

新能源动力系统

锂电行业中报总结

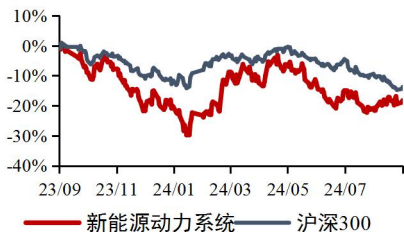
领先大市-A(维持)

24H1 行业增速收窄，中游电池格局稳定，原材料价格将保持低位

2024年10月1日

行业研究/行业分析

新能源动力系统板块近一年市场表现



资料来源：最闻

首选股票	评级
300750.SZ 宁德时代	买入-A

相关报告：

【山证新能源动力系统】美国对中国进口商品关税落地，碳酸锂价格大幅反弹-行业周报（20240910-20240915）
2024.9.19

【山证新能源动力系统】中科院突破新型硫化锂正极材料-行业周报（20240902-20240908） 2024.9.9

分析师：

肖索

执业登记编码：S0760522030006

邮箱：xiaosuo@sxzq.com

杜羽枢

执业登记编码：S0760523110002

邮箱：duyushu@sxzq.com

投资要点：

➢ 2024年上半年，SW 电池板块营收和归母净利润同比下降。2024年上半年实现营收 5114.4 亿元，同比-9.3%，实现归母净利润 343.1 亿元，同比-11.4%。SW 电池行业营收在 2021、2022 年高增，2023 年增速放缓，2023 年 Q4 开始，增速由正转负；SW 电池行业归母净利润在 2021、2022 年高增，2023 年增速放缓，2023Q3 开始，增速由正转负。销售、管理费用率近年上升，毛利率和净利率在下降后回升。2024 年上半年电池板块实现经营活动现金流净额 500.7 亿元，同比-1.2%，投资活动现金流净额-957.3 亿元，同比-23.0%，筹资活动现金流净额 61.4 亿元，同比-89.9%。

➢ 中游动力电池行业格局稳定，比 2023 年集中度下降：根据中国汽车动力电池产业创新联盟，1-8 月，我国动力电池累计产量 623.1GWh，累计同比+36.3%。国内各企业动力电池格局较为稳定，相比 2023 年行业集中度下降。动力电池出口稳中有增，宁德时代海外出口占营收比重持续提升。动力电池价格下行至低位，库存持续去化，产能利用率下行。以宁德时代为例，库存方面，2022 年年中到 2023 年末，宁德时代持续去库存，优化库存管理，2024 年中报，库存为 216.3 亿元；产能利用率方面，自 2022 年开始下滑，2023 年以来稳定在 60%-70%间，2024 年中报为 65.3%。

➢ 上游原材料供大于求，价格还有下降空间：碳酸锂产能过剩，库存压力大，市场处于低价运行的态势，预计供应端减产的趋势将进一步加剧。我们预计短期内碳酸锂价格将在 6.5-7.8 万元/吨波动；原材料供大于求，价格持续下行，我们认为随着下游储能增产，将带动一部分需求，但由于上游供给充分，原材料价格难以回升，预计下半年原材料价格保持低位。

➢ 重点推荐：宁德时代；建议关注：恩捷股份、华友钴业、当升科技、湖南裕能、天赐材料、翔丰华、天奈科技、湘潭电化、三祥新材、瑞泰新材、科陆电子等。

风险提示：下游需求不及预期风险；国内外政策风险；原材料价格大幅波动风险。



目录

1. 财务分析.....	4
2. 中游格局稳定，上游价格仍有下行空间.....	6
2.1 中游动力电池格局稳定，需求增速下行.....	6
2.2 上游原材料供大于求，价格还有下降空间.....	9
3. 投资建议.....	11
4. 风险提示.....	13

图表目录

图 1： 2021-2024Q2 电池板块营业收入及同比增长率.....	4
图 2： 2021-2024Q2 电池板块归母净利润及同比增长率.....	4
图 3： 2021-2024Q2 电池板块三费率（整体法）.....	4
图 4： 2021-2024Q2 电池板块销售毛利率和销售净利率（整体法）.....	4
图 5： 2021-2024Q2 现金流净额（整体法）.....	5
图 6： 中国动力电池产量（GWh、%）.....	6
图 7： 宁德时代海外营收及占总营收比重（亿元、%）.....	7
图 8： 动力电芯市场均价（元/Wh）.....	8
图 9： 宁德时代库存商品（亿元）.....	8
图 10： 宁德时代产能利用率（%）.....	8
图 11： 碳酸锂均价（元/吨）.....	9
图 12： 三元材料 532 价格（元/吨）.....	10



图 13: 三元材料行业库存 (吨)	10
图 14: 负极材料市场均价 (元/吨)	10
图 15: 负极材料行业总库存 (吨)	10
图 16: 电解液价格(元/吨).....	11
图 17: 电解液行业总库存 (吨)	11
图 18: 隔膜均价 (元/平方米)	11
图 19: 隔膜行业总库存 (万平方米)	11
图 20: 近十年锂电池(SW)指数动态 PE-Bands 图 (截至 2024 年 9 月 26 日)	12
图 21: 近十年锂电池(SW)指数市盈率 TTM 图 (截至 2024 年 9 月 19 日)	12
表 1: 2024 年 1-8 月和 2023 年国内动力电池企业装车量前 15 名.....	6
表 2: 估值一览表 (截至 9 月 19 日) (未覆盖标的使用 wind 一致预期数据).....	12

1. 财务分析

2024 年上半年, SW 电池板块营收和归母净利润同比下降。2024 年上半年实现营收 5114.4 亿元, 同比-9.3%, 实现归母净利润 343.1 亿元, 同比-11.4%。SW 电池行业营收在 2021、2022 年高增, 2023 年增速放缓, 2023 年 Q4 开始, 增速由正转负; SW 电池行业归母净利润在 2021、2022 年高增, 2023 年增速放缓, 2023Q3 开始, 增速由正转负。

图 1: 2021-2024Q2 电池板块营业收入及同比增长率



资料来源: Wind, 山西证券研究所

图 2: 2021-2024Q2 电池板块归母净利润及同比增长率

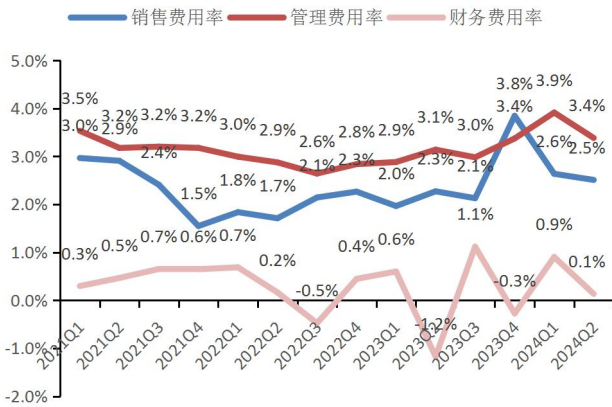


资料来源: Wind, 山西证券研究所

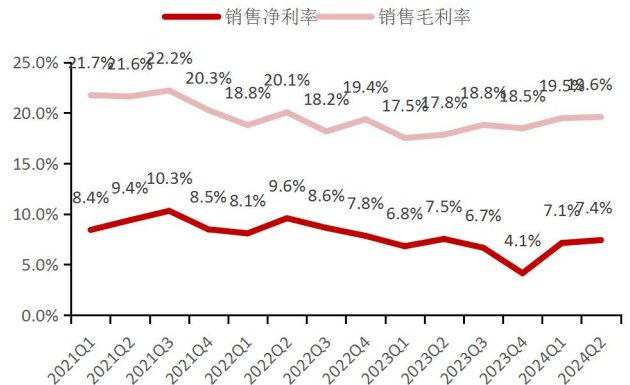
销售、管理费用率近年上升, 毛利率和净利率在下降后回升。销售费用率方面, 2021Q4 到 2024 年 Q2 逐步上升至 2.5%; 管理费用率方面, 2021Q1 到 2022Q3, 电池行业管理费用率逐步下滑, 由 3.5% 下滑至 2.6%, 后逐步回升至 2024Q2 的 3.4%。销售毛利率由 2021Q1 的 21.7% 降至 2023Q1 的 17.5%, 后小幅回升至 2024Q2 的 19.6%; 销售净利率在 2023Q4 达到低点 4.1%, 2024Q2 回升至 7.4%。

图 3: 2021-2024Q2 电池板块三费率 (整体法)

图 4: 2021-2024Q2 电池板块销售毛利率和销售净利率 (整体法)



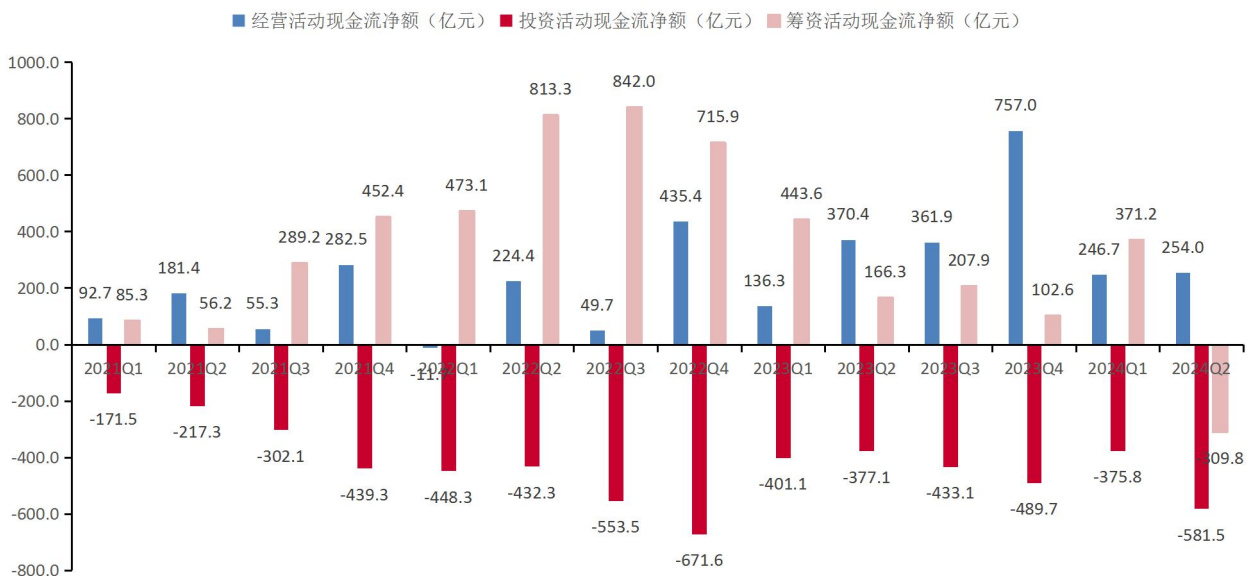
资料来源：Wind，山西证券研究所



资料来源：Wind，山西证券研究所

2024年上半年电池板块实现经营活动现金流净额500.7亿元，同比-1.2%，投资活动现金流净额-957.3亿元，同比-23.0%，筹资活动现金流净额61.4亿元，同比-89.9%。24Q2经营活动现金流为254.0亿元，环比+3.0%，2024H1为500.7亿元，同比-1.2%；投资活动现金流持续为负，行业持续进行资金投入，2024年Q2投资活动现金流为-581.5亿元，环比-54.7%，2024H1为-957.3亿元，同比-23.0%；筹资活动现金流在24Q2由正转负，为-309.8亿元，环比-183.4%，2024H1为61.4亿元，同比-89.9%。

图5：2021-2024Q2 现金流净额（整体法）



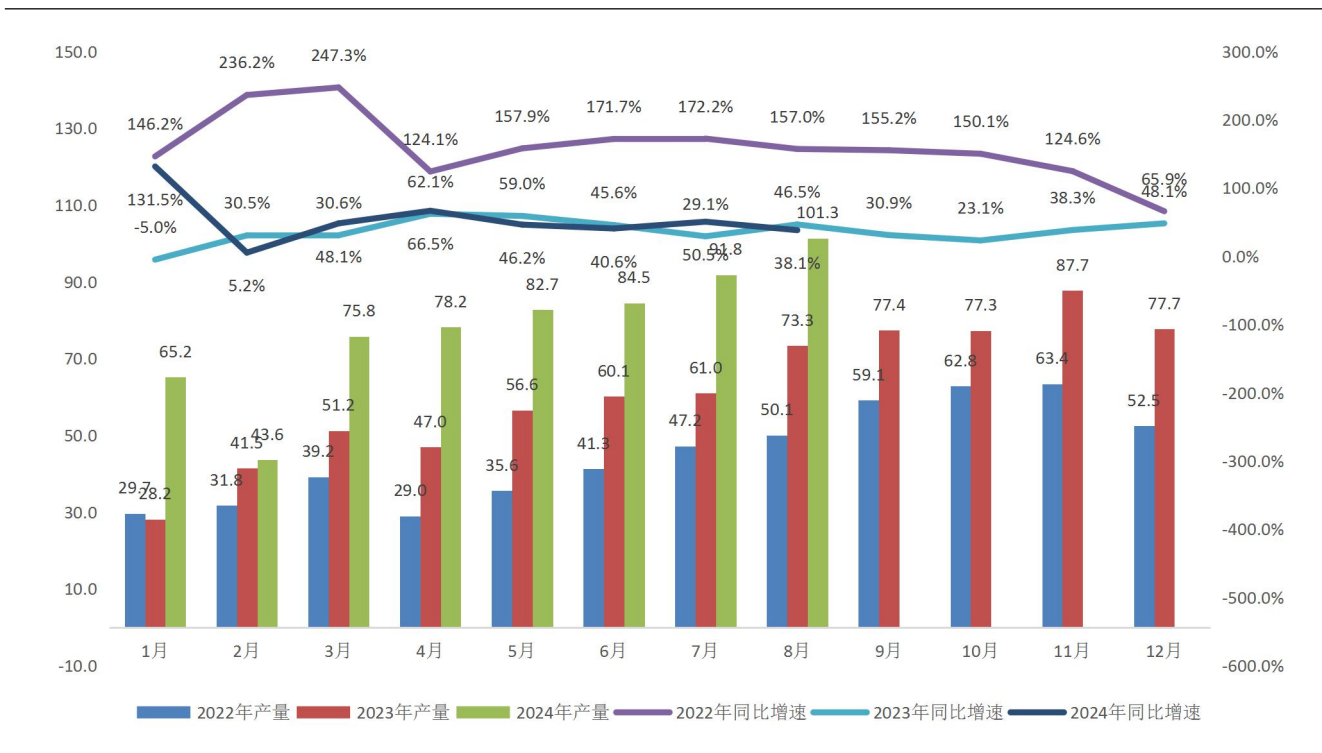
资料来源：Wind，山西证券研究所

2. 中游格局稳定，上游价格仍有下行空间

2.1 中游动力电池格局稳定，需求增速下行

动力电池格局稳定，需求增速下行，出口稳中有增。根据中国汽车动力电池产业创新联盟，1-8月，我国动力和其他电池累计产量为623.1GWh，累计同比+36.3%。国内各企业动力电池格局较为稳定，相比2023年行业集中度下降，Top3市占率由2023年的78.8%下降至2024年1-8月的78.0%，Top5市占率由87.4%下降至2024年1-8月的85.7%。动力电池出口稳中有增，宁德时代海外出口占营收比重持续提升，2024年年中为30.3%。

图6：中国动力电池产量（GWh、%）



资料来源：中国汽车动力电池产业创新联盟，山西证券研究所

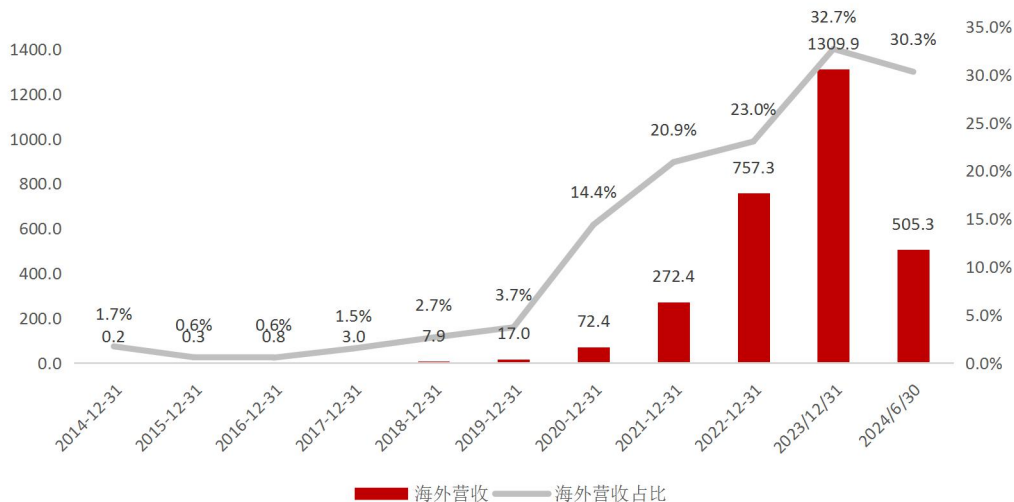
表1：2024年1-8月和2023年国内动力电池企业装车量前15名



2024年1-8月国内动力电池企业装车量前五名				2023年国内动力电池企业装车量前五名			
序号	企业名称	装车量 (GWh)	占比	序号	企业名称	装车量 (GWh)	占比
1	宁德时代	133.70	46.2%	1	宁德时代	167.1	43.1%
2	比亚迪	71.66	24.8%	2	比亚迪	105.48	27.2%
3	中创新航	20.23	7.0%	3	中创新航	32.9	8.5%
4	亿纬锂能	11.28	3.9%	4	亿纬锂能	17.26	4.5%
5	国轩高科	11.06	3.8%	5	国轩高科	15.91	4.1%
6	欣旺达	8.89	3.1%	6	蜂巢能源	8.69	2.2%
7	蜂巢能源	8.69	3.0%	7	LG 新能源	8.34	2.2%
8	瑞浦兰钧	5.37	1.9%	8	欣旺达	8.3	2.1%
9	正力新能	4.99	1.7%	9	孚能科技	5.94	1.5%
10	爱尔集新能源	4.51	1.6%	10	正力新能	5.39	1.4%
11	极电新能源	2.83	1.0%	11	瑞浦兰钧	5.12	1.3%
12	孚能科技	2.27	0.8%	12	多氟多	2.14	0.6%
13	多氟多	1.27	0.4%	13	捷威动力	0.91	0.2%
14	耀宁新能源	0.54	0.2%	14	卫蓝新能源	0.8	0.2%
15	因派电池	0.47	0.2%	15	安驰新能源	0.4	0.1%
CR3			78.0%	CR3			78.8%
CR5			85.7%	CR5			87.4%
CR10			96.9%	CR10			96.8%

资料来源：中国汽车动力电池产业创新联盟，山西证券研究所

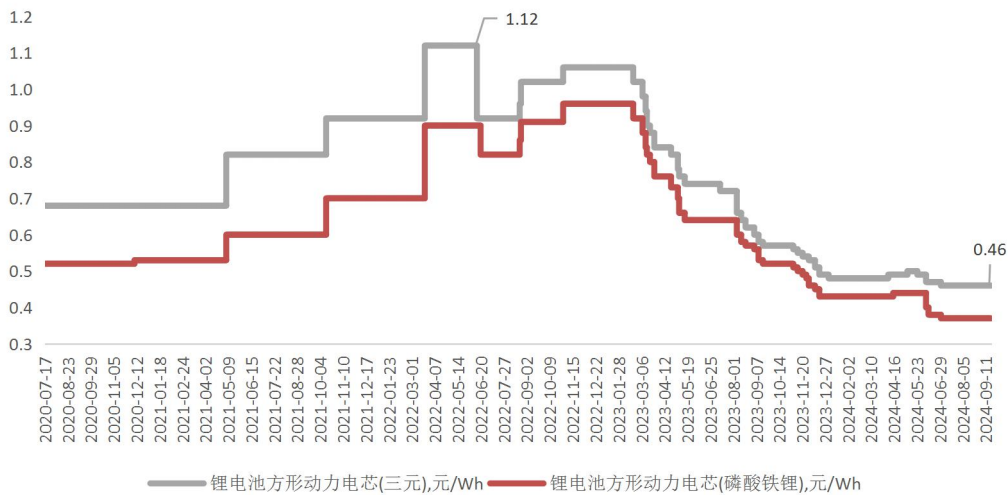
图 7：宁德时代海外营收及占总营收比重（亿元、%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

动力电池价格下行至低位，库存持续去化，产能利用率下行。三元动力电池电芯价格由2022年年中的1.12元/Wh降至2024年9月19日的0.46元/Wh，价格持续下行，当前价格低位稳定。库存方面，以宁德时代为例，2022年年中到2023年末，宁德时代持续去库存，优化库存管理，2024年中报，库存为216.3亿元。产能利用率自2022年开始下滑，2023年以来稳定在60%-70%间，2024年中报为65.3%。

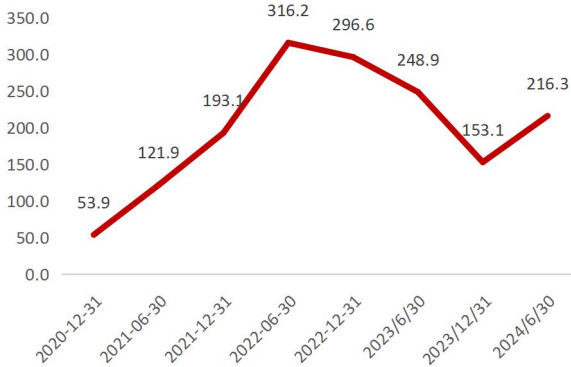
图 8：动力电池市场均价（元/Wh）



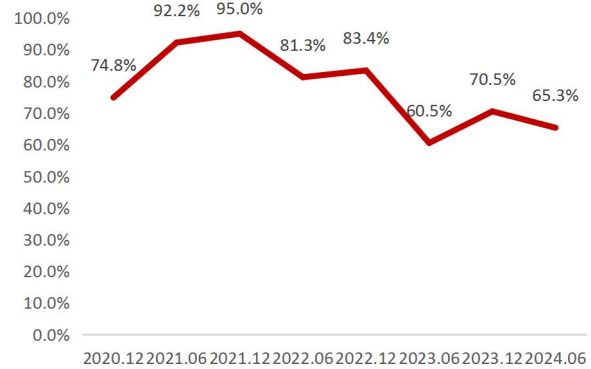
资料来源：百川盈孚，山西证券研究所

图 9：宁德时代库存商品（亿元）

图 10：宁德时代产能利用率（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

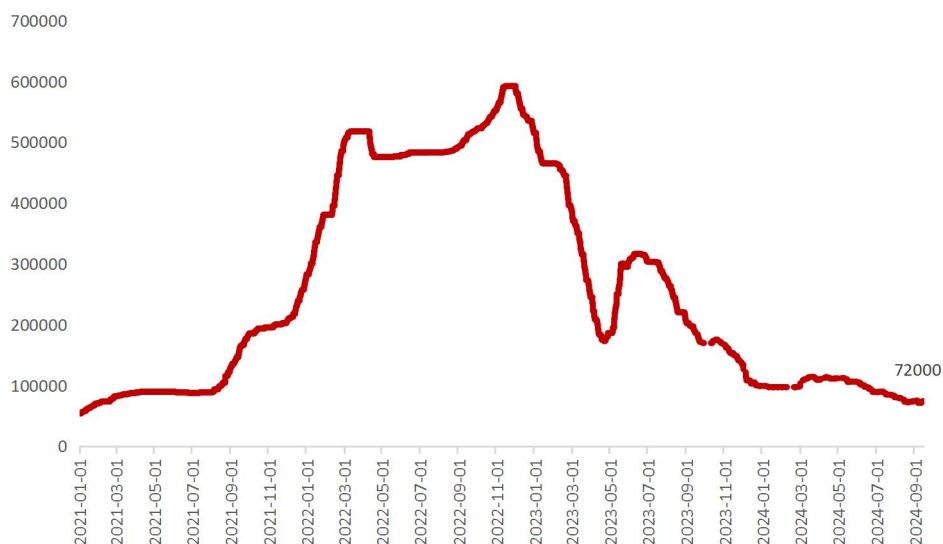


资料来源：Wind，山西证券研究所

2.2 上游原材料供大于求，价格还有下降空间

碳酸锂均价呈下行趋势，我们预计价格仍有下行空间。9月11日，宁德时代表示，根据近期碳酸锂市场情况，公司拟对宜春碳酸锂生产安排进行调整。碳酸锂产能过剩，库存压力大，市场处于低价运行的态势，预计供应端减产的趋势将进一步加剧。我们预计短期内碳酸锂价格将在6.5-7.8万元/吨波动。

图 11：碳酸锂均价（元/吨）

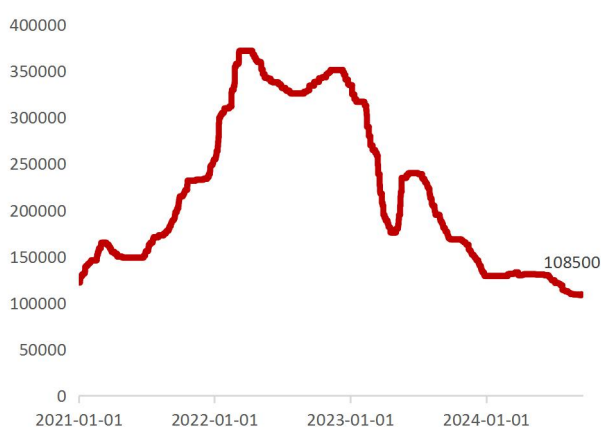


资料来源：百川盈孚，山西证券研究所

上半年原材料供大于求，价格持续下行，我们预计下半年三元材料、负极材料、电解液

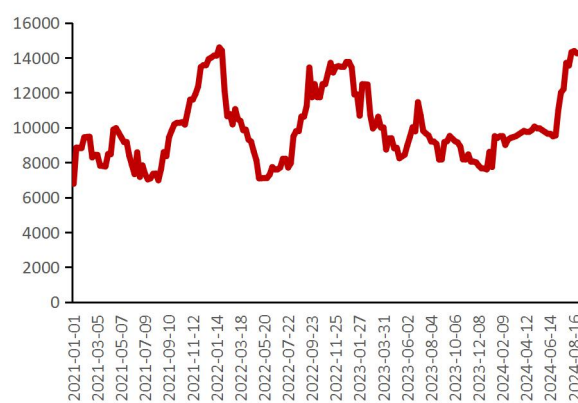
继续价格下行，隔膜价格将持续企稳。三元材料供给过剩，受原材料价格下降影响，价格持续下行，当前行业库存处于高位；负极材料受需求不佳影响，价格持续下跌，当前价格已到达成本线附近；电解液产能过剩，价格下行，厂家成本端存压，生产弱势，电解液市场价低位稳定；隔膜格局供大于求，2023年8月以来持续降价，终端价格战加剧，隔膜企业面临出清压力，价格或仍有下滑空间。综合来看，我们认为随着下游储能增产，将带动一部分需求，但由于上游供给充分，原材料价格难以回升，预计下半年原材料价格保持低位。

图 12：三元材料 532 价格（元/吨）



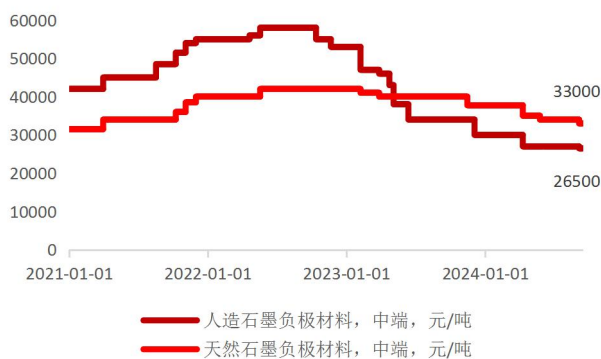
资料来源：百川盈孚，山西证券研究所

图 13：三元材料行业库存（吨）



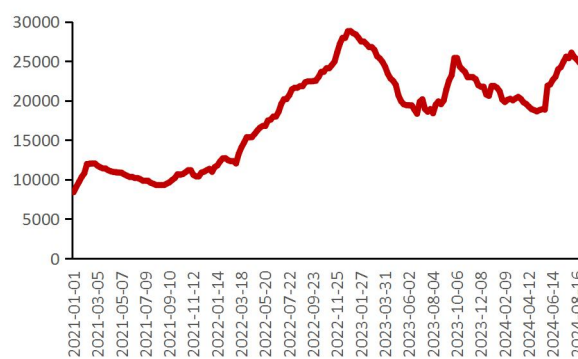
资料来源：百川盈孚，山西证券研究所

图 14：负极材料市场均价（元/吨）



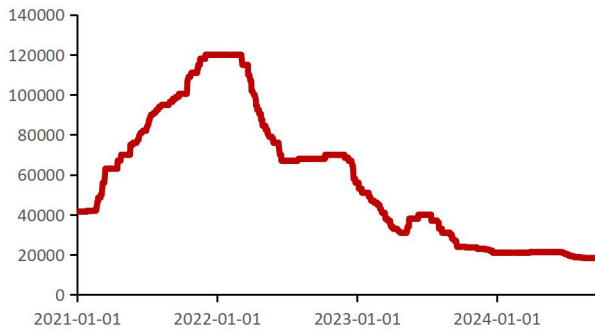
资料来源：百川盈孚，山西证券研究所

图 15：负极材料行业总库存（吨）



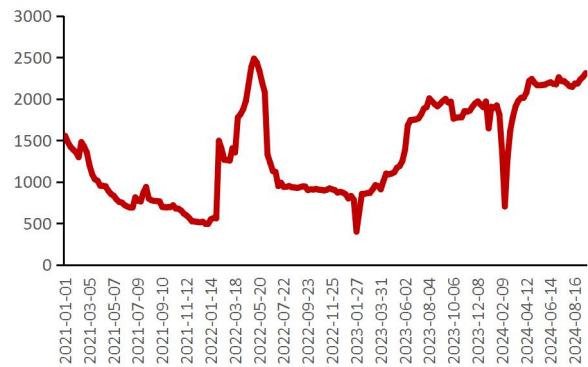
资料来源：百川盈孚，山西证券研究所

图 16: 电解液价格(元/吨)



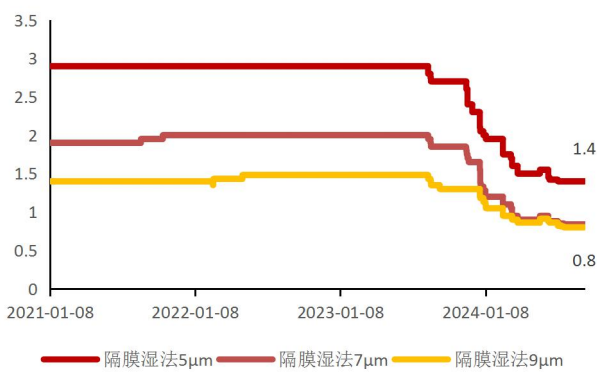
资料来源: 百川盈孚, 山西证券研究所

图 17: 电解液行业总库存 (吨)



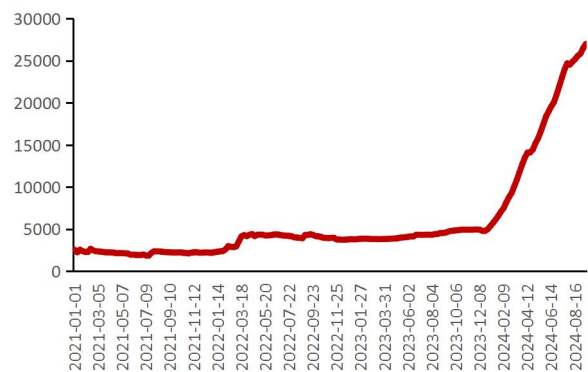
资料来源: 百川盈孚, 山西证券研究所

图 18: 隔膜均价 (元/平方米)



资料来源: 百川盈孚, 山西证券研究所

图 19: 隔膜行业总库存 (万平方米)



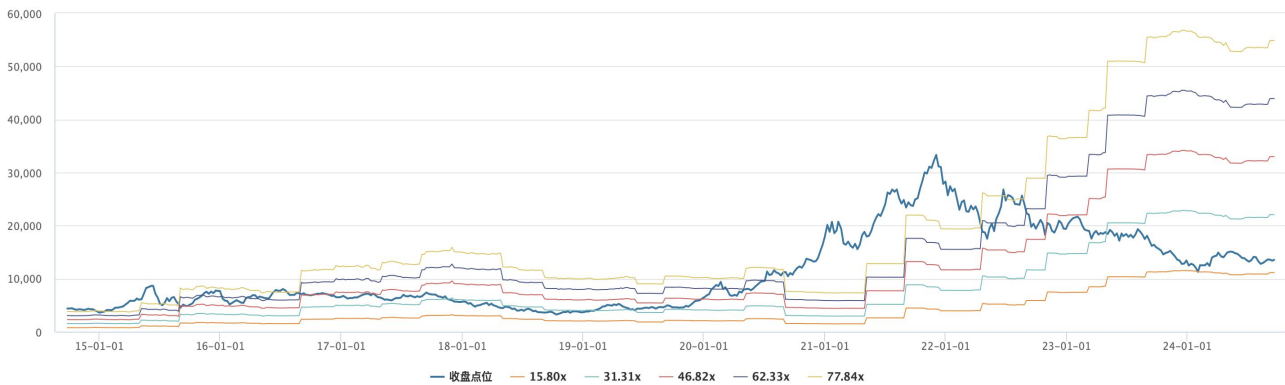
资料来源: 百川盈孚, 山西证券研究所

3. 投资建议

我们认为当前新能源车锂电池行业步入成熟期, 行业增速逐年收窄, 行业估值进入历史底部, 截至 2024 年 9 月 19 日, 市盈率 TTM 达 19.2 倍, 估值分位点达 3.5%。重点推荐: 宁德时代;

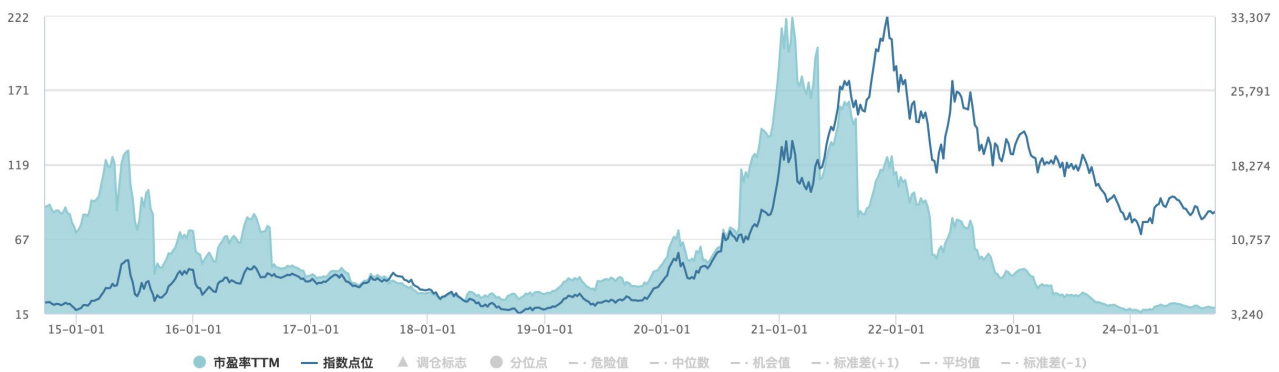
建议关注：恩捷股份、华友钴业、当升科技、湖南裕能、天赐材料、翔丰华、天奈科技、湘潭电化、三祥新材、瑞泰新材、科陆电子等。

图 20：近十年锂电池(SW)指数动态 PE-Bands 图（截至 2024 年 9 月 26 日）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 21：近十年锂电池(SW)指数市盈率 TTM 图（截至 2024 年 9 月 19 日）



资料来源：Wind，山西证券研究所

表 2：估值一览表（截至 9 月 19 日）(未覆盖标的使用 wind 一致预期数据)

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	EPS				PE				评级
			2024H1	2024E	2025E	2026E	2024H1	2024E	2025E	2026E	

300750.SZ	宁德时代	186.40	5.19	10.88	13.26	15.97	18.6	17.0	13.9	11.6	买入-A
002812.SZ	恩捷股份	24.65	0.30	0.64	0.98	1.27	9.7	41.1	26.7	20.5	买入-A
603799.SH	华友钴业	21.85	0.98	2.23	2.55	2.84	11.2	10.0	8.7	7.8	买入-A
300073.SZ	当升科技	29.98	0.57	1.75	2.20	2.83	8.0	17.3	13.8	10.7	-
301358.SZ	湖南裕能	26.40	0.51	1.34	2.37	3.27	12.8	20.0	11.3	8.2	-
002709.SZ	天赐材料	13.24	0.12	0.48	0.86	1.20	13.6	28.0	15.5	11.1	-
002121.SZ	科陆电子	3.48	-0.02	0.06	0.18	0.29	-11.2	79.8	25.6	15.5	买入-B
688116.SH	天奈科技	19.60	0.34	0.92	1.22	1.49	23.0	22.5	16.9	13.8	买入-A
002125.SZ	湘潭电化	8.35	0.24	0.54	0.60	0.75	15.5	15.9	14.4	11.6	-
603663.SH	三祥新材	13.29	0.15	0.31	0.45	0.56	71.8	43.3	30.1	24.2	-
301238.SZ	瑞泰新材	12.68	0.15				20.5				-
300890.SZ	翔丰华	23.86	0.35				32.0				-

资料来源：Wind，山西证券研究所

4. 风险提示

1、下游需求不及预期风险。宏观经济和消费需求不及预期，以及国内新能源汽车补贴退坡，新能源车销量可能不及预期，产业链需求可能出现下滑风险。

2、国内外政策风险。受国际关系和地缘政治的影响，其他国家对我国产品的进口政策存在不确定性，不利的变化将会影响国内企业出口。

3、原材料价格大幅波动风险。如果原材料价格大幅波动，将会影响产业链各环节公司的利润。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

