8%	-10.9%

	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q3较年初增长
应收账款 (亿元)	188.9	197.6	181.1	167.7	-11.2%
预收款项 (亿元)	16.6	21.5	25.5	37.3	124.3%
存货 (亿元)	335.2	304.3	323.7	360.9	7.7%
在建工程 (亿元)	240.8	284.2	308.2	336	39%
无息在手现金 (亿元)	-424.0	-468.6	-518.4	-531.2	-25.3%
营运资本 (亿元)	175.6	116.5	96.9	60.2	-65.7%

11 三元前驱体：镍价下跌影响部分一体化企业，二线企业亏损收窄

- ◆ 镍价下跌导致一体化企业业绩分化，二线企业盈利环比好转。华友钴业24年Q3营收154亿，同减-13%，环增2%，归母净利13.5亿，同增45%，环增18%。中伟股份24年Q3营收101亿、同增13%、环减7%，归母净利4.6亿、同减26%、环减5%。格林美24Q3营收75亿元，同增3%，环减16%；归母净利润2亿元，同增51%，环降18%。

图表：2024年Q1-3三元前驱体板块主要厂商营收情况（亿元）

新能源汽车板块		收入					归母净利润				
三元前驱体		2024Q1-3	同比	2024Q3	同比	环比	2024Q1-3	同比	2024Q3	同比	环比
603799.SH	华友钴业	454.9	-11%	154.4	-13%	2%	30.2	0%	13.5	45%	18%
300919.SZ	中伟股份	301.6	15%	100.8	13%	-7%	13.2	-5%	4.6	-26%	-5%
002340.SZ	格林美	248.7	23%	75.3	3%	-16%	9.0	65%	2.0	51%	-18%
688148.SH	芳源股份	14.2	-26%	3.8	-21%	-39%	-1.2	-43%	-0.5	24%	28%
688184.SH	帕瓦股份	8.9	15%	1.8	-43%	-45%	-4.0	-2136%	-1.0	-2784%	60%
合计		1028.2	3%	336.0	-3%	-6%	47.3	-3%	18.6	15%	20%

11 三元前驱体：Q3中伟镍利润受镍价下跌影响，华友镍出货超预期

- ◆ 中伟股份Q3受镍价下跌和汇兑损失影响、镍利润有所下滑。Q3出货2.3万吨左右，环增10%+，Q3镍产品单吨净利1300美元+，汇兑损失影响1亿元+，预计贡献0.8亿元左右归母净利润。
- ◆ 华友钴业Q3镍产品出货超预期、效率提升降本降费。Q3镍产品出货约6万吨，环增50%+；Q3镍均价回落至1.65万美金/吨，公司锁价价格较好，且效率提升降本降费，预计Q3单吨毛利3万元+，贡献15-20亿毛利。

表：前驱体行业主流厂商利润拆分情况

中伟股份	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24
前驱体 (百万, 四钴和三元)	252	353	526	413	-5	-97	315
-出货量 (万吨)	5.4	6.2	7.9	5.5	6.2	5.5	5.25
-单吨利润 (万元/吨)	0.47	0.57	0.67	0.75	0.0	-0.2	0.6
磷酸铁 (百万)					-15	-23	-40
-出货量 (万吨)	0.1	0.3	1.1	0.5	0.4	1.1	1.7
镍产品 (百万)					20	120	80
-出货量 (万吨金属)					1.5	2.0	2.3
归属于母公司所有者的净利润	341	427	618	560	379	485	460
华友钴业	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24
前驱体 (百万)	92	89	117	113	60	108	120
-出货量 (万吨)	2.3	2.95	3.9	3.75	2	3.6	4
-单吨利润 (万元/吨)	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
正极 (巴莫)	59	58	18	9	0	0	0
-出货量 (万吨)	2	2.6	2.5	2.4	2	2.3	2.5
-单吨利润 (万元/吨)	0.8	0.6	0.2	0.1	0	0	0
铜产品 (百万)	105	63	69	69	126	240	200
钴产品 (百万, 含资产减值损失)	-94	-211	156	61	63	68	68
硫酸镍 (百万)	142	137	87	56	339	428	332
-出货量 (万金吨)	2.3	2.27	2	2	1.9	1.6	1.8
-单吨利润 (万元/吨)	0.62	0.6	0.44	0.28	1.79	2.68	1.84
金属镍 (百万)	11	42	93	65	396	616	921
-出货量 (万金吨)	0.1	0.7	1.25	2	1.9	2.2	4.3
-单吨利润 (万美金/吨)	0.16	0.08	0.11	0.05	0.3	0.4	0.31
归属于母公司所有者的净利润	1,024	1,061	928	338	522	1,148	1,350

11 三元前驱体：一体化布局加大资金压力，营运资本普遍下降

- ◆ 一体化布局资金需求大，行业厂商无息现金普遍为负，营运资本普遍下降。华友钴业24Q3在手现金-295亿元，较年初降18%；营运资本-28亿元，较年初-1146%。中伟股份24Q3在手现金-81亿元，较年初降8%；营运资本135亿元，较年初0%。格林美24Q3在手现金-139亿元，较年初降50%；营运资本-58亿元，较年初-344%。芳源股份24Q3在手现金-18亿元，较年初降24%；营运资本3.5亿元，较年初-23%。帕瓦股份24Q3在手现金1.3亿元，较年初-81%；营运资本6.9亿元，较年初降30%。

表：2024年Q1-3三元前驱体板块现金及营运资本情况

新能源汽车板块		无息在手现金				营运资本			
		2024Q1	2024Q2	2024Q3	24Q3较年初增长	2024Q1	2024Q2	2024Q3	24Q3较年初增长
603799.SH	华友钴业	-281.1	-294.7	-295.4	-18%	-39.6	-12.3	-27.7	-1146%
300919.SZ	中伟股份	-79.7	-97.4	-80.8	-8%	148.7	142.8	135.4	0%
002340.SZ	格林美	-96.7	-114.8	-138.7	-50%	-5.2	-42.9	-57.8	-344%
688148.SH	芳源股份	-13.7	-14.2	-17.6	-24%	6.0	4.1	3.5	-23%
688184.SH	帕瓦股份	2.5	2.8	1.3	-81%	6.6	5.2	6.9	-30%
合计		-468.6	-518.4	-531.2	-25%	116.5	96.9	60.2	-66%

12 导电剂：低价产品已充分竞争，Q3净利小幅提升

- ◆ **低价产品已充分竞争，Q3归母净利环比小幅提升。** 2024Q1-3实现营收145亿元，同比增加9.4%；归母净利润2.7亿元，同比增加312.5%。其中，24Q3营收48亿元，同环比-1.0%/-4.9%，归母净利润1亿元，同环比+66.9%/+3.1%。24Q1-3毛利率为12%，同比增长3.1pct；归母净利率1.9%，同比增加2.9pct。24Q3毛利率13%，同增0.9pct，环增0.9pct；归母净利率2.2%，同增0.9pct，环增0.2pct。
- ◆ **Q3经营性现金流环比转正，资本开支放缓。** 24Q1-3经营活动净现金流5.7亿元，同减43%，24Q3经营活动净现金流4.1亿元，同增29%，环增231%；24Q3资本开支2亿元，同减47%，环减57%。Q3末存货为36亿元，较年初增25%；Q3末无息在手现金-49亿元，较年初减少87%，营运资本58亿元，较年初-9.2%。

图表：2024年Q1-3导电剂板块情况（亿元）

	2024Q1-3	2024Q1-3同比	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q3同比	2024Q3环比
营业收入 (亿元)	144.5	9.4%	46.9	50.0	47.6	-1.0%	-4.9%
归母净利润 (亿元)	2.7	312.5%	0.7	1.0	1.0	66.9%	3.1%
毛利率	12.2%	3.1pct	11.0%	12.3%	13.2%	0.9pct	0.9pct
归母净利率	1.9%	2.9pct	1.5%	2.0%	2.2%	0.9pct	0.2pct
费用率	8.3%	-0.1pct	7.3%	8.3%	9.4%	0.6pct	1.1pct
经营活动净现金流 (亿元)	5.7	-43.0%	4.7	-3.1	4.1	29.2%	230.8%
资本开支 (亿元)	12.2	-14.2%	5.5	4.6	2.0	-46.8%	-57.4%

	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q3较年初增长
应收账款 (亿元)	36.7	38.9	39.0	37.7	2.7%
预收款项 (亿元)	0.9	0.8	0.9	1.0	16.3%
存货 (亿元)	29.3	32.8	34.3	36.8	25.2%
在建工程 (亿元)	21.3	22.9	22.4	28.1	32.1%
无息在手现金 (亿元)	-26.3	-27.4	-39.7	-49.1	-86.6%
营运资本 (亿元)	63.8	64.6	60.2	57.9	-9.2%

12 导电剂：Q3单吨利润环比持平，Q4预计维持稳定

◆ 龙头Q3出货环增近10%，单吨利润环比持平，Q4预计维持稳定。天奈科技24Q3营收3.9亿元，同环比-6%/+16%，归母净利润0.7亿元，同环比-6%/+9%。Q3出货2.3万吨左右，环增近10%，国际客户进展顺利，24年全年出货预计8万吨+，同增40%+。Q3单吨扣非净利0.3万元左右，环比基本持平，9月起高盈利订单占比提升，我们预计24全年单吨净利有望维持0.3万元+。

图表：2024年Q1-3导电剂主要厂商营收情况（亿元）

新能源汽车板块		收入					归母净利润				
导电剂		2024Q1-3	同比	2024Q3	同比	环比	2024Q1-3	同比	2024Q3	同比	环比
688116.SH	天奈科技	10.4	-2%	3.9	-6%	16%	1.8	13%	0.7	-6%	9%
300409.SZ	道氏技术	61.1	14%	19.7	-2%	-7%	1.5	634%	0.4	109%	-62%
002068.SZ	黑猫股份	73.0	7%	23.9	1%	-6%	-0.6	79%	0.0	98%	99%
合计		144.5	9%	47.6	-1%	-5%	2.7	312%	1.0	67%	3%

表：天奈科技季度盈利拆分

代表公司	单位	2019A	2020A	2021A	2022A	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
天奈	出货 (万吨)	1.0	1.5	3.3	4.6	1.1	1.5	1.7	1.4	1.5	2.1	2.3
	单价 (万元/吨)	4.33	3.57	4.46	4.40	3.00	2.73	2.86	2.79	2.31	1.83	1.93
	单位净利 (万元/吨)	0.99	0.52	0.79	0.83	0.38	0.33	0.43	0.48	0.34	0.28	0.28

12 导电剂：龙头现金较年初显著减少

- ◆ 龙头在手现金较年初显著减少，行业营运资本环比下滑。天奈科技24Q3在手现金-1.3亿元，较年初降152%；营运资本16亿元，较年初增4%。道氏技术24Q3在手现金-28亿元，较年初降85%；营运资本35元，较年初降23%。黑猫股份24Q3在手现金-20亿元，较年初降46%；营运资本6.9亿元，较年初增长124%

表：2024年Q1-3导电剂板块现金及营运资本情况（亿元）

新能源汽车板块		无息在手现金				营运资本			
导电剂		2024Q1	2024Q2	2024Q3	24Q3较年初增长	2024Q1	2024Q2	2024Q3	24Q3较年初增长
688116.SH	天奈科技	1.2	-1.2	-1.3	-152%	16.7	14.9	15.6	4%
300409.SZ	道氏技术	-15.8	-21.6	-27.6	-85%	44.4	39.8	35.4	-23%
002068.SZ	黑猫股份	-12.8	-16.9	-20.3	-46%	3.5	5.5	6.9	124%
合计		-27.4	-39.7	-49.1	-87%	64.6	60.2	57.9	-9%

13 铝箔：Q3电池箔盈利下滑，包装箔淡季亏损

- ◆ **锂电箔利润下滑+包装箔淡季，Q3归母净利润环比下降明显。**2024Q1-3实现营收224亿元，同比增加24%；归母净利润1.9亿元，同比降61%。其中，24Q3营收79亿元，同环比+23%/-2.4%，归母净利润0.1亿元，同环比-86%/-91%。24Q1-3毛利率为8.2%，同比降2.7pct；归母净利率0.8%，同比降1.8pct。24Q3毛利率6.7%，同减2pct，环减2.5pct；归母净利率0.2%，同减1.4pct，环减1.8pct。
- ◆ **Q3经营性现金流环比下降，在手现金较年初大幅增加。**24Q1-3经营活动净现金流-0.9亿元，同减107%，24Q3经营活动净现金流0.9亿元，同增173%，环减85%。Q3末存货为53亿元，较年初增9%；Q3末无息在手现金18亿元，较年初增加485%，而24Q3营运资本17亿元，较年初减24%。

表：2024年Q1-3铝箔板块情况 (亿元)

	2024Q1-3	2024Q1-3同比	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q3同比	2024Q3环比
营业收入 (亿元)	223.6	23.6%	64.0	80.8	78.8	22.9%	-2.4%
归母净利润 (亿元)	1.9	-61.0%	0.1	1.6	0.1	-86.2%	-91.3%
毛利率	8.2%	-2.7pct	8.8%	9.2%	6.7%	-2.0pct	-2.5pct
归母净利率	0.8%	-1.8pct	0.2%	2.0%	0.2%	-1.4pct	-1.8pct
费用率	6.5%	-0.6pct	7.3%	5.9%	6.4%	-0.1pct	0.5pct
经营活动净现金流 (亿元)	-0.9	-107.1%	-7.3	5.6	0.9	173.3%	-84.7%
资本开支 (亿元)	7.8	-20.1%	1.9	2.8	3.1	-26.4%	9.2%

	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q3较年初增长
应收账款 (亿元)	35.9	40.1	46.8	49.6	38.2%
预收款项 (亿元)	1.3	1.1	0.9	1.4	5.9%
存货 (亿元)	49.0	54.7	55.3	53.3	9.0%
在建工程 (亿元)	22.9	22.4	18.5	17.0	-25.6%
无息在手现金 (亿元)	-4.6	1.5	25.0	17.8	484.5%
营运资本 (亿元)	22.0	33.0	27.1	16.7	-24.0%

13 铝箔：龙头盈利能力远超二线，Q4盈利有望改善

- ◆ Q3龙头盈利下滑明显，Q4包装箔有望扭亏改善盈利。鼎胜新材Q3营收61亿元，同环比+22%/-4%，归母净利润0.4亿元，同环比-65%/-73%。Q3锂电箔单吨利润0.13万元左右，环比下降35%左右，主要由于低价订单占比提升，预计Q4盈利水平维持稳定。Q3包装箔单吨亏损200元左右，主要由于淡季价格有所下滑，且受到海外工厂放假、铝价波动、内蒙工厂爬坡、汇兑损失等因素影响，我们预计Q4有望扭亏。

图表：2024年Q1-3铝箔板块主要厂商营收情况（亿元）

新能源汽车板块		收入					归母净利润				
铝箔		2024Q1-3	同比	2024Q3	同比	环比	2024Q1-3	同比	2024Q3	同比	环比
300057.SZ	万顺新材	47.5	23%	17.5	25%	2%	-0.4	-337%	-0.3	-69%	-429%
603876.SH	鼎胜新材	176.2	24%	61.3	22%	-4%	2.2	-52%	0.4	-65%	-73%
合计		223.6	24%	78.8	23%	-2%	1.9	-61%	0.1	-86%	-91%

表 鼎胜季度盈利拆分（万吨）

代表公司	单位	2019A	2020A	2021A	2022A	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
鼎胜	出货（万吨）	1.9	2.4	5.6	10.9	2.5	3.1	3.8	3.6	2.6	3.3	3.9
	单价（万元/吨）	2.91	3.04	3.56	4.01	-	-	-	-	-	-	-
	单位净利（万元/吨）	0.46	0.44	0.58	0.65	0.50	0.40	0.35	0.25	0.20	0.20	0.13

13 铝箔：龙头现金情况显著改善，营运资本逐季下降

- ◆ 龙头在手现金情况较年初显著改善，营运资本下降明显。万顺新材24Q3在手现金-10.6亿元，较年初降832%；营运资本15亿元，较年初-7%。鼎胜新材24Q3在手现金28亿元，较年初增912%；营运资本1.3亿元，较年初降75%。

表：2024年Q1-3铝箔板块现金及营运资本情况（亿元）

新能源汽车板块		无息在手现金				营运资本			
		2024Q1	2024Q2	2024Q3	24Q3较年初增长	2024Q1	2024Q2	2024Q3	24Q3较年初增长
300057.SZ	万顺新材	-5.4	-7.2	-10.6	-832%	16.3	16.2	15.4	-7%
603876.SH	鼎胜新材	6.9	32.3	28.4	912%	16.7	10.9	1.3	-75%
合计		1.5	25.0	17.8	484%	33.0	27.1	16.7	-24%

14 铜箔：行业供给过剩，Q3盈利亏损小幅缩窄

- ◆ 23年行业供给过剩加工费下行，盈利同比显著下滑，环比逐步恢复。2024年Q1-Q3实现营收148亿元，同比增长19%；归母净利润-5.3亿元，同比降低649.8%，其中，24Q3营收56.89亿元，同比+17%，归母净利润-1.55亿元，同比降低133.29%；24年Q1-Q3毛利率2.95%，同比下降3.88pct；归母净利率-3.59%，同比下降4.36pct。24Q3毛利率3.65%，同比-1pct，环+0.33pct；归母净利率-2.72%，同比-1.23pct，环增0.23pct。

表：2024年Q1-Q3及2024年Q3铜箔板块情况（亿元）

	2024Q1-Q3	2024Q1-Q3同比	2024Q3	24Q3同比	24Q3环比
营业收入 (亿元)	147.80	19.02%	56.89	17.14%	8.23%
归母净利润 (亿元)	-5.30	-649.80%	-1.55	-113.29%	0.33%
毛利率	2.95%	-3.88pct	3.65%	-1.02pct	0.33pct
归母净利率	-3.59%	-4.36pct	-2.72%	-1.23pct	0.23pct
经营活动净现金流 (亿元)	-14.75	-80.24pct	4.02	204.07%	132.54%
费用率	6.71%	0.14pct	6.54%	0.23pct	0.56pct

	24Q3	24Q3较Q2增长	24Q3较年初增长
应收账款 (亿元)	200.18	298.82%	430.48%
预收账款 (亿元)	52.22	22482.13%	15182.43%
存货 (亿元)	35.80	-4.65%	17.76%

14 铜箔：Q3加工费稳定，行业依旧全面亏损

- ◆ Q3加工费稳定，低端品小幅反弹，铜箔厂商亏损收窄。嘉元科技24Q3营收19亿元，同+17.7%，环+28.4%；归母净利润-0.39亿元，同减485%，环减32%。诺德股份24Q3营收13亿元，同增2.63%，环-1.02%；归母净利润-0.58亿元，同减13.53%，环增9.74%。中一科技、铜冠铜箔24Q3均持续亏损。

图表：2024年Q1-Q3及2024年Q3铜箔行业主流厂商营收及利润情况（亿元）

新能源汽车板块		收入					归母净利润				
		24Q1-Q3	24Q1-Q3同比	24Q3	24Q3同比	24Q3环比	24Q1-Q3	24Q1-Q3同比	24Q3	24Q3同比	24Q3环比
铜箔											
688388.SH	嘉元科技	43.39	17.10%	19.16	17.71%	28.36%	-1.44	-559.75%	-0.39	-485.10%	32.42%
301150.SZ	中一科技	35.13	42.06%	13.01	42.19%	4.19%	-0.68	-373.96%	-0.16	-80.80%	-633.01%
301217.SZ	铜冠铜箔	32.18	15.89%	11.48	12.12%	-2.50%	-1.00	-1817.14%	-0.42	-86.09%	-33.82%
600110.SH	诺德股份	37.09	7.14%	13.23	2.63%	-1.02%	-2.17	-734.10%	-0.58	-13.53%	9.74%
合计		147.80	19.02%	56.89	17.14%	-99.67%	-5.30	-649.80%	-1.55	-113.29%	27.09%

14 铜箔：加工费触底，行业出清仍需一定时间

- ◆ **24年行业磨底，产能出清仍需时间。**铜箔价格调整时间已近2年，H1加工费进一步下滑至2万元以下，且开工率低提升单位成本，盈利触底，目前行业普遍亏损，4月部分低价单加工费有所恢复，Q2行业亏损有望环比缩窄。但铜箔属于重资产行业，产能出清尚需时间，预计24年底部盘整，25年行业加工费有望趋势性提升。

图表：铜箔行业主流厂商利润拆分情况

代表公司	单位	2019A	2020A	2021A	2022A	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
诺德	出货 (万吨)	1.9	2.0	3.5	4.2	1.1	1.0	1.3	1.2	0.9	1.4	1.4
	单价 (万元/吨)	10.55	10.51	13.17	12.03	10.50	10.70	9.92	9.36	11.66	9.55	9.50
	单位净利 (万元/吨)	-0.05	-0.12	1.13	0.78	0.08	-0.27	-0.46	-0.47	-1.13	-0.67	-0.50
嘉元	出货 (万吨)	1.7	1.5	2.6	4.9	1.2	1.5	1.8	1.3	0.9	1.6	2.0
	单价 (万元/吨)	9.47	8.35	11.13	10.30	9.26	8.24	10.22	11.42	12.08	10.54	11.05
	单位净利 (万元/吨)	1.73	1.04	1.81	1.05	0.30	-0.20	0.02	-0.30	-0.59	-0.45	-0.26

14 铜箔：在手现金持续下滑，后续扩产能力较弱

- ◆ 铜箔厂商在手现金较年初普遍下滑，扩产能力较弱。诺德股份24Q3无息现金-23亿元，较Q2末12%；营运资本10亿元，较Q2末-38%。嘉元科技24Q3无息现金-23亿元，较Q2末-33%；营运资本32亿元，较Q2末-3%。

表：2024年H1及2024年Q2铜箔板块现金及营运资本情况（亿元）

新能源汽车板块		在手现金类资产-长短期借款				营运资本			
铜箔		24Q2	24Q3	24Q3较Q2增长	24Q3较年初增长	24Q2	24Q3	24Q3较Q2增长	24Q3较年初增长
688388.SH	嘉元科技	-17.51	-23.31	-33.15%	1413%	32.64	31.69	-3%	12%
301150.SZ	中一科技	12.50	15.06	20.49%	-24%	22.64	22.54	0%	-7%
301217.SZ	铜冠铜箔	6.50	5.48	-15.61%	-57%	25.92	25.40	-2%	-13%
600110.SH	诺德股份	-26.33	-23.17	12.01%	26%	16.09	10.04	-38%	-51%
合计		-24.85	-25.94	-4.41%	-100.35%	97.29	89.68	-8%	-12%

15 整车：规模效应逐步释放，盈利能力有所提升

- ◆ **整车环节中，盈利能力有所提升。** 24年Q1-Q3实现营收14,502亿元，同增6%，归母净利润490.3亿元，同增2%；24年Q3营收5,321亿元，同环比+2%/+7%，归母净利润160.7亿元，同环比-22%/-19%。其中比亚迪对板块贡献最大，24Q1-Q3归母净利润252.4亿元，在整车板块中占比52%。
- ◆ **规模效应逐步释放，毛利率有所提升。** 24年Q1-Q3毛利率15.8%，同比+1.5pct，归母净利率3.4%，同比-0.1pct，费用率7.4%，同比+0.5pct；24年Q3毛利率16.6%，同环比+0.8/+1.3pct，归母净利率3.0%，同环比-0.9/-1.0pct，费用率7.6%，同环比+0.8/+0.8pct。
- ◆ **在建工程下降，应收、预收账款有所提升。** Q3末应收账款1917亿元，较年初增长13%；预收款1162亿元，较年初增长34%；存货2862亿元，较年初增加9%；在建工程474亿元，较年初下降24%；无息在手现金3647亿元，较年初增长11%；运营资本71亿元，较年初+133%。

表：24年Q1-Q3和Q3整车板块情况（亿元）

	2024Q1-Q3	2024Q1-Q3同比	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q3同比	2024Q3环比
营业收入 (亿元)	14,502	6%	4,202	4,978	5,321	2%	7%
归母净利润 (亿元)	490.3	2%	130.6	199	160.7	-22%	-19%
毛利率	15.8%	1.5pct	15.4%	15.3%	16.6%	0.8pct	1.3pct
归母净利率	3.4%	-0.1pct	3.1%	4.0%	3.0%	-0.9pct	-1.0pct
费用率	7.4%	0.5pct	8.1%	6.8%	7.6%	0.8pct	0.8pct
经营活动净现金流 (亿元)	1,200.7	-18%	29.9	550.7	620.1	15%	13%
资本开支 (亿元)	1,018.0	-26%	385.2	311.6	321.2	-31%	3%
	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q3较年初增长		
应收账款 (亿元)	1699	1654	1849	1917	13%		
预收款项 (亿元)	864	898	880	1,162	34%		
存货 (亿元)	2626	2682	2865	2862	9%		
在建工程 (亿元)	625	714	740	474	-24%		
无息在手现金 (亿元)	3292	2902	3253	3647	11%		
营运资本 (亿元)	-214	11	-2	71	133%		

15 整车：单车盈利能力分化，比亚迪&华为链亮眼，合资车企盈利下滑

- ◆ **比亚迪规模效应明显，单车盈利稳步提升，华为链表现亮眼。** 比亚迪24年Q1-Q3收入5023亿元，同增19%，归母净利润252.4亿元，同增18%，其中Q3归母净利润116.1亿元，同环比+11%/+28%，24年Q1-Q3单车净利0.93万元；上汽集团24年Q1-Q3收入4196亿元，同降17%，归母净利润69.1亿元，同降39%，其中Q3归母净利润2.8亿元，同环比-94%/-93%；赛力斯业绩表现亮眼，24年Q1-Q3收入1066亿元，同增539%，归母净利润40.4亿元，同增276%，其中Q3归母净利润24.1亿元，同环比+354%/+72%。

表：24年Q1-Q3和Q3整车板块情况（亿元）

新能源汽车板块		收入					归母净利润				
整车		2024Q1-Q3	同比	2024Q3	同比	环比	2024Q1-Q3	同比	2024Q3	同比	环比
002594.SZ	比亚迪	5,023	19%	2,011	24%	14%	252.4	18%	116.1	11%	28%
601633.SH	长城汽车	1,423	19%	508	3%	5%	104.3	109%	33.5	-8%	-13%
601238.SH	广汽集团	740	-24%	282	-22%	15%	1.2	-97%	-14.0	-190%	-572%
600104.SH	上汽集团	4,196	-17%	1,426	-26%	3%	69.1	-39%	2.8	-94%	-93%
000625.SZ	长安汽车	1,110	3%	342	-20%	-14%	35.8	-64%	7.5	-66%	-55%
601127.SH	赛力斯	1,066	539%	416	636%	8%	40.4	276%	24.1	354%	72%
600066.SH	宇通客车	241	27%	77	-1%	-20%	24.3	131%	7.6	31%	-25%
600733.SH	北汽蓝谷	98	5%	61	72%	172%	-44.9	-38%	-19.2	-51%	-23%
000868.SZ	安凯客车	17	20%	5	-18%	-5%	-0.1	90%	-0.1	-228%	-625%
600006.SH	东风汽车	80	-13%	22	-42%	-13%	-1.1	-407%	-1.8	-278%	-141%
000957.SZ	中通客车	42	52%	15	31%	0%	2.0	165%	0.8	283%	23%
600418.SH	江淮汽车	322	-5%	109	-6%	9%	6.3	240%	3.2	1028%	66%
600686.SH	金龙汽车	144	2%	46	-2%	-20%	0.8	35%	0.1	2%	-79%
合计		14502	6%	5321	22%	7%	490	2%	161	-21.7%	-19%

15 整车：经营性现金流下降，资本开支有所放缓

- ◆ **整车Q1-Q3经营性现金流同比下降18%，资本开支同比下降26%。** 比亚迪24年Q1-Q3经营性现金流净额562.7亿元，同减42%，资本开支695.2亿元，同降31%；上汽集团24年Q1-Q3经营性现金流净额186.9亿元，同降11%，资本开支90.9亿元，同降28%；长城汽车、广汽集团、长安汽车、宇通客车、中通客车、金龙汽车现金流增长，北汽蓝谷、安凯客车、东风汽车现金流为负；大部分车企资本开支同比下降。

表：24年Q1-Q3和Q3整车板块情况（亿元）

新能源汽车板块		经营性现金流净额					资本开支				
		2024Q1-Q3	同比	2024Q3	同比	环比	2024Q1-Q3	同比	2024Q3	同比	环比
整车											
002594.SZ	比亚迪	562.7	-42%	421.0	165%	966%	695.2	-31%	222.9	-36%	5%
601633.SH	长城汽车	142.0	859%	47.9	747%	-60%	67.0	-30%	9.6	-45%	-71%
601238.SH	广汽集团	9.8	-76%	-16.5	-141%	-119%	71.4	-9%	23.6	-24%	29%
600104.SH	上汽集团	186.9	-11%	73.7	-48%	-54%	90.9	-28%	28.5	-31%	21%
000625.SZ	长安汽车	43.9	-75%	9.6	-91%	153%	20.2	20%	8.2	0%	34%
601127.SH	赛力斯	200.1	2427%	36.5	67%	-76%	43.6	87%	17.2	136%	129%
600066.SH	宇通客车	45.4	-12%	-8.3	-137%	-140%	3.6	-18%	1.5	45%	40%
600733.SH	北汽蓝谷	-9.8	54%	10.8	297%	201%	9.8	-9%	0.9	-81%	-87%
000868.SZ	安凯客车	-2.1	-168%	0.1	-92%	123%	0.1	-19%	0.0	-18%	11%
600006.SH	东风汽车	-23.1	-460%	4.4	201%	143%	5.1	98%	1.4	13%	-24%
000957.SZ	中通客车	10.4	1352%	1.8	-56%	-55%	0.0	-88%	0.0	-100%	-100%
600418.SH	江淮汽车	21.4	-43%	20.8	-34%	61%	9.7	302%	7.0	874%	520%
600686.SH	金龙汽车	13.0	-37%	18.3	18%	482%	1.4	-2%	0.2	-49%	-45%
合计		1201	-18%	620	15%	12.6%	1018	-26%	321	-31%	3%

15 整车：在建工程有所提升，赛力斯现金和资本大幅增长

- ◆ **在建工程有所提升，在手现金、运营资本分化，整体保持稳定。** 比亚迪在手现金有所下降，24年Q3末在建工程176亿元，较年初下降49%，无息现金614亿元，较年初下降31%，运营资本-1500亿元，较年初下降1%；上汽集团24年Q3末在建工程148亿元，较年初增长7%，无息现金1128亿元，较年初增长37%，运营资本1012亿元，较年初增长40%；赛力斯在手现金大幅持续增长，24年Q3末在建工程2.9亿元，较年初增长47%，无息现金525亿元，较年初增长333%，运营资本-106亿元，较年初下降8%。

表：24年Q1-Q3和Q3整车板块情况 (亿元)

新能源汽车板块		在建工程					无息在手现金					运营资本				
		2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	Q3较年初增长	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	Q3较年初增长	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	Q3较年初增长
002594.SZ	比亚迪	347.3	399.1	432.8	176.4	-49%	883.6	684.7	490.9	613.8	-31%	-1,515	-1,512	-1,543	-1,500	-1%
601633.SH	长城汽车	64.8	69.4	68.5	59.0	-9%	200.0	153.9	243.3	251.8	26%	77	138	106	139	80%
601238.SH	广汽集团	26.2	28.4	42.3	34.4	31%	311.1	171.7	172.4	160.9	-48%	240	234	275	202	-16%
600104.SH	上汽集团	138.3	158.4	148.7	148.3	7%	825.2	683.5	955.5	1128.3	37%	722	897	964	1,012	40%
000625.SZ	长安汽车	19.1	23.2	22.9	27.5	44%	639.4	691.3	700.0	691.0	8%	277	291	258	249	-10%
601127.SH	赛力斯	2.0	2.1	2.4	2.9	47%	121.3	212.6	427.9	525.1	333%	-115	-129	-106	-106	-8%
600066.SH	宇通客车	1.9	1.4	0.9	1.5	-23%	65.3	110.3	98.3	90.9	39%	59	75	49	59	0%
600733.SH	北汽蓝谷	14.7	16.2	1.0	1.1	-92%	-13.7	-27.4	-50.8	-48.0	251%	-39	-49	-82	-72	83%
000868.SZ	安凯客车	0.0	0.0	0.0	0.0	38%	7.8	5.7	6.4	6.6	-16%	-2	-2	-1	-1	-46%
600006.SH	东风汽车	3.4	6.1	7.2	7.9	136%	67.2	48.2	38.7	41.5	-38%	49	49	45	47	-4%
000957.SZ	中通客车	0.1	0.2	0.2	0.2	49%	14.8	18.6	23.0	25.4	72%	13	14	15	16	24%
600418.SH	江淮汽车	6.0	8.6	11.1	13.4	123%	127.7	108.4	114.0	125.5	-2%	21	1	4	3	-83%
600686.SH	金龙汽车	1.0	1.2	1.7	2.0	90%	42.4	40.5	32.9	34.6	-18%	0	5	15	22	-10767%
合计		625	714	740	474	-36%	3292	2902	3253	3647	12%	-214	11	-2	71	-133%

投资建议和风险提示

- ◆ **投资建议：**行业需求超预期，11-12月淡季不淡，25年需求上修至25%增长，当前估值盈利底部，龙头技术创新、成本优势突出，盈利率先恢复，供需反转在即，强烈看好。首推格局和盈利稳定龙头电池（**宁德时代、比亚迪、亿纬锂能**）、结构件（**科达利**）；并看好具备盈利弹性的材料龙头，首推（**湖南裕能、尚太科技、天赐材料**），其次看好（**璞泰来、新宙邦、容百科技、华友钴业、中伟股份、恩捷股份、星源材质、德方纳米**等），关注（**富临精工、龙蟠科技**）等；同时碳酸锂价格已见底，看好具备优质资源龙头，推荐（**中矿资源、永兴材料、赣锋锂业**）等。

- ◆ **价格竞争超市场预期：**新能源汽车市场迅速发展，市场竞争日趋激烈。动力电池作为新能源汽车核心部件之一，吸引众多投资者通过产业转型、收购兼并等方式参与市场竞争，各大厂商产能扩大迅速，市场竞争十分激烈，市场平均价格逐年走低，压缩了公司的盈利水平。
- ◆ **原材料价格不稳定，影响利润空间：**原材料成本在整体成本中占比较高，原材料价格波动将会直接影响各板块的毛利水平。
- ◆ **投资增速下滑：**各板块投资开始逐渐放缓，对行业发展和核心技术的突破有直接影响。

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

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

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证50指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园