

## 整车与电池环节依然强势，龙头穿越周期 --电动车24Q2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9月12日

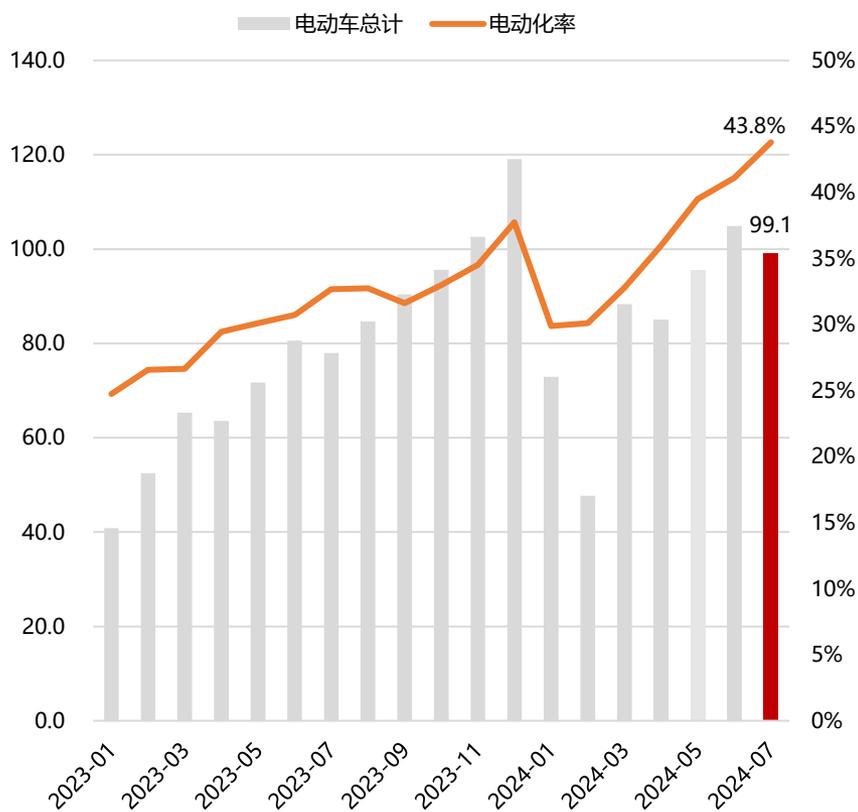
- ◆ **24Q2电动车板块利润同比仍下滑，但环比改善明显，其中整车和电池占利润大头，上游扭亏占比提升：**2024年Q2新能源汽车板块实现营收同比增长1%，环比增长18%；归母净利润同比减少11%，环比增长48%。利润占比看，24Q2整车45%>电池环节35%>中游材料7%>上游资源2%，趋势上看，整车利润占比稳定，Q2上游资源扭亏，利润占比提升，电池环节利润占下降。
- ◆ **24Q2整车、电池、结构件、添加剂利润维持正增长，其余环节同比仍下滑，但环比均改善（除锂电设备）。**24Q2净利同比增速排序为：添加剂211%（道氏扭亏）>整车53%>电池13%>结构件3%>汽车核心零部件0%>铁锂正极-7%>三元前驱体-10%>铝箔-30%>负极-41%>隔膜-62%>锂电设备-63%>六氟磷酸锂及电解液-67%>三元正极-67%>碳酸锂-92%>正极-249%>铜箔-1465%。
- ◆ **板块Q2盈利水平有所改善，资本开支同环比继续下降，负极、隔膜、前驱体、整车在建工程增加，其余基本稳定。**板块Q2毛利率17.3%，同环比+0.5/+0.4pct；归母净利率5.2%，同环比-0.7/+1.1pct，盈利有所改善。Q2板块净现金流同环比-39%/+186%，期末存货较年初增加6%，应收款较年初增加3%。Q2资本开支同环比-26%/-12%，期末在建工程较年初增加15%，其中负极、隔膜、三元前驱体、整车增加幅度较大。期末板块营运资本较年初降-1%，其中铝箔、电池、三元正极改善，其余均下降；无息在手现金较年初下降17%，电池、整车、三元正极环节资金充足，隔膜、前驱体、铁锂、负极环节资金压力大。
- ◆ **展望后续，储能加持，行业维持20%+的复合增长，25H2供需格局开始好转。**全球电动车24年维持近20%增长，25年回落至15%+，但26年随着海外需求恢复，将恢复20%+增长。叠加储能未来三年复合40%增长，整体锂电需求20%+。供给端看，由于24年锂电行业扩产放缓，25年锂电池新增供给增速10-15%，产能利用率将从24年的70%开始恢复至75-80%，盈利水平有望从底部开始改善。
- ◆ **投资建议：**看好竞争格局稳定、盈利优势明显，且有储能加持的标的，首推**宁德时代、比亚迪**，其次看好**亿纬锂能、湖南裕能、科达利、尚太科技**。同时推荐**新宙邦、璞泰来、天赐材料、中伟股份、天奈科技、华友钴业、容百科技、当升科技、永兴材料、中矿资源、赣锋锂业、天齐锂业、威迈斯、恩捷股份、星源材质、德纳纳米、曼恩斯特**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：上半年全球动储需求增长20%+**

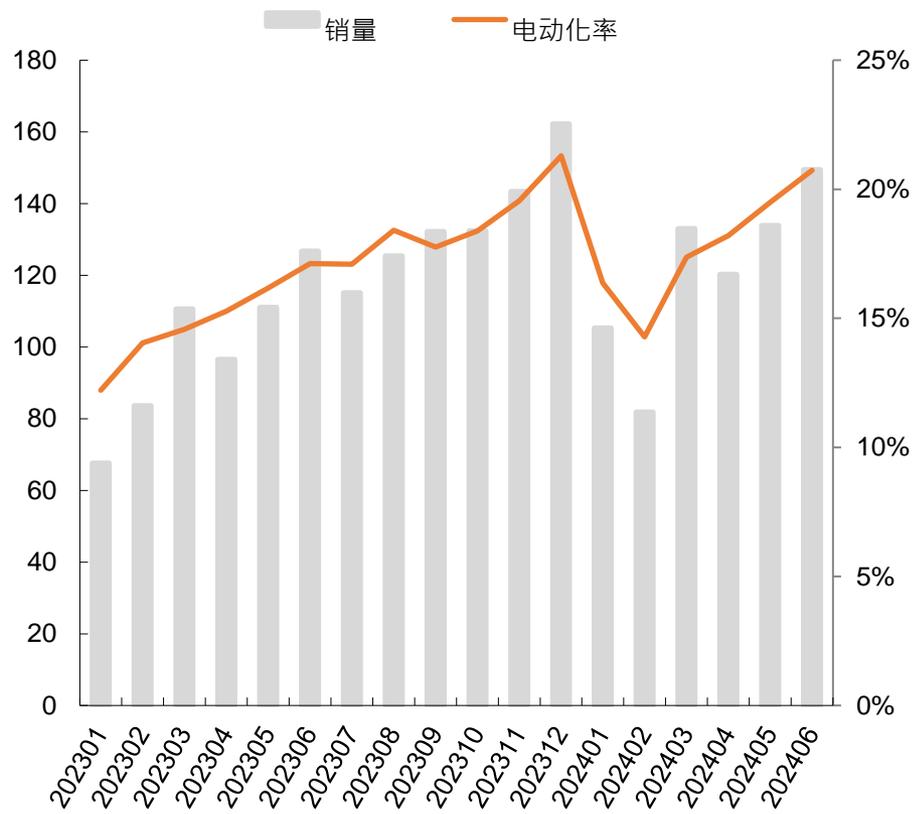
# 动力：24H1全球电动车销量724万辆，同增21%

- ◆ 中汽协数据，国内电动车1-6月累计销494万辆，同比增长32%，累计电动化率35.2%，其中出口60.5万辆，同比增长13%。
- ◆ Marklines数据，全球电动车1-6月累计销724万辆，同比增长21%，累计电动化率18%。

图：国内电动车总销量（万辆，中汽协口径）

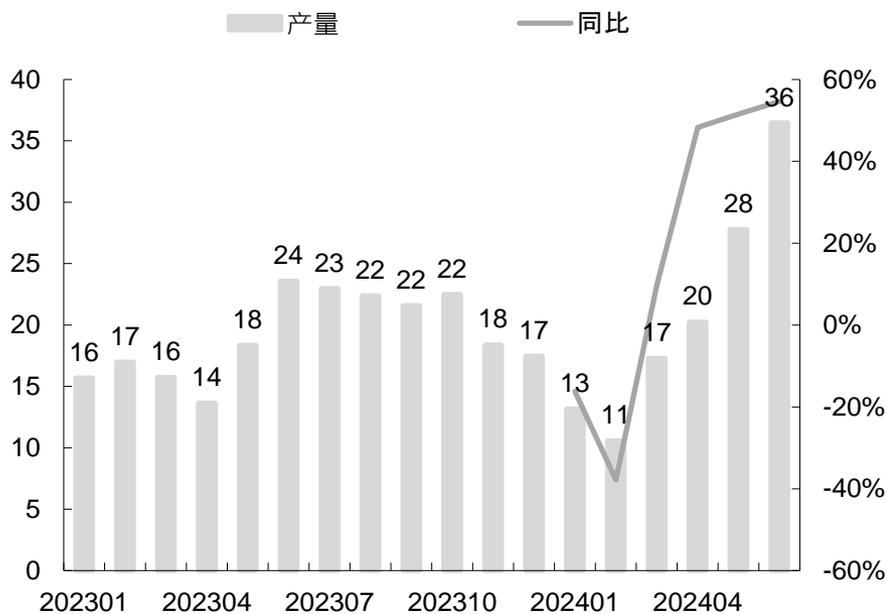


图：全球电动乘用车月度销量（万辆）

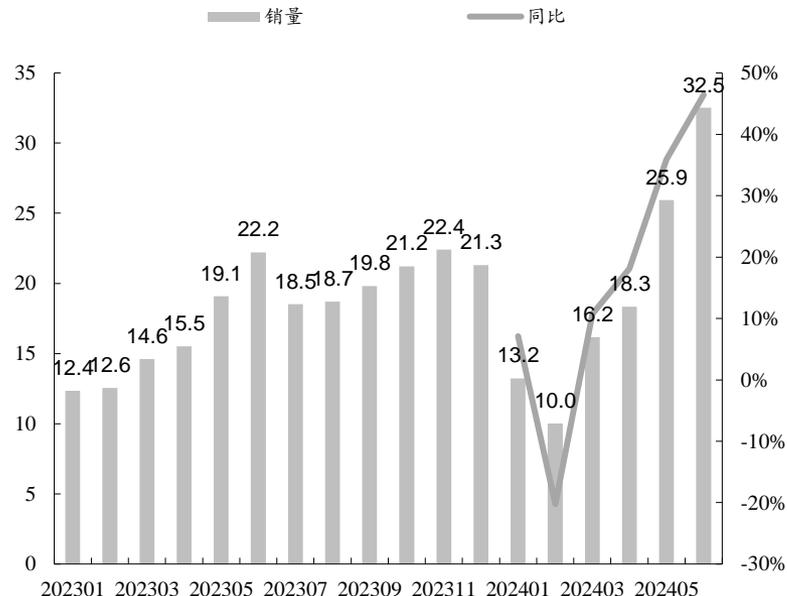


- ◆ 鑫椏咨询数据，2024年H1全球储能电池产量125GWh，同比增长21%；国内储能电池出货量116GWh，同比增长21%。

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：盈利环比改善，利润集中整车和电池环节**

## 1 营收及利润：板块收入增速放缓，电池龙头盈利稳定，中游盈利探底

- ◆ **新能源汽车板块2024年H1营业收入达15713亿元，同比增长-1%，归母净利润736亿元，同比减少26%。**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、整车五个子版块，进行了统计分析。新能源汽车板块整体在2024年H1营业收入15713亿元，同比下滑1%，实现归母净利润736亿元，同比减少26%。2024年H1营业收入同比下降的公司有57家；增幅为0-30%的有38家；增幅为30%以上的有14家。2024H1年归母净利润同比下降的公司有42家；增幅为0-30%的有13家；增幅为30%以上的有15家。
- ◆ **2024年Q2新能源汽车板块实现归母净利润439亿元，同比下降11%，环比增长48%，各板块间分化明显。**2024年Q2新能源汽车板块实现营收8489亿元，同比增长1%，环比增长18%；实现归母净利润439亿元，同比减少11%，环比增长48%。2024Q2收入同比下降的公司共有17家，增幅为0-30%的公司共有52家，增幅为30%以上的公司共有40家。归母净利润24Q2同比下降的公司共有41家，增幅为0-30%的公司共有12家，增幅为30%以上的公司有23家。亏损的公司有25家，扭亏的公司有8家。

图表：新能源汽车板块2024年H1增速分布数量

	收入增速	归属母公司净利润增速
同比负增长	57家	42家
同比增长幅度在0%-30%	38家	13家
同比增长超过30%	14家	15家
亏损	-	26家
扭亏	-	13家
合计	109家	

图表：新能源汽车板块公司2024年Q2增速分布数量

	收入增速	归属母公司净利润增速
同比负增长	17家	41家
同比增长幅度在0%-30%	52家	12家
同比增长超过30%	40家	23家
亏损	-	25家
扭亏	-	8家
合计	109家	

## 2 盈利水平：24年H1上游、中游材料盈利承压，电池、结构件相对稳定

- ◆ **2024H1年新能源汽车板块整体盈利能力同比持平，中游盈利探底：**2024年H1新能源汽车板块整体毛利率为17.1%，与去年同期持平；归母净利率4.7%，同比下降1.5pct；2024Q2毛利率17.3%，同比上升0.5pct，环比上升0.4pct；归母净利率5.2%，同比下降0.7pct，环比提升1.1pct。
- ◆ **2024年H1费用支出增长：**2024H1年费用率12.0%，同比增长2.0pct；2024Q2费用率11.3%，同比增1.7pct，环比下降1.6pct。

图表：新能源汽车板块2024年H1全板块情况

	2023	2024H1	2024H1同比	2024Q2	Q2同比	Q2环比
毛利率	17.3%	17.1%	0.0pct	17.3%	0.5pct	0.4pct
归母净利率	5.2%	4.7%	-1.5pct	5.2%	-0.7pct	1.1pct
费用率	10.8%	12.0%	2.0pct	11.3%	1.7pct	-1.6pct

## 3 净现金流：产业基本维持低库存水平，企业扩产放缓

- ◆ **2024H1年新能源汽车板块净现金流同比下滑27%，24年Q2单季度环增明显：**24年H1新能源汽车板块经营活动净现金流1332亿元，同比下降27%；24年Q2新能源汽车板块经营活动净现金流987亿元，同降39%，环比增长186%。
- ◆ **2024Q2末新能源汽车板块存货较年初环比微增，Q2需求前置，备库增加。**24Q2末新能源汽车板块应收账款为4738亿元，较年初增长2.9%；预收款项为1309亿元，较年初增长0.9%；存货为5393亿元，较年初增长6.3%；营运资本4330亿，较年初-1%；无息在手现金3836亿，较年初-17%。
- ◆ **产业链新增投资放缓，产能出清速度加快，24H1新能源汽车板块资本开支同减21%。**24年H1新能源汽车板块资本开支为1557亿元，同降21%；24Q2新能源汽车板块资本开支为731亿元，同减26%，环减12%。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。

图表：新能源汽车板块2024年H1全板块情况

	2023	2024H1	2024H1同比	2024Q2	Q2同比	Q2环比
经营活动现金流量净额 (亿元)	5102	1332	-27%	987	-39%	186%
资本开支 (亿元)	3949	1557	-21%	731	-26%	-12%

	24Q2末的情况	24Q2末较年初增长
应收账款 (亿元)	4738	2.9%
预收款项 (亿元)	1309	0.9%
存货 (亿元)	5393	6.3%
在手类现金-长短期借款 (亿元)	3826	-17.0%
营运资本 (亿元)	4,330	-1%
在建工程 (亿元)	3087	14.7%

**各板块：龙头盈利韧性较强，板块磨底静待产能出清**

## 1 2024年H1：新能源汽车各子板块利润分配

- ◆ 从利润分配来看，24H1电池、整车占比同比提升显著，中游材料盈利筑底，24Q2碳酸锂环节盈利扭亏，电池及中游利润占比有所下降，整车利润占比维持。2024H1上游材料利润占整个新能源汽车板块比重为-1%，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45。24Q2上游材料利润占比为2%，锂电池中游占比44%，其中电池环节占比35%，中游材料占比7%，整车占比45%。

图表：各版块净利润占新能源汽车板块比重

	23年	24H1	同比变化	2024Q1	2024Q2	同比变化	环比变化
碳酸锂	17%	-1%	-27%	-7%	2%	-21%	9%
锂电池中游	42%	48%	8%	53%	44%	1%	-9%
电池	29%	38%	12%	42%	35%	7%	-7%
中游材料	11%	7%	-5%	8%	7%	-6%	-1%
隔膜	4%	3%	-2%	3%	2%	-3%	-1%
六氟磷酸锂及电解液	2%	1%	-2%	1%	1%	-1%	0%
正极	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	0%
添加剂	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
负极	3%	2%	-1%	3%	2%	-2%	-1%
铜箔	0%	-1%	-1%	-1%	0%	0%	1%
铝箔	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
结构件	2%	2%	0%	2%	2%	1%	0%
汽车核心零部件	7%	9%	2%	10%	9%	1%	-1%
整车	34%	45%	17%	44%	45%	19%	1%
新能源汽车（不含充电桩）	100%	100%	0%	100%	100%	0%	0%

## 1 24年H1：新能源汽车各环节收入、归母净利润增速

- ◆ **24H1收入同比增速看：**铝箔>铜箔>结构件>添加剂>汽车核心零部件>整车>三元前驱体>电池>隔膜>锂电设备>六氟磷酸锂及电解液>负极>铁锂正极>正极>三元正极>碳酸锂；**归母净利润增速看：**添加剂>铁锂正极>整车>电池>汽车核心零部件>结构件>三元前驱体>锂电设备>负极>铝箔>隔膜>六氟磷酸锂及电解液>三元正极>碳酸锂>铜箔。
- ◆ **24Q2收入同比增速看：**铜箔>铝箔>结构件>添加剂>三元前驱体>汽车核心零部件>整车>电池>六氟磷酸锂及电解液>隔膜>负极>锂电设备>铁锂正极>正极>三元正极>碳酸锂；**归母净利润增速看：**添加剂>整车>电池>结构件>汽车核心零部件>铁锂正极>三元前驱体>铝箔>负极>隔膜>锂电设备>六氟磷酸锂及电解液>三元正极>碳酸锂>正极>铜箔。

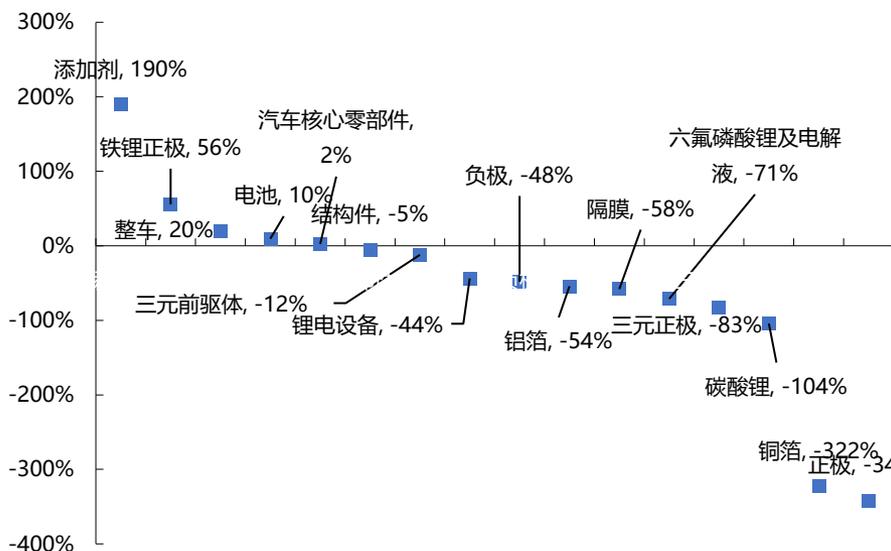
图表：新能源汽车板块各环节收入、归母净利润

各个环节	营业收入 (亿元)					归属母公司股东净利润 (亿元)				
	2024年H1	24H1同比	2024Q2	24Q2同比	24Q2环比	2024年H1	24H1同比	2024Q2	24Q2同比	24Q2环比
新能源汽车板块	15,712.8	-1%	8,489.0	1%	18%	736.0	-26%	439.2	-11%	48%
碳酸锂	472.4	-46%	255.4	-43%	18%	-10.9	-104%	8.8	-92%	144%
锂电池中游	5,284.6	-10%	2,830.9	-6%	15%	351.4	-11%	193.9	-9%	23%
隔膜	247.8	-13%	136.5	-18%	23%	19.5	-58%	9.8	-62%	1%
六氟磷酸锂及电解液	205.5	-18%	113.0	-9%	22%	7.1	-71%	4.1	-67%	35%
电池	2,865.9	-8%	1,531.5	-5%	15%	278.0	10%	152.9	13%	22%
正极	468.8	-43%	254.1	-33%	18%	-4.9	-341%	-2.8	-249%	-40%
铁锂正极	266.8	-41%	154.4	-26%	37%	-7.5	56%	-5.0	-7%	-98%
三元正极	202.1	-46%	99.8	-41%	-2%	2.7	-83%	2.2	-67%	325%
三元前驱体	692.2	6%	358.0	15%	7%	28.7	-12%	15.5	-10%	17%
添加剂	97.0	15%	50.0	16%	7%	1.7	190%	1.0	211%	39%
负极	276.1	-24%	149.1	-20%	17%	18.2	-48%	10.6	-41%	39%
铜箔	90.9	20%	52.6	36%	37%	-3.8	-322%	-1.6	-1465%	29%
铝箔	144.8	24%	80.8	34%	26%	1.7	-54%	1.6	-30%	1144%
结构件	258.8	19%	138.4	20%	15%	13.6	-5%	6.9	3%	2%
汽车核心零部件	775.2	13%	424.4	13%	21%	66.0	2%	37.5	0%	32%
整车	9,180.5	9%	4,978.3	8%	18%	329.6	20%	199.0	53%	52%
锂电产业链 (上游+中游)	5,757.0	-15%	3,086.3	-10%	16%	340.4	-48%	202.6	-38%	47%
锂电设备	231.2	-17%	121.5	-21%	11%	17.8	-44%	6.2	-63%	-47%

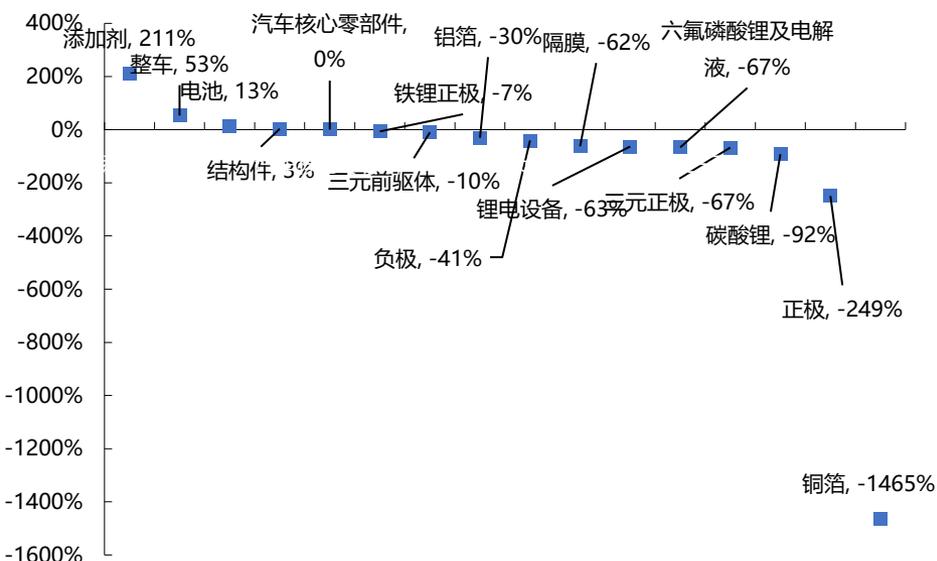
## 1 分子版块：电池、结构件相对稳定，24Q2中游环节盈利筑底

- ◆ **2024H1年归母净利润同比增速排序**依次为添加剂190%> 铁锂正极56%> 整车20%> 电池10%> 汽车核心零部件2%> 结构件-5%> 三元前驱体-12%> 锂电设备-44%> 负极-48%> 铝箔-54%> 隔膜-58%> 六氟磷酸锂及电解液-71%> 三元正极-83%> 碳酸锂-104%> 铜箔-322%> 正极-341%；
- ◆ **2024Q2归母净利润同比增速排序**为添加剂211%> 整车53%> 电池13%> 结构件3%> 汽车核心零部件0%> 铁锂正极-7%> 三元前驱体-10%> 铝箔-30%> 负极-41%> 隔膜-62%> 锂电设备-63%> 六氟磷酸锂及电解液-67%> 三元正极-67%> 碳酸锂-92%> 正极-249%> 铜箔-1465%。

图：24年H1各子版块归母净利润同比增速表现



图：24Q2各子版块归母净利润同比增速表现



## 2 碳酸锂：Q2高价精矿库存影响减弱，盈利明显恢复

- ◆ 上半年锂价反弹后回落至底部区间，Q2高价精矿库存影响减弱，盈利明显恢复，随着需求恢复价格下跌企稳，下半年预计碳酸锂价格在7-9万之间窄幅震荡。1) 收入和归母净利润：24H1碳酸锂板块营收472亿元，同减46%，归母净利润-11亿元，同减104%，24Q2板块营收255亿元，同减43%，环增18%；归母净利润8.8亿元，同减92%，环增144%。2) 毛利率和净利率：24H1毛利率28%，同降22pct；归母净利率-2.3%，同降31pct，24Q2毛利率32%，同降14pct，环增8pct；归母净利率3.4%，同降22pct，环增12.5pct。3) 费用率控制：24H1期间费用率11%，同增6pct；24Q2期间费用率11%，同增6pct，环减1pct。4) 存货：24H1末存货为254亿元，较年初减少3%；5) 现金流：24H1经营活动净现金流122亿元，同减52%，24Q2经营活动净现金流58亿元，同减71%，环减8%；6) 资金压力：24Q2末无息在手现金158亿元，较年初减少47%，而24Q2营运资本608亿元，较年初减少26%。7) 资本开支：Q2资本开支69亿，同环比-16%/+27%。

图表：2024年H1碳酸锂板块情况 (亿元)

	2024Q2	24Q2同比	24Q2环比	24H1	24H1同比	24H1环比
营业收入 (亿元)	255.4	-43%	18%	472.4	-46%	-32%
归母净利润 (亿元)	8.8	-92%	144%	-10.9	-104%	-121%
毛利率	31.9%	-14.2pct	8.4pct	28.0%	-22.4pct	-6.4pct
归母净利率	3.4%	-22.0pct	12.5pct	-2.3%	-31.0pct	-9.7pct
费用率	10.8%	5.9pct	-0.9pct	11.2%	6.2pct	3.2pct
经营活动净现金流 (亿元)	58.2	-71%	-8%	121.5	-52%	-51%

	2023Q4	2024Q1	2024Q2	24Q2较年初增长
应收账款 (亿元)	146	120	113	-23%
预收款项 (亿元)	33	43	39	19%
存货 (亿元)	262	243	254	-3%
无息在手现金 (亿元)	295	264	158	-47%
营运资本 (亿元)	824	787	608	-26%

## 2 碳酸锂：Q2高价精矿库存影响减弱，龙头亏损幅度收窄

- ◆ 24Q2高价精矿库存影响减弱，龙头亏损幅度收窄，自供比例较高公司保持稳健盈利。天齐锂业24H1归母净利-52亿元，同减181%，24Q2归母净利-13亿元，同减183%，环增66%。赣锋锂业24H1归母净利-7.6亿元，同减113%，24Q2归母净利-3.2亿元，同减109%，环增27%。而自供比例较高的永兴材料、中矿资源等24Q2盈利韧性较强，归母净利分别为3.0亿（同环比-69%/-36%）、2.2亿（同环比-47%/-15%）。7-8月锂价进一步下跌7-7.5万，已跌至主流公司完全成本，预计下半年行业利润进一步缩窄。

图表：2024年H1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		2024H1	同比	2024Q2	同比	环比	2024H1	同比	2024Q2	同比	环比
002466.SZ	天齐锂业	64.2	-74%	38.3	-71%	48%	-52.1	-181%	-13.1	-183%	66%
002460.SZ	赣锋锂业	95.9	-47%	45.3	-48%	-10%	-7.6	-113%	-3.2	-109%	27%
002497.SZ	雅化集团	39.4	-37%	20.8	-34%	12%	1.0	-89%	0.9	-76%	484%
002176.SZ	江特电机	7.2	-60%	4.2	-62%	40%	-0.6	-21%	-0.3	67%	-12%
002756.SZ	永兴材料	44.9	-33%	21.9	-34%	-5%	7.7	-60%	3.0	-69%	-36%
600499.SH	科达制造	54.9	16%	29.3	30%	14%	4.5	-64%	1.4	-83%	-54%
002240.SZ	盛新锂能	25.8	-46%	13.7	-31%	13%	-1.9	-131%	-0.4	-129%	70%
300390.SZ	天华新能	37.1	-44%	19.6	-37%	12%	8.3	-39%	3.3	-32%	-34%
000762.SZ	西藏矿业	3.9	38%	2.4	26%	65%	1.1	339%	0.9	1006%	269%
002738.SZ	中矿资源	24.2	-33%	13.0	-15%	15%	4.7	-69%	2.2	-47%	-15%
000792.SZ	盐湖股份	72.4	-27%	45.1	-14%	66%	22.1	-57%	12.8	-55%	37%
002192.SZ	融捷股份	2.5	-61%	1.7	-62%	104%	1.7	-45%	1.4	-43%	391%
合计		472.4	-46%	255.4	-43%	18%	-10.9	-104%	8.8	-92%	144%

### 3 锂电池中游：板块盈利基本见底，Q2产能利用率提升盈利微幅恢复

- ◆ 锂电池中游板块：电池及结构件盈利水平稳定，正极、负极及电解液等盈利水平基本见底，Q2随着产能利用率提升盈利有所恢复。1) **收入和归母净利润**：24H1锂电池中游板块实现营业收入5285亿元，同比下降10%，归母净利润351亿元，同比下降11%，24Q2营业收入2831亿元，同比下降6%，环比增长15%，归母净利润194亿元，同比下降9%，环比增长23%。2) **毛利率和净利率**：24H1毛利率为18%，同比增长1pct，净利率为7%，与去年同期持平，Q2毛利率为19%，同比增长2pct，净利率为7%，同环比持平。3) **费用率控制**：24H1期间费用率为11%，同比增长2pct。24Q2期间费用率为10%，同比增长2pct，环比下降2pct。4) **存货**：24H1末存货为1993亿元，较年初增长了4%；5) **现金流**：24H1经营活动净现金流为567亿元，同比下降1%。24Q2经营活动净现金流为314亿元，同比下降24%，环比增长24%；6) **资金压力**：24H1无息在手现金为361亿元，较年初减少60%。24H1营运资本为3241亿元，较年初减少2%。

图表：2024年H1锂电池中游板块情况 (亿元)

	2024H1	24H1同比	2024Q2	24Q2同比	24Q2环比
营业收入 (亿元)	5285	-10%	2831	-6%	15%
归母净利润 (亿元)	351	-11%	194	-9%	23%
毛利率	18%	1pct	19%	2pct	1pct
归母净利率	7%	0pct	7%	0pct	0pct
费用率	11%	2pct	10%	2pct	-2pct
经营活动净现金流 (亿元)	567	-1%	314	-24%	24%

	24H1末的情况	2024H1末较年初增长
应收账款 (亿元)	2362	-1%
预收款项 (亿元)	374	-3%
存货 (亿元)	1993	4%
无息在手现金 (亿元)	361	-60%
营运资本 (亿元)	3241	-2%

### 3 锂电池中游：板块盈利基本见底，Q2产能利用率提升盈利微幅恢复

- ◆ 锂电池中游板块电池及结构件盈利稳定，其余环节龙头具备盈利韧性，部分环节Q2产能利用率提升盈利微幅恢复。24H1电池、结构件板块盈利稳定；正极受碳酸锂影响减弱，且加工费跌至底部，铁锂仅有龙头赚钱，Q2单位盈利小幅提升，三元部分公司扭亏；负极、电解液等材料环节部分厂商形成亏损，龙头盈利韧性相对较强，且价格底部稳定，部分公司Q2由于产能利用率提升单位盈利小幅恢复；隔膜板块维持价格竞争，单位盈利环比下降；添加剂、三元前驱体及铝箔板块龙头公司行业格局较优，盈利基本维持稳定。

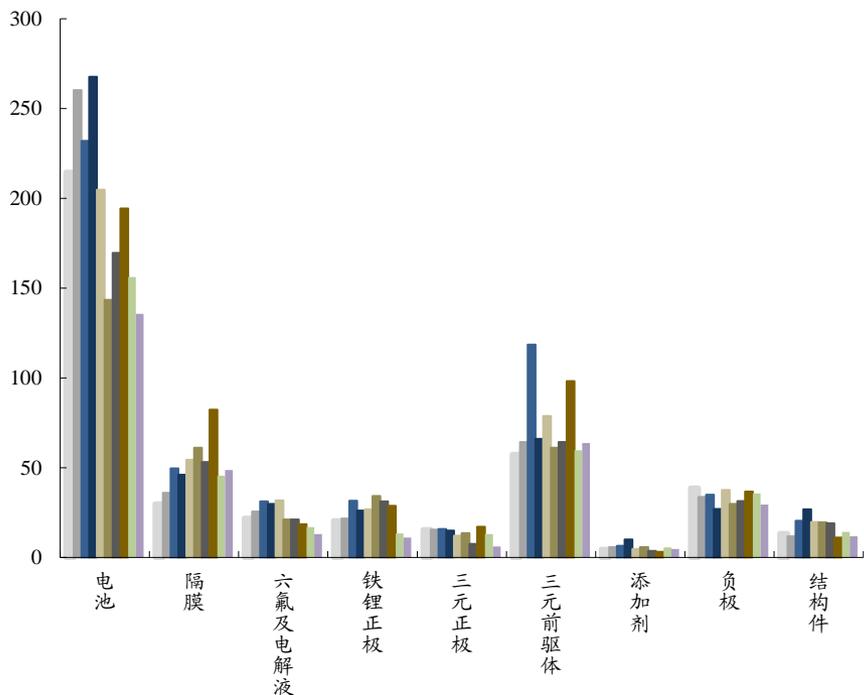
图表：2024年H1锂电池中游分板块情况（亿元）

分项	24H1营收 (亿元)	同比增速 (%)	归母净利润 (亿元)	同比增速 (%)	24Q2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	5,285	-10%	351	-11%	2,831	-6%	15%	194	-9%	23%
隔膜	248	-13%	19	-58%	137	0	0	10	-1	0
六氟磷酸锂及电解液	206	-18%	7	-71%	113	-9%	22%	4	-67%	35%
电池	2866	-8%	278	10%	1531	-5%	15%	153	13%	22%
正极	469	-43%	-5	-341%	254	-33%	18%	-3	-249%	-40%
铁锂正极	267	-41%	-8	56%	154	-26%	37%	-5	-7%	-98%
三元正极	202	-46%	3	-83%	100	-41%	-2%	2	-67%	325%
三元前驱体	692	6%	29	-12%	358	15%	7%	15	-10%	17%
添加剂	97	15%	2	190%	50	16%	7%	1	211%	39%
负极	276	-24%	18	-48%	149	-20%	17%	11	-41%	39%
铜箔	91	20%	-4	-322%	53	36%	37%	-2	-1465%	29%
铝箔	145	24%	2	-54%	81	34%	26%	2	-30%	1144%
结构件	259	19%	14	-5%	138	20%	15%	7	3%	2%

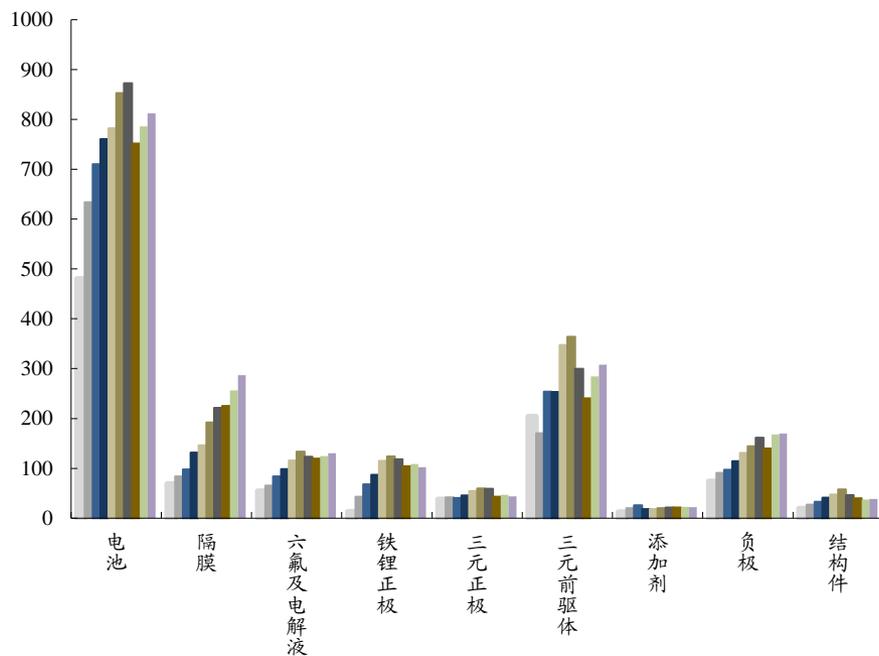
## 3 锂电池中游：中游2H23起资本开支缩减，25年格局将优化

- ◆ 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。其中电池、电解液、铁锂、三元、结构件等下滑明显，隔膜、三元前驱体、负极同环比略降。
- ◆ 新增在建工程增速放缓，且部分公司23年末集中转固一部分，总体体量有所下降。其中电池、六氟、铁锂、三元、前驱体、结构件在建工程已较高点下降，隔膜、负极在建工程规模仍有所提升。

图：各环节22Q1-24Q2资本开支变化



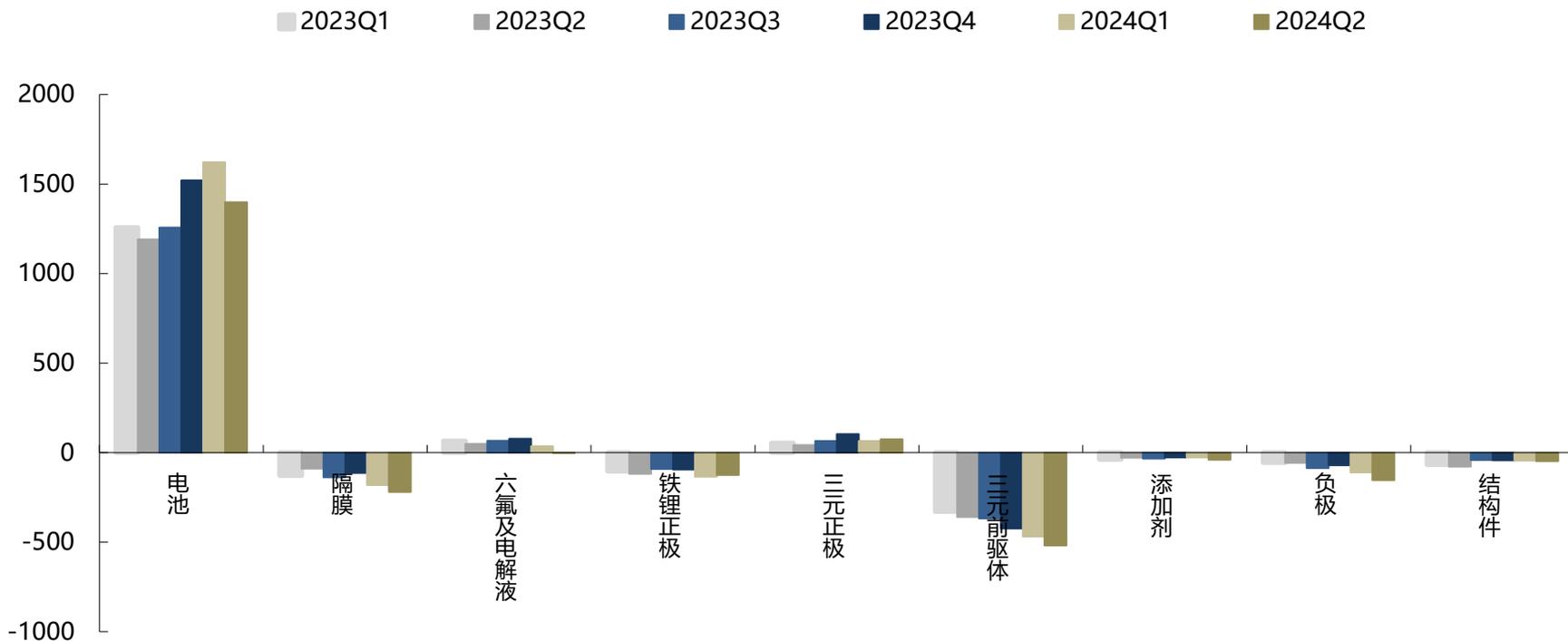
图：各环节22Q1-24Q2在建工程变化



### 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，此外电解液、三元正极在24Q2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23Q1-24Q2无息在手现金变化



### 3 锂电池中游：盈利基本触底，25年盈利开始反转可期

◆ H2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，后续下降空间有限。

表 各环节盈利情况及Q3预期

环节	代表公司	单位	2021A	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	24Q2E	24Q3E
电池	宁德时代	元/Wh	0.08	0.07	0.11	0.07	0.08	0.08	0.12	0.10	0.10	0.10
	亿纬锂能	元/Wh	0.03	0.04	0.06	0.03	0.02	0.04	0.03	0.02	0.01	0.01
	国轩高科	元/Wh	0.00	0.01	-0.02	0.00	0.00	0.00	0.005	0.00	0.00	0.00
	派能科技	元/Wh	0.21	0.42	0.51	0.51	0.65	-0.01	-0.56	0.02	0.03	0.05
三元前驱体	中伟股份	万元/吨	0.52	0.52	0.60	0.45	0.55	0.70	0.75	0.55	0.70	0.70
三元正极	当升科技	万元/吨	1.43	3.92	3.52	2.90	3.95	3.00	2.50	1.10	1.0	1.00
	容百科技	万元/吨	1.65	0.73	1.40	1.20	0.36	0.80	0.50	-0.14	0.20	0.20
	振华新材	万元/吨	1.21	2.30	1.80	1.00	-1.35	0.70	0.50	0.50	-0.50	0.00
	厦钨新能	万元/吨	0.71	1.35	1.25	0.92	0.75	0.70	0.40	0.40	0.30	0.30
磷酸铁锂	德方纳米	万元/吨	0.91	1.10	1.15	-2.11	-0.76	0.07	-1.30	-0.48	-0.69	-0.20
	湖南裕能	万元/吨	0.98	0.44	0.81	0.28	0.83	0.20	0.05	0.10	0.15	0.15
	万润新能	万元/吨	0.85	0.93	0.50	-0.14	-1.96	-0.22	-1.20	-0.40	-0.58	-0.20
负极	璞泰来	万元/吨	1.14	1.30	0.90	0.85	0.35	-0.55	-0.40	0.00	0.00	0.05
	中科电气	万元/吨	0.53	0.51	-0.20	-0.50	0.07	0.20	0.25	0.05	0.10	0.10
	尚太科技	万元/吨	0.81	1.20	0.95	0.95	0.60	0.40	0.35	0.37	0.35	0.30
隔膜	恩捷股份	元/平	0.85	0.90	0.70	0.60	0.60	0.50	0.30	0.13	0.09	0.10
	星源材质	元/平	0.28	0.47	0.43	0.40	0.30	0.33	0.05	0.15	0.08	0.10
电解液	天赐材料	万元/吨	1.44	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	0.85	0.40	0.20	0.12	0.10	0.07	0.00	0.05	0.05
铜箔	嘉元科技	万元/吨	2.98	1.04	0.55	0.30	-0.20	0.02	-0.30	-0.57	-0.45	-0.30
	诺德股份	万元/吨	1.13	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	0.65	0.65	0.50	0.40	0.35	0.30	0.20	0.20	0.20
导电剂	天奈科技	万元/吨	0.79	0.90	0.80	0.30	0.30	0.40	0.41	0.30	0.28	0.30
勃姆石	壹石通	万元/吨	0.50	0.40	0.30	0.00	0.20	0.13	0.10	0.00	0.00	0.05
结构件	科达利	净利率	12.2%	11.5%	10.4%	10.3%	10.0%	14.8%	12.3%	11.6%	11.5%	10%
包覆材料	信德新材	万元/吨	0.67	0.50	0.50	0.30	-0.1	0.2	-0.15	-0.1	0.02	0.05

## 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，龙头厂商盈利稳健，与二线厂商差距维持。24年H1实现营收2866亿元，同降8%，归母净利润278亿元，同增10%；24年Q2营收1531亿元，同环比-5%/+15%，归母净利润153亿元，同环比+13%/+22%。其中宁德时代对板块贡献最大，24年H1归母净利润229亿元，在电池板块中占比82%。
- ◆ 由于电池价格下降，毛利率有所提升，盈利能力保持稳健。24年H1毛利率22.3%，同比+3.1pct，归母净利率9.7%，同比+1.5pct，费用率11.8%，同比+1.9pct；24年Q2毛利率22.4%，同环比+3.0/+0.1pct，归母净利率10.0%，同环比+1.6/+0.6pct，费用率10.6%，同环比+1.5/-2.7pct。
- ◆ 由于行业竞争加剧，预收款项下降6%，无息在手现金下降8%。Q2末应收账款1238亿元，较年初增长1%；预收款272亿元，较年初下降6%；存货915亿元，较年初增加3%；在建工程812亿元，较年初增长8%；无息在手现金1399亿元，较年初下降8%；运营资本2066亿元，较年年初增加4%。

表：24年H1和Q2电池板块情况（亿元）

	2024H1	2024H1同比	2024H1环比	2024Q1	2024Q2	2024Q2同比	2024Q2环比
营业收入（亿元）	2,866	-8%	-17%	1,334	1,531	-5%	15%
归母净利润（亿元）	278.0	10%	4%	125.1	152.9	13%	22%
毛利率	22.3%	3.1pct	1.5pct	22.3%	22.4%	3.0pct	0.1pct
归母净利率	9.7%	1.5pct	2.0pct	9.4%	10.0%	1.6pct	0.6pct
费用率	11.8%	1.9pct	0.4pct	13.3%	10.6%	1.5pct	-2.7pct
经营活动净现金流（亿元）	688.3	-17%	-50%	316.3	372.0	-39%	18%
资本开支（亿元）	292.0	-16%	-20%	156.2	135.7	-5%	-13%

	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q2较年初增长
应收账款（亿元）	1222	1111	1238	1%
预收款项（亿元）	290	265	272	-6%
存货（亿元）	889	882	915	3%
在建工程（亿元）	752	786	812	8%
无息在手现金（亿元）	1521	1623	1399	-8%
营运资本（亿元）	1983	2196	2066	4%

## 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H1单wh利润0.09-0.095元，基本保持稳定，与二线厂商的盈利差异维持。宁德时代24年H1收入1668亿元，同降12%，归母净利润229亿元，同增10%，其中Q2归母净利润124亿元，同环比+13%/+18%，24年H1对应单wh利润0.09-0.095元，盈利水平保持稳定；二线电池厂中，动力电池盈利仍承压，亿纬锂能24年H1收入217亿元，同降6%，归母净利润21.4亿元，同降1%，其中Q2归母净利润10.7亿元，同环比+6%/+1%，24年H1对应单wh利润0.01-0.02元，受国内储能竞争加剧影响，电池盈利有所下降。欣旺达H1归母净利润8亿元，同增88%，主要系消费电子复苏催化，动力电池单wh亏损仍超0.08元。

表：24年H1和Q2电池板块情况（亿元）

新能源汽车板块		收入					归母净利润				
电池		2024H1	同比	2024Q2	同比	环比	2024H1	同比	2024Q2	同比	环比
300750.SZ	宁德时代	1,668	-12%	870	-13%	9%	228.6	10%	123.6	13%	18%
300068.SZ	南都电源	57	-27%	28	-25%	-8%	1.9	-39%	1.0	-50%	24%
002074.SZ	国轩高科	168	10%	93	15%	24%	2.7	30%	2.0	51%	192%
300014.SZ	亿纬锂能	217	-6%	123	5%	32%	21.4	-1%	10.7	6%	1%
300207.SZ	欣旺达	239	8%	129	10%	18%	8.2	88%	5.1	-16%	59%
688567.SH	孚能科技	70	0%	40	25%	38%	-1.9	76%	0.3	106%	112%
688772.SH	珠海冠宇	53	-2%	28	-10%	10%	1.0	-28%	0.9	-67%	818%
688063.SH	派能科技	9	-66%	5	-34%	23%	0.2	-97%	0.2	-93%	297%
002245.SZ	蔚蓝锂芯	31	36%	16	28%	14%	1.7	302%	1.0	78%	37%
300438.SZ	鹏辉能源	38	-14%	22	16%	36%	0.4	-83%	0.3	-63%	55%
688819.SH	天能股份	216	0%	123	14%	32%	11.9	9%	6.9	46%	38%
301327.SZ	华宝新能	11	24%	6	18%	-4%	0.7	243%	0.4	305%	51%
000049.SZ	德赛电池	89	2%	48	7%	18%	1.1	-39%	0.6	-37%	45%
合计		2,866	-8%	1,531	-5%	15%	278.0	10%	152.9	13%	22%

## 4 电池：龙头现金流亮眼，二线电池厂有所下降

- ◆ **宁德时代现金流持续亮眼，二三线厂商有所下降，资本开支持续下降。**宁德时代24年H1经营性现金流净额447亿元，同增21%，现金流持续充沛，资本开支138亿元，同降25%，受供需结构影响，扩产放缓；亿纬锂能24年H1经营性现金流净额3亿元，同降91%，现金流略有承压，资本开支22亿元，同降24%；消费类欣旺达、珠海冠宇、蔚蓝锂芯、华宝新能现金流增长，孚能科技、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H1和Q2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				
电池		2024H1	同比	2024Q2	同比	环比	2024H1	同比	2024Q2	同比	环比
300750.SZ	宁德时代	447.1	21%	163.5	2%	-42%	138.3	-25%	67.5	-16%	-5%
300068.SZ	南都电源	-4.4	45%	-2.2	75%	-3%	9.4	484%	1.7	179%	-78%
002074.SZ	国轩高科	1.8	9%	1.1	4%	50%	39.9	29%	13.0	507%	-52%
300014.SZ	亿纬锂能	3.1	-91%	20.6	-11%	218%	21.7	-24%	12.8	4%	43%
300207.SZ	欣旺达	17.2	267%	10.1	396%	44%	32.7	2%	13.2	5%	-32%
688567.SH	孚能科技	-5.5	-320%	5.6	-13%	151%	10.1	84%	8.9	175%	628%
688772.SH	珠海冠宇	8.4	-4%	2.2	-60%	-65%	13.3	-30%	6.9	-5%	8%
688063.SH	派能科技	4.6	-61%	2.5	24%	21%	2.3	-70%	0.9	-74%	-32%
002245.SZ	蔚蓝锂芯	4.0	476%	-0.5	-63%	-111%	3.1	183%	0.6	144%	-77%
300438.SZ	鹏辉能源	-2.8	-428%	-1.9	-384%	-115%	2.8	-70%	1.3	-70%	-9%
688819.SH	天能股份	18.6	8%	-1.9	-112%	-109%	11.8	-39%	4.8	-67%	-31%
301327.SZ	华宝新能	1.3	137%	1.2	160%	638%	0.2	-36%	0.2	26%	195%
000049.SZ	德赛电池	3.6	-77%	-3.9	-174%	-152%	6.2	-19%	3.9	0%	69%
合计		497.0	9%	196.4	-7%	-35%	292.0	-16%	135.7	-5%	-13%

## 4 电池：龙头在手现金充足，二三线存在出清风险

- ◆ 在建工程略有增长，龙头厂商无息现金充足，而二线电池厂短期或存在流动性风险。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Q2末在建工程273亿元，较年初增长9%，无息现金1460亿元，较年初基本持平，运营资本1713亿元，较年初+5%；亿纬锂能24年Q2末在建工程118亿元，较年初下降16%，无息现金-50亿元，较年初增长26%，运营资本9亿元，较年初-178%，现金有所紧张。

表：24年H1和Q2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			
	2023Q4	2024Q1	2024Q2	Q2较年初增长	2023Q4	2024Q1	2024Q2	Q2较年初增长	2023Q4	2024Q1	2024Q2	Q2较年初增长
电池												
宁德时代	250.1	262.2	272.6	9%	1464.5	1645.2	1460.2	0%	1,628	1,810	1,713	5%
南都电源	7.7	10.9	14.3	85%	-33.7	-43.7	-46.3	37%	8	13	14	68%
国轩高科	158.2	177.7	191.4	21%	-154.7	-198.2	-193.4	25%	-29	-26	-43	48%
亿纬锂能	140.5	134.9	118.0	-16%	-39.2	-64.3	-49.6	26%	-11	16	9	-178%
欣旺达	106.0	110.2	118.5	12%	29.6	27.0	21.9	-26%	90	78	74	-17%
孚能科技	5.2	10.7	11.7	125%	83.8	68.2	58.1	-31%	43	34	33	-22%
珠海冠宇	20.3	21.8	25.7	27%	-10.7	-12.0	-17.4	63%	2	2	8	225%
派能科技	9.3	8.8	5.9	-37%	63.5	63.7	62.9	-1%	70	70	68	-4%
蔚蓝锂芯	14.6	13.9	14.2	-3%	-4.5	-2.5	-2.0	-56%	19	21	21	13%
鹏辉能源	10.6	6.3	10.4	-2%	-2.5	-6.1	-13.3	421%	12	9	8	-33%
天能股份	26.0	28.0	28.7	10%	77.3	91.3	75.0	-3%	50	67	65	30%
华宝新能	0.0	0.0	0.1	463%	46.8	47.5	47.3	1%	58	58	59	1%
德赛电池	3.0	0.5	0.6	-82%	0.6	6.6	-4.4	-798%	43	45	38	-11%
合计	752	786	812	8%	1521	1623	1399	-8%	1,983	2,196	2,066	4%

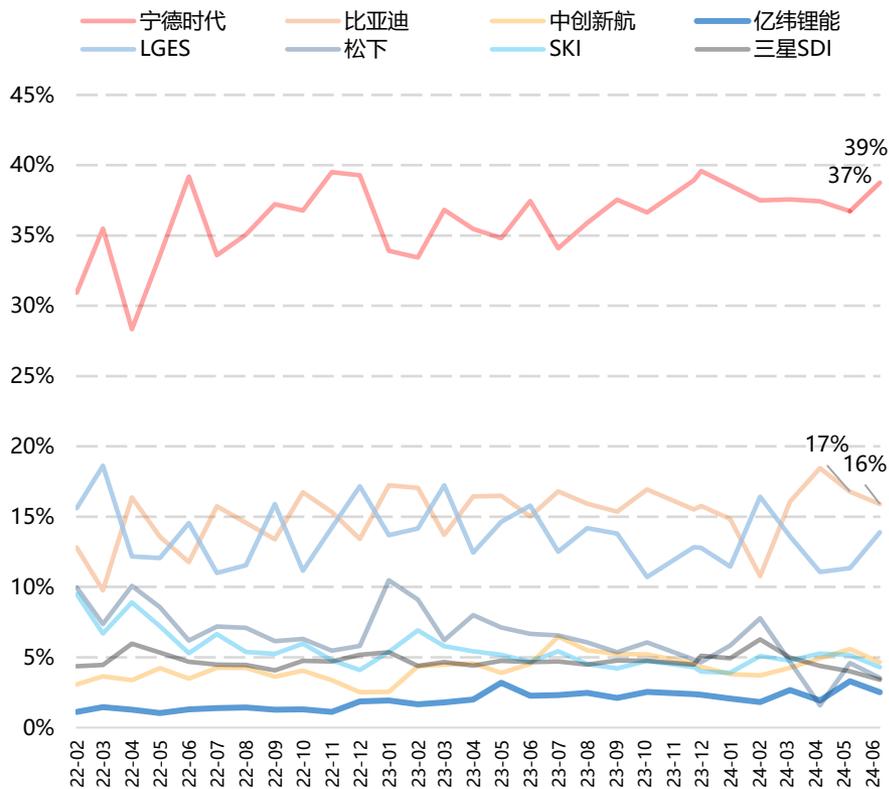
## 4 电池-全球份额：宁德时代竞争优势扩大，二线动力份额保持稳定

- ◆ 宁德时代龙头地位稳固，24年H1全球市占率37-38%，同增2.2pct。24年H1宁德时代全球装机138GWh，份额37.8%，同比+2.2pct，龙头地位稳固；比亚迪位列第二，装机57.5GWh，份额15.8%，同比持平；LG新能源装机47GWh，份额12.9%，同比-2pct；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6月	占比	环比 (pct)	24年H1	占比	同比 (pct)
1	宁德时代	30.7	38.76%	2.1	137.7	37.77%	2.2
2	比亚迪	12.6	15.91%	-0.8	57.5	15.77%	0
3	LG新能源	11	13.89%	2.5	46.9	12.86%	-2
4	三星SDI	2.7	3.41%	-0.6	16.4	4.50%	-0.2
5	松下	2.8	3.54%	-1.1	16.2	4.44%	-3.2
6	SKI	3.4	4.29%	-0.9	17.3	4.74%	-0.7
7	中创新航	3.7	4.67%	-0.9	16.7	4.58%	0.4
8	亿纬锂能	2	2.53%	-0.8	9	2.47%	0.3
9	国轩高科	1.4	1.77%	-0.6	7.8	2.14%	0
10	欣旺达	1.6	2.02%	-0.1	7.5	2.06%	0.5
前十总量		71.9	90.78%	-1.3	333	91.33%	-2.8
其他		7.3	9.22%	1.3	31.6	8.67%	2.8
全球总量		79.2	100.00%	-	364.6	100.00%	-

图：动力电池厂商全球市占率



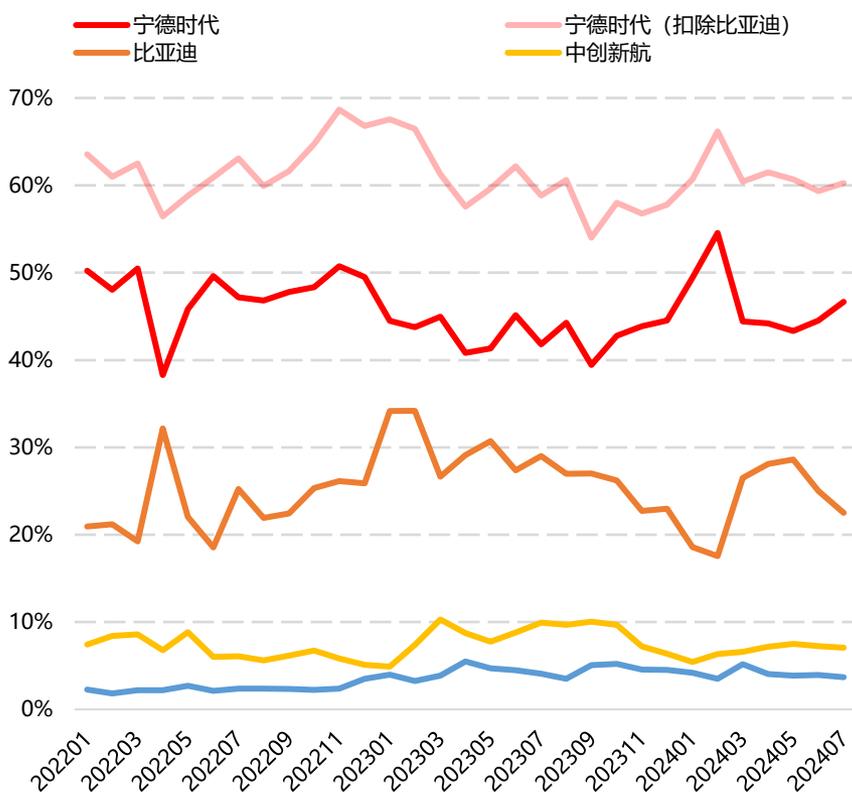
## 4 电池-国内份额：宁德时代恢复至46%，比亚迪份额下降，二线稳定

- ◆ 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1-7月宁德时代国内装机113GWh，份额46.0%，同增2.9pct，份额有所恢复；比亚迪位列第二，装机60GWh，份额24.5%，同降5.3pct；二线电池厂中，中创新航份额6.85%，同降1.7pct、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7月	占比	环比(pct)	24年1-7月	占比	同比(pct)
1	宁德时代	19.4	47.30%	2.2	112.7	46.04%	2.9
2	比亚迪	9.4	22.83%	-2.5	59.9	24.46%	-5.3
3	中创新航	2.9	7.16%	-0.2	16.8	6.85%	-1.7
4	亿纬锂能	1.5	3.73%	-0.3	10.0	4.08%	-0.2
5	国轩高科	1.7	4.21%	0.8	8.9	3.64%	-0.3
6	蜂巢能源	1.3	3.13%	0.4	7.4	3.03%	1.6
7	欣旺达	1.4	3.29%	0.2	7.3	2.98%	0.6
8	正力新能	0.8	1.91%	-0.3	4.0	1.65%	0.7
9	LG新能源	0.6	1.36%	0	3.5	1.44%	-0.4
10	瑞浦兰钧	0.8	1.85%	-0.8	4.5	1.83%	1
前十总量		39.7	96.77%	-0.3	235.3	96.11%	-1.2
其他		1.9	3.23%	0.3	9.5	3.89%	1.2
国内总量		41.6	100.00%	-	244.8	100.00%	-

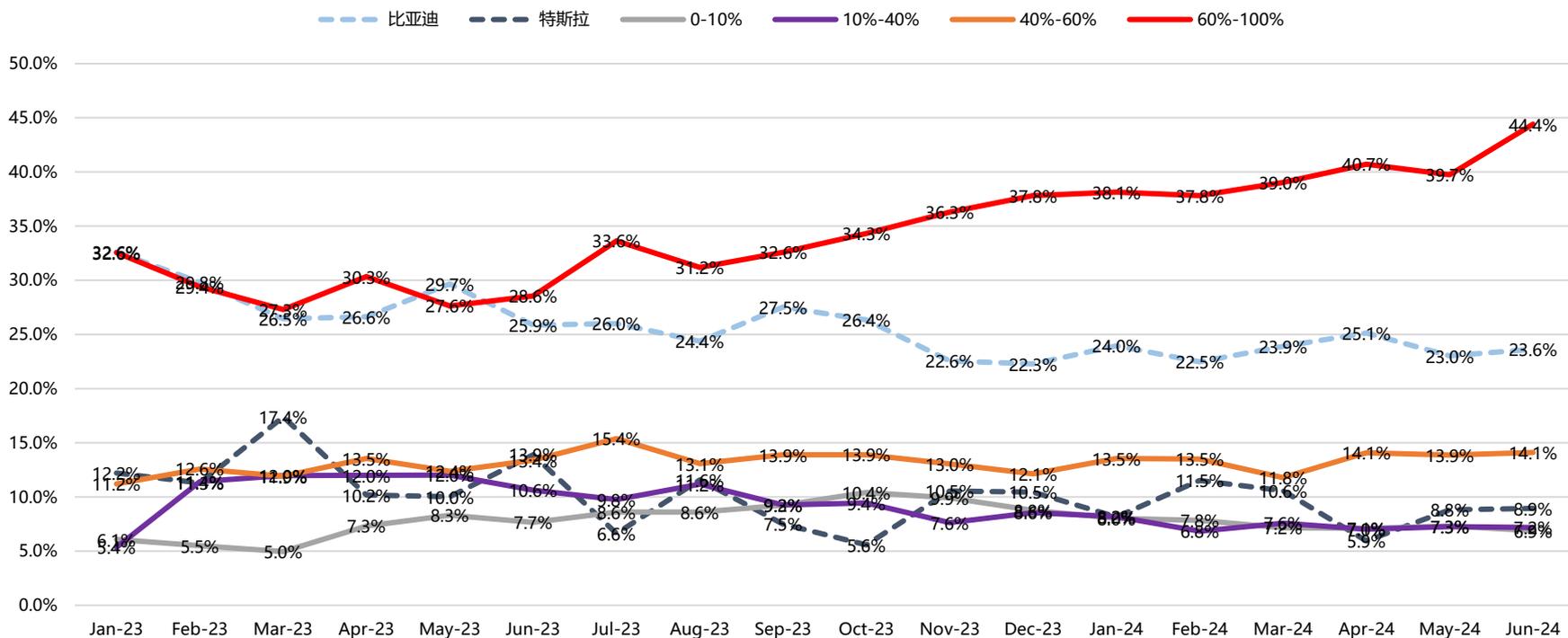
图：动力电池厂商国内市占率 (不含出口)



## 4 电池-国内配套：车企供应商多样化，热门车型稳定龙头国内份额

- 国内车企电池供应商多样化，二三供应商份额提升，但热门车型中龙头份额高，稳定宁德国内市场份额。宁德时代的市占率为车企配套份额和车企装机量占比的综合结果，从车企配套份额来看，24年1-6月供应商进一步多样化，二三供应商份额略有提升，从车企装机量占比来看，按宁德配套份额为基准，24年1-6月比亚迪(配套0%)/特斯拉(配套83%)/(配套0-10%)/(配套10%-40%)/(配套40%-60%)/(配套60%-100%)的车企装机占比为23.5%/8.7%/7.2%/7.3%/13.4%/39.9%，相比23年同期变化-2.5/-1.7/-1.0/-2.6/+0.2/+7.6pct，配套60-100%的车企装机占比持续提升，意味着消费者对宁德时代产品的认可度提升，因此随着宁德时代神行、麒麟等新产品的放量，我们预计24年宁德时代国内份额可维持45-50%。

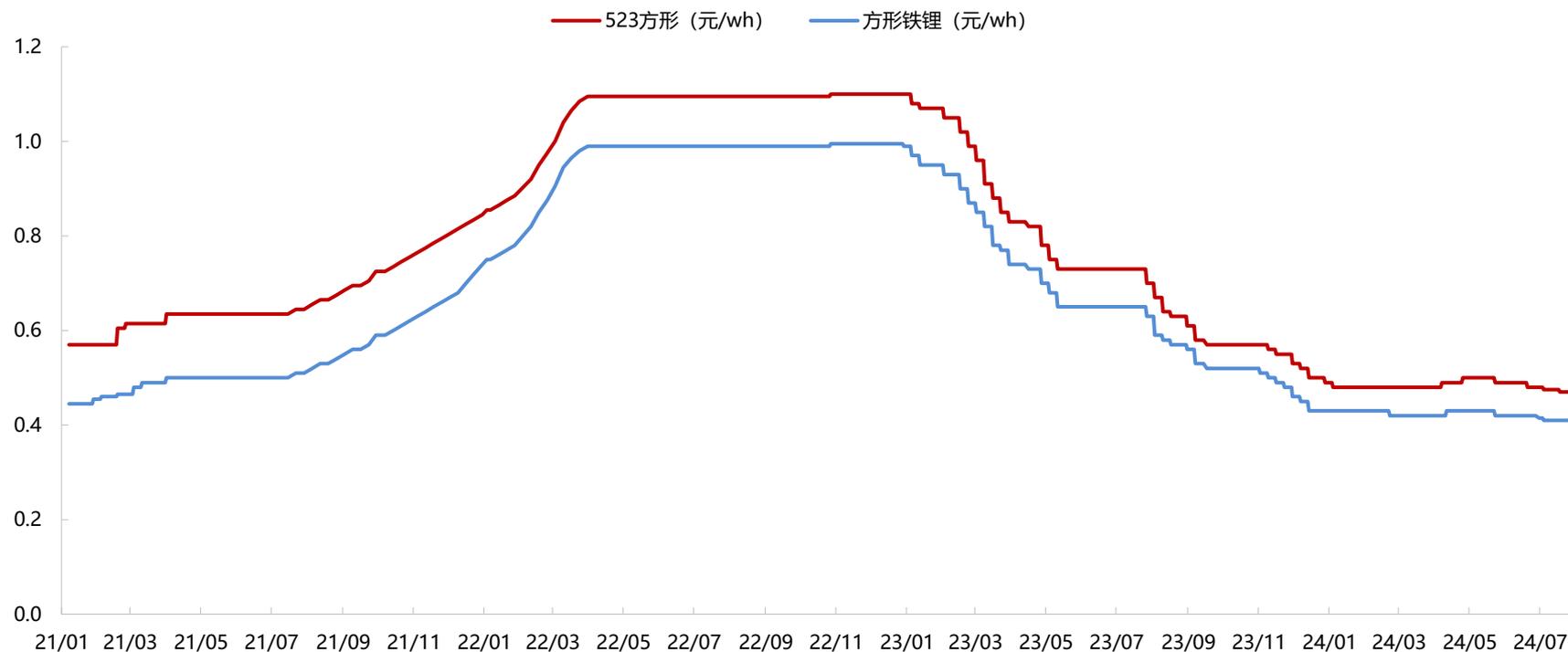
图：国内车企装机量份额变化（图例中百分比为宁德时代配套比例）



## 4 电池：动储电芯Q2已企稳，部分厂商储能电池涨价

- ◆ **原材料价格低位，动储电芯Q2已企稳，电池价格底部明确。**7月国内报价来看，523方形电芯价格维持0.47元/wh，方形铁锂电芯价格维持0.41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%，宁德时代预计仍盈利近0.1元/wh，亿纬锂能盈利0.01-0.02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，与二三线盈利差距维持

- ◆ 价格战底部阶段看，宁德时代盈利维持近0.1元/Wh，与国内二三线盈利差距预计维持。宁德时代H1单wh盈利近0.1元，亿纬锂能单wh盈利0.01-0.02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，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，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	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	24年
宁德时代	收入 (亿)	890	1,002	1,054	1,062	798	870	3758
	电池收入 (亿)	784	890	897	881	666	749	3220
	出货量 (gwh)	76	94	100	120	95	110	480
	均价 (含税, 元/wh)	1.16	1.07	1.01	0.83	0.79	0.77	0.75
	毛利率	20.2%	20.8%	22.3%	28.9%	27.5%	27.1%	26.2%
	单瓦净利 (元/wh)	0.09	0.10	0.09	0.12	0.09	0.10	0.10
亿纬锂能	收入 (亿)	112	118	126	133	93	123	499
	电池收入 (亿)	94	98	103	108	73	96	393
	出货量 (gwh)	9	12	15	18	14	21	85
	均价 (含税, 元/wh)	1.15	0.89	0.80	0.67	0.60	0.52	0.52
	毛利率	16.0%	13.4%	17.0%	15.4%	14.2%	11.8%	14.6%
	单瓦净利 (元/wh)	0.03	0.03	0.04	0.03	0.02	0.01	0.01
欣旺达	收入 (亿)	105	118	121	135	110	129	520
	动力收入 (百万)	23	29	28	29	27	35	133
	出货量 (gwh)	2	3	3	4	4	4	19
	均价 (含税, 元/wh)	1.19	1.16	1.04	0.85	0.76	0.81	0.79
	毛利率	10.0%	19.9%	10.0%	4.6%	11.0%	12.2%	13.0%
	单瓦净利 (元/wh)	-0.16	-0.08	-0.08	-0.20	-0.11	-0.05	-0.06
国轩高科	收入 (亿)	72	81	65	98	75	93	369
	动力收入 (亿)	71	77	65	95	74	88	357
	出货量 (gwh)	9	11	11	14	12	15	62
	均价 (含税, 元/wh)	0.89	0.79	0.67	0.77	0.68	0.66	0.65
	毛利率	18.9%	14.0%	20.0%	14.0%	16.5%	16.2%	15.1%
	单瓦利润 (元/wh)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
孚能科技	收入 (亿)	37	32	42	52	29	41	155
	动力收入 (亿)	37	32	42	52	29	35	149
	出货量 (gwh)	3.7	2.7	4.6	5.2	3.5	4.4	20
	均价 (含税, 元/wh)	1.14	1.36	1.05	1.12	0.94	0.90	0.86
	毛利率	1.9%	2.9%	5.2%	14.2%	11.9%	14.6%	13.8%
	单瓦利润 (元/wh)	-0.10	-0.17	-0.15	-0.05	-0.05	0.00	-0.07
派能科技	收入 (亿)	18	7	5	3	4	5	24
	单价 (含税, 元/wh)	2.12	1.99	1.85	1.50	1.74	1.67	1.69
	毛利率	40.2%	32.0%	25.2%	-13.6%	35.8%	38.5%	35.0%
	出货量 (Mmh)	980	406	300	188	250	321	1582
	-单wh利润 (wh/元)	0.487	0.258	0.012	-0.909	0.016	0.033	0.12

## 4 海外电池厂：盈利持续承压，平均与宁德时代差距近15%

- ◆ 财务剔除IRA补贴后，海外电池厂Q2平均营业利润率-2%，与宁德时代差距扩大。24年Q2看，宁德时代/LGES/三星SDI/松下/SK on营业利润率19%/3%/5%/10%/-30%，剔除IRA补贴后，LGES/三星/松下/SK on营业利润率分别为-4%/5%/2%/-37%，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				
	23Q2	24Q1	24Q2	同比	环比	23Q2	24Q1	24Q2	同比	环比	23Q2	24Q1	24Q2	同比	环比
宁德时代	1002	798	870	-13%	9%	133	133	162	22%	22%	13%	17%	19%	5.3pct	1.9pct
LGES	479	326	323	-30%	1%	25	8	10	-58%	24%	5%	3%	3%	-2.1pct	0.6pct
三星SDI	290	244	203	-27%	-15%	21	11	11	-46%	-3%	7%	5%	5%	-2.0pct	0.7pct
松下	120	105	99	-11%	1%	15	5	10	-28%	111%	13%	5%	10%	-2.4pct	5.3pct
SKI	203	90	81	-58%	-8%	-7	-18	-24	-250%	-39%	-4%	-20%	-30%	-26pct	-9.9pct

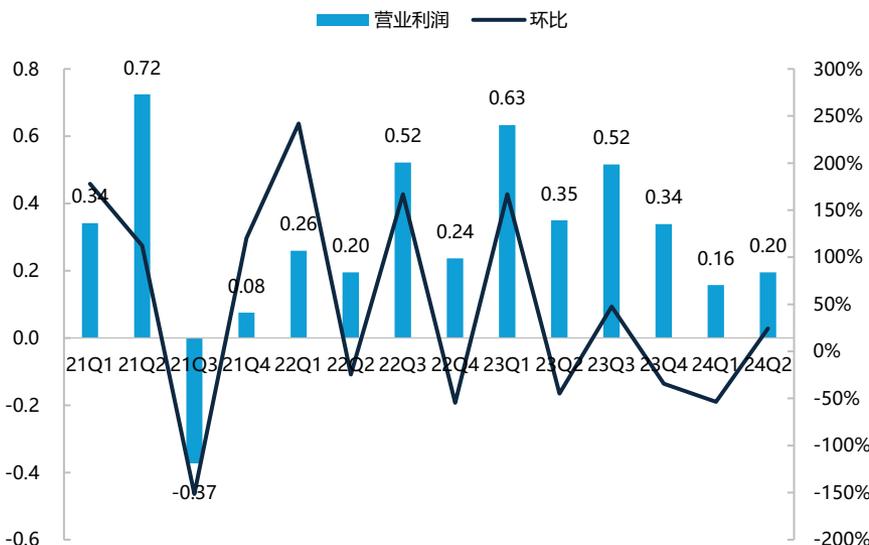
表：海外电池厂盈利水平 (剔除IRA补贴)

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)				
	23Q2	24Q1	24Q2	同比	环比	23Q2	24Q1	24Q2	同比	环比	23Q2	24Q1	24Q2	同比	环比
宁德时代	1002	798	870	-13%	9%	133	133	162	22%	22%	13%	17%	19%	5.3pct	1.9pct
LGES	479	326	323	-30%	1%	19	-1.7	-13	-172%	699%	4%	-1%	-4%	-8.1pct	-3.6pct
三星SDI	290	244	203	-27%	-15%	21	11	11	-46%	-1%	7%	5%	5%	-2pct	0.08pct
松下	120	105	99	-11%	1%	4	0	2	-48%	-560%	4%	0%	2%	-1.6pct	2.6pct
SKI	203	90	81	-58%	-8%	-14	-20	-30	-128%	-55%	-7%	-22%	-37%	-26pct	-9.9pct

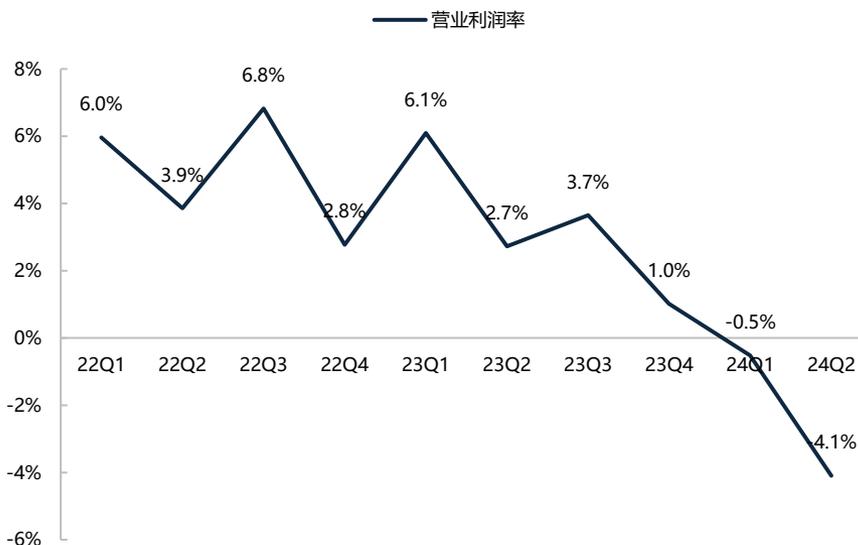
## 4 LGES：二季度盈利环比向下，减缓北美产能建设节奏

- ◆ **财务**：公司24Q2收入323亿RMB，同环比-30%/+1%；24Q2营业利润10亿RMB，同环比-58%/+24%，营业利润率3.2%，同环比-2.1/+0.6pct；24Q2 IRA补贴23亿RMB，环比+137%，北美客户新车型发布，补贴环比大幅增长，剔除补贴后，营业利润率-4.1%，同环比-8.1/-3.6pct，主要系原材料成本压力和产能利用率下降影响。
- ◆ **订单&产能**：①动力方面，降价以提高产品竞争力，拿到39GWh铁锂动力首单，已突破软包+CTP技术；②产能方面，印尼现代合资工厂一期10GWh投产，确认后续投建亚洲另一工厂；③储能方面，拿到美国亚利桑那州4.8GWh储能电池订单，逐渐从三元向铁锂体系转变，已覆盖电芯+系统等储能解决方案。
- ◆ **H2计划**：①调整产能爬坡速度，缩减资本开支，提升产能利用率；②确保产品具备差异化，引入4680和储能铁锂，并建立干电极中试线，目标获得铁锂、高压中镍和46系列等新产品的订单，并扩大储能和基于服务&软件的新业务；③扩大原材料采购范围，与成本领先的供应商加强合作，简化电池生产工艺流程，推进智能工厂建设。

图：LGES季度营业利润及环比增速（万亿韩元）



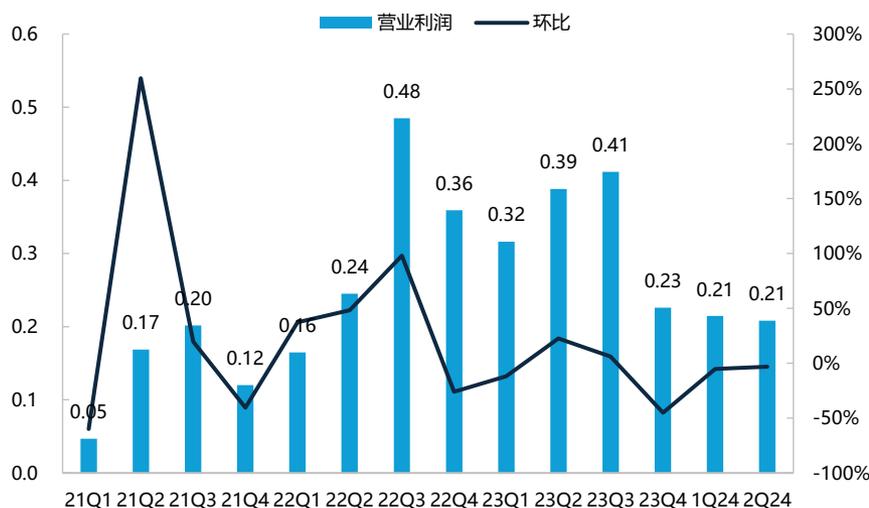
图：LGES季度剔除IRA营业利润率



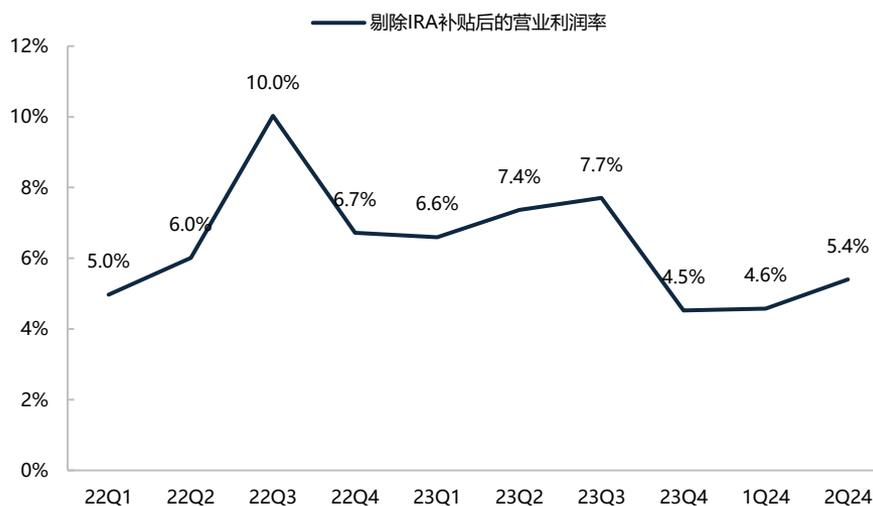
## 4 三星SDI：电池盈利能力稳健，签订韩国最大储能订单

- ◆ **财务：电池业务：**营收203亿RMB，同环比-27%/-15%；24年1-5月SDI装机13.7GWh，市占率4.8%，同比+0.1pct；营业利润11亿RMB，同环比-46%/-3%；营业利润率5.4%，同环比-2.0/+0.7pct，动力业务需求放缓，业绩低于预期。
- ◆ **Q2业绩分析：**①动储业务：**动力下滑、储能强劲** 电动车市场需求放缓，动力电池销量和利用率下降；储能受益于公共事业和UPS，收入和利润均提升；②消费业务：**整体疲软** 电动工具和手机库存调整，收入有所下降，但此前签有长协，获得一次性补偿，利润仍有增长；软包需求放缓，收入有所下滑。
- ◆ **H1产品突破：**①固态电池：向5位潜在客户送样；②铁锂电池：建设一条试验线，为26年量产做准备；③储能项目：与NextEra Energy签署韩国最大规模储能订单，合同规模达6.3GWh，总计52.7亿RMB（单价约0.84元/Wh），产品为5.26MWh的集装箱（SBB 1.5），采用NCA三元电池，配备自动喷洒灭火剂技术。
- ◆ **H2经营预期：**①动储业务：**改善业绩** 推广P6新品在美国放量，与Stellantis北美合资工厂运营提前（此前计划25年Q1投运，一期33GWh，二期34GWh）；储能已从美国关键客户拿到新项目，收入和利润持续提升；②消费业务：**寻找新机会** 圆柱扩大差异化产品销售，如高功率等圆柱电池，增加与主要客户的长协，扩展到商用车/特种车领域。

图：三星SDI季度营业利润及环比增速（万亿韩元）



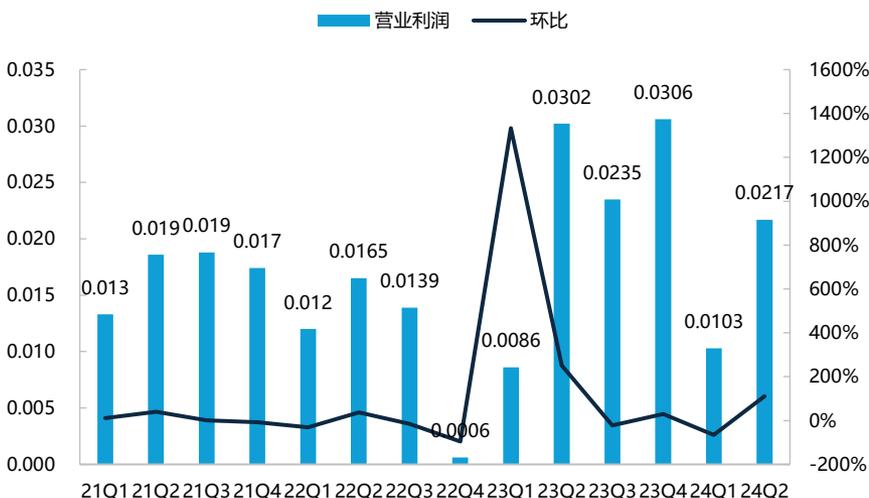
图：三星SDI季度剔除IRA营业利润率



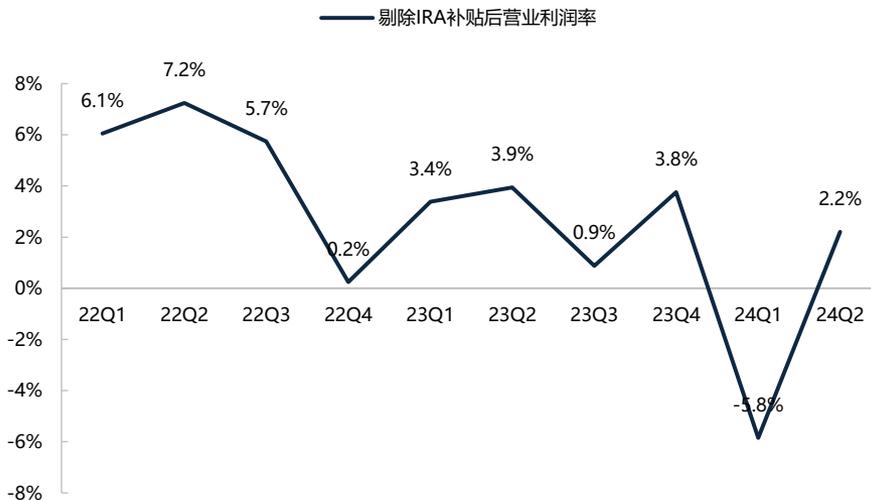
## 4 松下：电池盈利有所恢复，Q3预计进一步改善

- ◆ **电池整体**：Q2收入99亿RMB，同环比-11%/+1%；营业利润10亿RMB，同环比-27%/+71%，营业利润率10.2%，同环比-2.2/+5.3pct；IRA补贴8亿RMB，同环比-22%/-28%，剔除补贴后，营业利润率2.2%，同环比-1.6/+2.6pct，业绩环比Q1有所改善。
- ◆ **动力**：日本工厂需求持续下降，Q2收入59亿RMB，同环比-25%/-4%；营业利润6亿RMB，同环比-54%/+135%，营业利润率9.4%，同环比-1.5/+5.6pct；北美IRA销量8.7GWh，同环比-7%/-6%，剔除补贴后，营业利润率-2.8%，同环比-5.5/+8.2pct，原材料利用优化，北美盈利有所提升。Q3符合IRA补贴的车型增加，北美产量回升，预计业绩有所改善。
- ◆ **储能&消费**：24Q2收入39亿RMB，同环比+26%/+9%；营业利润4亿RMB，同环比+132%/+17%，营业利润率10.5%，同环比+5.6/+0.7pct。受益于生成式AI市场驱动，数据中心储能系统销售较好。
- ◆ **FY2025电池业绩指引(24年Q2-25年Q1)**：电池收入408亿RMB(此前预计420亿RMB)，营业利润51亿RMB(此前预计53亿RMB)，营业利润率12.5%(此前为12.6%)，IRA补贴87亿RMB(此前预计90亿RMB)，剔除补贴后，营业利润率+2.6%(此前为-8.8%)。

图：松下季度营业利润及环比增速 (万亿日元)



图：松下季度剔除IRA营业利润率



## 4 SKI: Q2亏损持续扩大, 目标Q4盈亏平衡

- ◆ **Q2财务:** 电池收入80.6亿RMB, 同环比-58.0%/-7.7%, 24年1-5月全球装机13.9GWh, 同比+4.9%, 市占率4.9%, 同比-0.8pct; 营业利润-23.9亿RMB, 同比亏损扩大249.9%, 环比亏损扩大38.8%; 营业利润率-29.6%, 同环比-26.1/-9.9pct; 24Q2 IRA补贴5.8亿RMB, 环比+190.6%, 剔除补贴后, 营业利润率-36.8%, 同环比-37.8/-14.8pct。
- ◆ **业绩分析:** 由于产能利用率下降, 匈牙利工厂投产转固, Q2亏损继续扩大, 但美国地区销量复苏, IRA补贴大幅提升。下半年看, 由于新车型推出、利率的下调和电池价格下降, 需求预计恢复, 目标Q4实现盈亏平衡。
- ◆ **Q2变化:** 7月初, 公司宣布已陷入绝境, 冻结所有高管的薪酬, 直到扭亏为盈; 7月13日, 公司表示积极寻找方形电池订单, 不会削减今年的资本支出(374亿RMB); 7月17日, SK集团宣布将SKI与SK E&S合并, 以支撑持续亏损的电池业务SK On, 其中SK E&S为韩国第一大民营液化天然气企业, 盈利能力强劲。

图: SKI季度营业利润及环比增速 (万亿韩元)

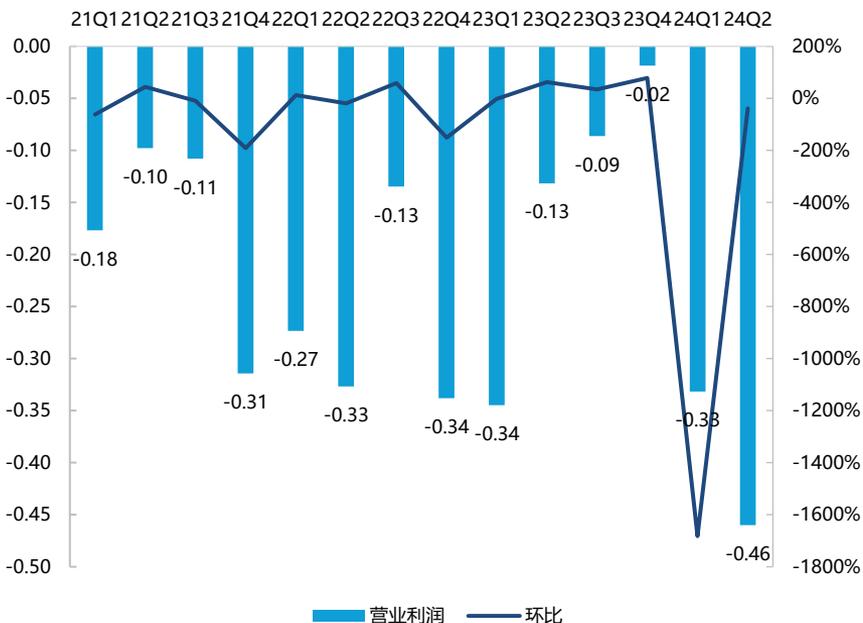
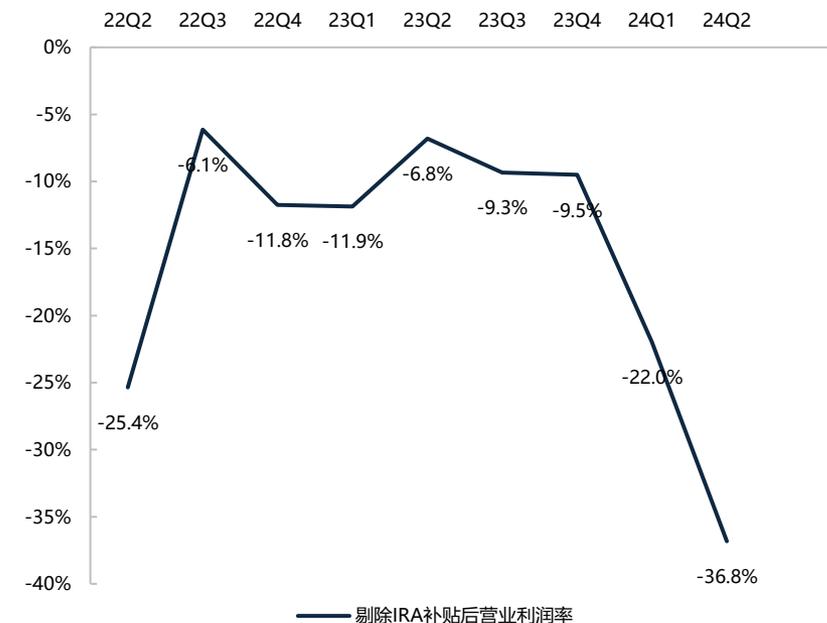


图: SKI季度剔除IRA营业利润率



## 5 结构件：竞争格局稳定，Q2板块业绩表现亮眼

- ◆ 24年H1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H1实现营收92亿元，同比增长19%；归母净利润8亿元，同比-5%。
- ◆ Q2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%+。24Q2营收50亿元，同比增长20%，归母净利润4.2亿元，同比增长3%；24年H1毛利率16%，同比-0.73pct；归母净利率5.25%，同比-1.36pct。24Q2毛利率15%，同比-0.06pct，环比0.22pct；归母净利率4.97%，同比-0.83pct，环比-0.6pct。

图表：2024年H1及2024年Q2结构件板块情况（亿元）

	2024年H1	24年H1同比	24年H1环比	24Q2	Q2同比	Q2环比
营业收入 (亿元) -扣除东山精密	92.48	19.31%	-14.16%	49.52	20.47%	14.91%
归母净利润 (亿元) -扣除东山精密	7.97	-5.19%	-28.71%	4.16	3.23%	2.46%
毛利率	15.50%	-0.73pct	-1.87pct	15.40%	-0.06pct	-0.22pct
归母净利率	5.25%	-1.36pct	-1.07pct	4.97%	-0.83pct	-0.60pct
经营活动净现金流 (亿元)	36.79	33.13%	42.10%	21.04	62.93%	33.53%
费用率	8.79%	-0.05pct	-0.31pct	8.93%	1.50pct	0.30pct

	2024Q2	较24Q1末增长	24Q2较年初增长
应收账款 (亿元)	124.19	13.71%	-4.07%
预收账款 (亿元)	2.15	32.14%	36.45%
存货 (亿元)	89.89	-0.80%	1.52%

## 5 结构件：龙头盈利能力稳健，二线盈利有所改善

- ◆ 龙头降本增效对冲降价影响，Q2盈利能力超预期，二线震裕盈利有所改善。科达利24Q2营收29.4亿元，环增17.1%；归母净利润3.4亿元，环增10%。震裕科技24Q2营收16.9亿元，环增17%；归母净利润0.79亿元，环增51%。斯莱克24Q2营收3.3亿元，环降5.6%；归母净利润-0.03亿元，环降113%。

表：2024年H1及2024年Q2结构件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						
结构件		2024年H1	24年H1同比	24年H1环比	24Q1	24Q2	Q2同比	Q2环比	2024年H1	24年H1同比	24年H1环比	24Q1	24Q2	Q2同比	Q2环比
002850.SZ	科达利	54.46	10.75%	-2.65%	25.09	29.37	13.36%	17.09%	6.48	27.38%	-6.36%	3.09	3.39	27%	10%
300953.SZ	震裕科技	31.33	30.64%	-13.46%	14.43	16.90	27.20%	17.12%	1.32	276.35%	1595.39%	0.52	0.79	312%	51%
300382.SZ	斯莱克	6.69	-5.13%	-29.34%	3.44	3.25	-20.68%	-5.64%	0.18	-72.48%	-72.90%	0.20	(0.03)	-110%	-113%
002384.SZ	东山精密	166.29	21.67%	-16.79%	77.45	88.84	24.15%	14.71%	5.61	-32.01%	-50.82%	2.89	2.71	-23%	-6%
合计		258.76	19.31%	-14.16%	120.40	138.36	20.47%	14.91%	13.58	-5.19%	-28.71%	6.71	6.87	3.23%	2.46%
合计(扣除东山精密)		92.48	15.30%	-8.99%	42.96	49.52	14.39%	15.28%	7.97	31.20%	4.26%	3.81	4.16	32.97%	0.09

表：结构件厂商归母净利率对比

	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
科达利	10%	10%	15%	12%	12%
震裕科技	1%	1%	-1%	4%	5%
斯莱克	6%	10%	5%	6%	-1%
东山精密	5%	6%	6%	4%	3%

## 5 结构件：竞争格局稳定，龙头盈利稳健

- ◆ **龙头降本增效对冲降价影响，Q1盈利能力超预期。**科达利24Q2营收29.4亿元，环增17.1%；归母净利润3.4亿元，环增10%。震裕科技24Q2营收17亿元，环增17%；归母净利润0.79亿元，环增51.1%。斯莱克24Q2营收3.25亿元，环降5.64%；归母净利润-0.03亿元，环降113.5%。东山精密24Q2营收88亿元，环增15%；归母净利润2.7亿元，环降6%。

表：2024年H1及2024年Q2结构件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						
		2024年H1	24年H1同比	24年H1环比	24Q1	24Q2	Q2同比	Q2环比	2024年H1	24年H1同比	24年H1环比	24Q1	24Q2	Q2同比	Q2环比
002850.SZ	科达利	54.46	10.75%	-2.65%	25.09	29.37	13.36%	17.09%	6.48	27.38%	-6.36%	3.09	3.39	27.03%	10.02%
300953.SZ	震裕科技	31.33	30.64%	-13.46%	14.43	16.90	27.20%	17.12%	1.32	276.35%	1595.39%	0.52	0.79	312.27%	51.10%
300382.SZ	斯莱克	6.69	-5.13%	-29.34%	3.44	3.25	-20.68%	-5.64%	0.18	-72.48%	-72.90%	0.20	(0.03)	-110.42%	-113.50%
002384.SZ	东山精密	166.29	21.67%	-16.79%	77.45	88.84	24.15%	14.71%	5.61	-32.01%	-50.82%	2.89	2.71	-23.14%	-6.25%
合计		258.76	19.31%	-14.16%	120.40	138.36	20.47%	14.91%	13.58	-5.19%	-28.71%	6.71	6.87	3.23%	2.46%

表：科达利利润拆分情况

利润拆分	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
收入（百万元）	2,591	2,851	2,743	2,509	2,937
归属于母公司所有者的净利润（百万元）	267	286	406	309	339
-同比	53%	15%	32%	28%	27%
-环比	11%	7%	42%	-24%	10%
扣非归属于母公司所有者的净利润（百万元）	264	275	386	295	333
归母净利率	10.31%	10.04%	14.80%	12.30%	11.56%

## 5 结构件：龙头现金情况良好，营运资本充足

- ◆ **龙头在手现金情况好良好，营运资本充足。**科达利24Q2无息现金15.4亿元，较年初增160.39%；营运资本45亿元，较年初+6%。**震裕科技**24Q2无息现金-29亿元，较年初增56%；营运资本10亿元，较年初增62%。**斯莱克**24Q2无息现金-7.1亿元，较年初增26.8%；营运资本14亿元，较年初-9%。**东山精密**24Q2无息现金-27亿元，较年初增8.5%；营运资本39亿元，较年初-15%。

表：2024年H1及2024年Q2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			
		24Q1	24Q2	24Q2较Q1增长	24Q2较年初增长	24Q1	24Q2	24Q2较Q1增长	24Q2较年初增长
002850.SZ	科达利	4.33	15.43	256.65%	160.39%	46	45	-2%	6%
300953.SZ	震裕科技	(26.01)	(28.71)	10.35%	55.68%	7	10	34%	62%
300382.SZ	斯莱克	(5.72)	(7.07)	23.60%	26.76%	17	14	-17%	-9%
002384.SZ	东山精密	(17.22)	(27.40)	59.12%	8.47%	48	39	-19%	-15%
合计		(44.63)	(47.75)	6.99%	10.14%	118	108	-9%	-2%

## 6 铁锂正极：碳酸锂影响减弱，加工费触底，亏损环比缩窄

- ◆ **24H1加工费触底，Q2行业持续亏损。** 2024年H1度实现营收266.76亿元，同比-41.09%；归母净利润-7.54亿元，同减55.63%，其中，24Q2营收154.37亿元，同比-25.63%，归母净利润-5亿元，同比-6.58%；24年H1毛利率6.49%，同比-1.51pct；归母净利率-2.83%，同比-0.93pct。24Q2毛利率6.95%，同比3.17pct，环增1.08pct；归母净利率-3.24%，同比-0.98pct，环减0.99pct。

图表：2023年及2024年Q1铁锂正极板块情况（亿元）

	2024H1	24H1同比	24H1环比	2024Q2	24Q2同比	24Q2环比
营业收入（亿元）	266.76	-41.09%	-37.48%	154.37	-25.63%	37.35%
归母净利润（亿元）	(7.54)	55.63%	66.95%	-5.00	-6.58%	-97.51%
毛利率	6.49%	1.51pct	2.83pct	6.95%	3.17pct	1.08pct
归母净利率	-2.83%	0.93pct	2.52pct	-3.24%	-0.98pct	-0.99pct
经营活动净现金流（亿元）	14.94	164.24%	-76.69%	15.24	-25.36%	5326.26%
费用率	9.23%	3.21pct	2.65pct	8.10%	1.20pct	-2.68pct

	24Q2	24Q2末较Q1增长	24Q2末较年初增长
应收账款（亿元）	121.84	13.37%	-4.08%
预收账款（亿元）	4.28	-35.67%	-31.85%
存货（亿元）	72.95	2.06%	23.85%

## 6 铁锂正极：龙头盈利领先行业，其余厂商普遍亏损

◆ Q2龙头盈利环比提升领先行业，其余铁锂厂商亏损环比缩窄，行业底部确立。湖南裕能24年Q2营收63亿元，同环比-37%/+39%，归母净利2.3亿元，同环比-76%/+45%。德方纳米、万润新能、龙蟠科技24Q2亏损环比进一步扩大。

表：2024年H1及2024年Q2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					
		24H1	24H1同比	24H2同比	24Q2	24Q2同比	24Q2环比	24H1	24H1同比	24H2同比	24Q2	24Q2同比	24Q2环比
铁锂正极													
300769.SZ	德方纳米	43.41	-51.18%	-46.28%	24.49	-37.97%	29.42%	-5.16	50.59%	12.92%	-3.31	-1.41%	-79.30%
300432.SZ	富临精工	35.95	54.81%	4.53%	20.99	31.42%	40.34%	1.32	140.78%	159.98%	0.92	-53.72%	132.01%
603906.SH	龙蟠科技	35.69	-6.44%	-27.40%	20.94	21.01%	42.03%	-2.21	66.23%	61.86%	-1.43	66.89%	-83.03%
300477.SZ	合纵科技	14.42	10.84%	-12.82%	7.40	-7.45%	5.40%	-1.33	-73.55%	76.44%	-0.75	-18.99%	-26.72%
688275.SH	万润新能	29.48	-48.97%	-53.93%	17.93	-33.05%	55.28%	-4.04	51.79%	39.17%	-2.74	65.93%	-110.93%
301358.SZ	湖南裕能	107.82	-53.48%	-40.69%	62.62	-37.40%	38.53%	3.89	-68.57%	13.74%	2.31	-75.92%	45.30%
合计		266.76	-41.09%	-37.48%	154.37	-25.63%	37.35%	-7.54	55.63%	66.95%	-5.00	-6.58%	-97.51%

## 6 铁锂正极：铁锂加工费触底，预计24年龙头盈利1-2k

- ◆ 24H2低端产品价格小幅下行，预计高端产品加工费稳定，龙头企业产能利用率+一体化比例提升带动盈利恢复。24H2低端产品价格小幅下行1k左右，已亏现金成本，行业龙头已满产，预计高端产品加工费稳定，龙头24年单位盈利1-2k元，后续随着产能利用率提升，外加磷矿投产一体化比例提升，龙头净利有望恢复至0.2万元/吨左右。

表：铁锂正极主流厂商季度盈利情况

德方纳米	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24
铁锂利润 (百万元)	-339	43	-639	-192	-343
-出货量 (万吨)	5.00	6.90	5.49	4.50	6.10
-权益出货量 (万吨)	4.48	6.38	4.97	3.50	5.00
-均价 (含税, 万元/吨)	8.92	8.87	5.49	4.75	4.54
-单吨利润 (万元/吨)	-0.76	0.07	-1.29	-0.55	-0.69
减值损失 (百万元)	37	-55	-204	0	-166
其他经营收益 (百万元)	12	5	-1	7	12
归属于母公司所有者的净利润 (百万元)	-327	48	-640	-185	-331
湖南裕能	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24
铁锂 (百万元)	957	303	39	159	231
-出货量 (万吨)	11.60	15.10	13.73	13.60	17.30
-均价 (含税, 万元/吨)	9.74	8.34	5.79	3.76	4.09
-单吨利润 (万元/吨)	0.83	0.20	0.03	0.12	0.13
减值损失 (百万元)	0	-165	2	29	-27
其他经营收益 (百万元)	5	28	14	7	2
归属于母公司所有者的净利润 (百万元)	957	303	39	159	231
万润新能	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24
铁锂 (百万元)	-805	-110	-555	-130	-274
-出货量 (万吨)	4.00	5.60	4.61	3.10	4.70
-均价 (含税, 万元/吨)	7.57	8.52	5.32	4.21	4.31
-单吨利润 (万元/吨)	-2.01	-0.20	-1.20	-0.42	-0.58
减值损失 (百万元)	-186.6573993	-119.5635923	-278.7211839	59.30169182	-71.4393963
其他经营收益 (百万元)	1.40471543	16.2560117	82.07633501	16.8127353	21.5787088
归属于母公司所有者的净利润 (百万元)	-805	-110	-555	-130	-274

## 6 铁锂正极：厂商现金状况环比改善，行业扩产整体放缓

- ◆ 铁锂厂商现金状况普遍较弱，行业扩产整体放缓。湖南裕能24Q2无息现金-32亿元，较Q1末增5%；营运资本26亿元，较Q1末-2%。德方纳米24Q1无息现金-1亿元，较Q1末增76%；营运资本-2亿元，较Q1末-125%。万润新能24Q2无息现金-35.6亿元，较Q1末+3%；营运资本3亿元，较Q1末-79%。
- ◆ 资本开支看，Q2资本开支11亿元，同环比-68%/-17%，连续3个季度下降，Q2末在建工程103亿元，较年初-2%。

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		24Q1	24Q2	24Q2较Q1增长	24Q2较年初增长	24Q1	24Q2	24Q2较Q1增长	24Q2较年初增长
300769.SZ	德方纳米	(4.16)	(1.02)	+75.55%	+129%	6	-2	-125%	-112%
300432.SZ	富临精工	4.06	2.13	-47.54%	-64%	4	4	-2%	26%
603906.SH	龙蟠科技	(39.31)	(42.16)	+7.25%	+12%	-10	-5	-54%	-62%
300477.SZ	合纵科技	(27.04)	(20.64)	+23.65%	+10%	-10	-14	49%	134%
688275.SH	万润新能	(35.60)	(32.13)	+9.75%	+3%	12	3	-79%	-82%
301358.SZ	湖南裕能	(33.34)	(31.59)	+5.26%	96%	27	26	-2%	52%
合计		(135.39)	(125.40)	+7.37%	33%	29	12	-59%	-59%

## 7 负极：降价及高价库存影响盈利，厂商分化严重

- ◆ **降价及高价库存影响盈利，厂商分化严重。** 2024年H1实现营收276亿元，同比-24%；归母净利润18亿元，同减48%，其中，24Q2营收149亿元，同比-20%，环比+17%，归母净利润11亿元，同比-41%，环比+39%；24年H1毛利率21%，同比+0.87pct；归母净利率6.61%，同比-3.15pct。24Q2毛利率20.45%，同比+0.54pct，环比-0.91pct；归母净利率7.12%，同比-2.49pct，环比+1.11pct。
- ◆ **在建工程仍提升，年底新增产能增加。** Q2板块经营性净现金11亿，同环比-55%/+245%；Q2资本开支30亿，同环比-1%/-17%；期末在建工程170亿元，较年初+21%；Q2板块无息现金-153亿元，营运资本232亿元，较年初-5%。

图表：2024年H1及2024年Q2负极板块情况（亿元）

	2024H1	24H1同比	24H1环比	2024Q2	24Q2同比	24Q2环比
营业收入（亿元）	276.15	-23.80%	-21.60%	149.06	-19.93%	17.28%
归母净利润（亿元）	18.25	-48.40%	0.08371618	10.61	-40.70%	39.03%
毛利率	20.87%	0.87%	-1.32%	20.45%	0.54%	-0.91%
归母净利率	6.61%	-3.15%	1.83%	7.12%	-2.49%	1.11%
费用率	10.85%	2.26%	-2.22%	11.88%	2.74%	0.28%
经营活动净现金流（亿元）	3.33	-68.90%	-94.34%	10.72	-54.80%	245.14%
资本开支（亿元）	65.1	-3%	-4%	29.5	-1%	-17%

	24Q2	24Q2末较Q1增长	24Q2末较年初增长
应收账款（亿元）	170	9.57%	2.96%
预收款项（亿元）	42	-17.37%	-9.99%
存货（亿元）	237	4.74%	1.27%
在手类现金-长短期借款（亿元）	-153	39.50%	118.45%
营运资本（亿元）	232	-6%	-5%
在建工程（亿元）	170	1.22%	21.15%

## 7 负极：降价及高价库存影响盈利，厂商分化严重

- ◆ **璞泰来**2024Q2营收32.97亿元，同减19.71%，环增8.67%；归母净利润4.13亿元，同减31.44%，环减7.14%。**尚太科技**2024Q2营收12.32亿元，同增21.52%，环增43.08%；归母净利润2.08亿元，同增19.40%，环增39.83%。**中科电气**2024Q2营收11.98亿元，同增0.39%，环降12.40%；归母净利润0.45亿元，同增338.07%，环增91.41%。**贝特瑞**2024Q2营收35.09亿元，同降47.29%，环降0.54%；归母净利润2.74亿元，同降50.48%，环增25.62%。

图表：2024年H1及2024年Q2负极板块情况（亿元）

新能源汽车板块		收入					归母净利润				
		24H1	24H1同比	24Q2	24Q2同比	24Q2环比	24H1	24H1同比	24Q2	24Q2同比	24Q2环比
603659.SH	璞泰来	63.32	-18.89%	32.97	-19.71%	8.67%	8.58	-34.24%	4.13	-31.44%	-7.14%
301349.SZ	信德新材	3.61	3.30%	2.27	18.05%	69.08%	-0.08	-134.87%	0.04	164.47%	135.29%
300890.SZ	翔丰华	7.07	-28.75%	3.74	-13.85%	12.48%	0.38	-44.92%	0.25	73.96%	98.42%
001301.SZ	尚太科技	20.93	6.45%	12.32	21.52%	43.08%	3.57	-11.86%	2.08	19.40%	39.83%
600884.SH	杉杉股份	88.20	-6.84%	50.68	0.98%	35.05%	0.18	-98.27%	0.91	-79.37%	223.98%
300035.SZ	中科电气	22.64	1.32%	11.98	0.39%	12.40%	0.69	155.44%	0.45	338.07%	91.41%
835185.BJ	贝特瑞	70.38	-47.57%	35.09	-47.29%	-0.54%	4.93	-41.84%	2.74	-50.48%	25.62%
合计		276.15	-23.80%	127.09	-27.88%	-20.75%	18.25	-48.40%	10.61	-40.70%	39.03%

## 7 负极：2H预计处于磨底阶段，盈利底部可维持

- ◆ Q1盈利底部确认，Q2伴随产能利用率提升小幅改善，预计下半年可底部维持。24Q1负极招标价格触底，Q2降价完全体现，但产能利用率提升部分对冲，尚太Q2单吨净利0.37万元，贝特瑞0.25万元，璞泰来盈亏平衡，杉杉、中科微利，小厂商基本全面亏损。24H2此前预期涨价不明显，价格我们预计底部维持，Q3我们预计行业单吨盈利环比基本持平。

图表：负极分厂商盈利拆分

璞泰来	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24
负极利润 (百万元)	134	-231	-280	0	0
-出货量 (吨)	38,197	42,000	45,120	30,800	36,192
-单吨利润 (万/吨)	0.35	-0.55	-0.62	0	0
尚太科技	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24
负极利润 (百万元)	173	163	160	125	188
-出货量 (吨)	28,776	43,000	45,624	33,000	50,800
-单吨利润 (万/吨)	0.6	0.38	0.35	0.38	0.37
中科电气	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24
负极利润 (百万元)	23	84	121	33	56
-出货量 (吨)	34,000	40,000	42,135	39,000	49,392
-单吨利润 (万/吨)	0.07	0.21	0.29	0.08	0.11
杉杉股份	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24
负极利润 (百万元)	188	0	-234	-40	40
-出货量 (吨)	62,500	70,000	81,764	50,000	80,000
-单吨利润 (万/吨)	0.30	0.00	-0.29	-0.08	0.05
贝特瑞	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24
负极利润 (百万元)	333	356	221	216	275
-出货量 (吨)	95,000	108,000	82,000	90,000	110,000
-单吨利润 (万/吨)	0.35	0.33	0.27	0.24	0.25

## 8 电解液及六氟：24年盈利底部维持，龙头成本优势增厚利润

- ◆ 六氟及电解液价格触底，4月起六氟价格伴随碳酸锂小幅反弹，24Q2单位盈利触底，龙头一体化优势明显。2024年H1实现营收205.54亿元，同比下降17.68%；归母净利润7.07亿元，同比下降71.19%，其中24Q2实现营收113亿元，同比降低8.79%，环比上升22.1%；归母净利润4.07亿元，同比降低66.65%，环比上升35.41%；其中，天赐材料表现符合预期，Q1电解液单吨盈利0.1万元/吨见底，后续锂盐外供贡献盈利弹性。
- ◆ 24Q2毛利率环比改善。2024年H1毛利率15.65%，同比下降6.71pct；归母净利率3.44%，同比下降6.39pct，其中24Q2毛利率16.19%，同比下降5.48pct，环比上升1.2pct；归母净利率3.6%，同比下降6.24pct，环比上升0.35pct。

图表：2024年H1及2024年Q2电解液及六氟板块情况（亿元）

	2024H1	24H1同比	24H1环比	2024Q2	24Q2同比	24Q2环比
营业收入 (亿元)	205.54	-17.68%	-21.12%	113.00	-8.79%	22.10%
归母净利润 (亿元)	7.07	-71.19%	-15.34%	4.07	-66.65%	35.41%
毛利率	15.65%	-6.71pct	-0.94pct	16.19%	-5.48pct	1.20pct
归母净利率	3.44%	-6.39pct	0.23pct	3.60%	-6.24pct	0.35pct
费用率	12.25%	1.32pct	1.20pct	11.52%	0.99pct	-1.62pct
经营活动净现金流 (亿元)	-18.87	-158.90%	-171.44%	0.19	-99.35%	101.01%
资本开支 (亿元)	29.83	-43.58%	-24.62%	12.98	-38.59%	-22.93%

	24Q2	24Q2末较Q2增长	24Q2末较年初增长
应收账款 (亿元)	109.47	8.63%	-7.89%
预收款项 (亿元)	13.37	-7.81%	-12.38%
存货 (亿元)	59.40	4.46%	0.88%
在手类现金-长短期借款 (亿元)	-3.53	-110.07%	-104.53%
营运资本 (亿元)	181	-15%	-10%
在建工程 (亿元)	130.01	4.51%	8.96%

## 8 电解液及六氟：24年盈利底部维持，龙头成本优势增厚利润

- ◆ **新宙邦**2024Q2营收20.67亿元，同增15.75%，环增36.41%，归母净利2.51亿元，同降7.54%，环增51.97%。**天赐材料**2024Q2营收29.87亿元，同降18.67%，环增21.27%，归母净利1.23亿元，同降79.26%，环增7.64%。**多氟多**2024Q2营收24.8亿元，同降11.21%，环增16.49%，归母净利0.31亿元，同降80.60%，环降22.26%。**天际股份**2024Q2营收4.51亿元，同降27.69%，环增1.19%，归母净亏损0.32亿元，同降347.28%，环增66.57%。

图表：2024年H1及2024年Q2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		24H1	24H1同比	24Q2	24Q2同比	24Q2环比	24H1	24H1同比	24Q2	24Q2同比	24Q2环比
300037.SZ	新宙邦	35.82	4.35%	20.67	15.75%	36.41%	4.16	-19.54%	2.51	-7.54%	51.97%
301238.SZ	瑞泰新材	10.52	-49.13%	4.96	-47.59%	-10.88%	1.08	-61.47%	0.65	-56.49%	52.73%
688353.SH	华盛锂电	2.03	-13.87%	1.01	-17.65%	-0.91%	-0.73	-468.95%	-0.60	-790.30%	-366.44%
002709.SZ	天赐材料	54.50	-31.76%	29.87	-18.67%	21.27%	2.38	-81.56%	1.23	-79.26%	7.64%
002759.SZ	天际股份	8.96	-16.05%	4.51	-27.69%	1.19%	-1.28	-656.40%	-0.32	-347.28%	66.57%
002407.SZ	多氟多	46.09	-12.46%	24.80	-11.21%	16.49%	0.70	-73.78%	0.31	-80.60%	-22.26%
002326.SZ	永太科技	21.39	4.19%	13.17	25.79%	60.33%	0.38	-2.59%	0.18	35.92%	-6.98%
603026.SH	胜华新材	26.21	-8.30%	14.00	0.19%	14.70%	0.38	97.51%	0.10	-8.06%	-62.56%
合计		205.54	-17.68%	113.00	-8.79%	22.10%	7.07	-71.19%	4.07	-66.65%	35.41%

## 8 电解液及六氟：24年盈利底部维持，龙头成本优势增厚利润

- ◆ **六氟加工费已触底，单位盈利24Q2触底，当前二三线厂商盈亏平衡。**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。24H2-25年产能利用率提升，叠加外供锂盐起量增厚利润，我们预计盈利有望小幅改善。

图表：天赐季度盈利拆分

利润拆分	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
电解液 (百万)	528	444.6	336	99	97.8
-电解液出货量 (吨)	88,000	117,000	112,000	90,000	111,000
-六氟磷酸锂出货量 (吨)				1000	1,800
-单吨利润 (万/吨)	0.6	0.38	0.3	0.11	0.08
磷酸铁利润 (百万)	5	-26	-56	-60	-53
归属于母公司所有者的净利润	594	463	139	114	123
-同比	-58%	-68%	-90%	-84%	-79%
-环比	-15%	-22%	-70%	-18%	8%
扣非归属于母公司所有者的净利润	585.042406	438.528864	114.314724	100.665882	85.5079908

图表：新宙邦盈利拆分

新宙邦	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
电解液 (百万)	36	51.36	31.2	0	23
-出货量 (吨)	30,000	42,800	39,000	33,000	46,000
-单吨利润 (万/吨)	0.12	0.12	0.08	0	0.05
氟化工 (百万)	185	190	180.515625	155	185
电容器电解液 (百万)	24	25	25	20	30
半导体化学品 (百万)	7	7	8.4	7	10
归属于母公司所有者的净利润	271	280	214	165	251
-同比	-45%	-36%	-32%	-33%	-8%
-环比	10%	3%	-24%	-23%	52%
扣非归属于母公司所有者的净利润	251	266	211	184	247

## 9 隔膜：库存出清周期较长，在建工程持续增长

- ◆ **隔膜：降价影响下24Q2毛利率环比进一步下降。** 2024年H1实现营收247.8亿元，同比下降-13.48%；归母净利润19.5亿元，同比下降58.14%。2024年Q2实现营收136.52亿元，同比下降18.37%，环比上升22.66%；归母净利润9.82亿元，同比下降62.38%，环比上升1.37%。2024年H1毛利率22.36%，同比下降8.58pct；归母净利率7.87%，同比下降8.39pct，其中2024年Q2毛利率21.55%，同比下降7.04pct，环比下降1.81%；归母净利率7.19%，同比下降8.41pct，环比增加1.51pct。
- ◆ **存货、资本开支小幅下降，但仍然维持高位，在建工程持续增长，转固影响后续盈利。** 行业24年H1资本开支94亿元，同降18%，24Q2资本开支49亿元，同环比-20%/+7%。24Q2末在建工程287亿元，较Q2增长11.93%，较24年初增长27.6%。

图表：2024年H1及2024年Q2隔膜板块情况（亿元）

	2024H1	24H1同比	24H1环比	2024Q2	24Q2同比	24Q2环比
营业收入（亿元）	247.82	-13.48%	-19.34%	136.52	-18.37%	22.66%
归母净利润（亿元）	19.50	-58.14%	-32.27%	9.82	-62.38%	1.37%
毛利率	22.36%	-8.58pct	-6.67pct	21.55%	-7.04pct	-1.81pct
归母净利率	7.87%	-8.39pct	-1.50pct	7.19%	-8.41pct	-1.51pct
费用率	14.30%	2.51pct	0.19pct	14.16%	3.72pct	-0.31pct
经营活动净现金流（亿元）	12.98	-55.39%	-81.92%	39.67	5.65%	248.64%
资本开支（亿元）	48.64	-20.33%	6.92%	94.13	-18.44%	-30.54%

	24Q2	24Q2末较Q1增长	24Q2末较年初增长
应收账款（亿元）	198	0.95%	-2.63%
预收款项（亿元）	50	-11.39%	2.84%
存货（亿元）	190	-4.92%	-1.02%
在手类现金-长短期借款（亿元）	-219	20.47%	93.64%
营运资本（亿元）	163	-23%	-21%
在建工程（亿元）	287	11.93%	27.60%

## 9 隔膜：库存出清周期较长，在建工程持续增长

- ◆ 隔膜板块盈利业绩同环比下滑明显。恩捷股份24Q2营收24.56亿元，同降18.14%，环增5.50%，归母净利1.33亿元，同降82.41%，环降15.972%，主要系主动降价策略持续兑现。星源材质Q2表现符合预期，Q2收入9.39亿元，同增35.71%，环降31.38%，归母净利1.35亿元，同降31.14%，环增26.09%，主要系海外高占比托底。其余隔膜厂商24Q1归母净利基本同比下滑明显。

图表：2024年H1及2024年Q2隔膜板块情况（亿元）

新能源汽车板块		收入						归母净利润					
隔膜		24H1	24H1同比	24H1环比	24Q2	24Q2同比	24Q2环比	24H1	24H1同比	24H1环比	24Q2	24Q2同比	24Q2环比
002108.SZ	沧州明珠	12.35	-6.30%	-5.14%	7.25	4.75%	42.29%	0.88	-46.76%	-17.43%	0.28	-65.81%	-52.61%
002080.SZ	中材科技	105.40	-14.86%	-21.98%	61.10	-24.80%	37.91%	4.65	-66.62%	-44.18%	2.48	-74.48%	14.89%
300568.SZ	星源材质	16.54	21.89%	-0.18%	9.39	35.71%	31.38%	2.42	-36.11%	22.74%	1.35	-31.14%	26.09%
002812.SZ	恩捷股份	47.83	-14.10%	-26.11%	24.56	-18.14%	5.50%	2.91	-79.28%	-74.06%	1.33	-82.41%	-15.97%
688733.SH	壹石通	2.39	10.63%	-3.69%	1.25	14.27%	10.30%	0.06	-50.19%	-54.56%	0.24	2463.42%	232.52%
603659.SH	璞泰来	63.32	-18.89%	-15.97%	32.97	-19.71%	8.67%	8.58	-34.24%	41.27%	4.13	-31.44%	-7.14%
合计		247.82	-13.48%	-19.34%	136.52	-18.37%	22.66%	19.50	-58.14%	-32.27%	9.82	-62.38%	1.37%

## 9 隔膜：价格基本触底，2H预计盈利基本稳定

- ◆ Q2湿法隔膜价格再度小幅下降，龙头涂覆比例提升部分对冲，预计24年盈利水平基本企稳。24H1干法价格下降0.1元左右，触底，4-5月湿法进一步降价，我们预计2H价格仍有进一步下降可能，考虑涂覆膜占比提升、新产线升级，预计盈利基本企稳。24Q2恩捷股份单位盈利0.09元/平，环比进一步下降，下半年有望小幅改善，星源材质24Q2单平盈利0.08元/平。

图表：恩捷季度盈利拆分

利润拆分	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
隔膜利润 (百万元)	720	750	375	159	137
-出货量 (万平)	120,000	150,000	125,000	122,000	152,500
-单平利润 (元/平)	0.6	0.5	0.3	0.13	0.09
归属于母公司所有者的净利润 (百万元)	<b>755</b>	<b>749</b>	<b>373</b>	<b>158</b>	<b>133</b>
-同比	-32%	-38%	-52%	-76%	-82%
-环比	16%	-1%	-50%	-58%	-16%
扣非归属于母公司所有者的净利润 (百万元)	716	710	407	149	110

图表：星源季度盈利拆分

利润拆分	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
隔膜 (百万元)	198	257.4	36.4265	95.25	80
-出货量 (万平)	60,000	78,000	72,853	63,500	100,000
-干法 (万平)	30,000	39,000	36,427	31,750	50,000
-湿法 (万平)	30,000	39,000	36,427	31,750	50,000
-单平利润 (元/平)	0.33	0.33	0.05	0.15	0.08
归属于母公司所有者的净利润 (百万元)	<b>196</b>	<b>289</b>	<b>-91</b>	<b>107</b>	<b>135</b>
-同比	-2%	31%	-169%	-41%	-31%
-环比	7%	47%	-132%	-217%	26%
扣非归属于母公司所有者的净利润 (百万元)	143	271	-29	97	80

## 10 三元正极：Q2盈利大幅改善，预计下半年进一步恢复

- ◆ **Q2龙头盈利大幅改善，归母净利环比显著提升。**2024H1实现营收202亿元，同比减少46%；归母净利润3亿元，同比减少83%。其中，24Q2营收100亿元，同环比-41%/-2%，归母净利润2.2亿元，同环比-67%/+325%。24H1毛利率为8.6%，同比下降0.8pct；归母净利率1.3%，同比下降2.9pct。24Q2毛利率11%，同增2pct，环增4pct；归母净利率2.2%，同减1.7pct，环增1.7pct。
- ◆ **Q2经营性现金流环比明显改善，存货较年初增加。**24H1经营活动净现金流-18亿元，同减3182%，24Q2经营活动净现金流17亿元，同减33%，环增149%。Q2末存货为77亿元，较年初增加21%；Q2末无息在手现金74亿元，较年初减少28%，而24Q2营运资本266亿元，较年初+1%。

图表：2024年H1三元正极板块情况（亿元）

	2024Q2	24Q2同比	24Q2环比	24H1	24H1同比	24H1环比
营业收入 (亿元)	99.8	-41%	-2%	202.1	-46%	-42%
归母净利润 (亿元)	2.2	-67%	325%	2.7	-83%	-81%
毛利率	10.7%	1.9pct	4.2pct	8.6%	-0.8pct	-1.3pct
归母净利率	2.2%	-1.7pct	1.7pct	1.3%	-2.9pct	-2.7pct
费用率	7.6%	4.7pct	1.4pct	6.8%	3.4pct	2.4pct
经营活动净现金流 (亿元)	17.3	-33%	149%	-17.8	-3182%	-125%

	2023Q4	2024Q1	2024Q2	24Q2较年初增长
应收账款 (亿元)	144	113	121	-16%
预收款项 (亿元)	1	3	3	158%
存货 (亿元)	63	68	77	21%
无息在手现金 (亿元)	103	65	74	-28%
营运资本 (亿元)	263	280	266	1%

## 10 三元正极：厂商业绩表现分化，容百环比增长显著

- ◆ Q2产能利用率提升，单吨利润普遍环比增长。容百科技24年Q2营收32亿元、同减29%、环减13%，归母净利0.5亿元、同减30%、环增228%；当升科技24年Q2营收20亿元、同减45%、环增33%，归母净利1.8亿元、同减64%、环增60%，盈利水平仍大幅领先行业平均；振华新材24年Q2营收3.4亿，同减73%，环减47%，归母净利-0.7亿，同增38%，环增52%。

表：2024年H1三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	2024H1	同比	2024Q2	同比	环比	2024H1	同比	2024Q2	同比
688005.SH	容百科技	68.9	-47%	32.0	-29%	-13%	0.1	-97%	0.5	-30%	228%
300073.SZ	当升科技	35.4	-58%	20.2	-45%	33%	2.9	-69%	1.8	-64%	60%
688707.SH	振华新材	9.7	-70%	3.4	-73%	-47%	-2.0	-467%	-0.7	38%	52%
688779.SH	长远锂科	25.1	-49%	14.2	-52%	30%	-0.7	-202%	-0.7	-209%	-2266%
688778.SH	厦钨新能	63.0	-22%	30.0	-34%	-9%	2.4	-6%	1.3	-8%	15%
合计		202.1	-46%	99.8	-41%	-2%	2.7	-83%	2.2	-67%	325%

## 10 三元正极：容百新业务亏损收窄，当升盈利水平领先行业平均

- ◆ **容百科技**24Q2正极单吨利润0.18万左右，环比扭亏为盈，主要由于制造成本控制、精细化管理，以及钠电、锰铁锂等新业务亏损幅度收窄；随着下半年海外出货占比持续提升，韩国工厂一期到年底实现盈亏平衡，我们预计下半年利润将进一步改善。
- ◆ **当升科技**24Q2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%，预计全年海外客户占比相比上半年略有提升，24全年盈利水平有望维持1万元/吨左右。

图表：三元正极行业主流厂商利润拆分情况

容百科技	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
正极 (百万)	313	68	238	-33	-31	53
-出货量 (吨)	26,100	19,000	27,000	27,346	26,000	26,700
-单吨利润 (万元/吨)	1.20	0.36	0.88	-0.12	-0.12	0.20
归属于母公司所有者的净利润	311	68	237	-35	-37	48
当升科技	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
三元正极 (百万)	417	612	540	346	105	110
-出货量 (万吨)	1.40	1.55	1.80	1.23	0.95	1.15
-单吨利润 (万元/吨)	2.98	3.95	3.00	2.80	1.10	0.96
中鼎高科 (百万)	7	7	7	6	7	7
归属于母公司所有者的净利润	431	495	566	433	110	176
振华新材	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
正极 (百万)	71	-106	73	65	-137	-66
-出货量 (吨)	6,500	6,000	10,000	10,154	5,000	3,000
-单吨利润 (万元/吨)	1.09	-1.77	0.73	0.64	-2.74	-2.21
其他业务 (百万)	6	6	6	6	6	7
归属于母公司所有者的净利润	71	-106	73	65	-137	-66
厦钨新能	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
正极 (百万)	99	128	140	99	102	117
-出货量 (吨)	10,790	17,000	20,000	23,500	24,200	20,597
-单吨利润 (万元/吨)	0.92	0.75	0.70	0.42	0.42	0.57
其他业务 (百万)	8	8	8	8	8	8
归属于母公司所有者的净利润	116	139	158	115	111	128
长远锂科	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
正极 (百万)	-21	51	-6	-205	-9	25
-出货量 (吨)	7,000	15,000	20,000	20,266	12,300	13,700
-单吨利润 (万元/吨)	-0.30	0.34	-0.03	-1.01	-0.08	0.18
归属于母公司所有者的净利润	1	64	8	-197	3	-69

## 10 三元正极：当升在手现金情况良好，容百营运资本充足

- ◆ 当升科技在手现金充足，容百科技营运资本领先行业，后续扩产集中海外。容百科技24Q2在手现金-13亿元，较年初降266%；营运资本63亿元，较年初+9%。当升科技24Q2在手现金66亿元，较年初降3%；营运资本89亿元，较年初0%。振华新材24Q2在手现金9亿元，较年初降9%；营运资本23亿元，较年初+21%。长远锂科24Q2在手现金1亿元，较年初降86%；营运资本57亿元，较年初+2%。厦钨新能24Q2在手现金11亿元，较年初增11%；营运资本34亿元，较年初-16%。

图表：24年H1三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		2023Q4	2024Q1	2024Q2	Q2较年初增长	2023Q4	2024Q1	2024Q2	Q2较年初增长
688005.SH	容百科技	8	-12	-13	-266%	57.7	64.5	62.9	9%
300073.SZ	当升科技	68	64	66	-3%	89.2	91.1	89.3	0%
688707.SH	振华新材	9	6	8	-9%	19.1	28.2	23.0	21%
688779.SH	长远锂科	8	-6	1	-86%	55.9	55.4	57.1	2%
688778.SH	厦钨新能	10	12	11	11%	40.6	40.4	34.0	-16%
合计		103	65	74	-28%	57.7	64.5	62.9	9%

## 11 三元前驱体：镍冶炼产能逐步释放，龙头盈利环比提升明显

- ◆ **Q2一体化布局企业受益于镍价上涨，盈利环比提升明显。** 2024H1实现营收692亿元，同比增加6%；归母净利润29亿元，同比减少12%。其中，24Q2营收358亿元，同环比+15%/7%，归母净利润16亿元，同环比-10%/+17%。24H1毛利率为14%，同比增长1pct；归母净利率4%，同比下降1pct。24Q2毛利率16%，同增3pct，环增3pct；归母净利率4%，同减1.2pct，环增0.4pct。
- ◆ **Q2经营性现金流环增明显，在手现金较年初减少22%。** 24H1经营活动净现金流54亿元，同增68%，24Q2经营活动净现金流33亿元，同减15%，环增60%。Q2末存货为324亿元，较年初减少3%；Q2末无息在手现金-518亿元，较年初减少22%，而24Q2营运资本97亿元，较年初增加-45%。

表：2024年H1三元前驱体板块情况（亿元）

	2024Q2	24Q2同比	24Q2环比	24H1	24H1同比	24H1环比
营业收入 (亿元)	358.0	15%	7%	692.2	6%	0%
归母净利润 (亿元)	15.5	-10%	17%	28.7	-12%	19%
毛利率	15.8%	3.4pct	3.1pct	14.2%	0.9pct	0.7pct
归母净利率	4.3%	-1.2pct	0.4pct	4.1%	-0.8pct	0.7pct
费用率	8.2%	2.8pct	0.3pct	8.1%	1.0pct	-0.9pct
经营活动净现金流 (亿元)	33.1	-15%	60%	53.8	68%	-19%

	2023Q4	2024Q1	2024Q2	24Q2较年初增长
应收账款 (亿元)	189	198	181	-4%
预收款项 (亿元)	17	22	25	53%
存货 (亿元)	335	304	324	-3%
无息在手现金 (亿元)	-424	-469	-518	-22%
营运资本 (亿元)	176	116	97	-45%

## 11 三元前驱体：一体化持续推进，支撑龙头后续盈利

- ◆ 前驱体厂商盈利分化，一体化布局企业盈利稳健。华友钴业24年Q2营收151亿，同增6%，环增1%，归母净利润11.5亿，同增8%，环增120%。中伟股份24年Q2营收108亿、同增15%、环增16%，归母净利润5亿、同增14%、环增28%。格林美24Q2营收90亿元，同增32%，环增8%；归母净利润2.5亿元，同增2%，环降46%。

图表：2024年H1三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		2024H1	同比	2024Q2	同比	环比	2024H1	同比	2024Q2	同比	环比
603799.SH	华友钴业	300.5	-10%	150.9	6%	1%	16.7	-20%	11.5	8%	120%
300919.SZ	中伟股份	200.9	16%	107.9	15%	16%	8.6	12%	4.8	14%	28%
002340.SZ	格林美	173.4	34%	89.8	32%	8%	7.0	70%	2.5	2%	-46%
688148.SH	芳源股份	10.4	-27%	6.2	-1%	47%	-0.7	-367%	-0.7	-380%	-1141%
688184.SH	帕瓦股份	7.1	54%	3.2	47%	-20%	-3.0	-1979%	-2.6	-2824%	-516%
合计		692.2	6%	358.0	15%	7%	28.7	-12%	15.5	-10%	17%

## 11 三元前驱体：龙头前驱体盈利稳定，镍冶炼贡献利润增量

- ◆ **中伟股份** 24Q2前驱体单吨净利维持0.5万元+，环比持平，贡献3亿元以上归母净利润；Q2镍价上涨盈利提升，镍产品贡献1亿元左右归母利润，按照1.6-1.7万美金计算，全年镍产品预计可贡献6-8亿归母净利。
- ◆ **华友钴业** 华越、华科、华飞24H1合计净利16亿元，全公司口径下单吨净利约0.35万美金+，其中Q2镍价一度反弹至2万美金/吨+，单吨盈利预计提升至0.4万/美金+，全年镍冶炼预计可贡献25-30亿左右归母净利。

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
前驱体 (百万, 四钴和三元)	252	353	526	413	335	330
-出货量 (万吨)	5.40	6.20	7.90	5.50	6.20	6.00
-单吨利润 (万元/吨)	0.47	0.57	0.67	0.75	0.54	0.55
磷酸铁 (百万)					-15	-23
-出货量 (万吨)	0.10	0.30	1.10	0.50	0.40	1.10
镍产品 (百万)					20	120
-出货量 (万吨金属)					1.46	2.04
归属于母公司所有者的净利润	341	427	618	560	379	485
华友钴业	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
前驱体 (百万)	92	89	117	113	60	108
-出货量 (万吨)	2.30	2.95	3.90	3.75	2.00	3.60
-单吨利润 (万元/吨)	0.40	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30
正极 (巴莫)	59	58	18	9	0	0
-出货量 (万吨)	2.00	2.60	2.50	2.40	2.00	2.30
-单吨利润 (万元/吨)	0.80	0.60	0.20	0.10	0.00	0.00
铜产品 (百万)	105	63	69	69	126	240
钴产品 (百万, 含资产减值损失)	-94	-211	156	61	63	68
硫酸镍 (百万)	142	137	87	56	339	428
-出货量 (万金吨)	2.30	2.27	2.00	2.00	1.90	1.60
-单吨利润 (万元/吨)	0.62	0.60	0.44	0.28	1.79	2.68
金属镍 (百万)	11	42	93	65	396	616
-出货量 (万金吨)	0.10	0.70	1.25	2.00	1.90	2.20
-单吨利润 (万美金/吨)	0.16	0.08	0.11	0.05	0.30	0.40
镍冶炼 (百万)	420	210	313	43	0	0
-湿法权益出货量 (万吨)	0.86	0.97	1.40	1.91	2.67	2.67
-单吨利润 (万美金/吨)	0.41	0.26	0.24	0.23		
-火法权益出货量 (万吨)	0.79	0.84	0.98	0.98	1.05	1.05
-单吨利润 (万美金/吨)	0.32	0.06	0.12	-0.01		
归属于母公司所有者的净利润	1,024	1,061	928	338	522	1,148

## 11 三元前驱体：一体化布局加大资金压力，营运资本较为稳定

- ◆ 一体化布局资金需求大，行业厂商无息现金普遍为负，营运资本较为稳定。华友钴业24Q2在手现金-295亿元，较年初降18%；营运资本-12亿元，较年初-566%。中伟股份24Q2在手现金-97亿元，较年初降30%；营运资本143亿元，较年初增6%。格林美24Q2在手现金-115亿元，较年初降25%；营运资本-43亿元，较年初-281%。芳源股份24Q2在手现金-14亿元，较年初持平；营运资本4亿元，较年初-11%。帕瓦股份24Q2在手现金3亿元，较年初-60%；营运资本5.2亿元，较年初降46%。

表：2024年H1三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			
三元前驱体		2023Q4	2024Q1	2024Q2	Q2较年初增长	2023Q4	2024Q1	2024Q2	Q2较年初增长
603799.SH	华友钴业	-249	-281	-295	-18%	2.6	-39.6	-12.3	-566%
300919.SZ	中伟股份	-75	-80	-97	-30%	134.8	148.7	142.8	6%
002340.SZ	格林美	-92	-97	-115	-25%	23.7	-5.2	-42.9	-281%
688148.SH	芳源股份	-14	-14	-14	0%	4.6	6.0	4.1	-11%
688184.SH	帕瓦股份	7	3	3	-60%	9.7	6.6	5.2	-46%
合计		-424	-469	-518	22%	176	116	97	-45%

## 12 导电剂：低价产品已充分竞争，Q2净利提升明显

- ◆ **低价产品已充分竞争，Q2出货环比大幅增长，归母净利同环比提升明显。** 2024H1实现营收97亿元，同比增加15%；归母净利润1.7亿元，同比增加190%。其中，24Q2营收50亿元，同环比+16%/7%，归母净利润1亿元，同环比+211%/+39%。24H1毛利率为12%，同比增长4pct；归母净利率2%，同比增加4pct。24Q2毛利率12%，同增7pct，环增1pct；归母净利率2%，同增4pct，环增0.5pct。
- ◆ **Q2经营性现金流承压，在手现金较年初显著减少。** 24H1经营活动净现金流1.6亿元，同减76%，24Q2经营活动净现金流-3亿元，同减129%，环减166%。Q2末存货为34亿元，较年初增17%；Q2末无息在手现金-40亿元，较年初减少51%，而24Q2营运资本60亿元，较年初-6%。

图表：2024年H1导电剂板块情况（亿元）

	2024Q2	24Q2同比	24Q2环比	24H1	24H1同比	24H1环比
营业收入 (亿元)	50.0	16%	7%	97.0	15%	-1%
归母净利润 (亿元)	1.0	211%	39%	1.7	190%	-21%
毛利率	12.3%	6.6pct	1.3pct	11.7%	4.4pct	-1.4pct
归母净利率	2.0%	4.1pct	0.5pct	1.8%	4.0pct	-0.5pct
费用率	8.3%	0.8pct	1.0pct	7.8%	-0.4pct	-0.8pct
经营活动净现金流 (亿元)	-3.1	-129%	-166%	1.6	-76%	-64%

	2023Q4	2024Q1	2024Q2	24Q2较年初增长
应收账款 (亿元)	37	39	39	6%
预收款项 (亿元)	1	1	1	8%
存货 (亿元)	29	33	34	17%
无息在手现金 (亿元)	-26	-27	-40	-51%
营运资本 (亿元)	64	65	60	-6%

## 12 导电剂：后续产品结构改善盈利有望恢复

◆ 龙头Q2单吨利润环比略降，预计Q3产品结构改善盈利恢复。天奈科技24Q2营收3.4亿元，同环比-6%/+11%，归母净利润0.6亿元，同环比+23%/15%。目前一代产品占比40%左右，二三代占比60%左右，24Q2单吨扣非净利0.3万元左右，环比略降，9月起高盈利订单占比预计提升，我们预计24全年单吨净利有望维持0.3万元+

图表：2024年H1添加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		2024H1	同比	2024Q2	同比	环比	2024H1	同比	2024Q2	同比	环比
688116.SH	天奈科技	6.5	1%	3.4	-6%	11%	1.2	29%	0.6	23%	15%
300409.SZ	道氏技术	41.4	24%	21.3	22%	7%	1.1	346%	1.0	1232%	577%
002068.SZ	黑猫股份	49.1	11%	25.3	14%	6%	-0.5	77%	-0.6	56%	-1651%
合计		97.0	15%	50.0	16%	7%	1.7	190%	1.0	211%	39%

表：天奈科技季度盈利拆分

天奈科技	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
碳纳米管粉体（百万元）	40	50	72	67	52	60
-出货量（吨）	10,500	15,000	16,500	14,000	15,000	21,000
-一代占比	40%	50%	40%	40%	40%	
-单吨利润（万元/吨）	0.38	0.33	0.43	0.48	0.34	0.28
减值损失（百万元）	5	2	-7	0	2	1
其他经营收益（百万元）	7.32	6.18	6.18	68.54	2.14	1.97
归属于母公司所有者的净利润（百万元）	40	50	72	136	54	62
-同比	-60%	-52%	-42%	41%	35%	23%
-环比	-59%	26%	43%	89%	-60%	15%
扣非归属于母公司所有者的净利润（百万元）	32	44	65	67	52	60

## 12 导电剂：龙头现金较年初显著减少，营运资本低于同行

- ◆ 龙头在手现金较年初显著减少，营运资本低于同行。天奈科技24Q2在手现金-1亿元，较年初降148%；营运资本15亿元，较年初降1%。道氏技术24Q2在手现金-22亿元，较年初降45%；营运资本40元，较年初降13%。黑猫股份24Q2在手现金-17亿元，较年初降22%；营运资本5.5亿元，较年初增长78%。

表：2024年H1添加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			
		2023Q4	2024Q1	2024Q2	Q2较年初增长	2023Q4	2024Q1	2024Q2	Q2较年初增长
688116.SH	天奈科技	2	1	-1	-148%	15.1	16.7	14.9	-1%
300409.SZ	道氏技术	-15	-16	-22	-45%	45.6	44.4	39.8	-13%
002068.SZ	黑猫股份	-14	-13	-17	-22%	3.1	3.5	5.5	78%
合计		-26	-27	-40	-51%	64	65	60	-6%

## 13 铝箔：电池箔盈利基本见底，包装箔需求恢复盈利改善

- ◆ **包装箔海外需求恢复，Q2归母净利环比大幅提升。**2024H1实现营收145亿元，同比增加24%；归母净利润1.7亿元，同比降54%。其中，24Q2营收81亿元，同环比+34%/26%，归母净利润1.6亿元，同环比-30%/+1144%。24H1毛利率为9%，同比降3pct；归母净利率1.2%，同比降2pct。24Q2毛利率9%，同减2pct，环增0.3pct；归母净利率2%，同减2pct，环增2pct。
- ◆ **Q2经营性现金流环比转正，在手现金较年初大幅增加。**24H1经营活动净现金流-1.7亿元，同减113%，24Q2经营活动净现金流5.6亿元，同减46%，环增176%。Q2末存货为55亿元，较年初增13%；Q2末无息在手现金25亿元，较年初增加640%，而24Q2营运资本27亿元，较年初增23%。

表：2024年H1铝箔板块情况（亿元）

	2024Q2	24Q2同比	24Q2环比	24H1	24H1同比	24H1环比
营业收入 (亿元)	80.8	34%	26%	144.8	24%	13%
归母净利润 (亿元)	1.6	-30%	1144%	1.7	-54%	69%
毛利率	9.2%	-2.3pct	0.3pct	9.0%	-3.1pct	0.8pct
归母净利率	2.0%	-1.8pct	1.8pct	1.2%	-2.1pct	0.4pct
费用率	5.9%	-1.1pct	-1.4pct	6.5%	-0.9pct	0.0pct
经营活动净现金流 (亿元)	5.6	-46%	176%	-1.7	-113%	-164%

	2023Q4	2024Q1	2024Q2	24Q2较年初增长
应收账款 (亿元)	36	40	47	30%
预收款项 (亿元)	1	1	1	-32%
存货 (亿元)	49	55	55	13%
无息在手现金 (亿元)	-5	2	25	640%
营运资本 (亿元)	22	33	27	23%

## 13 铝箔：龙头盈利能力远超二线，包装箔盈利改善

- ◆ **Q2包装箔盈利改善，龙头业绩略超预期。**鼎胜新材Q2营收64亿元，同环比35.1%/24.3%，归母净利润1.5亿元，同环比-22%/403%。Q2电池箔单独利润维持2k元，环比持平，贡献0.6-0.7亿利润，由于二线厂商基本亏损，铝箔加工费已触底，预计公司盈利水平维持稳定。Q2包装箔单吨利润扭亏，并提升至0.08万元左右，贡献0.6亿+利润，主要受益于规模效应和海外子公司盈利改善。

图表：2024年H1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		2024H1	同比	2024Q2	同比	环比	2024H1	同比	2024Q2	同比	环比
300057.SZ	万顺新材	30.0	22%	17.1	30%	34%	-0.1	-130%	0.1	-77%	147%
603876.SH	鼎胜新材	114.8	25%	63.6	35%	24%	1.8	-48%	1.5	-22%	403%
合计		144.8	24%	80.8	34%	26%	1.7	-54%	1.6	-30%	1144%

表 鼎胜季度盈利拆分（万吨）

利润拆分	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
电池箔（百万元）	125	124	133	90	52	73
-出货量（万吨）	2.5	3.1	3.8	3.6	2.6	3.6
-单吨利润（万元/吨）	<b>0.50</b>	<b>0.40</b>	<b>0.35</b>	<b>0.25</b>	<b>0.20</b>	<b>0.20</b>
双零箔（百万元）	24	16	-10	-15	-15	35
-出货量（万吨）	3.0	2.5	2.5	2.5	3.0	2.5
-单吨利润（万元/吨）	0.08	0.07	-0.04	-0.06	-0.05	0.14
单零箔（百万元）	6	16	-10	-18	-15	35
-出货量（万吨）	3.0	2.5	2.5	2.5	3.0	2.5
-单吨利润（万元/吨）	0.02	0.07	-0.04	-0.07	-0.05	0.14
空调箔+板带（百万元）	9	11	0	10	9	7
-出货量（万吨）	9.0	10.5	6.0	9.9	9.4	6.9
-单吨利润（万元/吨）	0.01	0.01	0.00	0.01	0.01	0.01
经营性利润合计（百万元）	<b>164</b>	<b>167</b>	<b>113</b>	<b>67</b>	<b>31</b>	<b>150</b>
归属于母公司所有者的净利润（百万元）	<b>155</b>	<b>196</b>	<b>118</b>	<b>67</b>	<b>30</b>	<b>153</b>
扣非归属于母公司所有者的净利润（百万元）	142	162	112	64	27	148

## 13 铝箔：龙头现金情况显著改善，营运资本充足

- ◆ **龙头在手现金情况显著改善，营运资本充足。**万顺新材24Q2在手现金-7亿元，较年初降537%；营运资本16亿元，较年初-3%。鼎胜新材24Q2在手现金32亿元，较年初增1022%；营运资本11亿元，较年初增长102%。

表：2024年H1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			
		2023Q4	2024Q1	2024Q2	Q2较年初增长	2023Q4	2024Q1	2024Q2	Q2较年初增长
300057.SZ	万顺新材	-1	-5	-7	-537%	16.6	16.3	16.2	-3%
603876.SH	鼎胜新材	-3	7	32	1022%	5.4	16.7	10.9	102%
合计		-5	2	25	640%	22	33	27	23%

## 14 铜箔：行业供给过剩，Q1加工费已触底，Q2有望逐步恢复

- ◆ 23年行业供给过剩加工费下行，盈利同比显著下滑。2024年H1实现营收90.91亿元，同比增长20.24%；归母净利润-3.75亿元，同比降低322.07%，其中，24Q2营收52.56亿元，同比+52.56%，归母净利润-1.55亿元，同比降低1464.7%；24年H1毛利率2.52%，同比下降5.7pct；归母净利率-4.13%，同比下降6.37pct。24Q2毛利率3.32%，同比-2pct，环+1.91pct；归母净利率-2.96%，同比-3.25pct，环增2.78pct。

表：2023年及2024年Q1铜箔板块情况（亿元）

	2024H1	24H1同比	24H1环比	2024Q2	24Q2同比	24Q2环比
营业收入（亿元）	90.91	20.24%	-0.97%	52.56	35.66%	37.09%
归母净利润（亿元）	(3.75)	-322.07%	-616.21%	(1.55)	-1464.70%	29.40%
毛利率	2.52%	-5.70pct	-2.29pct	3.32%	-2.00pct	1.91pct
归母净利率	-4.13%	-6.37pct	-3.56pct	-2.96%	-3.25pct	2.78pct
经营活动净现金流（亿元）	(18.76)	-334.10%	-300.02%	(12.34)	-654.59%	-92.24%
费用率	6.71%	0.14pct	0.61pct	5.98%	-0.91pct	-1.73pct

	24Q2	24Q2末较Q1增长	24Q2末较年初增长
应收账款（亿元）	50.19	37.99%	33.01%
预收账款（亿元）	0.23	-37.82%	-32.33%
存货（亿元）	37.54	21.41%	23.50%

## 14 铜箔：Q2加工费小幅反弹，行业厂商普遍持续亏损

- ◆ Q2加工费小幅反弹，铜箔厂商持续亏损。嘉元科技24Q2营收15亿元，同+36.5%，环+61%；归母净利润-0.57亿元，同减268%，环减20%。诺德股份24Q2营收13亿元，同降+25%，环+27%；归母净利润-0.65亿元，同减282%，环增31%。中一科技、铜冠铜箔24Q2均持续亏损。

图表：2024年H1及2024年Q2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					
		24H1	24H1同比	24H2同比	24Q2	24Q2同比	24Q2环比	24H1	24H1同比	24H2同比	24Q2	24Q2同比	24Q2环比
铜箔													
688388.SH	嘉元科技	24.23	16.62%	-16.18%	14.93	36.50%	60.55%	-1.05	-595.15%	-4648.82%	-0.57	-268.22%	-20.10%
301150.SZ	中一科技	22.11	41.99%	19.03%	12.49	53.88%	29.77%	-0.52	-254.56%	-372.71%	-0.02	79.67%	95.63%
301217.SZ	铜冠铜箔	20.70	18.10%	1.88%	11.77	31.01%	31.94%	-0.59	-308.46%	-434.53%	-0.31	-1483.50%	-12.21%
600110.SH	诺德股份	23.86	9.82%	-0.52%	13.37	24.88%	27.38%	-1.59	-285.57%	-172.33%	-0.65	-282.14%	31.46%
合计		90.91	20.24%	-0.97%	52.56	35.66%	37.09%	-3.75	-322.07%	-616.21%	-1.55	-1464.70%	29.40%

## 14 铜箔：加工费触底且有恢复迹象，亏损环比缩窄

- ◆ **24年行业磨底，产能出清仍需时间，下半年开工率提升后盈利有望改善。**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

嘉元科技	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
铜箔 (百万元)	-30	3	-37	-51	-71
-出货量 (万吨)	1.50	1.80	1.25	0.87	1.60
-单吨利润 (万元/吨)	-0.20	0.02	-0.30	-0.59	-0.45
归属于母公司所有者的净利润 (百万元)	-16	10	-12	-48	-57
扣非归属于母公司所有者的净利润 (百万元)	-30	3	-37	-51	-71

诺德股份	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
铜箔 (百万元)	-27	-60	-56	-102	-93
-出货量 (万吨)	1.00	1.30	1.19	0.90	1.40
-单吨利润 (万元/吨)	-0.27	-0.46	-0.47	-1.13	-0.67
归属于母公司所有者的净利润 (百万元)	36	-51	-7	-94	-65
扣非归属于母公司所有者的净利润 (百万元)	-27	-60	-56	-102	-93

## 14 铜箔：在手现金持续下滑，诺德营运资本相对充足

- ◆ 铜箔厂商在手现金较年初普遍下滑，诺德股份营运资本相对充裕。诺德股份24Q2无息现金-26亿元，较Q1末-38%；营运资本16亿元，较Q1末-9%。嘉元科技24Q2无息现金-18亿元，较Q1末-148%；营运资本33亿元，较Q1末-6%。

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		24Q1	24Q2	24Q2较Q1增长	24Q2较年初增长	24Q1	24Q2	24Q2较Q1增长	24Q2较年初增长
688388.SH	嘉元科技	(7.07)	(17.51)	147.78%	1036.62%	35	33	-6%	16%
301150.SZ	中一科技	14.80	12.50	-15.53%	-36.78%	23	23	0%	-6%
301217.SZ	铜冠铜箔	8.22	6.50	-20.96%	-48.85%	28	26	-7%	-12%
600110.SH	诺德股份	(19.12)	(26.33)	-37.74%	-43.76%	18	16	-9%	-22%
合计		(3.17)	(24.85)	684.12%	-296.98%	103	97	-6%	-5%

## 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H1实现营收9181亿元，同增9%，归母净利润330亿元，同增20%；24年Q2营收4978亿元，同环比+8%/+18%，归母净利润199亿元，同环比+53%/+52%。其中比亚迪对板块贡献最大，24年H1归母净利润136亿元，在整车板块中占比41%。
- ◆ **规模效应逐步释放，毛利率有所提升。** 24年H1毛利率15.4%，同比+2.0pct，归母净利率3.6%，同比+0.3pct，费用率12.7%，同比+1.5pct；24年Q2毛利率15.3%，同环比+2.0/-0.1pct，归母净利率4.0%，同环比+1.2/+0.9pct，费用率12.0%，同环比+1.2/-1.5pct。
- ◆ **在建工厂高增，应收账款有所提升。** Q2末应收账款1849亿元，较年初增长9%；预收款880亿元，较年初增长2%；存货2865亿元，较年初增加9%；在建工程740亿元，较年初增长18%；无息在手现金3253亿元，较年初下降1%；运营资本-2亿元，较年初下降99%。

表：24年H1和Q2整车板块情况（亿元）

	2024H1	2024H1同比	2024H1环比	2024Q1	2024Q2	2024Q2同比	2024Q2环比
营业收入 (亿元)	9,181	9%	-17%	4,202	4,978	8%	18%
归母净利润 (亿元)	330	20%	-2%	130.6	199	53%	52%
毛利率	15.4%	2.0pct	-0.2pct	15.4%	15.3%	2.0pct	-0.1pct
归母净利率	3.6%	0.3pct	0.5pct	3.1%	4.0%	1.2pct	0.9pct
费用率	12.7%	1.5pct	0.7pct	13.5%	12.0%	1.2pct	-1.5pct
经营活动净现金流 (亿元)	580.6	-37%	-68%	29.9	550.7	-43%	1743%
资本开支 (亿元)	696.8	-23%	-23%	385.2	311.6	-34%	-19%

	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q2较年初增长
应收账款 (亿元)	1699	1654	1849	9%
预收款项 (亿元)	864	898	880	2%
存货 (亿元)	2,626	2,682	2,865	9%
在建工程 (亿元)	625	714	740	18%
无息在手现金 (亿元)	3,292	2,902	3,253	-1%
营运资本 (亿元)	-214	11	-2	-99%

## 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H1收入3011亿元，同增16%，归母净利润136亿元，同增24%，其中Q2归母净利润91亿元，同环比+33%/+98%，24年H1单车净利0.78万元；上汽集团24年H1收入2771亿元，同降12%，归母净利润66亿元，同降6%，其中Q2归母净利润39亿元，同环比-9%/+44%；赛力斯业绩表现亮眼，24年H1收入650亿元，同增490%，归母净利润16亿元，同增221%，其中Q2归母净利润14亿元，同环比+295%/+540%。

表：24年H1和Q2整车板块情况（亿元）

新能源汽车板块		收入					归母净利润				
整车		2024H1	同比	2024Q2	同比	环比	2024H1	同比	2024Q2	同比	环比
002594.SZ	比亚迪	3,011	16%	1,762	26%	41%	136.3	24%	90.6	33%	98%
601633.SH	长城汽车	914	31%	486	19%	13%	70.8	420%	38.5	224%	19%
601238.SH	广汽集团	458	-26%	245	-30%	15%	15.2	-49%	3.0	-79%	-76%
600104.SH	上汽集团	2,771	-12%	1,381	-21%	-1%	66.3	-6%	39.1	-9%	44%
000625.SZ	长安汽车	767	17%	397	28%	7%	28.3	-63%	16.7	145%	45%
601127.SH	赛力斯	650	490%	385	548%	45%	16.2	221%	14.1	295%	540%
600066.SH	宇通客车	163	47%	97	29%	47%	16.7	256%	10.2	191%	55%
600733.SH	北汽蓝谷	37	-35%	22	-32%	49%	-25.7	-30%	-15.6	-43%	-53%
000868.SZ	安凯客车	11	54%	6	12%	0%	0.1	111%	0.0	107%	-50%
600006.SH	东风汽车	58	7%	25	-9%	-24%	0.7	-23%	-0.7	-595%	-153%
000957.SZ	中通客车	28	66%	15	53%	15%	1.1	115%	0.7	121%	62%
600418.SH	江淮汽车	213	-5%	100	-14%	-11%	3.0	94%	2.0	2617%	85%
600686.SH	金龙汽车	98	4%	58	3%	45%	0.7	42%	0.5	35%	176%
合计		9,181	9%	4,978	8%	18%	329.6	20%	199.0	53%	52%

## 15 整车：经营性现金流下降，资本开支有所放缓

- ◆ 整车H1经营性现金流同比下降37%，资本开支同比下降23%。比亚迪24年H1经营性现金流净额142亿元，同减83%，资本开支472亿元，同降28%；上汽集团24年H1经营性现金流净额113亿元，同降64%，资本开支62亿元，同降26%；长城汽车、广汽集团、长安汽车、宇通客车、中通客车现金流增长，北汽蓝谷、安凯客车、东风汽车、金龙汽车现金流为负；大部分车企资本开支同比下降。

表：24年H1和Q2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				
		2024H1	同比	2024Q2	同比	环比	2024H1	同比	2024Q2	同比	环比
整车											
002594.SZ	比亚迪	141.8	-83%	39.5	-94%	-61%	472.3	-28%	211.3	-37%	-19%
601633.SH	长城汽车	94.1	486%	120.2	108%	559%	57.4	-26%	33.7	-27%	42%
601238.SH	广汽集团	26.3	9912%	87.7	1047%	243%	47.8	1%	18.3	-15%	-38%
600104.SH	上汽集团	113.2	64%	158.6	-5%	449%	62.4	-26%	23.6	-50%	-39%
000625.SZ	长安汽车	34.4	-51%	-18.1	-151%	-135%	12.0	40%	6.1	16%	4%
601127.SH	赛力斯	163.6	637%	151.7	1829%	1178%	26.3	65%	7.5	-10%	-60%
600066.SH	宇通客车	53.6	84%	20.6	-18%	-38%	2.1	-37%	1.1	-15%	3%
600733.SH	北汽蓝谷	-20.6	-30%	-10.7	-195%	-8%	8.9	48%	6.6	95%	182%
000868.SZ	安凯客车	-2.2	-278%	-0.6	-128%	59%	0.1	-19%	0.0	2%	-2%
600006.SH	东风汽车	-27.5	-15440%	-10.2	-179%	41%	3.6	183%	1.9	83%	8%
000957.SZ	中通客车	8.6	361%	3.9	425%	-16%	0.0	-86%	0.0	-98%	-83%
600418.SH	江淮汽车	0.6	-90%	12.9	205%	205%	2.7	58%	1.1	68%	-27%
600686.SH	金龙汽车	-5.3	-205%	-4.8	-171%	-877%	1.2	19%	0.4	31%	-44%
合计		580.6	-37%	550.7	-43%	1743%	696.8	-23%	311.6	-34%	-19%

## 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Q2末在建工程433亿元，较年初增长25%，无息现金491亿元，较年初下降44%，运营资本-1543亿元，较年初下+2%；赛力斯在手现金大幅增长，24年Q2末在建工程2.4亿元，较年初增长24%，无息现金428亿元，较年初增长253%，运营资本-106亿元，较年初-8%。

表：24年H1和Q2整车板块情况（亿元）

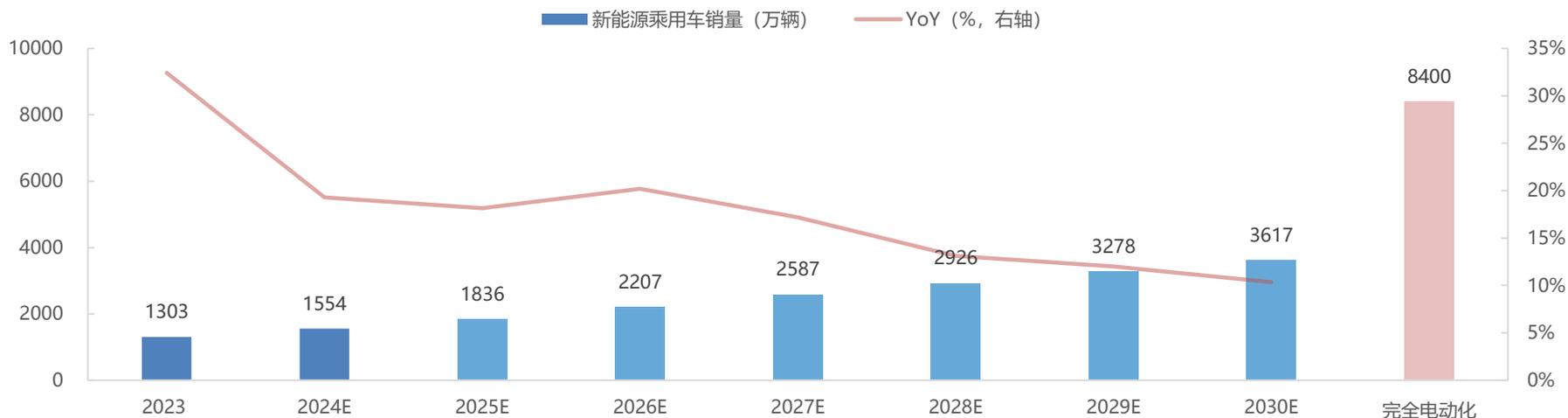
新能源汽车板块		在建工程				无息在手现金				运营资本			
		2023Q4	2024Q1	2024Q2	Q2较年初增长	2023Q4	2024Q1	2024Q2	Q2较年初增长	2023Q4	2024Q1	2024Q2	Q2较年初增长
002594.SZ	比亚迪	347.3	399.1	432.8	25%	883.6	684.7	490.9	-44%	-1515.5	-1511.9	-1543.1	2%
601633.SH	长城汽车	64.8	69.4	68.5	6%	200.0	153.9	243.3	22%	77.5	138.0	106.2	37%
601238.SH	广汽集团	26.2	28.4	42.3	61%	311.1	171.7	172.4	-45%	239.8	233.9	274.5	14%
600104.SH	上汽集团	138.3	158.4	148.7	8%	825.2	683.5	955.5	16%	721.7	897.3	963.8	34%
000625.SZ	长安汽车	19.1	23.2	22.9	20%	639.4	691.3	700.0	9%	277.0	291.0	257.9	-7%
601127.SH	赛力斯	2.0	2.1	2.4	24%	121.3	212.6	427.9	253%	-114.6	-129.0	-105.7	-8%
600066.SH	宇通客车	1.9	1.4	0.9	-50%	65.3	110.3	98.3	51%	59.3	74.7	48.8	-18%
600733.SH	北汽蓝谷	14.7	16.2	1.0	-93%	-13.7	-27.4	-50.8	271%	-39.4	-48.8	-82.1	108%
000868.SZ	安凯客车	0.0	0.0	0.0	-19%	7.8	5.7	6.4	-18%	-1.8	-1.8	-0.8	-56%
600006.SH	东风汽车	3.4	6.1	7.2	115%	67.2	48.2	38.7	-42%	48.8	48.5	45.1	-8%
000957.SZ	中通客车	0.1	0.2	0.2	46%	14.8	18.6	23.0	56%	13.0	13.7	15.0	16%
600418.SH	江淮汽车	6.0	8.6	11.1	86%	127.7	108.4	114.0	-11%	20.5	0.8	3.9	-81%
600686.SH	金龙汽车	1.0	1.2	1.7	68%	42.4	40.5	32.9	-23%	-0.2	4.9	14.8	-7245%
合计		625	714	740	18%	3292	2902	3253	-1%	-214	11	-2	-99%

## 投资建议和风险提示

# 动力：全球渗透率仅20%，未来3年预计维持15%+增长

- ◆ 24年全球销量我们预计1554万辆，渗透率仅20%，未来三年动力需求预计可维持15%+增长。24年看，全球新能源乘用车预计销1554万辆，渗透率20%，对应电池装机需求790GWh；远期看，30年全球新能源乘用车预计销3617万辆，渗透率39%，对应电池装机需求2.1TWh；完全电动化水平下，全球乘用车预计销超1亿辆，其中新能源乘用车预计销8400万辆，渗透率82%，对应电池装机需求5.6TWh，仍有超7倍空间。

图：全球乘用车销量测算（万辆，%）



表：全球乘用车电动化空间测算

单位 (万辆)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	完全电动化
全球：新能源乘用车销量 (万辆)	1303	1554	1836	2207	2587	2926	3278	3617	8400
YoY	32%	20%	18%	20%	17%	13%	12%	10%	132%
全球电动化率 (%，右轴)	17%	20%	23%	27%	30%	33%	36%	39%	82%
全球：动力电池装机需求 (GWh)	684	790	934	1152	1387	1616	1863	2102	5620

- ◆ **欧洲和新兴市场爆发：**中国、美国、欧洲、新兴市场全面高增，且欧洲和新兴市场为增量市场，按在建项目看，24-26年每年翻番增长可期，可对冲市场所担心的美国市场潜在风险。
- ◆ **三年复合增速50%+确定，海外更高：**全球大储装机我们预计24年113GWh，同比增长65%，25-26年40-50%增长。其中海外市场24年翻番，25年60-70%增长。
- ◆ **海外储能商业模式可行，盈利高：**一是可再生能源占比提高后，平抑电网波动；二是光储平价。盈利能力强，美国>欧洲>澳大利亚智利>中东/印度，中国企业主导。

图 全球大储装机需求预期 (Gwh)

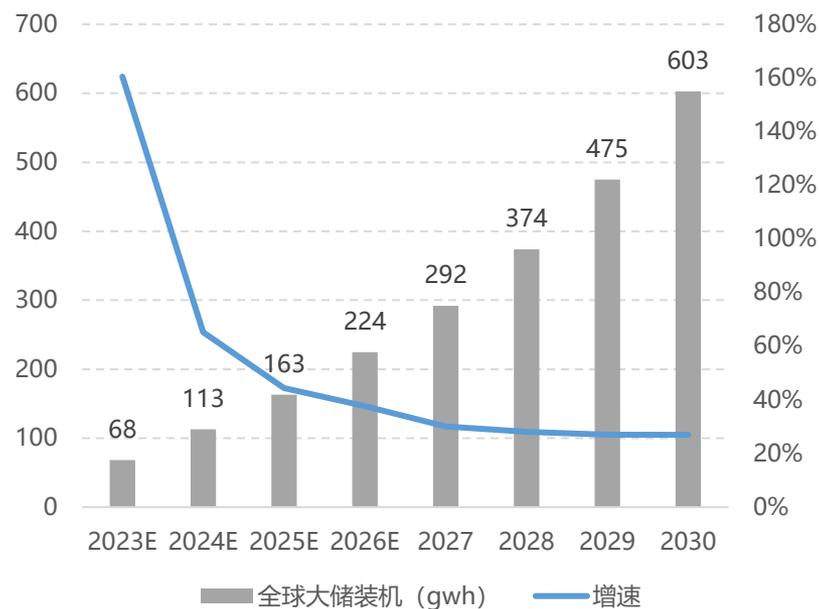
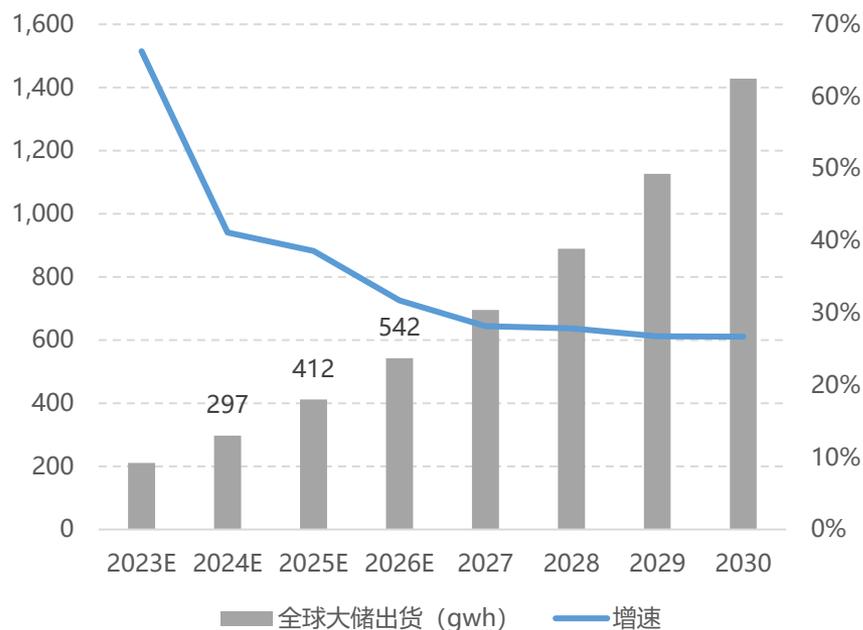


图 全球储能电池需求预期 (Gwh)



# 中游：新增供给减少，预计25H2供需格局开始反转

- ◆ 由于24年锂电行业扩产放缓，25年锂电池新增供给增速15-20%，产能利用率将从24年的70%左右，恢复至25年的74%左右。

图 主流环节产能利用率情况

		2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
电池	供给 (gwh)	365	495	962	1481	1864	2241
	需求 (动力+储能, gwh)	208	462	821	1079	1325	1655
	<b>产能利用率</b>	<b>57%</b>	<b>93%</b>	<b>85%</b>	<b>73%</b>	<b>71%</b>	<b>74%</b>
三元正极	供给 (万吨)	49.8	76.3	115.9	129.1	152.1	177.1
	需求 (万吨)	41.4	68.1	85.5	90.0	99.0	111.8
	<b>产能利用率</b>	<b>83%</b>	<b>89%</b>	<b>74%</b>	<b>70%</b>	<b>65%</b>	<b>63%</b>
负极	供给 (万吨)	56.5	77.1	111.1	182.2	228.3	269.9
	需求 (万吨)	39.9	69.4	106.8	135.4	164.1	200.4
	<b>产能利用率</b>	<b>71%</b>	<b>90%</b>	<b>96%</b>	<b>74%</b>	<b>72%</b>	<b>74%</b>
铁锂正极	供给 (万吨)	24.7	43.1	114.6	191.8	264.4	307.2
	需求 (万吨)	12.1	37.1	94.6	145.1	198.4	257.4
	<b>产能利用率</b>	<b>49%</b>	<b>86%</b>	<b>83%</b>	<b>76%</b>	<b>75%</b>	<b>84%</b>
隔膜	供给 (万吨)	78.9	110.3	176.5	256.3	342.7	419.6
	需求 (万吨)	57.8	103.0	159.9	210.1	260.0	316.8
	<b>产能利用率</b>	<b>73%</b>	<b>93%</b>	<b>91%</b>	<b>82%</b>	<b>76%</b>	<b>76%</b>
六氟磷酸锂	供给 (万吨)	6.0	8.8	14.5	23.4	26.9	29.7
	需求 (万吨)	4.7	8.1	12.5	15.0	19.2	24.2
	<b>产能利用率</b>	<b>78%</b>	<b>92%</b>	<b>86%</b>	<b>64%</b>	<b>71%</b>	<b>82%</b>

# 投资建议：久违的向好变化，不应被低估

◆ **投资建议：**看好竞争格局稳定、盈利优势明显，且有储能加持的标的，首推**宁德时代、比亚迪**，其次看好**亿纬锂能、科达利、湖南裕能、尚太科技**。同时推荐**新宙邦、璞泰来、天赐材料、中伟股份、天奈科技、华友钴业、容百科技、当升科技、永兴材料、中矿资源、赣锋锂业、天齐锂业、威迈斯、恩捷股份、星源材质、德纳纳米、曼恩斯特**等。

表 相关公司估值表 (截至2024年9月6日股价)

	名称	总市值 (亿元)	股价 (元)	归母净利润 (亿元)			PE			评级	来源
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E		
电池	宁德时代	8,180	186	502	605	728	16	14	11	买入	东吴
	比亚迪	6,929	252	381	461	555	19	16	13	买入	东吴
	亿纬锂能	672	33	47	58	70	14	12	10	买入	东吴
	欣旺达	297	16	18	21	25	17	14	12	买入	东吴
	蔚蓝锂芯	83	7	4	5	6	21	17	15	买入	东吴
	派能科技	94	38	1	3	5	94	31	19	买入	东吴
	珠海冠宇	162	14	5	9	14	31	18	11	买入	东吴
结构件	科达利	214	79	14	17	20	15	13	11	买入	东吴
电解液	天赐材料	268	14	6	15	23	44	18	12	买入	东吴
	新宙邦	243	32	11	14	20	23	17	12	买入	东吴
负极	璞泰来	243	11	17	23	30	14	10	8	买入	东吴
	尚太科技	105	40	7	9	13	15	11	8	买入	东吴
隔膜	恩捷股份	261	27	7	11	18	38	25	14	买入	东吴
	星源材质	100	7	6	7	9	17	14	11	买入	东吴
正极	华友钴业	383	23	36	40	44	11	10	9	买入	东吴
	中伟股份	276	29	20	25	30	14	11	9	买入	东吴
	德方纳米	67	24	-7	2	6	-9	32	12	买入	东吴
	容百科技	100	21	2	5	8	46	21	13	买入	东吴
	振华新材	44	9	1	2	4	67	18	12	买入	东吴
	当升科技	166	33	8	10	13	22	17	13	买入	东吴
	湖南裕能	203	27	10	18	28	21	11	7	买入	东吴
导电剂	天奈科技	71	21	3	4	5	24	20	14	买入	东吴
铝箔	鼎胜新材	78	9	5	7	9	15	12	9	买入	东吴
设备	曼恩斯特	50	35	4	5	7	12	10	8	买入	东吴
	骄成超声	37	32	1	1	2	56	29	16	买入	东吴

- ◆ **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

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