

超配（维持）

2024 年整体业绩下滑，2025Q1 盈利大幅改善

锂电池产业链 2024 年和 2025Q1 业绩综述

2025 年 5 月 12 日

投资要点：

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

- **2024年：**产业链整体业绩下滑，利润进一步向电池环节转移，产能扩张节奏持续放缓。锂电池产业链2024年实现营收9679.92亿元，同比下降9.92%；归母净利润592.09亿元，同比下降11.09%；毛利率为18.50%，同比上升0.30pct；净利率为6.32%，同比下降0.12pct；资产减值损失同比基本持平。锂电池下游需求保持快速增长，但在产能阶段性过剩的背景下，2024年产业链价格持续下行，近三年行业业绩持续下滑，2024年净利润降幅有所收窄。得益于上游材料成本持续下行，锂电池环节实现归母净利润580.88亿元，同比增长17.25%，是唯一实现净利润增长的环节，贡献产业链净利润的比例进一步提升至98.11%。各环节电池材料因产品价格下行导致净利润同比均有较大幅度下降。2024年产业链资本开支同比下降17.88%，产能扩张节奏持续放缓。由于锂电池企业产能扩张放缓，影响锂电设备需求，锂电设备环节的净利润亦同比大幅下降。
- **2025Q1：**产业链盈利同环比增幅亮眼，盈利能力环比显著提升，资产减值损失环比大幅减少。锂电池产业链2025Q1实现营收2353.66亿元，同比增长12.62%，环比下降13.27%；归母净利润183.40亿元，同比增长27.44%，环比增长63.06%，近三年来产业链Q1净利润首次实现同比增长。毛利率为18.39%，同比下降1.18pct，环比上升4.28pct；净利率为8.13%，同比上升1.05pct，环比上升4.25pct，盈利能力环比显著提升。资产减值损失环比大幅减少，是产业链净利润环比大幅改善的重要原因之一。分环节看，大部分细分环节的净利润同环比大幅改善。除隔膜和锂电设备外，其余环节的净利润均实现同比增长；除锂电池外，其余环节的净利润均实现环比增长。经历2023年大幅去库存后，2024年以来维持存货高周转。由于下游需求保持快速增长，2025年Q1锂电排产淡季不淡，库存总体小幅回升。
- **投资建议：**2024年产业链净利润降幅收窄，2025Q1净利润同环比大幅改善，盈利拐点或已现。在锂电池需求维持较快增长的同时，新建产能扩张放缓，落后产能持续出清，行业供需关系正在逐步改善，产业链价格弱稳运行，盈利有望继续边际改善。固态电池产业化持续推进，材料体系和设备环节迭代升级需求将带来新增长点。建议关注业绩有较强支撑的电池环节，边际改善的材料环节头部企业，以及固态电池产业链受益环节。重点标的：宁德时代（300750）、亿纬锂能（300014）、科达利（002850）、当升科技（300073）、璞泰来（603659）、天赐材料（002709）、星源材质（300568）、天奈科技（688116）、先导智能（300450）、纳科诺尔（832522）。
- **风险提示：**下游需求不及预期风险；市场竞争加剧风险；原材料价格大幅波动风险；固态电池产业化进程不及预期风险；贸易摩擦升级风险。

本报告的风险等级为中高风险。

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

目 录

1. 2024：产业链整体业绩下滑，利润进一步向电池环节转移	4
1. 1 产业链净利润持续下降，但降幅收窄	4
1. 2 锂电池是唯一净利润同比增长环节	6
1. 3 盈利能力分化，仅锂电池环节有所提升	7
1. 4 资产减值损失同比基本持平	9
1. 5 经营现金流同比小幅减少，集中流向锂电池环节	9
1. 6 资本开支减少，产能扩张节奏持续放缓	11
2. 2025Q1：产业链盈利同环比增幅亮眼	12
2. 1 营收和净利润均实现同比增长	12
2. 2 大部分细分环节净利润同环比大幅改善	12
2. 3 资产减值损失大幅减少是净利润环比改善的重要原因之一	13
2. 4 盈利能力环比显著提升	13
2. 5 经营现金流同比改善	16
2. 6 维持存货高周转，库存小幅回升	17
3. 投资建议	18
4. 风险提示	18

插图目录

图 1：2020–2024 锂电池产业链营收及同比	4
图 2：2020–2024 锂电池产业链毛利及同比	4
图 3：2020–2024 锂电池产业链归母净利润及同比	4
图 4：2020–2024 锂电池产业链扣非净利润及同比	4
图 5：全球锂电池出货量	5
图 6：2020–2024 年锂电池产业链净利润分布	7
图 7：2020–2024 年锂电池产业链毛利率和净利率	7
图 8：2020–2024 年锂电池产业链净资产收益率	7
图 9：2020–2024 年锂电池产业链三项费用率	8
图 10：2020–2024 年锂电池产业链研发费用率	8
图 11：2020–2024 年锂电池产业链资产减值损失	9
图 12：2023–2024 年产业链各环节资产减值损失（亿元）	9
图 13：2020–2024 年锂电池产业链经营活动现金流净额	10
图 14：2023–2024 年锂电池产业链各环节经营活动现金流净额比较（亿元）	10
图 15：2020–2024 年锂电池产业链资本开支情况	11
图 16：2023–2024 年锂电池产业链各环节资本开支对比（亿元）	11
图 17：23Q1–25Q1 锂电池产业链营收及同环比	12
图 18：23Q1–25Q1 锂电池产业链归母净利润及同环比	12
图 19：2025Q1 锂电池产业链各环节资产减值损失同环比情况（亿元）	13
图 20：23Q1–25Q1 锂电池产业链毛利率和净利率	14
图 21：23Q1–25Q1 锂电池产业链净资产收益率	14
图 22：23Q1–25Q1 锂电池产业链三项费用率	15
图 23：23Q1–25Q1 锂电池产业链研发费用率	15
图 24：23Q1–25Q1 锂电池产业链经营活动现金流净额（亿元）	16

图 25: 2025Q1 锂电池产业链各环节经营活动现金流净额比较 (亿元)	16
图 26: 锂电池产业链存货周转率	17
图 27: 锂电池产业链存货及占总资产比例	17
图 28: 截至 2025Q1 末锂电池产业链各环节存货余额比较 (亿元)	17

表格目录

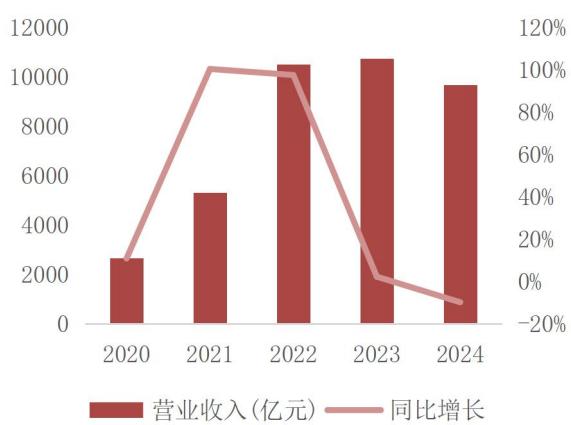
表 1: 2024 年和 2025Q1 锂电池产业链价格变动	5
表 2: 锂电池产业链各环节 2024 年业绩情况	6
表 3: 锂电池产业链各环节 2024 年盈利能力变化	8
表 4: 锂电池产业链各环节 2024 年期间费用率变化	9
表 5: 锂电池产业链各环节 2025Q1 业绩情况	13
表 6: 锂电池产业链各环节 2025Q1 盈盈利能力变化	14
表 7: 锂电池产业链各环节 2025Q1 销售费用率和管理费用率变化	15
表 8: 锂电池产业链各环节 2025Q1 财务费用率和研发费用率变化	15
表 9: 重点公司盈利预测及投资评级 (2025/5/9)	18

1. 2024：产业链整体业绩下滑，利润进一步向电池环节转移

1.1 产业链净利润持续下降，但降幅收窄

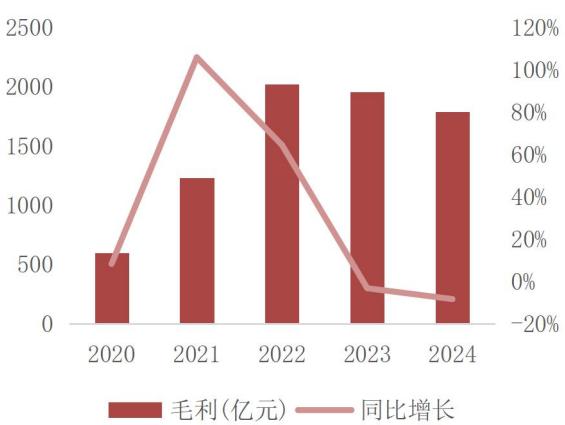
2024 年产业链归母净利润持续下降，但降幅收窄。锂电池产业链包括锂电池、正极材料、负极材料、电解液、隔膜、其他材料及锂电设备等细分环节。产业链 2024 年实现营收 9679.92 亿元，同比下降 9.92%；毛利 1791.11 亿元，同比下降 8.44%；归母净利润 592.09 亿元，同比下降 11.09%；扣非后净利润 491.68 亿元，同比下降 12.63%。锂电池下游需求保持快速增长，但在产能阶段性过剩的背景下，2024 年产业链价格持续下行，近三年行业业绩持续下滑，2024 年净利润降幅有所收窄。

图 1：2020–2024 锂电池产业链营收及同比



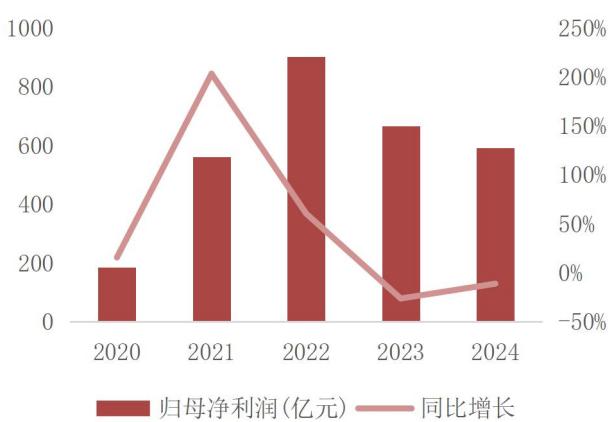
数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 2：2020–2024 锂电池产业链毛利及同比



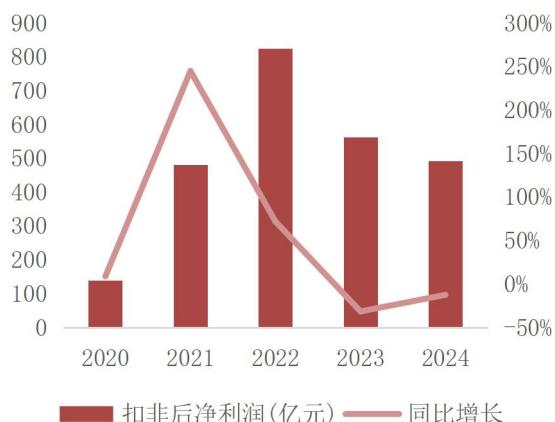
数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 3：2020–2024 锂电池产业链归母净利润及同比



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 4：2020–2024 锂电池产业链扣非后净利润及同比

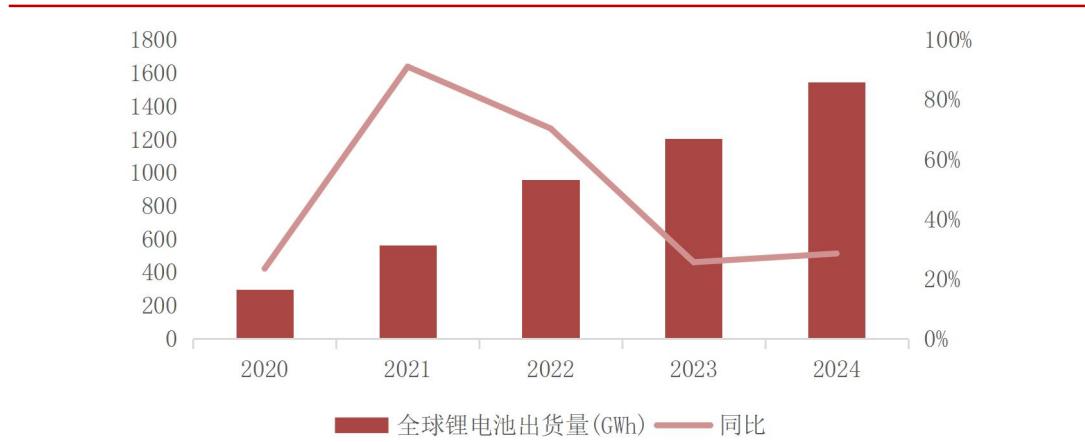


数据来源：Wind，东莞证券研究所

2024 年全球锂电池需求保持快速增长。根据 EVTank 数据，2024 年全球锂电池出货量 1545.1GWh，同比增长 28.5%；其中中国出货量 1214.6GWh，同比增长 36.9%，占比将近

八成，占比进一步提升，一方面是国内市场的需求持续高增长，另一方面是龙头企业加速出海带来了出货量的显著增长。

图 5：全球锂电池出货量



数据来源：EVTank，东莞证券研究所

2024 年产业链各环节价格持续下行，2025Q1 弱稳运行。截至 2024 年底，锂电池产业链各环节的价格均较年初进一步下行。而 2025 年一季度，产业链整体价格呈弱稳运行的状态。其中，三元材料、低端负极、干法隔膜等材料价格回升，部分环节价格继续有所下行，但下行的幅度已较小。

表 1：2024 年和 2025Q1 锂电池产业链价格变动

环节	品种	单位	2024/1/1	2024/12/31	2025/3/31	2024 年变动	2025Q1 变动
锂盐	碳酸锂	万元/吨	9.60	7.60	7.46	-20.83%	-1.84%
	氢氧化锂	万元/吨	9.47	7.58	7.58	-19.96%	0.00%
正极材料	磷酸铁锂	万元/吨	4.40	3.37	3.37	-23.52%	0.00%
	三元材料 523	万元/吨	12.20	10.15	11.95	-16.80%	17.73%
负极材料	三元材料 622	万元/吨	13.30	11.45	12.65	-13.91%	10.48%
	三元材料 811	万元/吨	15.95	14.25	14.95	-10.66%	4.91%
负极材料	人造石墨：高端	万元/吨	5.34	4.85	4.85	-9.18%	0.00%
	人造石墨：低端	万元/吨	2.62	1.90	2.05	-27.48%	7.89%
电解液	石墨化高端	万元/吨	1.10	1.00	0.98	-9.09%	-2.00%
	石墨化低端	万元/吨	0.90	0.80	0.80	-11.11%	0.00%
电解液	六氟磷酸锂	万元/吨	7.00	6.25	6.05	-10.71%	-3.20%
	电解液：磷酸铁锂	万元/吨	1.88	1.85	1.83	-1.60%	-1.08%
隔膜	电解液：三元	万元/吨	2.90	2.39	2.37	-17.59%	-1.05%
	湿法隔膜	元/m ²	1.10	0.80	0.80	-27.27%	0.00%

干法隔膜	元/m ²	0.59	0.41	0.43	-30.51%	4.88%
动力电池	方形铁锂电池	元/Wh	0.43	0.35	0.34	-18.60%
	方形三元电芯	元/Wh	0.52	0.45	0.44	-13.46%

资料来源：iFinD，百川盈孚，东莞证券研究所

1.2 锂电池是唯一净利润同比增长环节

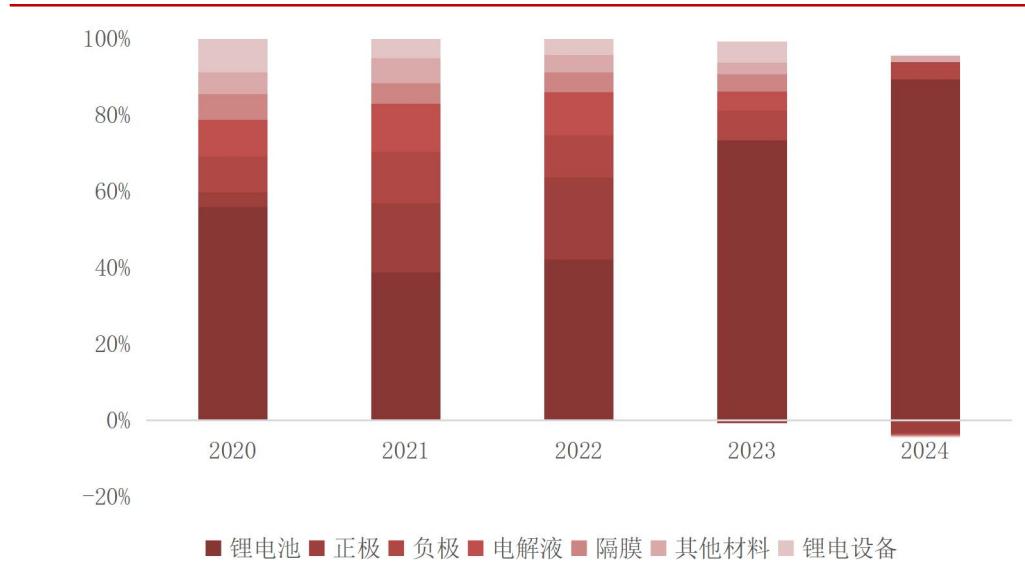
分环节看，锂电池是唯一净利润同比增长环节。2024年，仅锂电池环节的净利润实现同比增长。锂电池的营收同比小幅下降4.98%，终端新能源汽车销量保持增长带动动力电池出货量同比增长，但电池价格下跌使得营收同比有所下降；而上游材料成本持续下行，降本增效带来归母净利润实现同比双位数增长，增幅达17.25%。各环节电池材料因产品价格下行导致净利润同比均有较大幅度的下降，各环节的降幅依次为：正极（-386.78%）>电解液（-108.03%）>隔膜（-106.20%）>其他材料（-45.66%）>负极（-44.57%）。由于产能阶段性过剩，锂电池企业产能扩张放缓，影响锂电设备的需求增长，导致锂电设备环节的净利润同比下降105.84%。

表 2：锂电池产业链各环节 2024 年业绩情况

产业链环节	2024 营收 (亿元)	同比	2024 归母净利润 (亿元)	同比	2024 扣非后净利 润(亿元)	同比
锂电池	5697.11	-4.98%	580.88	17.25%	501.20	16.24%
正极	1948.73	-22.53%	-21.86	-386.78%	-28.63	-21.57%
负极	598.67	-16.63%	28.83	-44.57%	23.07	-48.11%
电解液	341.88	-10.79%	-2.76	-108.03%	-4.32	-113.41%
隔膜	137.05	-8.97%	-1.92	-106.20%	-3.31	-111.00%
其他材料	530.74	19.87%	11.10	-45.66%	8.03	-44.57%
锂电设备	425.75	-21.11%	-2.18	-105.84%	-4.37	-112.89%

资料来源：Wind，东莞证券研究所

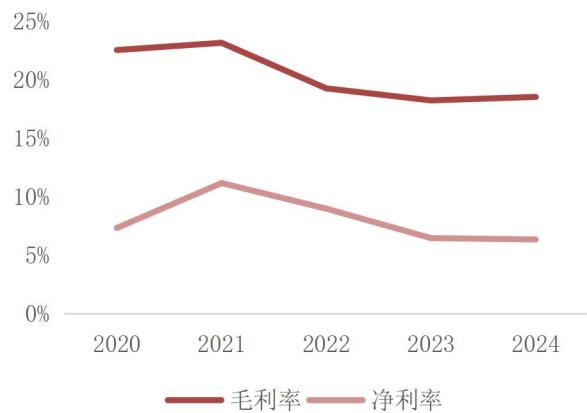
从产业链净利润分布来看，上游材料环节的利润显著向中游锂电池环节转移。锂电池环节的净利润占比从2021年开始逐年提升，2021年-2024年的占比分别为38.8%、42.18%、74.39%、98.11%，2024年占比较2023年大幅提升23.72pct。其次是负极材料和其他材料环节的净利润占比分别为4.87%和1.88%。而正极材料、电解液、隔膜等材料环节和锂电设备环节2024年均为亏损，净利润占比分别为-3.69%、-0.47%、-0.33%、-0.37%。除了锂电池环节，产业链其余环节的净利润占比同比均有所下降。

图 6：2020-2024年锂电池产业链净利润分布


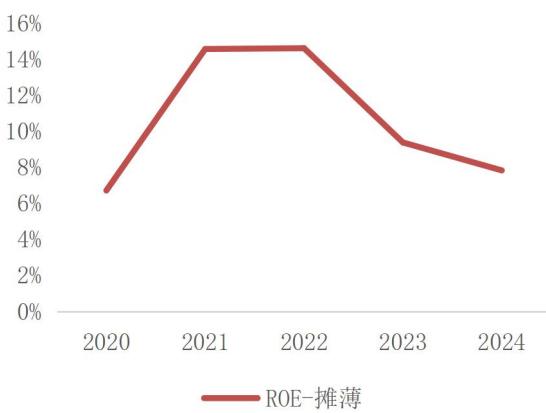
数据来源：Wind, 东莞证券研究所

1.3 盈利能力分化，仅锂电池环节有所提升

2024年产业链的毛利率和净利率相对稳定，ROE持续下降。2024年锂电池产业链的整体毛利率为18.50%，同比上升0.30pct；净利率为6.32%，同比下降0.12pct；ROE-摊薄为7.82%，同比下降1.55pct，近三年ROE呈持续下降走势，主要原因在于随着产能持续释放，资产规模不断扩大，而产业链的利润规模却持续下滑。

图 7：2020-2024年锂电池产业链毛利率和净利率


数据来源：Wind, 东莞证券研究所

图 8：2020-2024年锂电池产业链净资产收益率


数据来源：Wind, 东莞证券研究所

分环节看，仅锂电池的盈利能力同比有所提升，其余环节均有不同程度的下滑。2024年，锂电设备、锂电池、负极材料、隔膜、电解液、其他材料、正极材料的毛利率依次为27.95%/21.64%/20.96%/15.72%/14.72%/10.87%/9.46%。其中，仅锂电池的盈利能力同比有所提升，毛利率、净利率、ROE-摊薄分别提升1.11pct、1.93pct、0.18pct，主要得益于上游材料跌价，成本持续下降。正极材料、负极材料、其他材料环节的盈利能力

力同比下降幅度相对较小，其次是锂电设备和电解液环节，而隔膜环节的盈利能力同比下降幅度最大，该环节 2024 年的价格跌幅也是最大。

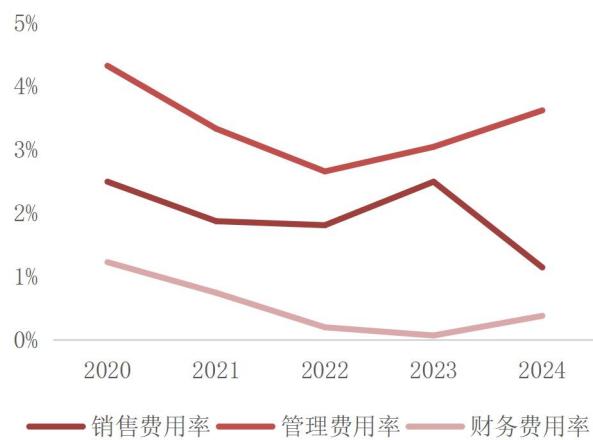
表 3：锂电池产业链各环节 2024 年盈利能力变化

产业链环节	2024 毛利率	同比(pct)	2024 净利率	同比(pct)	2024 ROE-摊薄	同比(pct)
锂电池	21.64%	1.11	10.56%	1.93	15.07%	0.18
正极	9.46%	1.07	-1.42%	-1.02	-1.66%	-1.33
负极	20.96%	-0.03	5.40%	-2.34	4.23%	-3.51
电解液	14.72%	-5.91	-1.38%	-10.04	-0.64%	-8.24
隔膜	15.72%	-23.10	-2.11%	-23.66	-0.56%	-9.01
其他材料	10.87%	-2.34	1.90%	-2.80	2.22%	-1.96
锂电设备	27.95%	-3.12	0.75%	-7.09	-0.50%	-8.95

资料来源：Wind, 东莞证券研究所

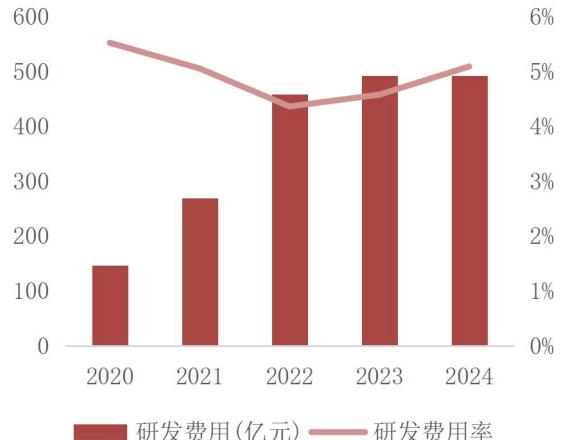
2024 年产业链期间费用率同比基本持平。2024 年锂电池产业链的销售/管理/财务/研发费用率分别为 1.14%/3.62%/0.38%/5.09%，期间费用率合计为 10.23%，同比上升 0.05pct。除销售费用率同比下降外，管理费用率、财务费用率和研发费用率同比均有所提升。研发费用合计 492.57 亿元，同比略有增长 0.18%，在营收下滑的背景下，研发费用率同比上升 0.51pct。销售/管理/财务费用率同比分别 -1.35pct/0.57pct/0.31pct。

图 9：2020–2024 年锂电池产业链三项费用率



数据来源：Wind, 东莞证券研究所

图 10：2020–2024 年锂电池产业链研发费用率



数据来源：Wind, 东莞证券研究所

锂电池和其他材料环节的期间费用率同比有所下降，其余环节均同比上升。锂电池环节的期间费用率同比 -1.26pct，在营收小幅下降的同时，降本措施显效。其他材料环节的期间费用率同比 -0.34pct，该环节是唯一营收实现同比增长的细分环节。正极材料、负极材料、电解液、隔膜、锂电设备环节的期间费用率同比升幅在 1.5pct–3.5pct 之间。这些环节的营收同比均有较大幅度的下滑，而费用支出相对刚性。

表 4: 锂电池产业链各环节 2024 年期间费用率变化

产业链环节	2024 销售费用率	同比 (pct)	2024 管理费用率	同比 (pct)	2024 财务费用率	同比 (pct)	2024 研发费用率	同比 (pct)
锂电池	1.21%	-2.48	3.39%	0.42	-0.38%	0.27	5.54%	0.54
正极	0.62%	0.15	3.12%	0.93	1.60%	0.54	3.20%	0.37
负极	1.04%	0.07	4.23%	0.66	1.64%	0.33	5.04%	0.49
电解液	1.06%	0.06	4.73%	0.56	0.64%	0.48	4.89%	0.65
隔膜	1.33%	0.48	6.39%	1.86	2.61%	0.95	6.65%	0.20
其他材料	0.45%	-0.06	2.59%	-0.17	1.75%	0.25	3.49%	-0.37
锂电设备	3.73%	-0.14	7.61%	1.47	0.57%	0.46	9.41%	1.04

资料来源: Wind, 东莞证券研究所

1.4 资产减值损失同比基本持平

2024 年产业链资产减值损失同比基本持平。在产能阶段性过剩的背景下，2024 年产业链各个环节的价格持续下行，导致产业链存货跌价计提，造成资产减值损失。2024 年产业链价格的跌势相较于 2023 年趋缓，同时企业更加注重库存管理，因此，2024 年产业链资产减值损失较上年基本持平，并没有进一步扩大损失。2024 年产业链资产减值损失合计 -194.66 亿元，损失同比小幅增加 1.84 亿元。其中，锂电池环节的资产减值损失居前，达 -106.84 亿元，损失同比增加 19.21 亿元。电解液和隔膜环节的资产减值损失同比增幅最显著。而正极材料和负极材料的资产减值损失则同比减少。

图 11: 2020-2024 年锂电池产业链资产减值损失

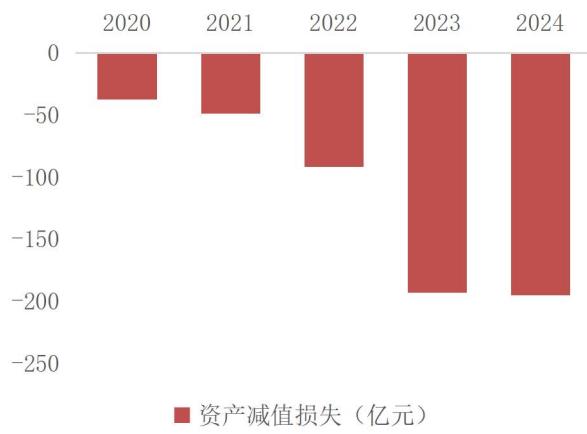
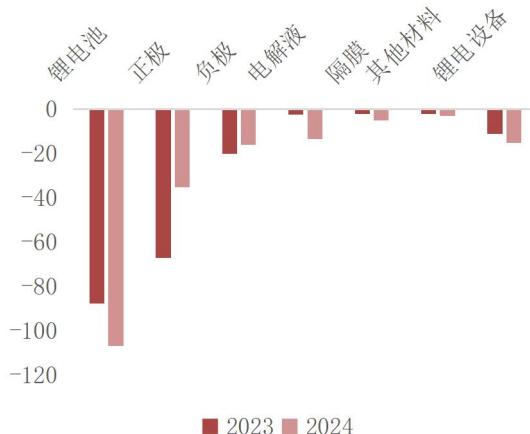


图 12: 2023-2024 年产业链各环节资产减值损失 (亿元)



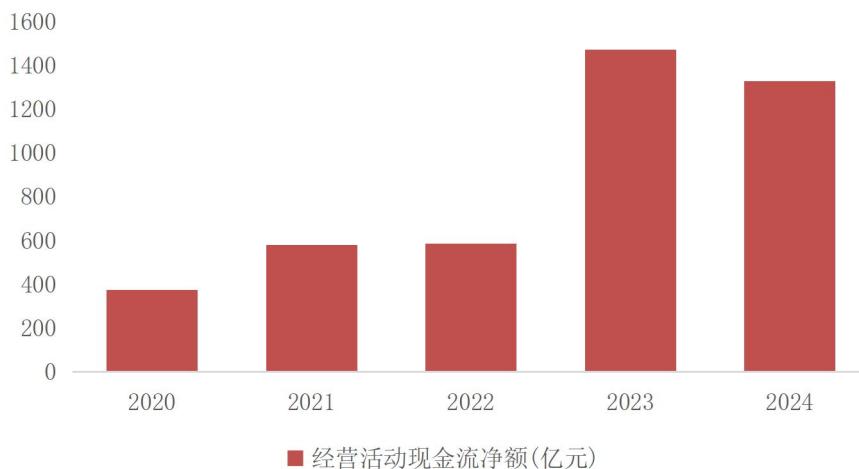
数据来源: Wind, 东莞证券研究所

数据来源: Wind, 东莞证券研究所

1.5 经营现金流同比小幅减少，集中流向锂电池环节

2024 年产业链经营现金流净额同比小幅减少。近两年在行业竞争加剧的大环境下，企业更加重视现金流，加强回款。2024 年锂电池产业链实现经营活动现金流净额合计为 1328.67 亿元，同比小幅减少 9.80%。现金流减少主要系营收和净利润同比下降所致。

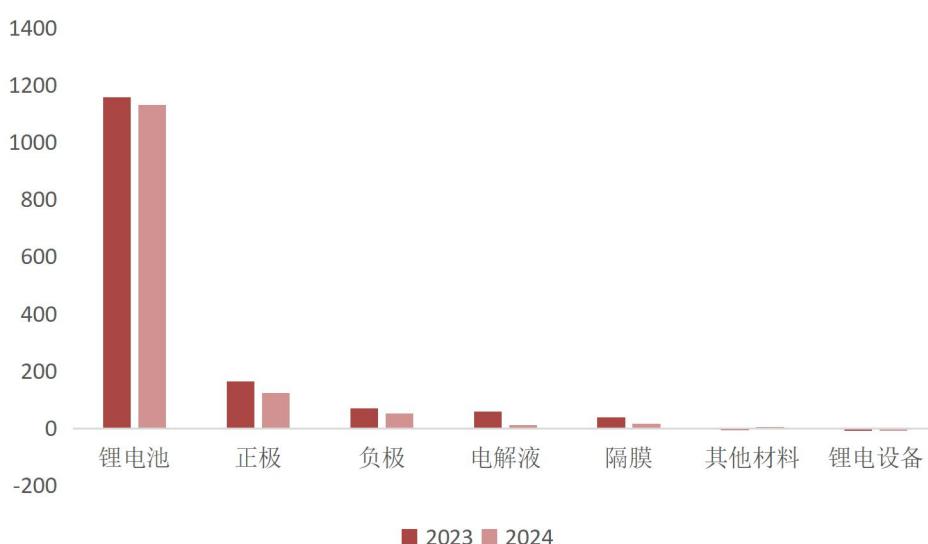
图 13：2020–2024年锂电池产业链经营活动现金流净额



数据来源：Wind，东莞证券研究所

从经营现金流分布来看，2024 年产业链的经营现金流集中在锂电池环节。2024 年锂电池环节实现经营现金流净额 1130.78 亿元，同比减少 2.36%，现金流显著好于产业链其他环节，占比 85.11%，体现锂电池厂商的回款能力和资金周转能力较强。产业链各环节仅锂电设备的经营现金流为负，锂电设备环节的现金流为 -8.16 亿元，同比有小幅改善。其余环节均实现经营现金流为正。正极材料、负极材料、隔膜、电解液、其他材料环节的经营活动现金流净额依次为 123.31 亿元、50.91 亿元、15.27 亿元、11.13 亿元、5.44 亿元，其中，其他材料环节的现金流同比由负转正，增幅明显，其余环节的现金流同比均有减少。

图 14：2023–2024年锂电池产业链各环节经营活动现金流净额比较（亿元）

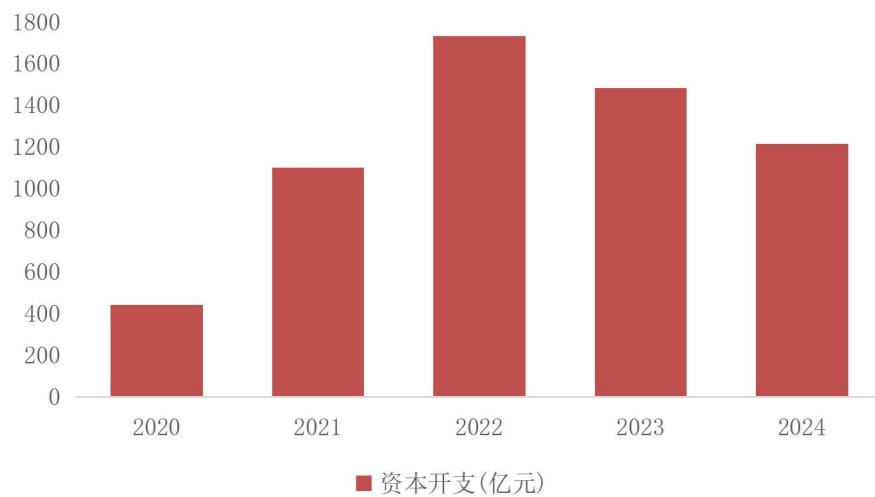


数据来源：Wind，东莞证券研究所

1.6 资本开支减少，产能扩张节奏持续放缓

2024 年产业链资本开支同比继续下降。在产能过剩的倒逼下，锂电池产业链的产能扩张节奏放缓。近三年产业链的资本开支呈逐年下降的趋势。2024 年产业链购建固定资产、无形资产和其他长期资产的资本开支合计为 1216.73 亿元，同比减少 17.88%。

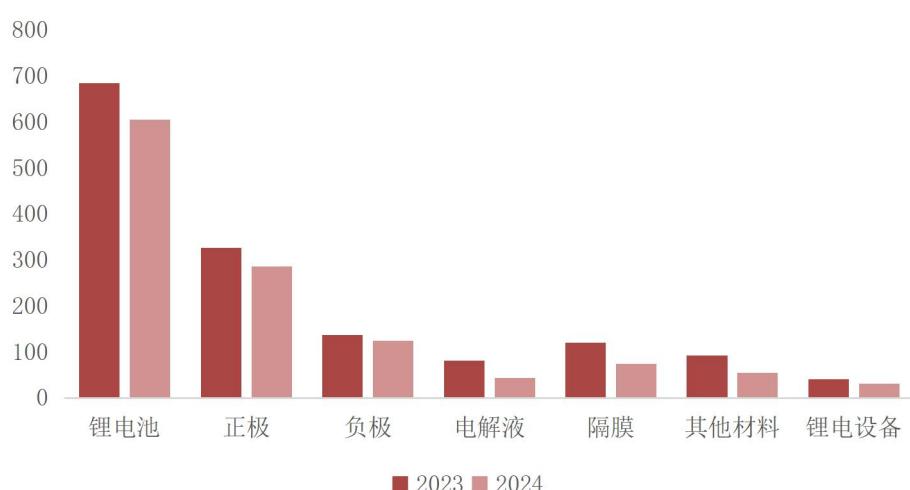
图 15：2020–2024 年锂电池产业链资本开支情况



数据来源：Wind，东莞证券研究所

2024 年产业链各环节资本开支同比均下降。2024 年锂电池环节的资本开支为 604.60 亿元，同比下降 11.73%。在下游锂电池厂商缩减资本开支的带动下，上游各材料环节和锂电设备环节的资本开支均有缩减。正极/负极/电解液/隔膜/其他材料/锂电设备的资本开支同比分别 -12.26%/-9.58%/-47.52%/-38.41%/-40.28%/-24.15%。

图 16：2023–2024 年锂电池产业链各环节资本开支对比（亿元）



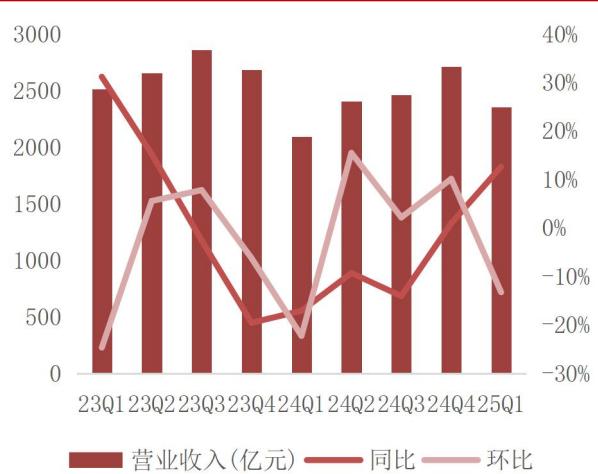
数据来源：Wind，东莞证券研究所

2. 2025Q1：产业链盈利同环比增幅亮眼

2.1 营收和净利润均实现同比增长

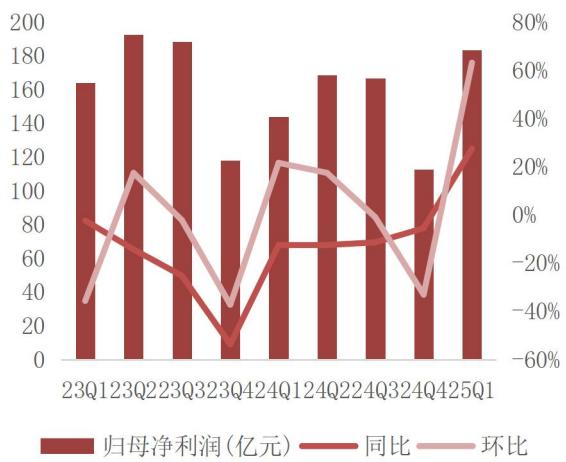
近三年来产业链 Q1 净利润首次实现同比增长。锂电池产业链 2025Q1 实现营收 2353.66 亿元，同比增长 12.62%，环比下降 13.27%。自 2023 年 Q3 至 2024 年 Q3，产业链单季度营收持续同比下降，2024 年 Q4 首次实现同比小幅增长，2025 年 Q1 营收延续同比增长态势，且增幅扩大。2025Q1 营收环比下降系存在季节性因素的影响。产业链 2025Q1 实现归母净利润 183.40 亿元，同比增长 27.44%，环比增长 63.06%，近三年来产业链 Q1 净利润首次实现同比增长。

图 17：23Q1-25Q1锂电池产业链营收及同环比



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 18：23Q1-25Q1锂电池产业链归母净利润及同环比



数据来源：Wind，东莞证券研究所

2.2 大部分细分环节净利润同环比大幅改善

分环节看，2025Q1 除隔膜和锂电设备外，其余环节的归母净利润均实现同比增长；除锂电池外，其余环节的归母净利润均实现环比增长。营收方面，从同比的角度，仅锂电设备环节同比下降，其余环节均有较快增长。锂电设备环节营收同比下降系下游锂电池厂商产能扩张放缓影响需求所致，其余环节营收同比增长，系受益于锂电池需求保持快速增长，同时产业链各环节价格基本止跌企稳。从环比的角度，各环节营收环比均有所下降，主要系季节性因素影响。归母净利润方面，从同比的角度，隔膜和锂电设备环节有较大降幅，其余环节均实现同比大幅增长。从环比的角度，仅锂电池环节环比小幅下降，其余环节环比均有显著增长。

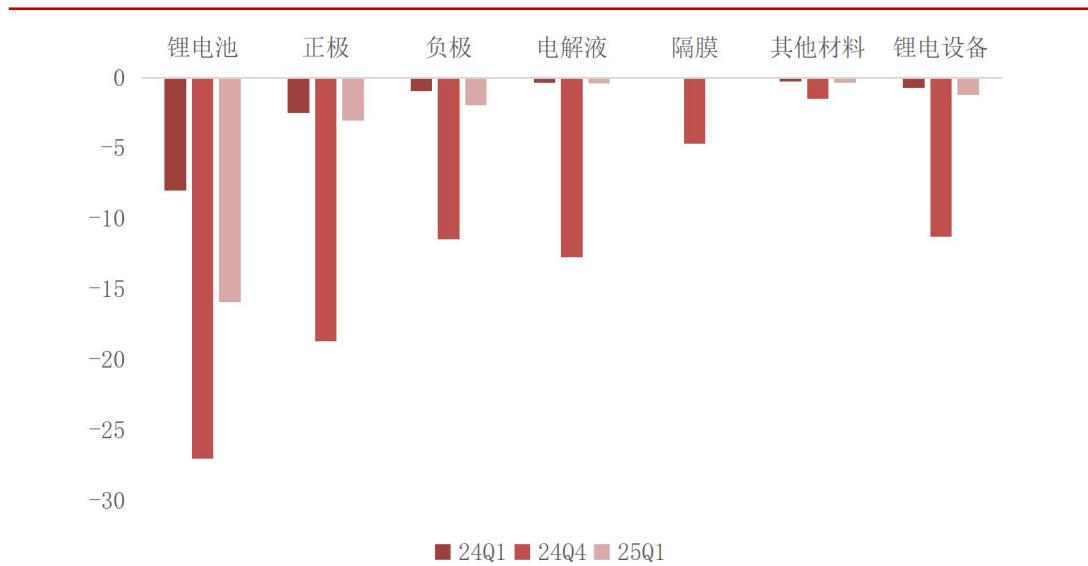
表 5：锂电池产业链各环节 2025Q1 业绩情况

产业链环节	2025Q1 营收 (亿元)	同比	环比	2025Q1 归母净 利润 (亿元)	同比	环比
锂电池	1332.87	9.51%	-18.73%	154.58	30.44%	-7.53%
正极	504.77	15.22%	-0.83%	4.75	40.12%	117.67%
负极	152.81	19.18%	-10.08%	10.60	39.00%	598.61%
电解液	93.56	30.63%	-2.09%	3.01	67.46%	131.97%
隔膜	36.18	18.92%	-0.46%	0.73	-72.59%	107.38%
其他材料	144.84	44.93%	-8.68%	5.41	304.79%	66.13%
锂电设备	88.64	-15.16%	-15.10%	4.31	-49.90%	132.40%

资料来源：Wind，东莞证券研究所

2.3 资产减值损失大幅减少是净利润环比改善的重要原因之一

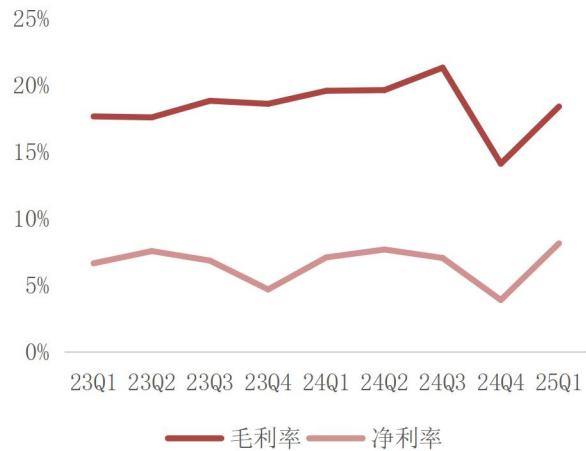
2025Q1 资产减值损失环比大幅减少，是产业链净利润环比大幅改善的重要原因之一。2025Q1 锂电池产业链的资产减值损失合计为 -22.89 亿元，同比增加 9.98 亿元，环比大幅减少 64.47 亿元。资产减值损失同比增加主要系 2025Q1 产业链价格低于 2024Q1；环比大幅减少主要系产业链在 2024Q4 存货跌价计提较为集中，且产业链整体价格在 2025Q1 弱稳运行，部分环节甚至上涨。分环节看，锂电池环节是 2025Q1 产业链资产减值损失同比增加的主要环节，损失同比增加 7.92 亿元。各环节的资产减值损失环比均有显著幅度的减少。

图 19：2025Q1 锂电池产业链各环节资产减值损失同环比情况（亿元）


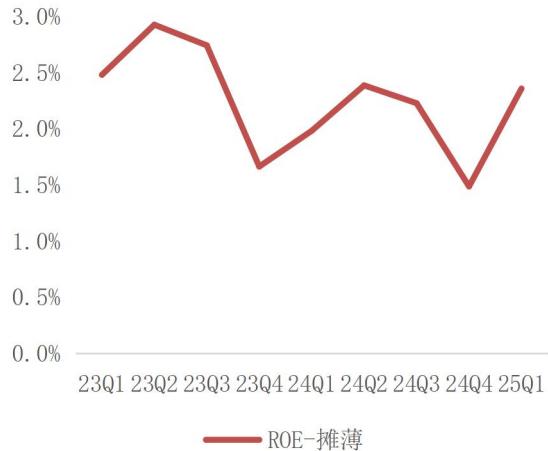
数据来源：Wind，东莞证券研究所

2.4 盈利能力环比显著提升

锂电池产业链 2025Q1 毛利率和净利率环比显著提升。锂电池产业链 2025Q1 毛利率为 18.39%，同比下降 1.18pct，环比上升 4.28pct；净利率为 8.13%，同比上升 1.05pct，环比上升 4.25pct；ROE-摊薄为 2.36%，同比上升 0.38pct，环比上升 0.87pct。

图 20：23Q1-25Q1 锂电池产业链毛利率和净利率


数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 21：23Q1-25Q1 锂电池产业链净资产收益率


数据来源：Wind，东莞证券研究所

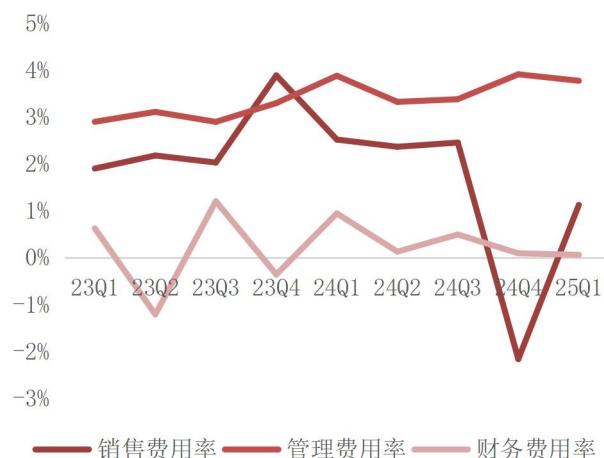
分环节看，2025Q1 产业链各环节的盈利能力同比变动不一，环比均有提升。2025 年 Q1，锂电设备、负极材料、锂电池、隔膜、电解液、其他材料、正极材料的毛利率依次为 29.30%/22.11%/21.65%/19.20%/15.30%/11.32%/9.29%。锂电池、正极、隔膜、锂电设备等环节的毛利率同比下降，负极、电解液、其他材料的毛利率同比上升。净利率方面，仅隔膜和锂电设备的净利率同比下降，其余环节同比均有提升。环比的角度，产业链各环节的毛利率和净利率均有不同程度的提升。

表 6：锂电池产业链各环节 2025Q1 盈利能力变化

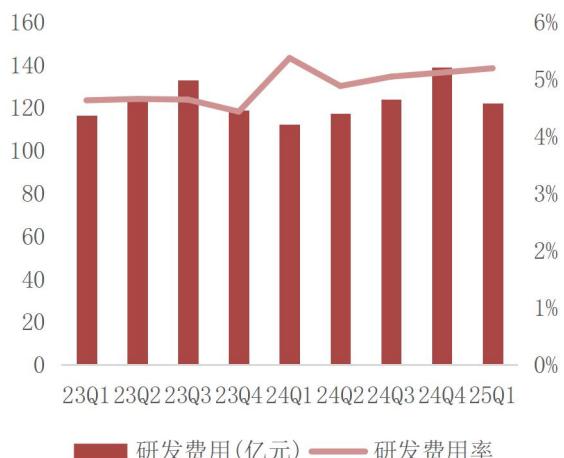
产业链环节	2025Q1 毛利率	同比 (pct)	环比 (pct)	2025Q1 净利率	同比 (pct)	环比 (pct)
锂电池	21.65%	-1.48	6.30	12.01%	2.04	1.73
正极	9.29%	-0.23	0.73	0.99%	0.08	7.81
负极	22.11%	0.84	1.82	7.90%	1.43	6.81
电解液	15.30%	0.92	0.66	2.96%	1.53	13.41
隔膜	19.20%	-3.69	24.63	1.78%	-6.88	31.70
其他材料	11.32%	1.36	0.15	3.79%	2.84	1.90
锂电设备	29.30%	-0.79	6.96	6.09%	-3.31	17.89

资料来源：Wind，东莞证券研究所

2025Q1 产业链期间费用率同比下降，环比上升。锂电池产业链 2025Q1 期间费用率合计为 10.13%，同比下降 2.56pct，环比上升 3.19pct。2025Q1 期间费用率的变动趋势与产业链 2025Q1 营收规模同比增长、环比下降的变动趋势相符。具体而言，从同比的角度，销售/管理/财务/研发费用率同比均有所下降，其中管理费用率和研发费用率由于费用支出相对刚性，波动幅度相对较小。从环比的角度，期间费用率上升主要在于销售费用率上升所致，其中锂电池环节的销售费用率环比上升明显，主要系该环节营收因季节性因素导致环比大幅下降；而管理/财务/研发费用率环比均基本持平。

图 22：23Q1–25Q1 锂电池产业链三项费用率


数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 23：23Q1–25Q1 锂电池产业链研发费用率


数据来源：Wind，东莞证券研究所

表 7：锂电池产业链各环节 2025Q1 销售费用率和管理费用率变化

产业链环节	2025Q1 销售费用率	同比(pct)	环比(pct)	2025Q1 管理费用率	同比(pct)	环比(pct)
锂电池	1.26%	-2.32	5.57	3.76%	0.20	0.08
正极	0.46%	-0.07	-0.31	2.98%	-0.11	-0.62
负极	0.92%	-0.27	0.00	3.92%	-1.13	-0.82
电解液	0.99%	-0.01	-0.17	4.04%	-1.90	0.11
隔膜	1.18%	0.36	-1.49	7.26%	0.63	0.18
其他材料	0.39%	-0.14	-0.06	2.40%	-0.86	-0.24
锂电设备	4.33%	0.89	1.15	8.58%	0.89	0.17

资料来源：Wind，东莞证券研究所

表 8：锂电池产业链各环节 2025Q1 财务费用率和研发费用率变化

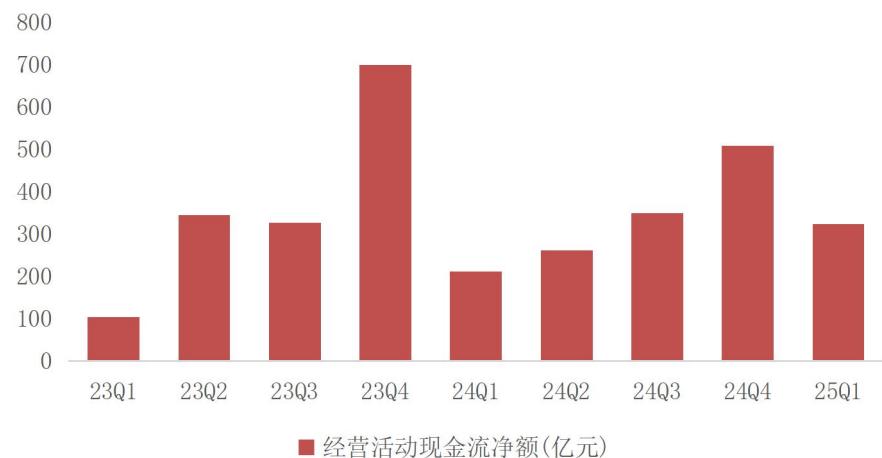
产业链环节	2025Q1 财务费用率	同比(pct)	环比(pct)	2025Q1 研发费用率	同比(pct)	环比(pct)
锂电池	-1.25%	-1.90	-0.59	5.96%	0.02	0.29
正极	1.82%	0.23	0.65	2.74%	-0.58	-0.41
负极	2.14%	0.44	0.93	4.76%	-0.35	-0.07
电解液	0.95%	0.48	0.46	5.45%	0.37	0.16
隔膜	3.28%	1.58	-0.01	6.27%	-0.59	0.72
其他材料	1.89%	0.13	-0.13	3.31%	-0.51	0.05
锂电设备	0.80%	0.79	0.52	10.74%	1.75	1.61

资料来源：Wind，东莞证券研究所

2.5 经营现金流同比改善

2025Q1 锂电池产业链产生经营活动现金流净额为 323.77 亿元，同比增加 53.03%，环比减少 36.27%，环比减少是存在季节性因素影响。

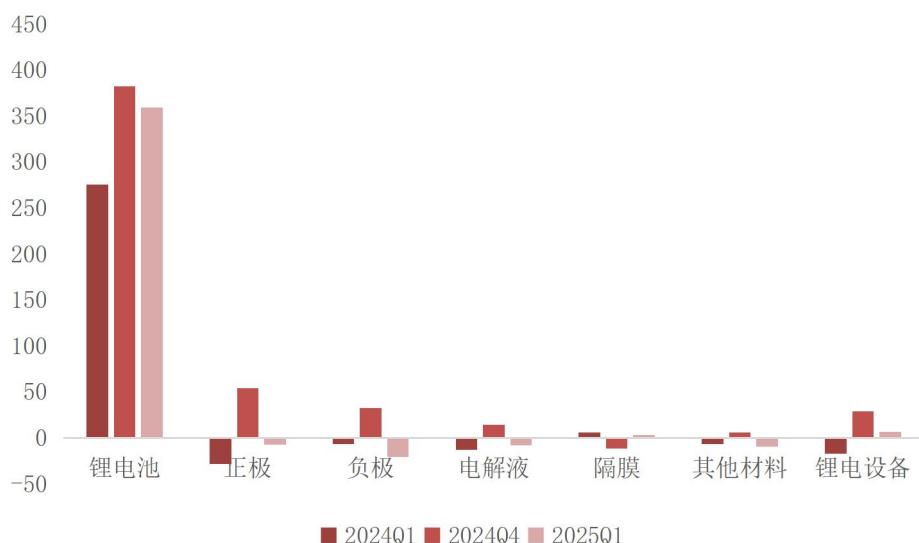
图 24：23Q1–25Q1 锂电池产业链经营活动现金流净额（亿元）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

从经营现金流分布来看，2025Q1 现金流显著集中在锂电池环节。2025Q1 锂电池产业链的经营现金流集中在锂电池环节，锂电池环节实现经营现金流净额为 359.23 亿元。此外，隔膜和锂电设备环节的经营现金流也为正值，其余环节的经营现金流均为负值。同比的角度，锂电池、正极、电解液、锂电设备等环节的现金流增加，其余环节减少。环比的角度，除隔膜环节的现金流增加外，其余环节的现金流均减少。

图 25：2025Q1 锂电池产业链各环节经营活动现金流净额比较（亿元）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

2.6 维持存货高周转，库存小幅回升

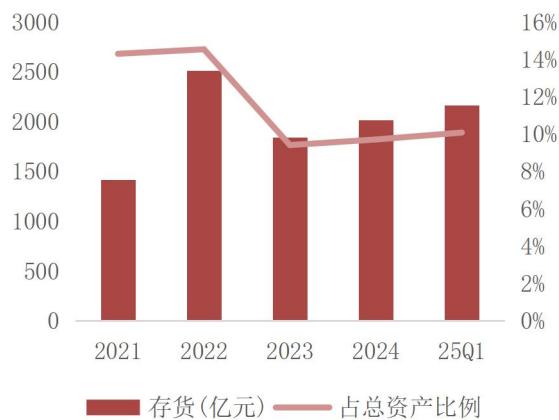
2025Q1 维持存货高周转，库存小幅回升。锂电池产业链经历 2023 年大幅去库存后，2024 年以来维持存货高周转，库存总体处于稳中有升的态势。2025Q1 产业链存货周转率为 0.92 次，与上年同期基本持平，处于近五年同期的最高水平。截至 2024 年末，产业链存货余额合计 2014.36 亿元，同比增加 9.52%；占总资产比例为 9.70%，同比略微上升 0.3pct。截至 2025 年 Q1 末，产业链存货余额合计 2162.90 亿元，较 2024 年末增加 10.07%；占总资产比例为 10.07%，较 2024 年末略微上升 0.37pct。

图 26：锂电池产业链存货周转率



数据来源：Wind，东莞证券研究所

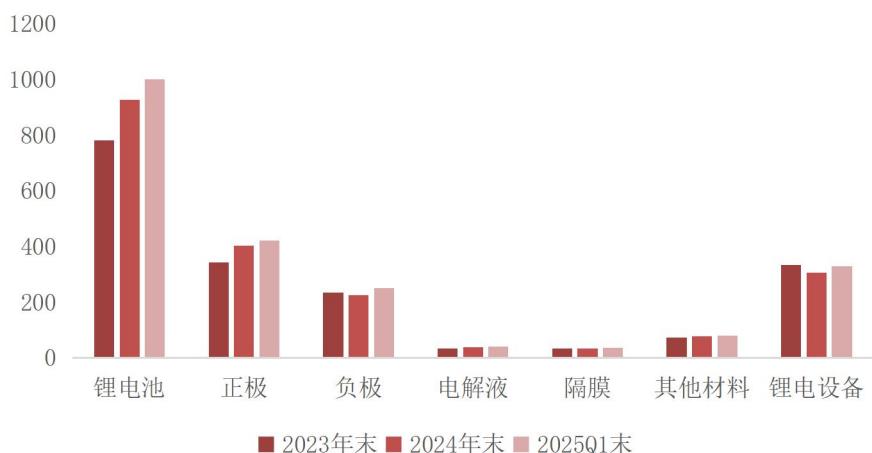
图 27：锂电池产业链存货及占总资产比例



数据来源：Wind，东莞证券研究所

2025Q1 产业链各环节的存货均较 2024 年末有所上升。截至 2025 年 Q1 末，产业链各环节的存货均较 2024 年末有所上升，负极/电解液/锂电池/锂电设备/正极/隔膜/其他材料的存货增幅依次分别为 11.21%/9.56%/8.10%/7.49%/4.48%/3.57%/2.86%。由于下游需求保持快速增长，2025 年 Q1 锂电池厂商排产淡季不淡，导致 2025 年 Q1 末存货余额较 2024 年末有所上升。

图 28：截至2025Q1末锂电池产业链各环节存货余额比较（亿元）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

3. 投资建议

2024 年产业链净利润降幅收窄，2025Q1 净利润同环比大幅改善，盈利拐点或已现。2025 年以旧换新补贴政策加力扩围，新能源汽车销量预期保持快速增长。可再生能源持续发展及新型数据中心配储需求提升将驱动储能需求快速增长。动储双驱动，锂电池需求预计维持较快增长。在下游需求保持较快增长的同时，新建产能扩张放缓，落后产能持续出清，行业供需关系正在逐步改善，有利于优质产能利用率提升。今年以来产业链整体价格弱稳运行，继续往下空间有限，部分环节率先企稳回升。产业链盈利有望继续边际改善。固态电池产业化持续推进，材料体系和设备环节迭代升级需求将带来新增长点。

建议关注业绩有较强支撑的电池环节，边际改善的材料环节头部企业，以及固态电池产业链受益环节。重点标的：宁德时代（300750）、亿纬锂能（300014）、科达利（002850）、当升科技（300073）、璞泰来（603659）、天赐材料（002709）、星源材质（300568）、天奈科技（688116）、先导智能（300450）、纳科诺尔（832522）。

表 9：重点公司盈利预测及投资评级（2025/5/9）

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS (元)			PE			评级	评级变动
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E		
300750	宁德时代	248.27	11.52	14.71	17.71	21.54	16.88	14.02	买入	维持
300014	亿纬锂能	43.32	1.99	2.48	3.14	21.74	17.48	13.81	买入	维持
002850	科达利	127.67	5.38	6.70	8.07	23.72	19.05	15.82	买入	维持
300073	当升科技	40.00	0.93	1.34	1.67	42.94	29.83	23.90	买入	上调
603659	璞泰来	17.24	0.56	1.07	1.35	30.95	16.08	12.81	买入	维持
002709	天赐材料	17.78	0.25	0.59	0.89	71.12	30.20	20.07	买入	上调
300568	星源材质	10.60	0.27	0.33	0.43	39.13	32.06	24.93	买入	维持
688116	天奈科技	43.91	0.73	1.11	1.44	60.50	39.44	30.50	买入	维持
300450	先导智能	20.00	0.18	1.02	1.44	108.70	19.54	13.86	买入	维持
832522	纳科诺尔	58.05	1.48	1.90	2.42	39.22	30.49	24.02	买入	维持

资料来源：iFinD，东莞证券研究所

4. 风险提示

- (1) 下游需求不及预期风险：若新能源汽车终端消费需求和储能需求转弱，动力电池和储能电池的出货量增长或放缓，可能对锂电池产业链企业的经营业绩产生不利影响。
- (2) 市场竞争加剧风险：锂电池产业链产能出现阶段性过剩，若需求端不及预期，市场竞争有加剧可能，企业的盈利面临不确定性风险。
- (3) 原材料价格大幅波动风险：若上游原材料价格出现大幅波动，将对产业链相关企业的经营稳定性及业绩产生不利影响。
- (4) 固态电池产业化进程不及预期风险：固态电池的技术还不够成熟，仍面临尚未解决的科学难题，生产成本也较高，若未来技术发展缓慢，产业化进程有不及预期风险。

(5) 贸易摩擦升级风险：美国和欧盟针对中国新能源产品的一系列贸易保护政策可能对相关产业链出海产生一定的负面影响。

东莞证券研究报告评级体系：

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

行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

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

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

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

证券分析师承诺：

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

声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

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

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22115843

网址：www.dgza.com.cn