

收入普遍环增，经营质量提升

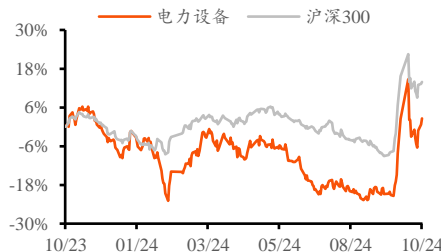
——锂电板块 2024 半年报总结

增持(维持)

行业： 电力设备
日期： 2024年10月24日

分析师： 开文明
E-mail: kaiwenming@yongxingsec.com
SAC编号: S1760523070002
分析师： 赵勇臻
E-mail: zhaoyongzhen@yongxingsec.com
SAC编号: S1760524010001

近一年行业与沪深 300 比较



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

相关报告：

《LG 新能源发布中长期战略，目标五年收入翻倍》

——2024 年 10 月 16 日

《新能源快速增长，积极推进海外布局》

——2024 年 10 月 14 日

《储能出货量高增，消费竞争力强》

——2024 年 10 月 09 日

核心观点

锂电池：锂电池环节 2024Q2 收入 1278 亿元，环比+14%，归母净利润 142 亿元，环比+21%。归母净利润增速与收入增速基本匹配，收入温和增长主要来自量增价降对冲。锂电池环节 2024Q2 的 ROE 为 16%，环比+1pct，杜邦分拆来看，净利率依旧有所提升，周转率从 24Q1 的 0.55 稳中微降至 24Q2 的 0.54。重点关注周转率的情况，存货周转率从 24Q1 的 5.1 提升至 24Q2 的 5.4，可以看到锂电池环节主动库存管理的效果，非流动资产周转率从 24Q1 的 1.31 降至 24Q2 的 1.25，表明供需对锂电池环节的负面影响还在反映中。但进一步拆分可以看到，固定资产和在建工程的绝对增速均有所放缓，表明锂电环节供给在逐步收缩中，一旦需求加速提升，周转率或有好转，届时或将推动锂电池环节 ROE 进一步提升。

三元正极：三元正极环节 2024Q2 收入 100 亿元，环比-2%，归母净利润 2.2 亿元，环比+325%。归母净利润增速高于收入增速，原因主要在成本费用端。三元正极环节 2024Q2 的 ROE 为 4%，环比-1pct，ROE 的下降来自净利率、周转率、权益乘数均下降。

铁锂正极：铁锂正极环节 2024Q2 收入 126 亿元，环比+39%，归母净利润-5 亿元，环比-121%。归母净利润增速远低于收入增速，该环节出现增收不增利的现象。铁锂环节 2024Q2 的 ROE 为-7%，环比持平，杜邦分拆来看，三因子均变化微弱，从 2019Q1 至最新报告期（2024Q2）来看，ROE 处于历史底部区域（负值）。

负极：负极环节 2024Q2 收入 147 亿元，环比+17%，归母净利润 11 亿元，环比+36%。归母净利润增速高于收入增速，该环节 Q2 相比 Q1 盈利修复强于收入修复，主要得益于价格变动不大前提下量的修复。负极环节 2024Q2 的 ROE 为 5%，环比-1pct，其变动与三元正极环节相似度较高。

隔膜：隔膜环节 2024Q2 收入 34 亿元，环比+12%，归母净利润 3 亿元，环比+1%。归母净利润增速弱于收入增速，主要是价格因素。隔膜环节 2024Q2 的 ROE 为 5%，环比-3pct，其趋势延续了 2023 相较于 2022 年的变动，净利率和周转率是贡献主因。

电解液：电解液环节 2024Q2 收入 80 亿元，环比+22%，归母净利润 4 亿元，环比+67%。归母净利润增速高于收入增速，原因主要在成本费用端。电解液环节 2024Q2 的 ROE 为 5%，环比-2pct，主要是净利率的变化，对该环节的关注重点应放在价的线条。

投资建议

2024Q2 环比 Q1 来看，锂电池和大部分材料环节（三元正极除外）收入普遍增长，归母净利（铁锂正极除外）也普遍增长。ROE 有触底迹象，主要体现在锂电池环节 ROE 环比提升，铁锂正极环比持平。随着下游需求改善，锂电板块增速和经营质量均有望向好。我们看好锂电板块的投资机会，建议关注三条主线：

- 1) 各环节龙头：宁德时代、亿纬锂能、德方纳米、湖南裕能、容百科技、当升科技、中伟股份、璞泰来、贝特瑞、尚太科技、恩捷股份、星源材质、天赐材料、新宙邦、科达利、震裕科技；
- 2) 新技术新材料：信德新材、天奈科技、黑猫股份、壹石通；
- 3) 固态电池相关：冠盛股份、金龙羽。

风险提示

上游原材料价格过快上涨风险、下游需求受经济影响不及预期风险、锂电池相关支持政策调整风险、行业竞争加剧风险。

正文目录

1. 锂电池：2024Q2 收入环比温和增长，ROE 环比提升.....	5
1.1. 锂电池 2024Q2 收入环比+14%，归母净利润环比+21%.....	5
1.2. 锂电池 2024Q2 的 ROE 为 16%，环比 2024Q1 提升 1pct.....	7
2. 三元正极：2024Q2 收入环比微降，ROE 环比下降.....	13
2.1. 三元正极 2024Q2 收入环比-2%，归母净利润环比+325%.....	13
2.2. 三元正极 2024Q2 的 ROE 为 4%，环比 2024Q1 下降 1pct.....	15
3. 铁锂正极：2024Q2 收入环比增长，ROE 环比持平.....	16
3.1. 铁锂正极 2024Q2 收入环比+39%，归母净利润环比-121%.....	16
3.2. 铁锂正极 2024Q2 的 ROE 为 -7%，环比 2024Q1 持平.....	19
4. 负极：2024Q2 收入环比温和增长，ROE 环比下降.....	20
4.1. 负极 2024Q2 收入环比+17%，归母净利润环比+36%.....	20
4.2. 负极 2024Q2 的 ROE 为 5%，环比 2024Q1 提升下降 1pct.....	22
5. 隔膜：2024Q2 收入环比温和增长，ROE 环比下降.....	23
5.1. 隔膜 2024Q2 收入环比+12%，归母净利润环比+1%.....	23
5.2. 隔膜 2024Q2 的 ROE 为 5%，环比 2024Q1 下降 3pct.....	26
6. 电解液：2024Q2 收入环比微增，ROE 环比下降.....	27
6.1. 电解液 2024Q2 收入环比+22%，归母净利润环比+67%.....	27
6.2. 电解液 2024Q2 的 ROE 为 5%，环比 2024Q1 下降 2pct.....	30
7. 投资建议.....	31
8. 风险提示.....	31

图目录

图 1: 锂电池环节年度收入和增速.....	5
图 2: 全球电动车销量及增速.....	5
图 3: 锂电池环节单季度收入和增速.....	6
图 4: 中国新能源汽车月度销量（万辆）.....	6
图 5: 中国储能月度装机量（GWh）.....	6
图 6: 电池级碳酸锂月度价格.....	6
图 7: 方形电芯月度价格.....	6
图 8: 锂电池环节年度归母净利润和增速.....	7
图 9: 锂电池环节单季度归母净利润和增速.....	7
图 10: 锂电池环节年度 ROE.....	7
图 11: 锂电池环节年度净利率.....	7
图 12: 锂电池环节年度周转率.....	8
图 13: 锂电池环节年度权益乘数.....	8
图 14: 锂电池环节年度毛利率.....	8
图 15: 锂电池环节年度毛利率-净利率.....	8
图 16: 电碳和电芯月度价格（2022-2023 年）.....	9
图 17: 锂电池环节年度流动资产周转率.....	9
图 18: 锂电池环节年度非流动资产周转率.....	9
图 19: 锂电池环节年度应收账款周转率.....	10
图 20: 锂电池环节年度存货周转率.....	10
图 21: 锂电池环节年度固定资产周转率.....	10
图 22: 锂电池环节年度在建工程周转率.....	10
图 23: 锂电池环节过去四个季度 ROE.....	10
图 24: 锂电池环节过去四个季度净利率.....	10
图 25: 锂电池环节过去四个季度周转率.....	11
图 26: 锂电池环节过去四个季度权益乘数.....	11
图 27: 锂电池环节过去四个季度流动资产周转率.....	11

图 28: 锂电池环节过去四个季度非流动资产周转率.....	11
图 29: 锂电池环节过去四个季度应收账款周转率.....	12
图 30: 锂电池环节过去四个季度存货周转率.....	12
图 31: 锂电池环节过去四个季度固定资产周转率.....	12
图 32: 锂电池环节过去四个季度在建工程周转率.....	12
图 33: 锂电池环节固定资产及增速.....	12
图 34: 锂电池环节在建工程及增速.....	12
图 35: 三元正极环节年度收入和增速.....	13
图 36: 中国三元正极年度产量和同比增速.....	13
图 37: 三元 523 月度均价 (2022-2023, 万元/吨)	13
图 38: 三元正极环节单季度收入和增速.....	14
图 39: 中国三元正极月度产量 (万吨)	14
图 40: 三元 523 月度均价 (2023-2024, 万元/吨)	14
图 41: 三元正极环节年度归母净利润和增速.....	14
图 42: 三元正极环节单季度归母净利润和增速.....	14
图 43: 三元正极环节年度 ROE	15
图 44: 三元正极环节年度净利率.....	15
图 45: 三元正极环节年度周转率.....	15
图 46: 三元正极环节年度权益乘数.....	15
图 47: 三元正极环节过去四个季度 ROE	16
图 48: 三元正极环节过去四个季度净利率.....	16
图 49: 三元正极环节过去四个季度周转率.....	16
图 50: 三元正极环节过去四个季度权益乘数.....	16
图 51: 铁锂正极环节年度收入和增速.....	17
图 52: 中国铁锂正极年度产量和同比增速.....	17
图 53: 磷酸铁锂月度均价 (2022-2023, 万元/吨)	17
图 54: 铁锂正极环节单季度收入和增速.....	18
图 55: 中国铁锂正极月度产量 (万吨)	18
图 56: 磷酸铁锂月度均价 (2023-2024, 万元/吨)	18
图 57: 铁锂正极环节年度归母净利润和增速.....	18
图 58: 铁锂正极环节单季度归母净利润和增速.....	18
图 59: 铁锂正极环节年度 ROE	19
图 60: 铁锂正极环节年度净利率.....	19
图 61: 铁锂正极环节年度周转率.....	19
图 62: 铁锂正极环节年度权益乘数.....	19
图 63: 铁锂正极环节过去四个季度 ROE	19
图 64: 铁锂正极环节过去四个季度净利率.....	19
图 65: 铁锂正极环节过去四个季度周转率.....	20
图 66: 铁锂正极环节过去四个季度权益乘数.....	20
图 67: 负极环节年度收入和增速.....	20
图 68: 中国负极 2022-2023 年度产量.....	21
图 69: 天然石墨中端月度均价 (2022-2023, 万元/吨)	21
图 70: 负极环节单季度收入和增速.....	21
图 71: 中国负极月度产量 (万吨)	21
图 72: 天然石墨中端月度均价 (2023-2024, 万元/吨)	21
图 73: 负极环节年度归母净利润和增速.....	22
图 74: 负极环节单季度归母净利润和增速.....	22
图 75: 负极环节年度 ROE	22
图 76: 负极环节年度净利率.....	22
图 77: 负极环节年度周转率.....	23
图 78: 负极环节年度权益乘数.....	23

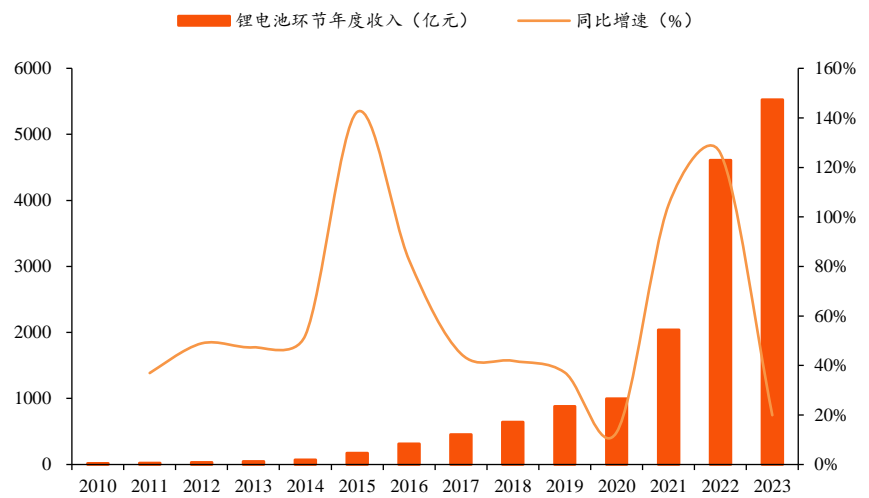
图 79: 负极环节过去四个季度 ROE	23
图 80: 负极环节过去四个季度净利率	23
图 81: 负极环节过去四个季度周转率	23
图 82: 负极环节过去四个季度权益乘数	23
图 83: 隔膜环节年度收入和增速	24
图 84: 中国隔膜年度产量 (2022-2023)	24
图 85: 隔膜月度均价 (2022-2023, 元/平)	24
图 86: 隔膜环节单季度收入和增速	25
图 87: 中国隔膜月度产量 (亿平)	25
图 88: 隔膜月度均价 (2023-2024, 元/平)	25
图 89: 隔膜环节年度归母净利润和增速	25
图 90: 隔膜环节单季度归母净利润和增速	25
图 91: 隔膜环节年度 ROE	26
图 92: 隔膜环节年度净利率	26
图 93: 隔膜环节年度周转率	26
图 94: 隔膜环节年度权益乘数	26
图 95: 隔膜环节过去四个季度 ROE	27
图 96: 隔膜环节过去四个季度净利率	27
图 97: 隔膜环节过去四个季度周转率	27
图 98: 隔膜环节过去四个季度权益乘数	27
图 99: 电解液环节年度收入和增速	28
图 100: 中国电解液年度产量 (2022-2023)	28
图 101: 电解液月度均价 (2022-2023, 万元/吨)	28
图 102: 电解液环节单季度收入和增速	29
图 103: 中国电解液月度产量 (万吨)	29
图 104: 电解液月度均价 (2023-2024, 万元/吨)	29
图 105: 电解液环节年度归母净利润和增速	29
图 106: 电解液环节单季度归母净利润和增速	29
图 107: 电解液环节年度 ROE	30
图 108: 电解液环节年度净利率	30
图 109: 电解液环节年度周转率	30
图 110: 电解液环节年度权益乘数	30
图 111: 电解液环节过去四个季度 ROE	30
图 112: 电解液环节过去四个季度净利率	30
图 113: 电解液环节过去四个季度周转率	31
图 114: 电解液环节过去四个季度权益乘数	31

1. 锂电池：2024Q2 收入环比温和增长，ROE 环比提升

1.1. 锂电池 2024Q2 收入环比+14%，归母净利润环比+21%

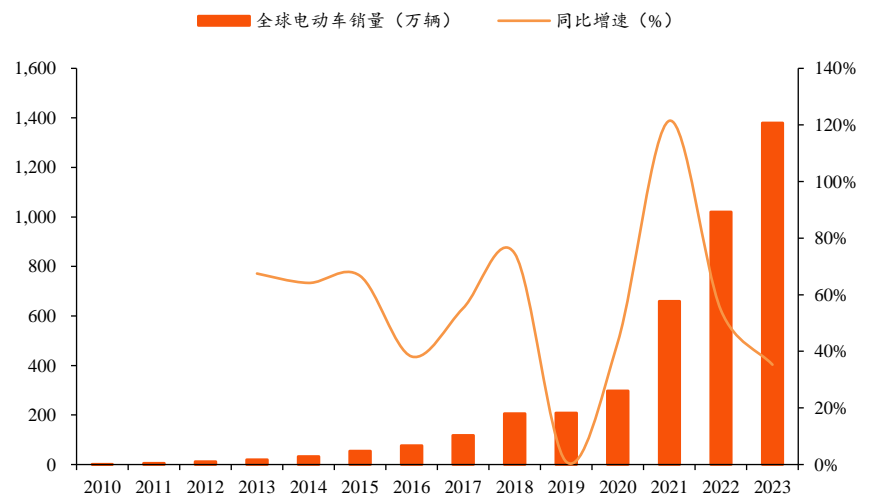
锂电池环节选取的上市公司为宁德时代、亿纬锂能、国轩高科、孚能科技、欣旺达、鹏辉能源。2023 年锂电池环节收入 5,525 亿元，同比+20%。相比过去两年的高增，2023 年增速为中性，背后的原因是下游需求的变化。锂电池下游包括电动车、储能和消费等，其中电动车的边际变化影响更大一些。据 IEA, Wind 数据，2023 年全球电动车销量 1,380 万辆，同比+35%，相比前两年高增回归中速。

图1:锂电池环节年度收入和增速



资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图2:全球电动车销量及增速

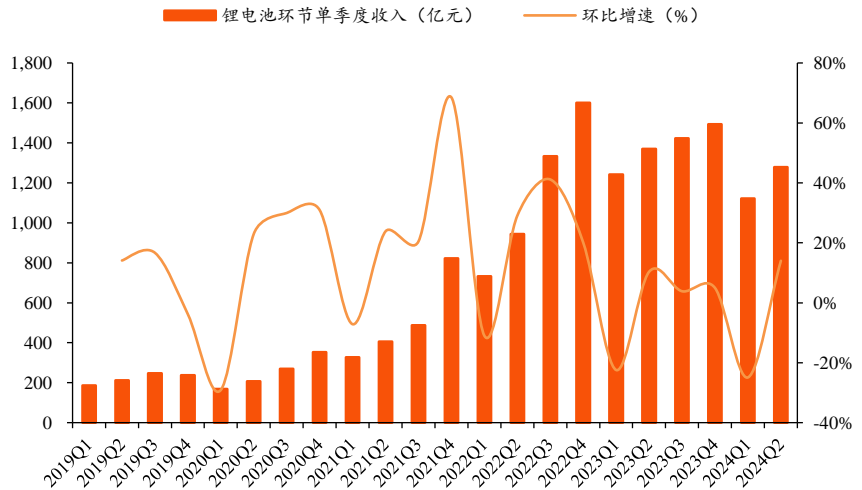


资料来源: Wind, IEA, 甬兴证券研究所

2024Q2 锂电池环节收入 1,278 亿元，环比+14%。一方面，从量来看，

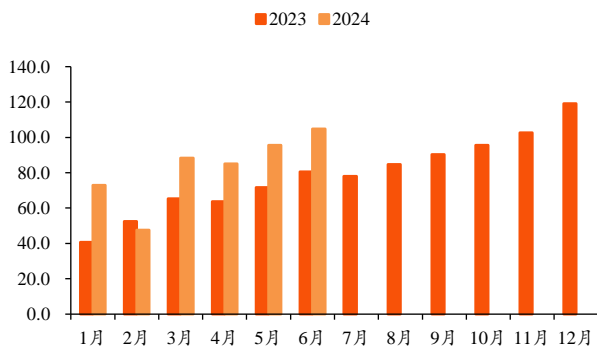
电动车和储能的销量 Q2 环比 Q1 有一定幅度增长，另一方面，锂电池价格 Q2 环比 Q1 有一定下滑，两者对冲下，二季度锂电池环节收入体现为温和增长。

图3:锂电池环节单季度收入和增速



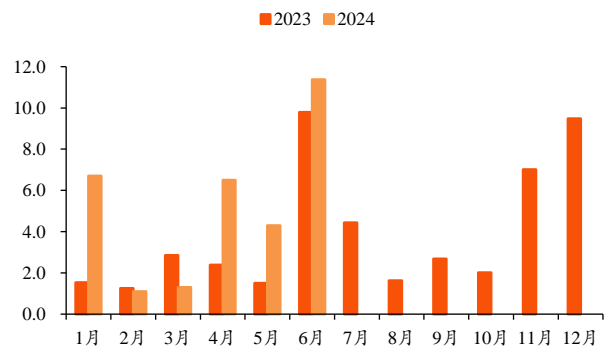
资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图4:中国新能源汽车月度销量（万辆）



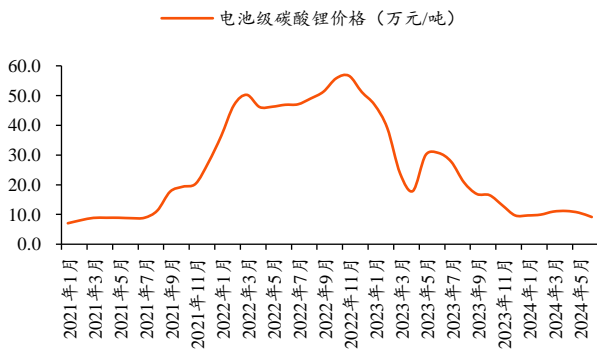
资料来源: Wind, 中汽协, 甬兴证券研究所

图5:中国储能月度装机量（GWh）



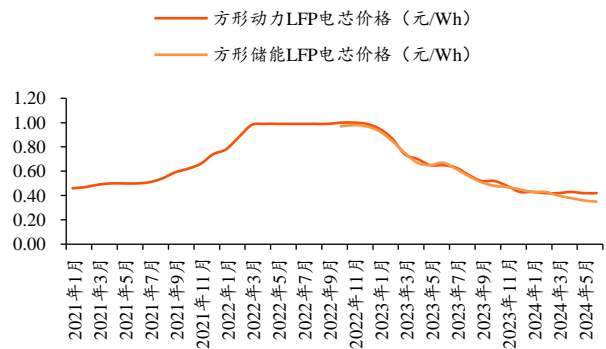
资料来源: CESA, 甬兴证券研究所

图6:电池级碳酸锂月度价格



资料来源: SMM, 甬兴证券研究所

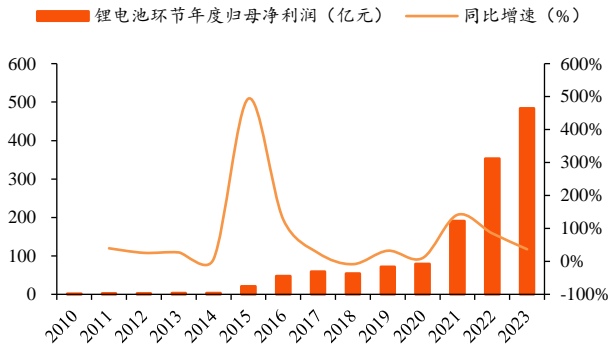
图7:方形电芯月度价格



资料来源: SMM, 甬兴证券研究所

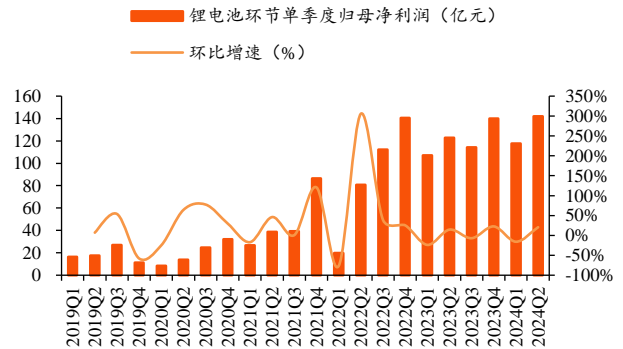
2023 年锂电池环节归母净利润 484 亿元，同比+37%，高于收入增速。
2024Q2 锂电池环节归母净利润 142 亿元，环比 21%，与收入增速基本匹配。

图8:锂电池环节年度归母净利润和增速



资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图9:锂电池环节单季度归母净利润和增速



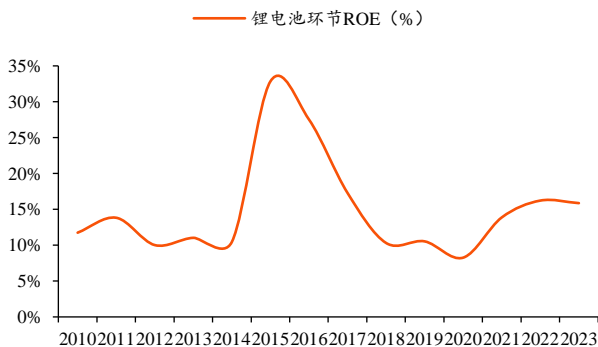
资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

1.2. 锂电池 2024Q2 的 ROE 为 16%，环比 2024Q1 提升 1pct

先对 ROE 和杜邦分析进行计算说明。ROE：分子为当期归母净利润，分母所有者权益期初和期末均值。净利率：分子是当期归母净利润，分母为当期收入。周转率：分子为当期收入，分母为期末总资产均值。权益乘数：分子为期末总资产均值，分母为期末所有者权益均值。以上当期指的是过去四个季度。

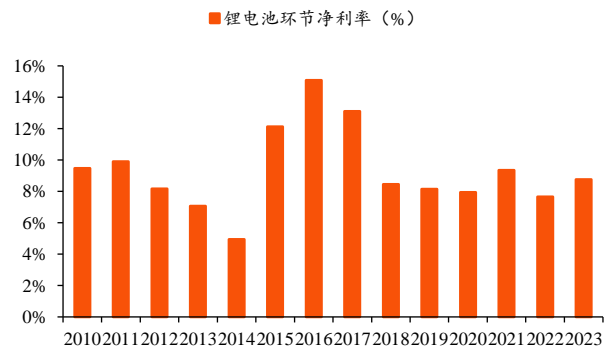
2023 年锂电池环节 ROE 为 16%，相比 2022 年 16%基本持平，杜邦分析拆来看，净利率从 2022 年 8%提升至 2023 年 9%，周转率从 2022 年 0.7 下滑至 2023 年 0.6，权益乘数 2023 年与 2022 年基本持平，均为 3.1。因此，2023 年锂电池环节 ROE 的持平，主要是净利率的提升和周转率的下降进行了对冲。

图10:锂电池环节年度 ROE



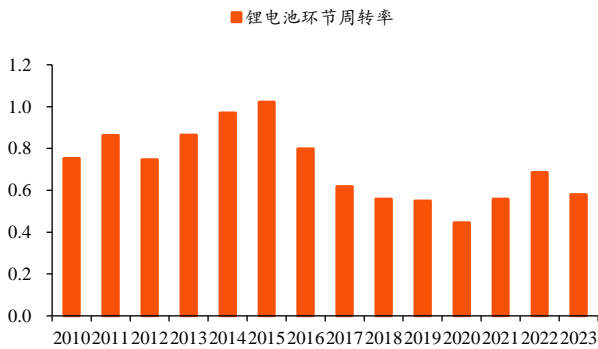
资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图11:锂电池环节年度净利率



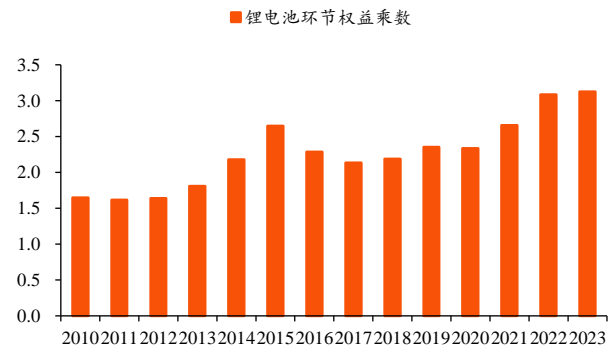
资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图12:锂电池环节年度周转率



资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

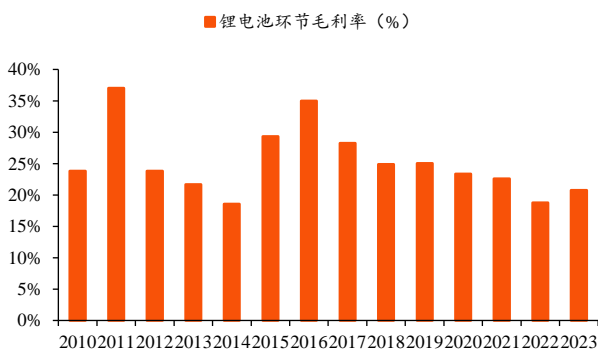
图13:锂电池环节年度权益乘数



资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

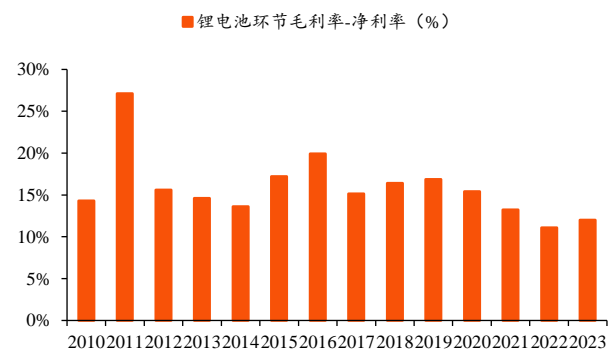
2023 年锂电池环节毛利率为 21%，相比 2022 年 19%提升 2pct，2023 年毛利率-净利率为 12%，相比 2022 年 11%提升 1pct。虽然费用端的投入比例也有所增加，但是可以看出，净利率的提升主要靠毛利率提升带动。

图14:锂电池环节年度毛利率



资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

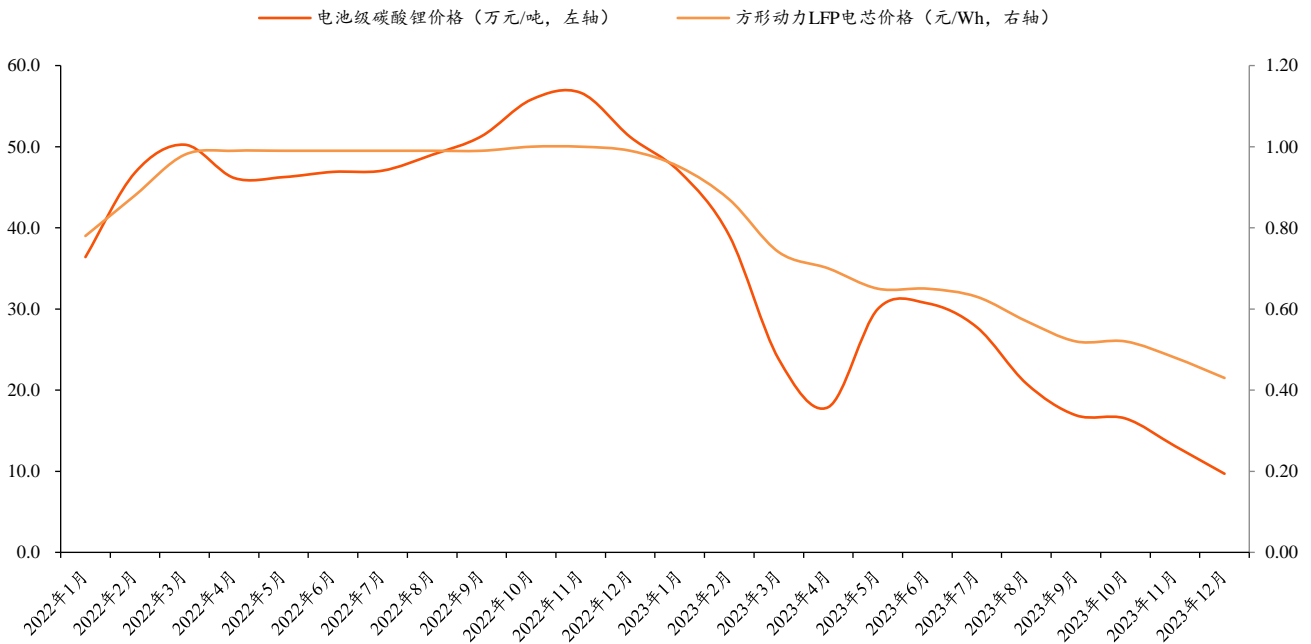
图15:锂电池环节年度毛利率-净利率



资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

毛利率的变化主要来自上游锂价和电芯定价的变化。据 SMM 数据，2023 年电池级碳酸锂均价 24.4 万元/吨，相比 2022 年均价 48.6 万元/吨变动-50%，2023 年方形 LFP 电芯均价 0.64 元/Wh，相比 2022 年均价 0.96 变动-33%。因此，2023 年上游锂价的大幅下降，传导至电芯价格的趋势变动，从结果上看，对锂电池环节的盈利能力，特别是毛利率是有正向促进作用的。

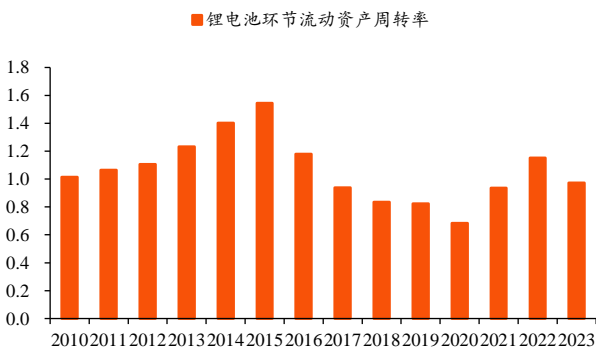
图16:电碳和电芯月度价格 (2022-2023 年)



资料来源: SMM, 甬兴证券研究所

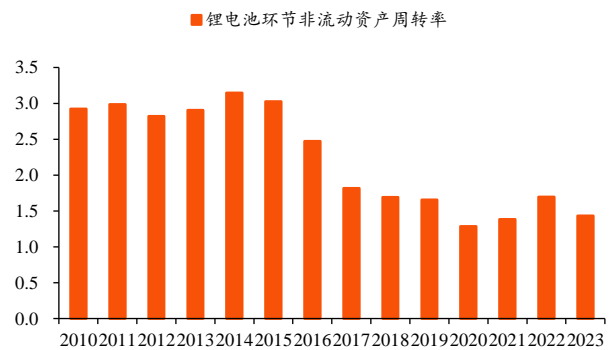
周转率方面,不论是流动资产周转率,还是非流动资产周转率,2023年相比2022年都有下滑,表明锂电池环节经营效率的下滑主要来自行业需求端增速的放缓。值得注意的是,存货周转率2023年为4.8,相比2022年4.3有所提升,反映锂电池环节在2023年上游锂价下行过程中,加快存货的周转,提升经营效率,降低存货减值相关的损失与风险。

图17:锂电池环节年度流动资产周转率



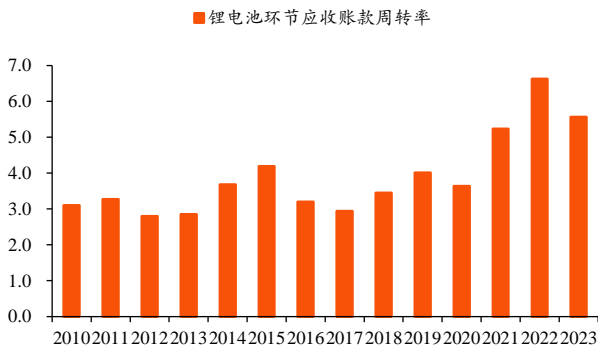
资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图18:锂电池环节年度非流动资产周转率



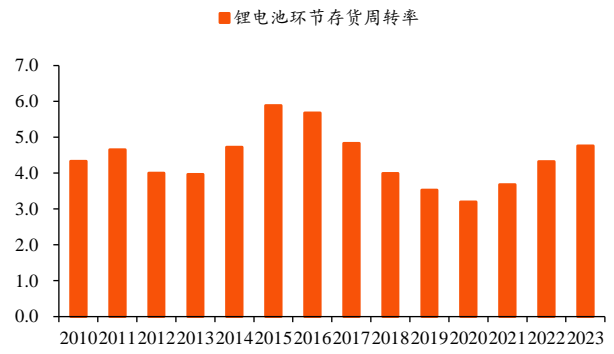
资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图19:锂电池环节年度应收账款周转率



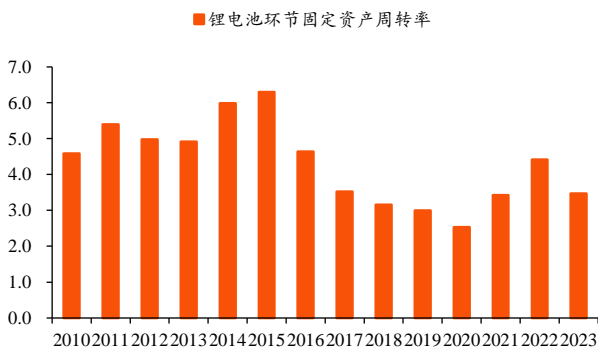
资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图20:锂电池环节年度存货周转率



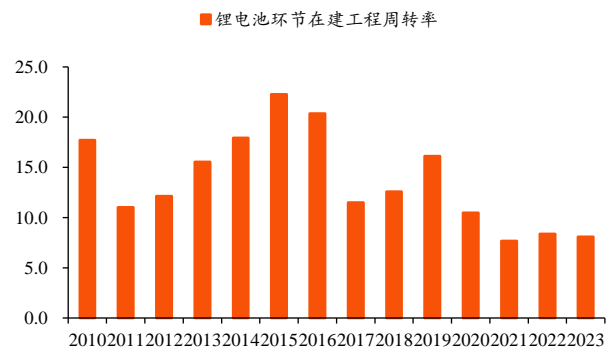
资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图21:锂电池环节年度固定资产周转率



资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

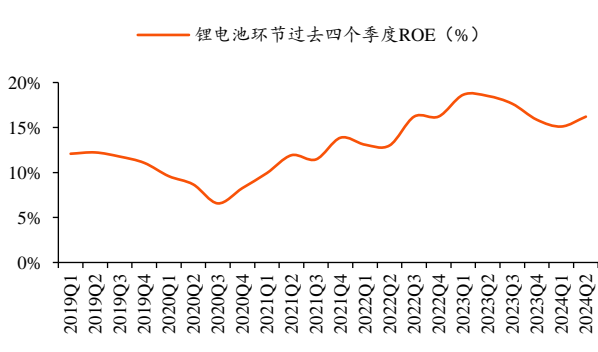
图22:锂电池环节年度在建工程周转率



资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

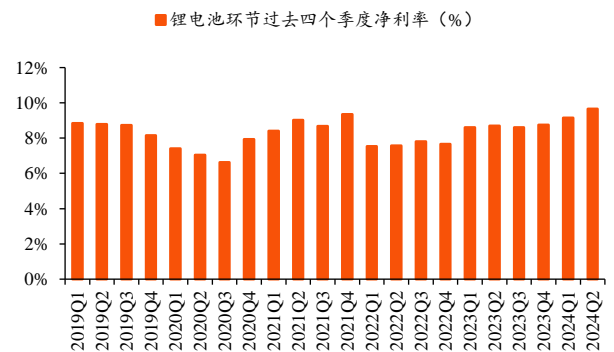
2024Q2 年锂电池环节 ROE 为 16%，环比 2024Q1 的 15% 有修复迹象，杜邦分拆来看，净利率、周转率、权益乘数都有贡献。结合年度的变化趋势以及 2023Q1 至 2024Q2 季度的边际情况，重点关注周转率，周转率从 2024Q1 的 0.55 稳中微降至 2024Q2 的 0.54。

图23:锂电池环节过去四个季度 ROE



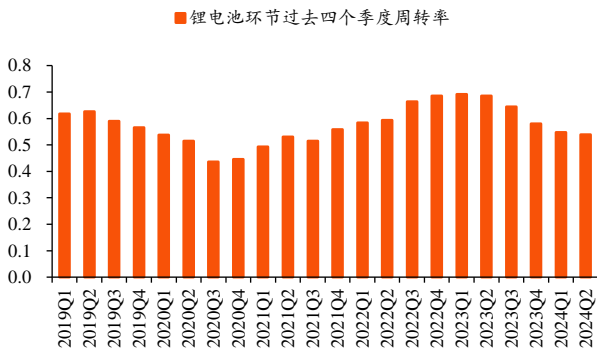
资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图24:锂电池环节过去四个季度净利率



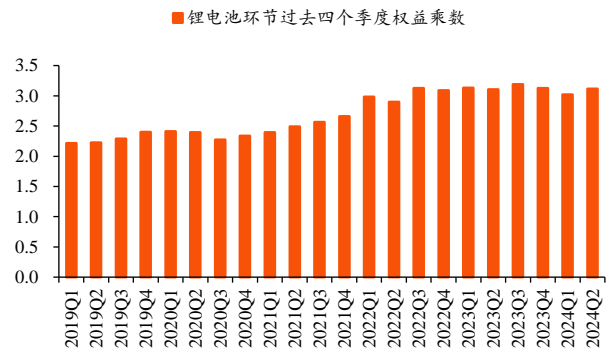
资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图25:锂电池环节过去四个季度周转率



资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图26:锂电池环节过去四个季度权益乘数

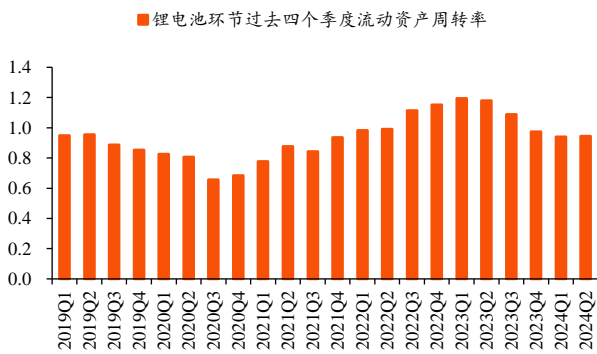


资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

周转率继续拆分来看, 相比于 2023 年相对 2022 年流动资产周转率和非流动资产周转率双双下滑, 2024Q2 的流动资产周转率先一步企稳, 与 2024Q1 的 0.94 已经持平, 但非流动资产周转率仍在下滑, 从 2024Q1 的 1.31 下滑至 2024Q2 的 1.25。

由此可见, 流动资产周转率已有企稳趋势, 特别是存货周转率进一步提升, 23Q3/23Q4/24Q1/24Q2 分别是 4.6 / 4.8 / 5.1 / 5.4, 而非流动资产周转率仍在下滑, 表明在行业上下游压力下, 锂电池环节通过内生性的库存管理, 提升存货周转率, 进而提升流动资产周转率, 使得周转率有企稳迹象。但是由于固定资产和在建工程的惯性建设, 使得非流动资产周转率仍在下探, 进而总资产周转率在 2024Q2 并未在数据上站稳并趋势反转。

图27:锂电池环节过去四个季度流动资产周转率



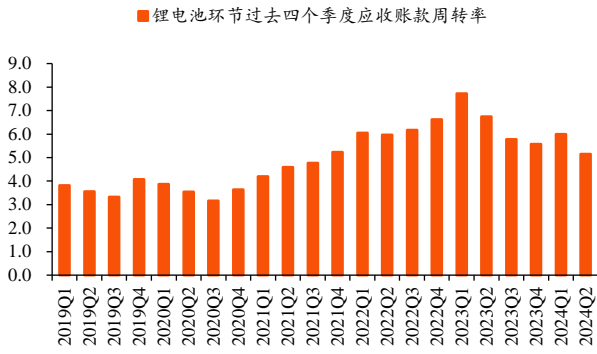
资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图28:锂电池环节过去四个季度非流动资产周转率



资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图29:锂电池环节过去四个季度应收账款周转率



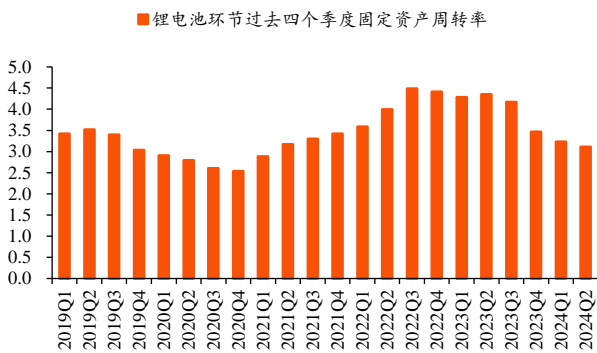
资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图30:锂电池环节过去四个季度存货周转率



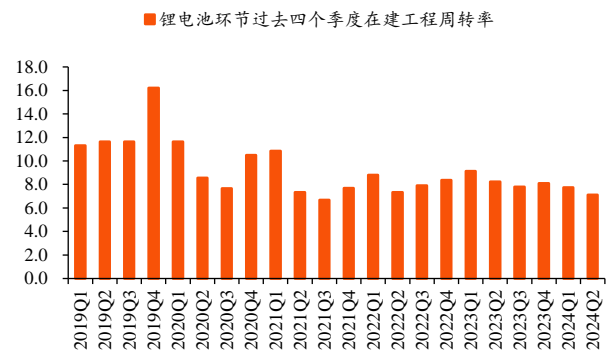
资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图31:锂电池环节过去四个季度固定资产周转率



资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

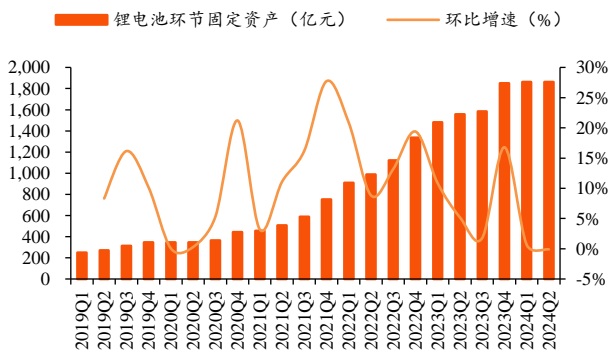
图32:锂电池环节过去四个季度在建工程周转率



资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

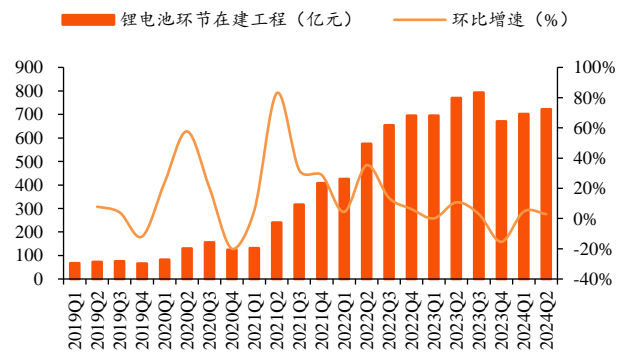
周转率的观察应进一步重点关注非流动资产周转率的情况, 对非流动资产周转率进一步拆分, 观察固定资产和在建工程绝对数值, 可以看到, 锂电池环节固定资产和在建工程均有边际增量放缓迹象, 2024Q2 固定资产 1,861 亿元, 环比 2024Q1 的 1,863 亿元稳中微降, 2024Q2 在建工程 723 亿元, 环比 2024Q1 增速 3%, 不论是相比 2024Q1 环比增速 5%, 还是相比 2023Q2 环比增速 11%, 增速数值均得到收敛。

图33:锂电池环节固定资产及增速



资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图34:锂电池环节在建工程及增速



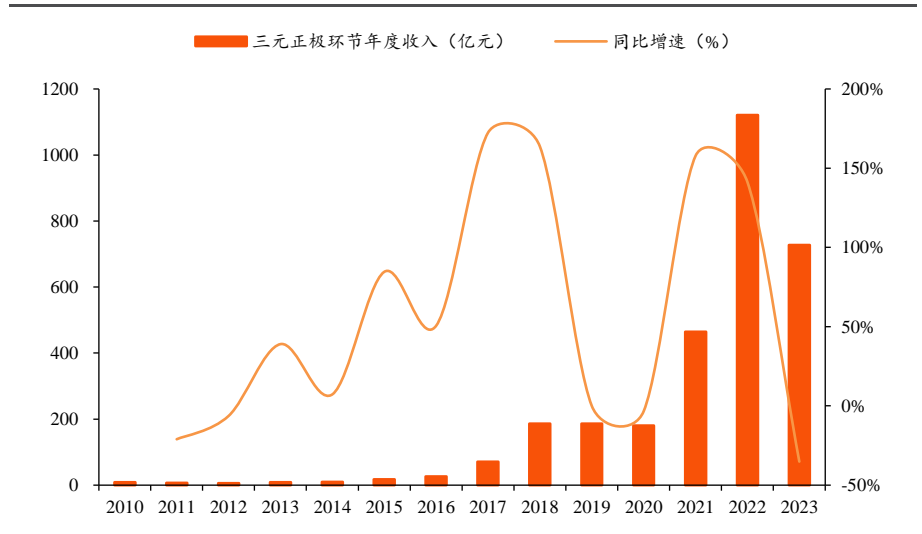
资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

2. 三元正极：2024Q2 收入环比微降，ROE 环比下降

2.1. 三元正极 2024Q2 收入环比-2%，归母净利润环比+325%

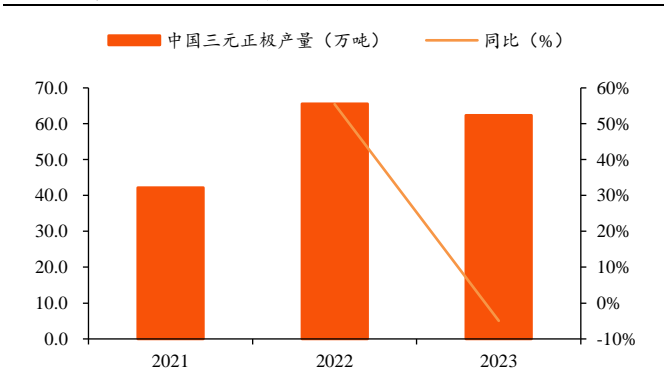
三元正极环节选取的上市公司为容百科技、当升科技、长远锂科、振华新材、厦钨新能。2023 年三元正极环节收入 727 亿元，同比-35%。类似锂电池，相比过去两年的高增，2023 年三元正极收入增速回落，但与锂电池不同的是，2023 年增速为负，背后的原因一方面是三元正极材料产量同比下降，另一方面是三元正极报价下降。

图35:三元正极环节年度收入和增速



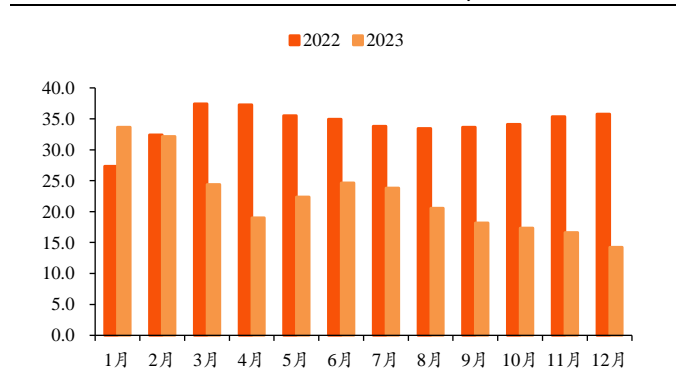
资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图36:中国三元正极年度产量和同比增速



资料来源: SMM, 甬兴证券研究所

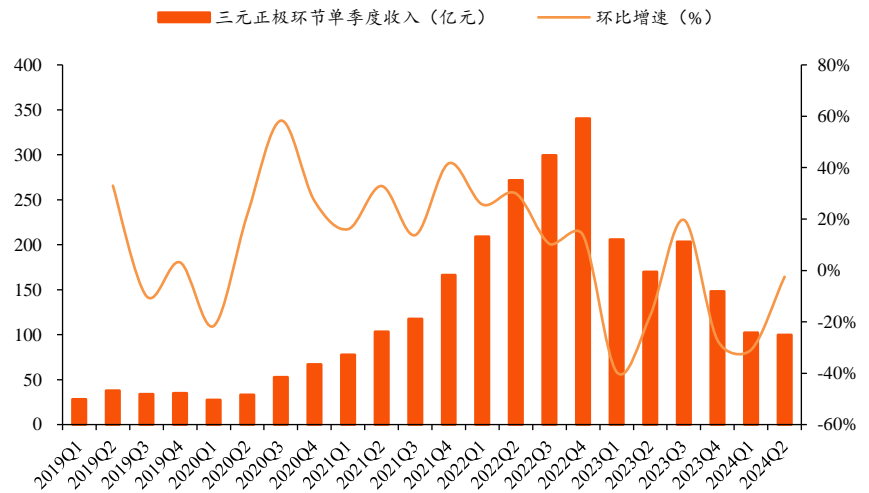
图37:三元 523 月度均价 (2022-2023, 万元/吨)



资料来源: SMM, 甬兴证券研究所

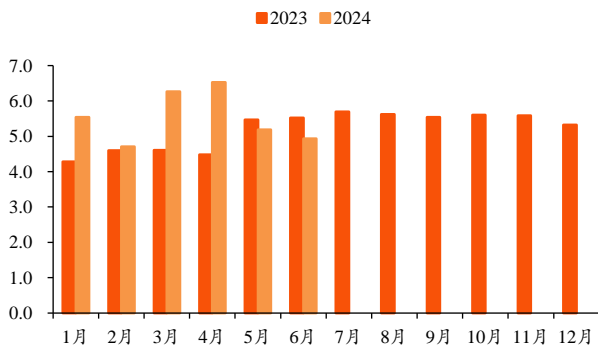
2024Q2 三元正极环节收入 100 亿元，环比 2024Q1 收入 102 亿元基本持平。与此对应，无论从三元产量（24Q1 为 16.5 万吨，24Q2 为 16.6 万吨）还是报价（24Q1 为 39.1 万元/吨，24Q2 为 39.3 万元/吨）来看，24Q2 相比 24Q1 基本持平。

图38:三元正极环节单季度收入和增速



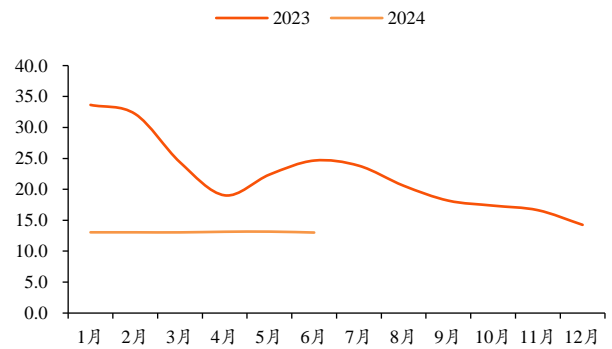
资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图39:中国三元正极月度产量（万吨）



资料来源: SMM, 甬兴证券研究所

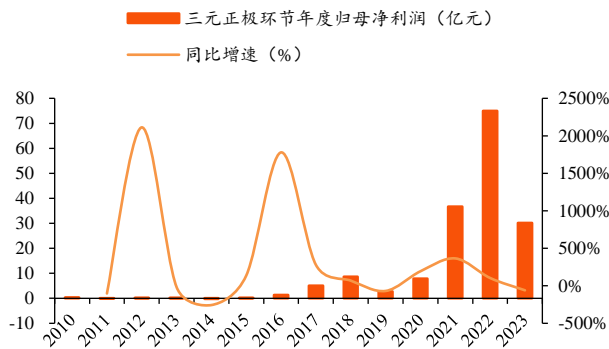
图40:三元 523 月度均价（2023-2024, 万元/吨）



资料来源: SMM, 甬兴证券研究所

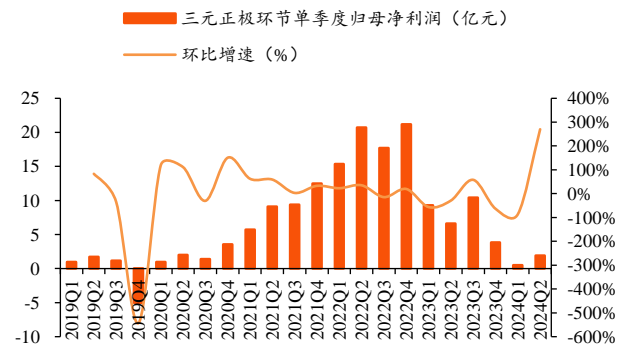
2023 年三元正极环节归母净利润 30 亿元，同比-60%，弱于收入增速-35%。2024Q2 三元正极环节归母净利润 2 亿元，环比 325%，高于收入增速-2%。

图41:三元正极环节年度归母净利润和增速



资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图42:三元正极环节单季度归母净利润和增速

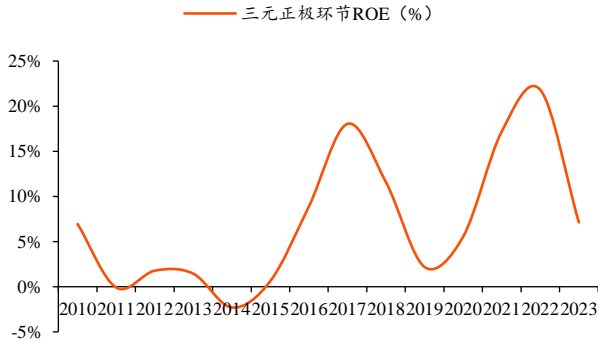


资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

2.2. 三元正极 2024Q2 的 ROE 为 4%，环比 2024Q1 下降 1pct

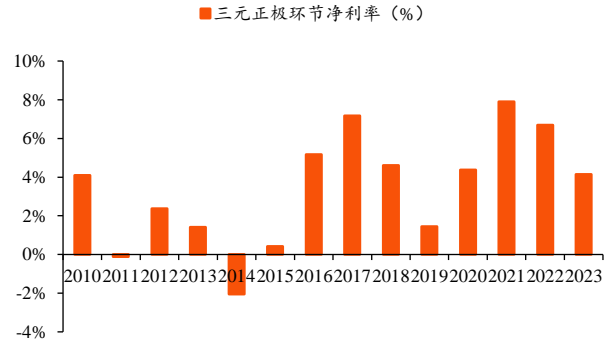
2023 年三元正极环节 ROE 为 7%，相比 2022 年 22% 大幅下降，杜邦分拆来看，净利率从 2022 年 7% 下滑至 2023 年 4%，周转率从 2022 年 1.5 下滑至 2023 年 0.9，权益乘数从 2022 年 2.1 略微下滑至 2.0。因此，2023 年三元正极环节 ROE 的下滑，主要是净利率和周转率下滑贡献。

图43:三元正极环节年度 ROE



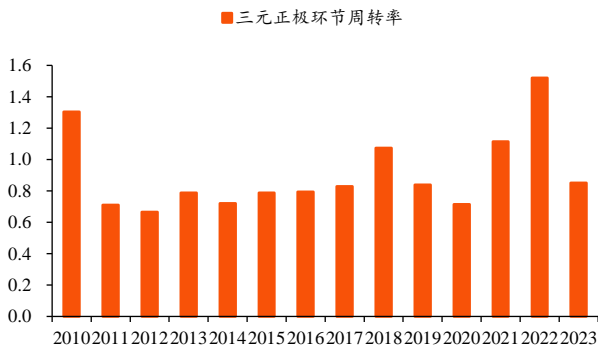
资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图44:三元正极环节年度净利率



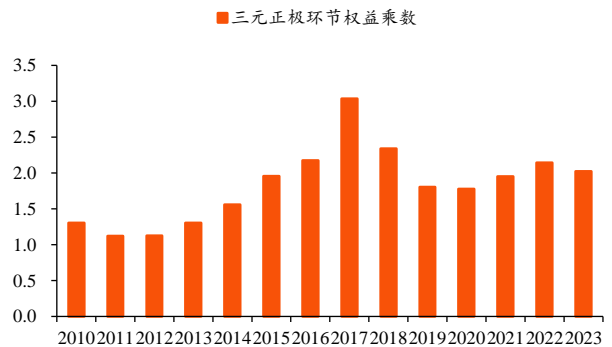
资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图45:三元正极环节年度周转率



资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

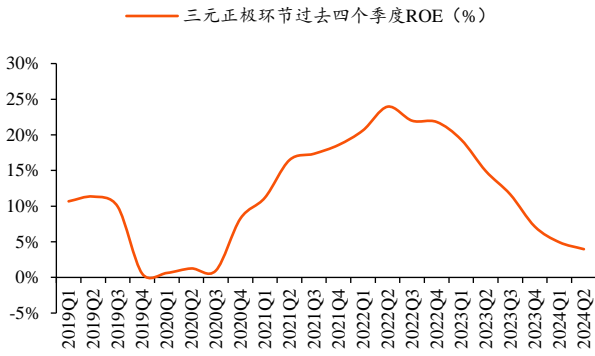
图46:三元正极环节年度权益乘数



资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

2024Q2 年三元正极环节 ROE 为 4%，环比 2024Q1 的 5% 下滑，杜邦分拆来看，净利率、周转率、权益乘数都有贡献，截至 2024Q2，三元正极板块 ROE 未有明确底部数据反映。

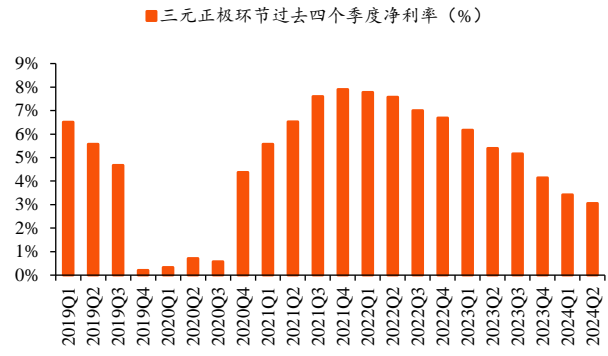
图47:三元正极环节过去四个季度 ROE



资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

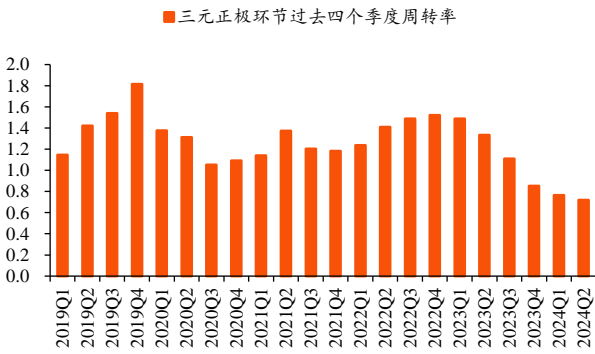
注:三元正极年度ROE和TTMROE部分数据略有不同的原因在于部分公司上市前部分数据未披露,但年度和TTM各自时间序列的杜邦分析是自洽的。

图48:三元正极环节过去四个季度净利率



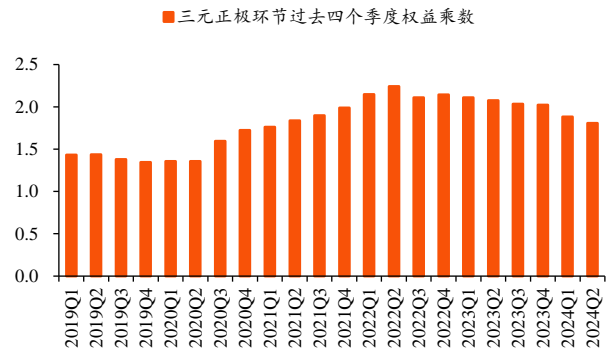
资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图49:三元正极环节过去四个季度周转率



资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图50:三元正极环节过去四个季度权益乘数



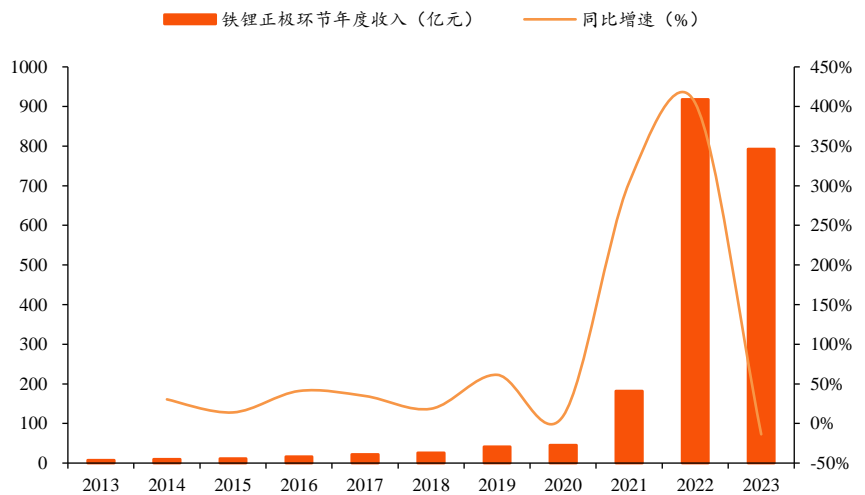
资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

3. 铁锂正极: 2024Q2 收入环比增长, ROE 环比持平

3.1. 铁锂正极 2024Q2 收入环比+39%, 归母净利润环比-121%

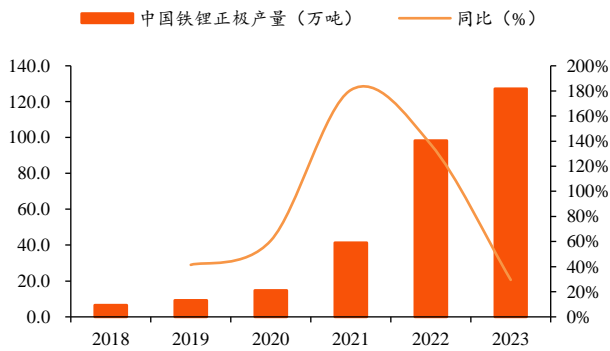
铁锂正极环节选取的上市公司为湖南裕能、德方纳米、龙蟠科技、万润新能。2023 年铁锂正极环节收入 792 亿元, 同比-14%。类似锂电池, 相比过去两年的高增, 2023 年铁锂正极收入增速回落, 但与锂电池不同的是, 铁锂正极收入 2023 年增速为负, 背后的原因主要是是铁锂正极报价下降。

图51:铁锂正极环节年度收入和增速



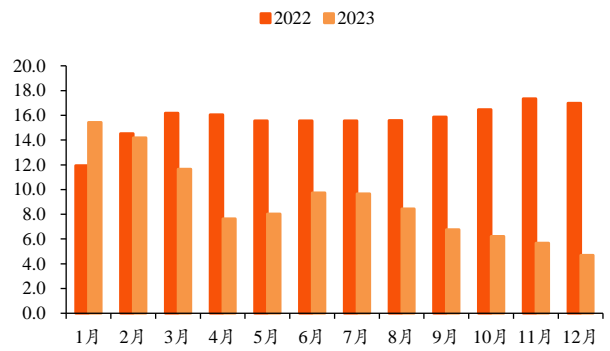
资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图52:中国铁锂正极年度产量和同比增速



资料来源: SMM, 甬兴证券研究所

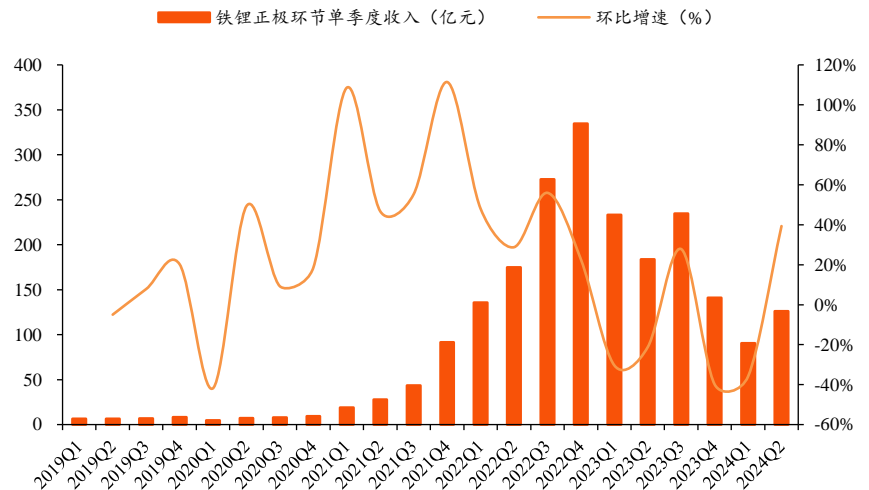
图53:磷酸铁锂月度均价 (2022-2023, 万元/吨)



资料来源: SMM, 甬兴证券研究所

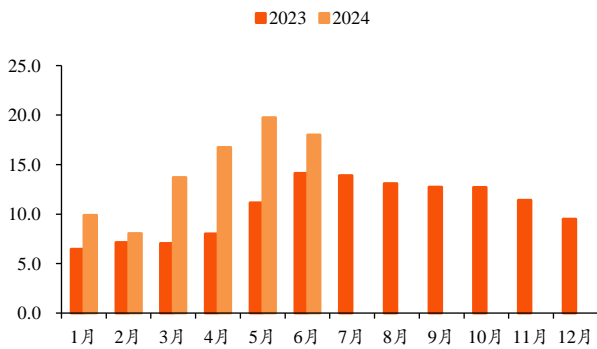
2024Q2 铁锂正极环节收入 126 亿元，环比+39%。与此对应，从产量来看，24Q2 相比 24Q1 增长 72%，从价格上看，24Q2 相比 24Q1 变动-2%，因此，收入的环比增长主要来自磷酸铁锂产销量的增长。

图54:铁锂正极环节单季度收入和增速



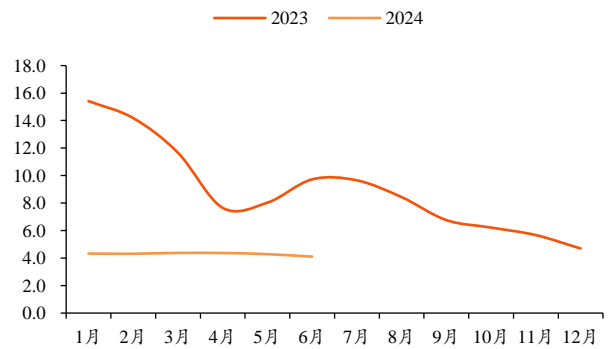
资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图55:中国铁锂正极月度产量 (万吨)



资料来源: SMM, 甬兴证券研究所

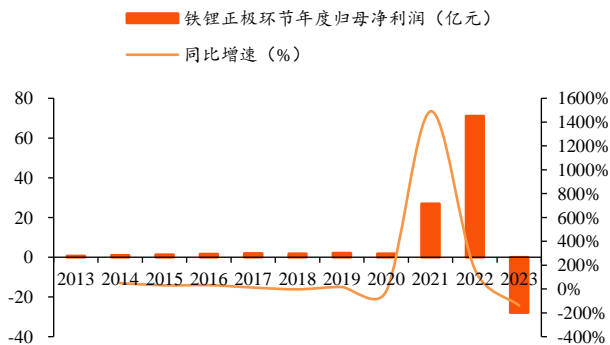
图56:磷酸铁锂月度均价 (2023-2024, 万元/吨)



资料来源: SMM, 甬兴证券研究所

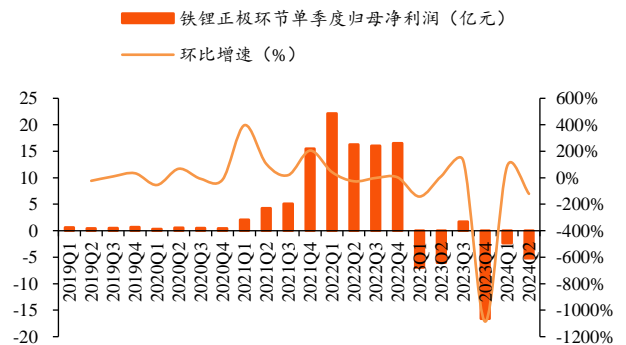
2023年铁锂正极环节归母净利润-28亿元，同比-139%，弱于收入增速-14%。2024Q2铁锂正极环节归母净利润-5亿元，环比-121%，弱于收入增速39%。

图57:铁锂正极环节年度归母净利润和增速



资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图58:铁锂正极环节单季度归母净利润和增速

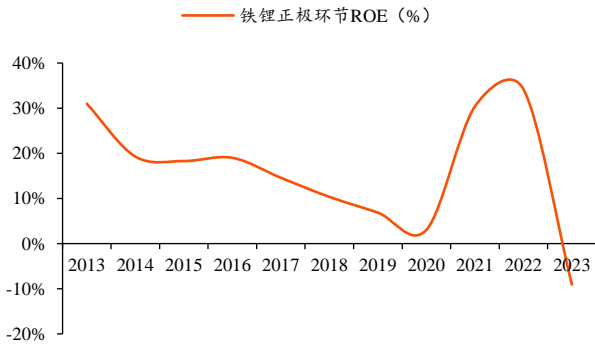


资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

3.2. 铁锂正极 2024Q2 的 ROE 为-7%，环比 2024Q1 持平

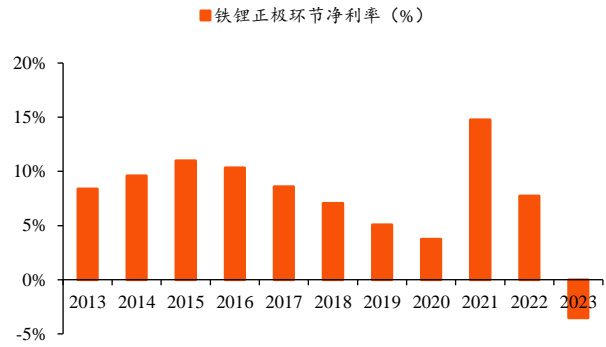
2023 年铁锂正极环节 ROE 为-9%，相比 2022 年 34%大幅下降，杜邦分拆来看，净利率从 2022 年 8%下滑至 2023 年-4%，周转率从 2022 年 1.5 下滑至 2023 年 0.9，权益乘数从 2022 年 2.9 略微下滑至 2.8。因此，2023 年铁锂正极环节 ROE 的下滑，主要是净利率和周转率下滑贡献。

图59:铁锂正极环节年度 ROE



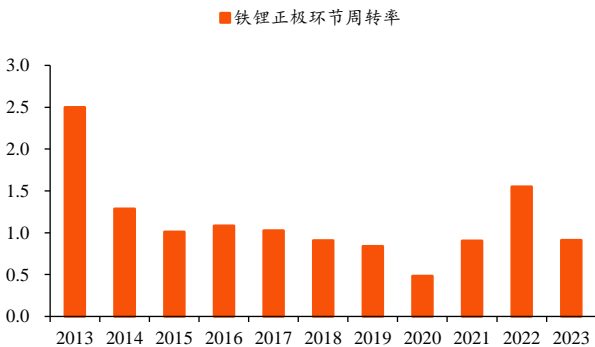
资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图60:铁锂正极环节年度净利率



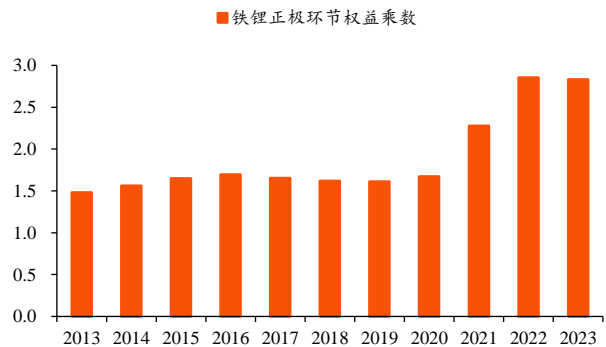
资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图61:铁锂正极环节年度周转率



资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

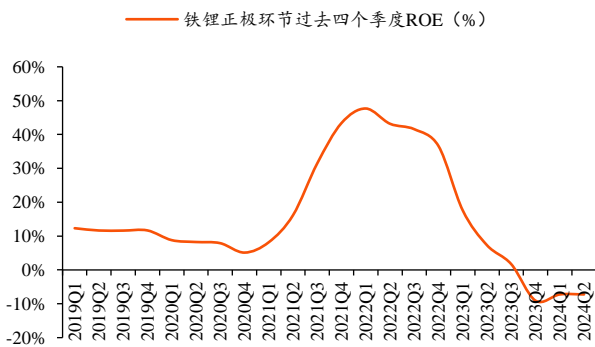
图62:铁锂正极环节年度权益乘数



资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

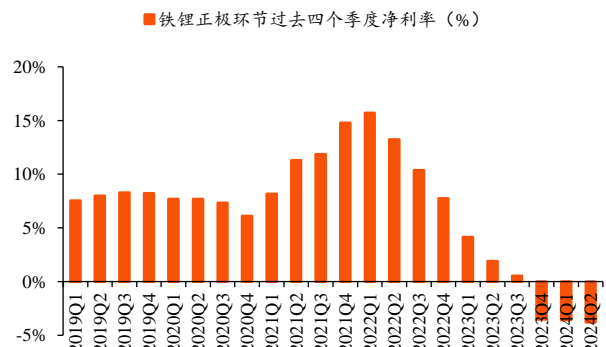
2024Q2 年铁锂正极环节 ROE 为-7%，环比 2024Q1 的-7%基本持平，杜邦分拆来看，净利率、周转率、权益乘数都变化微弱。

图63:铁锂正极环节过去四个季度 ROE



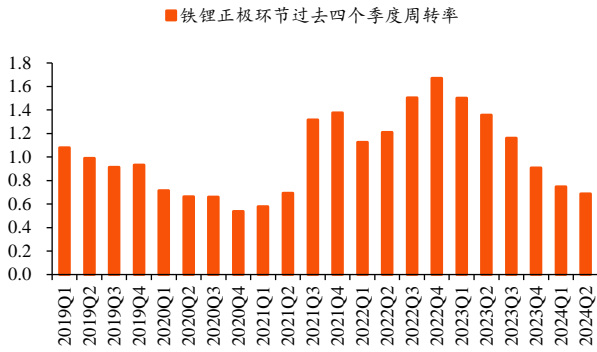
资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图64:铁锂正极环节过去四个季度净利率



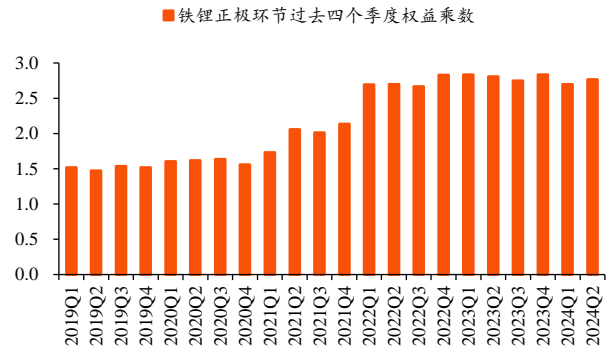
资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图65:铁锂正极环节过去四个季度周转率



资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图66:铁锂正极环节过去四个季度权益乘数



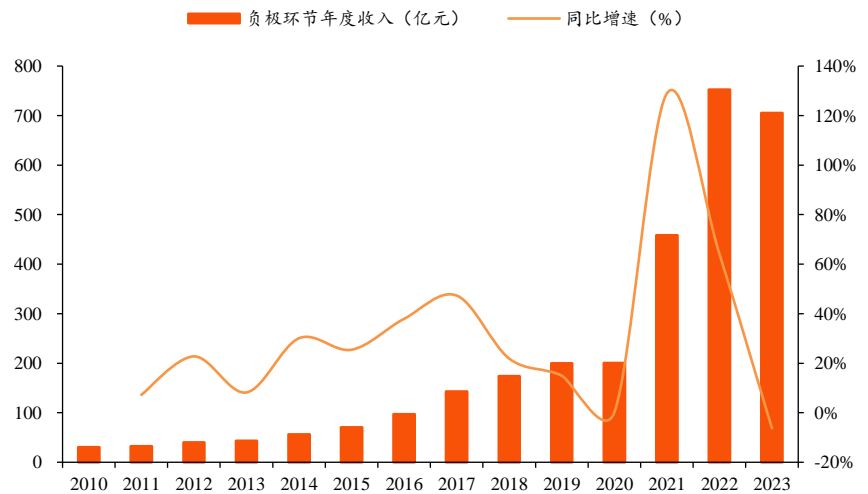
资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

4. 负极: 2024Q2 收入环比温和增长, ROE 环比下降

4.1. 负极 2024Q2 收入环比+17%, 归母净利润环比+36%

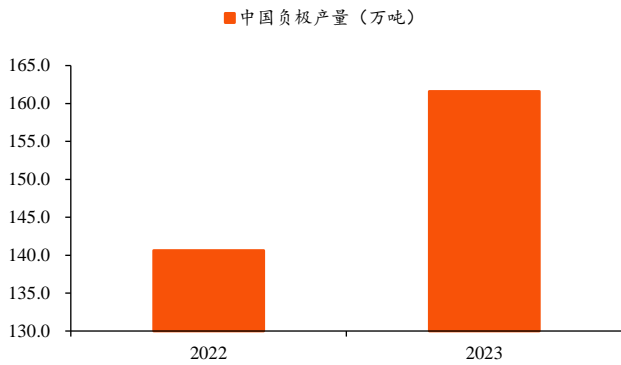
负极环节选取的上市公司为贝特瑞、璞泰来、杉杉股份、中科电气、尚太科技、翔丰华。2023 年负极环节收入 705 亿元, 同比-6%。类似锂电池, 相比过去两年的高增, 2023 年负极收入增速回落, 与铁锂正极环节类似, 2023 年增速为负, 背后的原因主要是负极报价下降。

图67:负极环节年度收入和增速



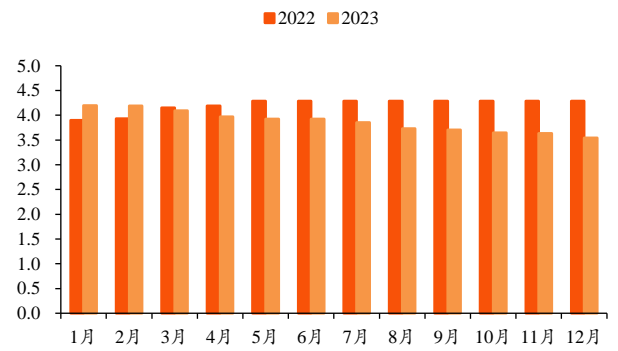
资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图68:中国负极 2022-2023 年度产量



资料来源: SMM, 甬兴证券研究所

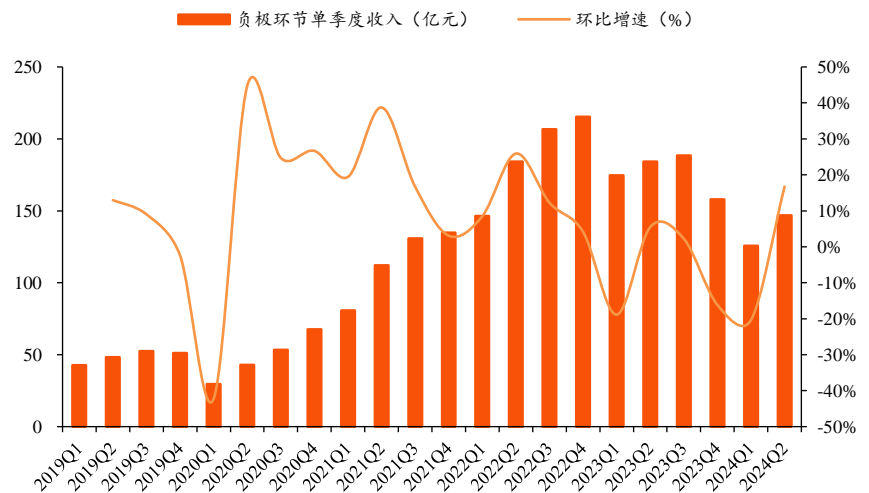
图69:天然石墨中端月度均价 (2022-2023, 万元/吨)



资料来源: SMM, 甬兴证券研究所

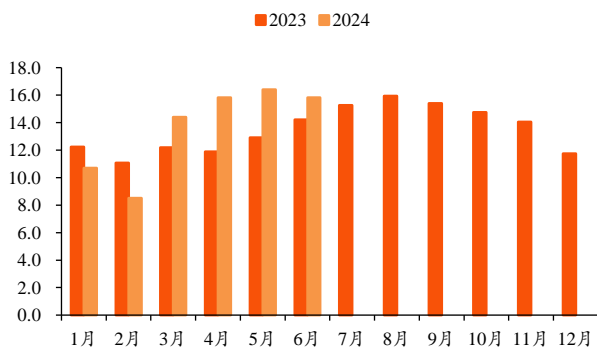
2024Q2 负极环节收入 147 亿元, 环比+17%。与此对应, 从产量来看, 24Q2 相比 24Q1 增长 43%, 从价格上看, 24Q2 相比 24Q1 变动-3%, 因此, 收入的环比增长主要来自负极产销量的增长。

图70:负极环节单季度收入和增速



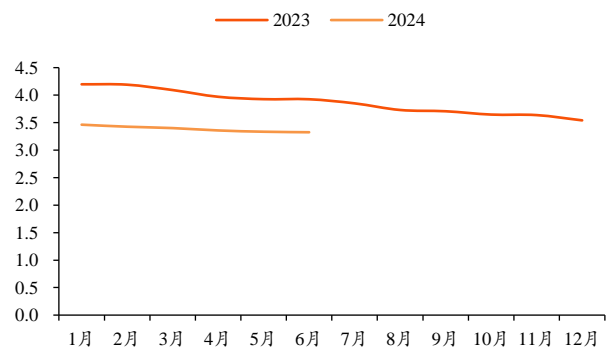
资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图71:中国负极月度产量 (万吨)



资料来源: SMM, 甬兴证券研究所

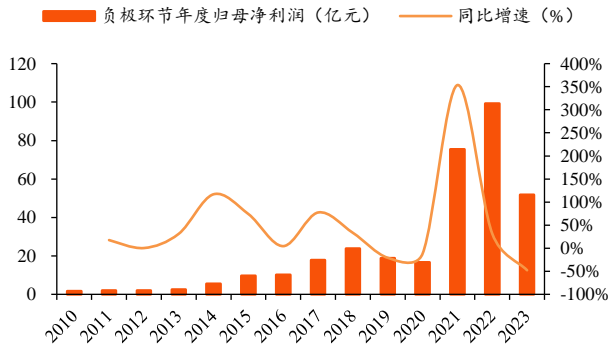
图72:天然石墨中端月度均价 (2023-2024, 万元/吨)



资料来源: SMM, 甬兴证券研究所

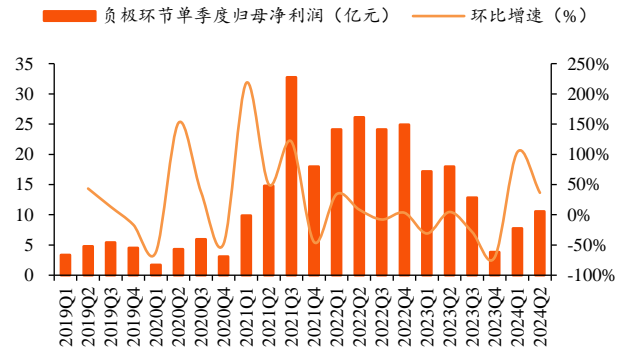
2023年负极环节归母净利润52亿元,同比-48%,弱于收入增速。2024Q2负极环节归母净利润11亿元,环比+36%,高于收入增速。

图73:负极环节年度归母净利润和增速



资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图74:负极环节单季度归母净利润和增速

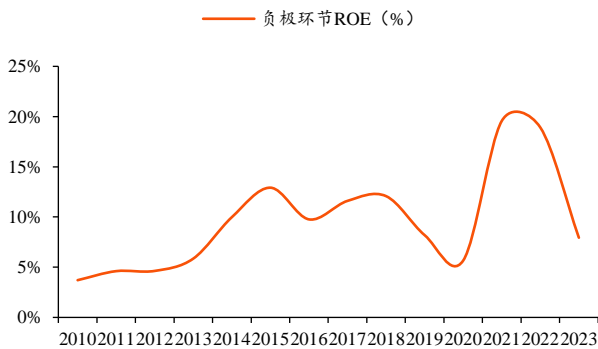


资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

4.2. 负极 2024Q2 的 ROE 为 5%，环比 2024Q1 提升下降 1pct

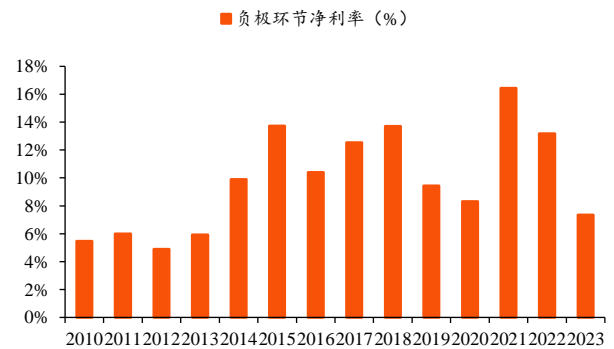
2023年负极环节 ROE 为 8%，相比 2022 年 19% 大幅下降，杜邦分拆来看，净利率从 2022 年 13% 下滑至 2023 年 7%，周转率从 2022 年 0.7 下滑至 2023 年 0.5，权益乘数从 2022 年 2.2 略微下滑至 2.1。因此，与正极环节类似，2023 年负极环节 ROE 的下滑，主要是净利率和周转率下滑贡献。

图75:负极环节年度 ROE



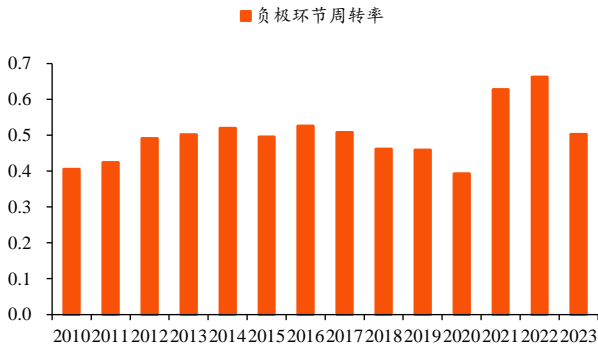
资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图76:负极环节年度净利率



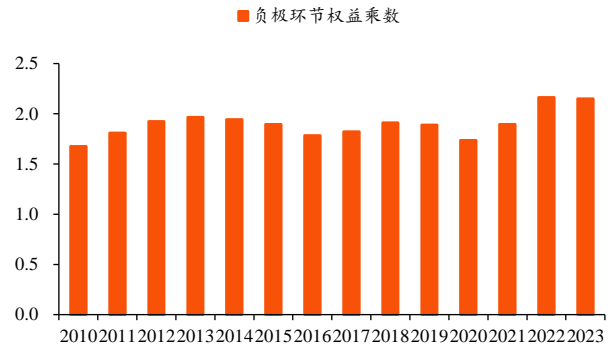
资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图77: 负极环节年度周转率



资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

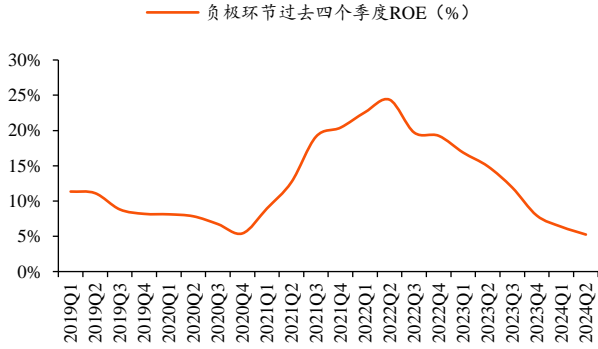
图78: 负极环节年度权益乘数



资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

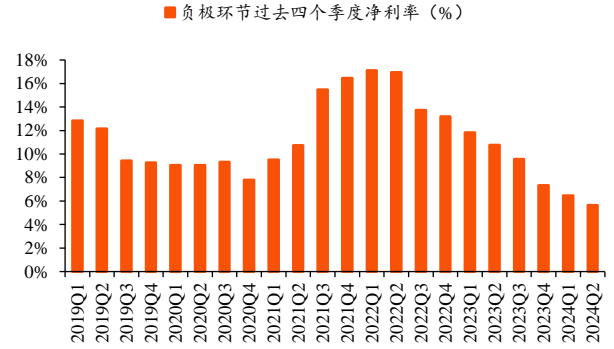
2024Q2 年负极环节 ROE 为 5%，环比 2024Q1 的 6% 继续下滑，杜邦分解来看，依旧是净利率和周转率影响较大。

图79: 负极环节过去四个季度 ROE



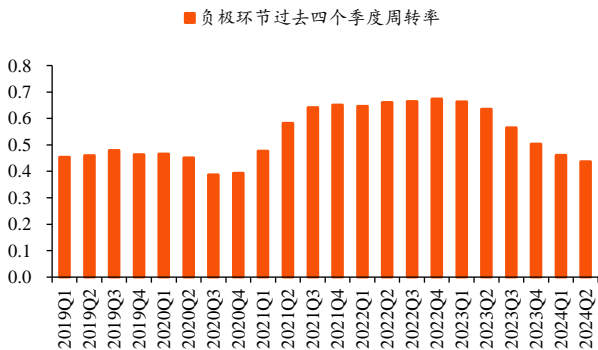
资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图80: 负极环节过去四个季度净利率



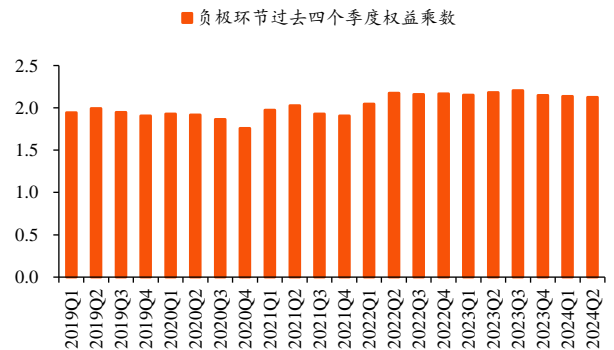
资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图81: 负极环节过去四个季度周转率



资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图82: 负极环节过去四个季度权益乘数



资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

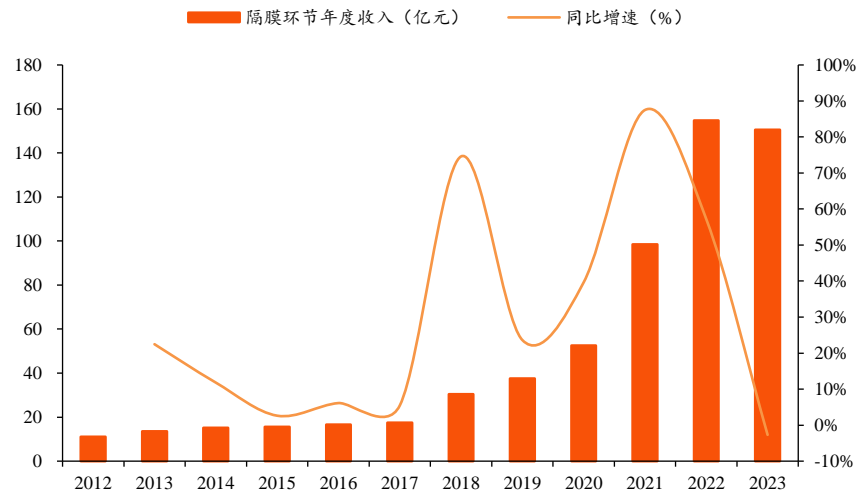
5. 隔膜: 2024Q2 收入环比温和增长, ROE 环比下降

5.1. 隔膜 2024Q2 收入环比+12%, 归母净利润环比+1%

隔膜环节选取的上市公司为恩捷股份、星源材质。2023 年隔膜环节收
请务必阅读报告正文后各项声明

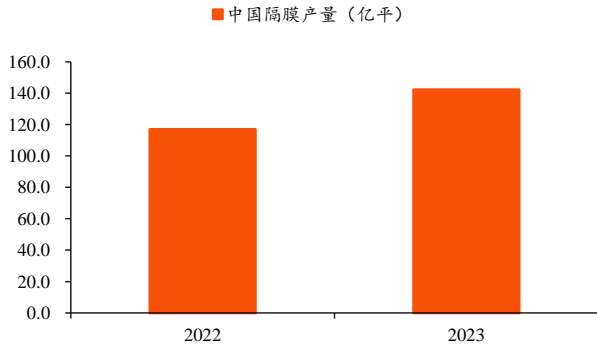
入 151 亿元，同比-3%。类似锂电池，相比过去两年的高增，2023 年隔膜收入增速回落，与负极类似，2023 年增速为负，背后的原因主要是隔膜报价下降。

图83:隔膜环节年度收入和增速



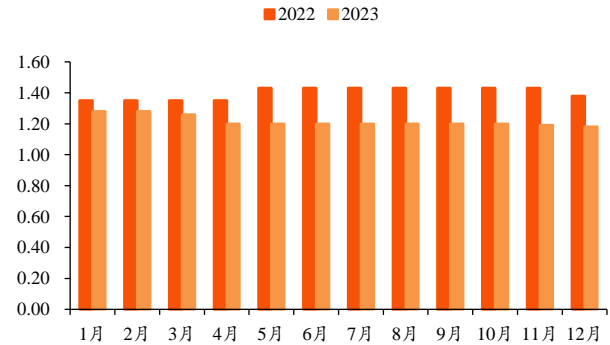
资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图84:中国隔膜年度产量 (2022-2023)



资料来源: SMM, 甬兴证券研究所

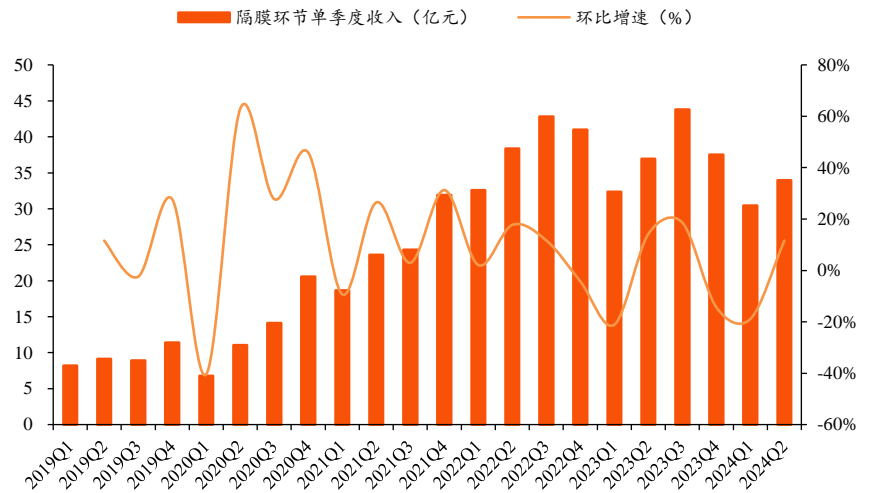
图85:隔膜月度均价 (2022-2023, 元/平)



资料来源: SMM, 甬兴证券研究所

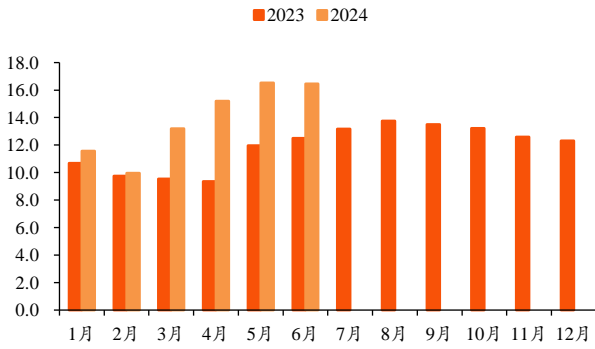
2024Q2 隔膜环节收入 34 亿元，环比+12%。与此对应，从产量来看，24Q2 相比 24Q1 增长 39%，从价格上看，24Q2 相比 24Q1 变动-18%，因此，收入的环比增长主要来自隔膜产销量的增长。

图86:隔膜环节单季度收入和增速



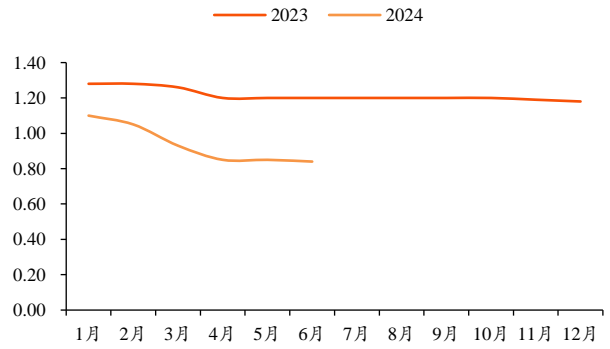
资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图87:中国隔膜月度产量 (亿平)



资料来源: SMM, 甬兴证券研究所

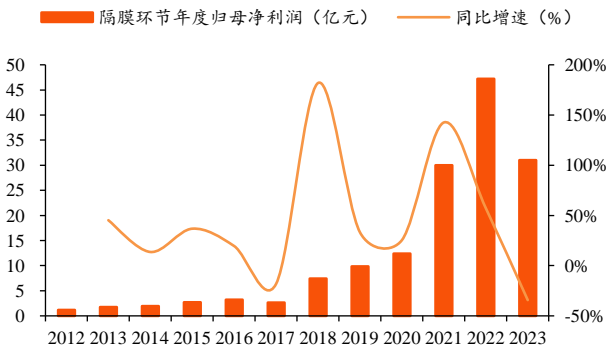
图88:隔膜月度均价 (2023-2024, 元/平)



资料来源: SMM, 甬兴证券研究所

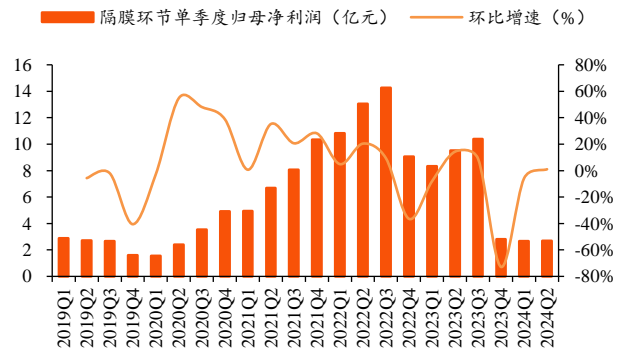
2023年隔膜环节归母净利润31亿元,同比-34%,弱于收入增速。2024Q2隔膜环节归母净利润3亿元,环比+1%,仍弱于收入增速。

图89:隔膜环节年度归母净利润和增速



资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图90:隔膜环节单季度归母净利润和增速

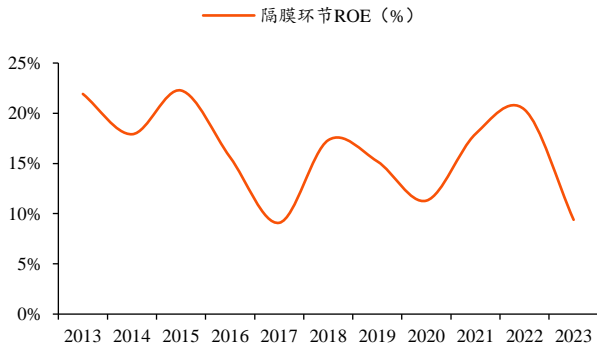


资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

5.2. 隔膜 2024Q2 的 ROE 为 5%，环比 2024Q1 下降 3pct

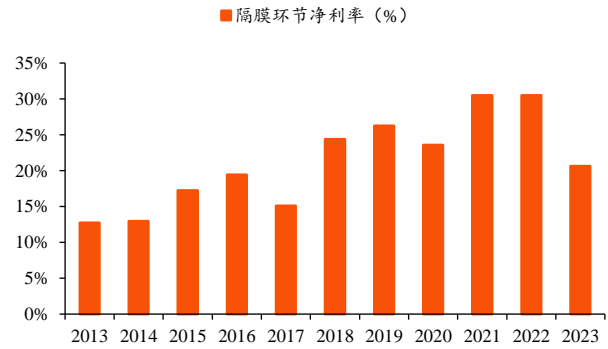
2023 年隔膜环节 ROE 为 9%，相比 2022 年 20% 大幅下降，杜邦分拆来看，净利率从 2022 年 31% 下滑至 2023 年 21%，周转率从 2022 年 0.4 下滑至 2023 年 0.3，权益乘数从 2022 年 1.9 下滑至 1.8。当然，三因子均下滑使得 ROE 下滑，但相较而言，净利率和周转率是 ROE 下滑的主因。

图91:隔膜环节年度 ROE



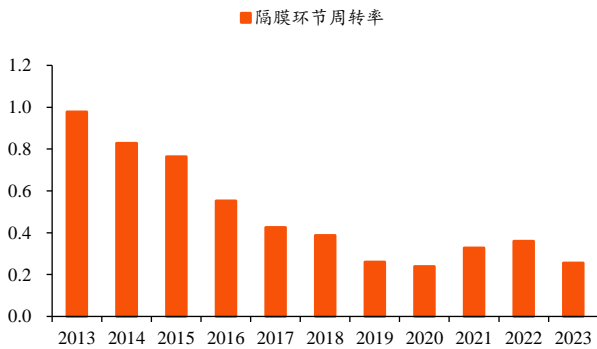
资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图92:隔膜环节年度净利率



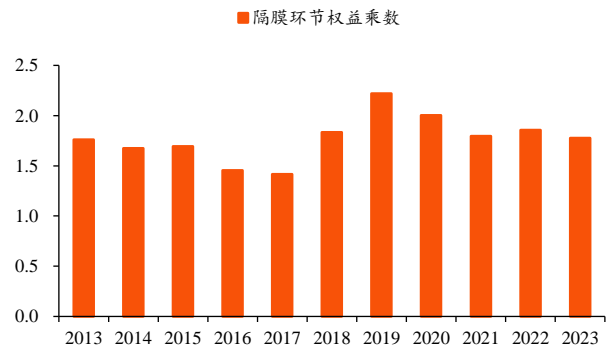
资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图93:隔膜环节年度周转率



资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

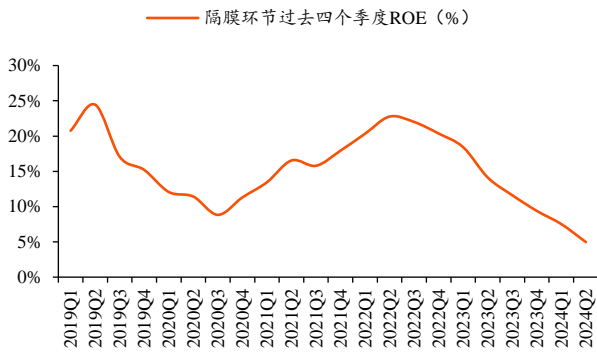
图94:隔膜环节年度权益乘数



资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

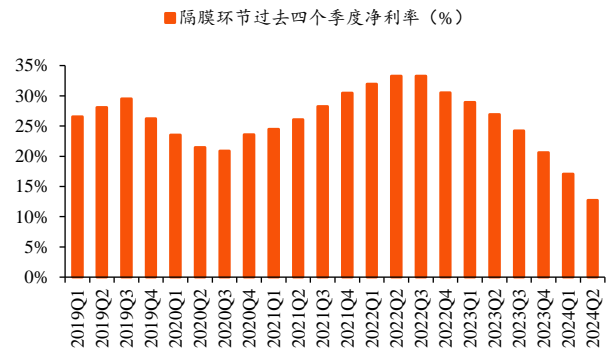
2024Q2 年隔膜环节 ROE 为 5%，环比 2024Q1 的 8% 进一步下滑。杜邦分拆来看，净利率、周转率、权益乘数都有贡献，与 2023 年相较 2022 年的变化比较相似。

图95:隔膜环节过去四个季度 ROE



资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图96:隔膜环节过去四个季度净利率



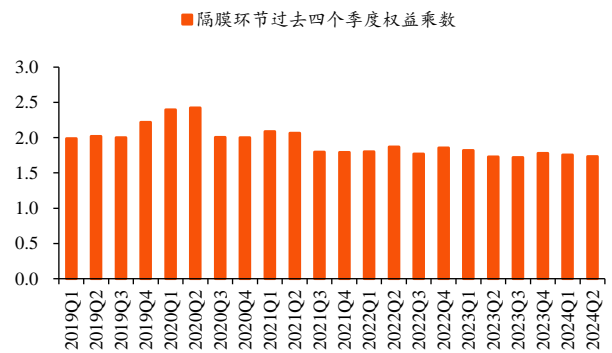
资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图97:隔膜环节过去四个季度周转率



资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图98:隔膜环节过去四个季度权益乘数



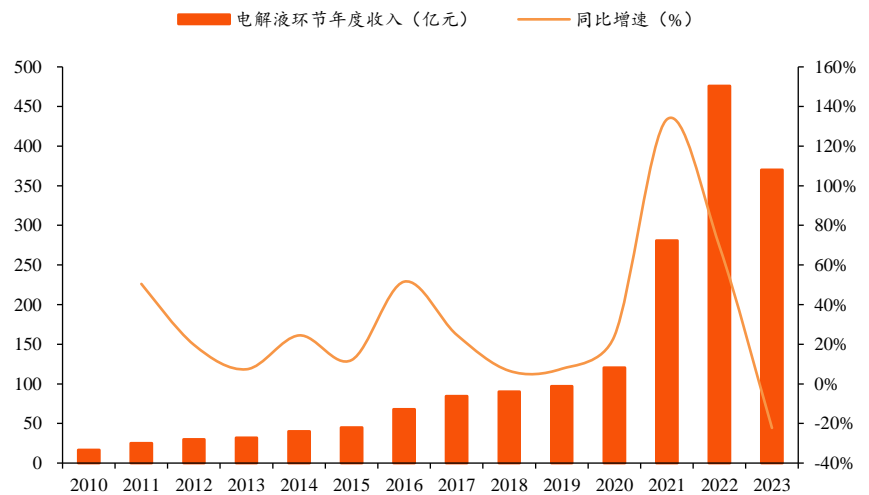
资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

6. 电解液: 2024Q2 收入环比微增, ROE 环比下降

6.1. 电解液 2024Q2 收入环比+22%, 归母净利润环比+67%

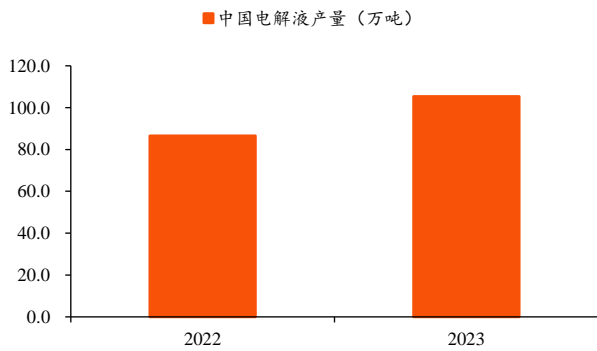
电解液环节选取的上市公司为天赐材料、新宙邦、多氟多、天际股份。2023 年电解液环节收入 370 亿元, 同比-22%。类似锂电池, 相比过去两年的高增, 2023 年电解液收入增速回落, 与其他材料环节类似, 2023 年增速为负, 背后的原因主要是电解液报价下降。

图99:电解液环节年度收入和增速



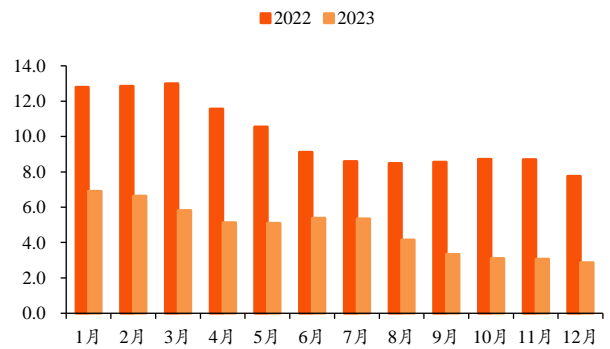
资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图100:中国电解液年度产量 (2022-2023)



资料来源: SMM, 甬兴证券研究所

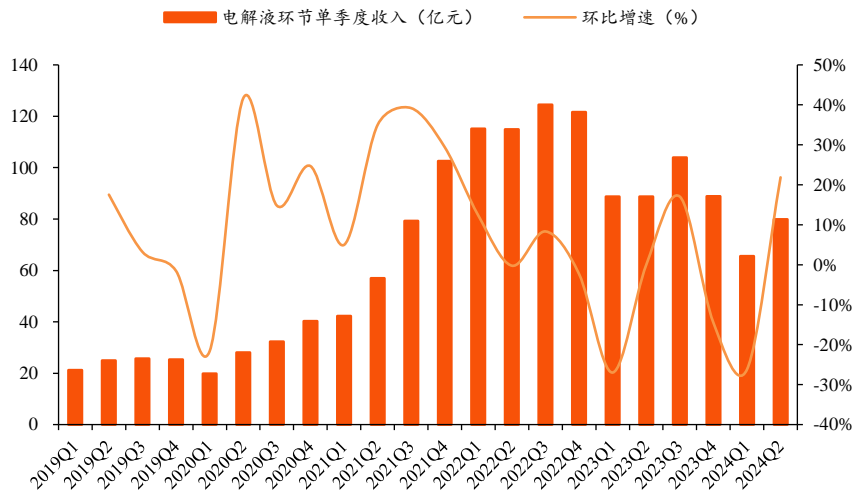
图101:电解液月度均价 (2022-2023, 万元/吨)



资料来源: SMM, 甬兴证券研究所

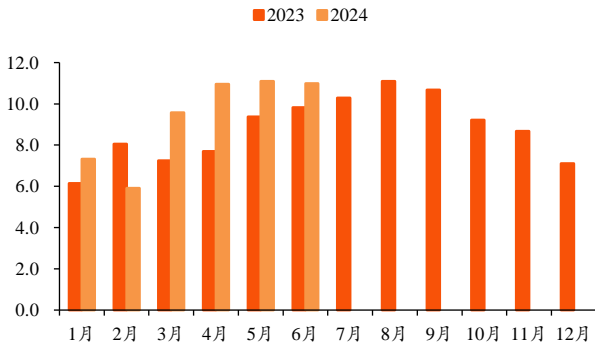
2024Q2 电解液环节收入 80 亿元, 环比+22%。与此对应, 从产量来看, 24Q2 相比 24Q1 增长 45%, 从价格上看, 24Q2 相比 24Q1 持平, 因此, 收入的环比增长主要来自电解液产销量的增长。

图102:电解液环节单季度收入和增速



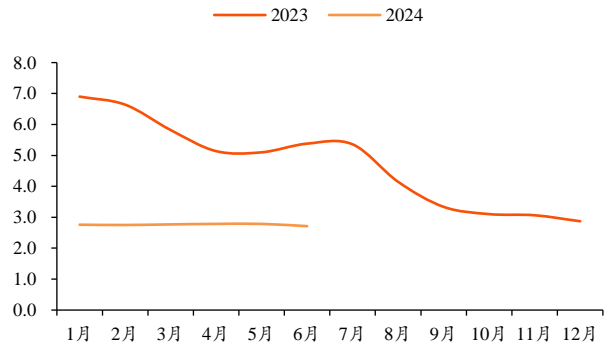
资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图103:中国电解液月度产量(万吨)



资料来源: SMM, 甬兴证券研究所

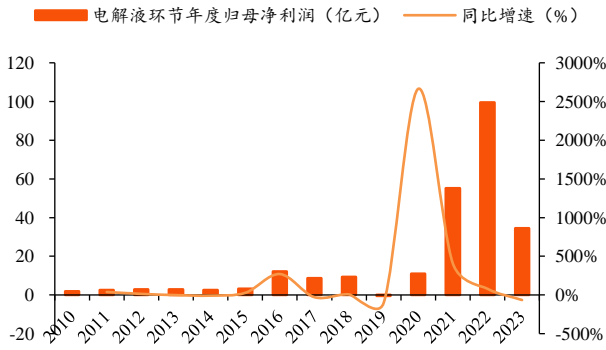
图104:电解液月度均价(2023-2024, 万元/吨)



资料来源: SMM, 甬兴证券研究所

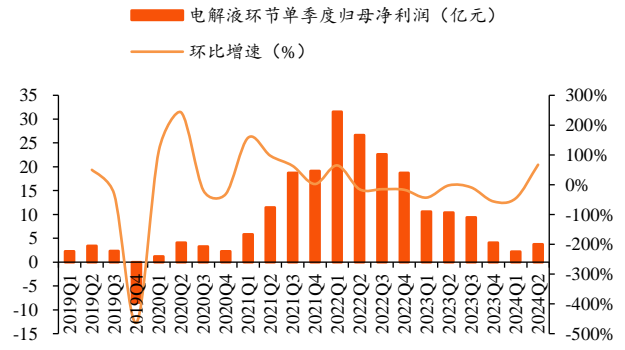
2023年电解液环节归母净利润34亿元，同比-65%，弱于收入增速。
2024Q2电解液环节归母净利润4亿元，环比+67%，高于收入增速。

图105:电解液环节年度归母净利润和增速



资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图106:电解液环节单季度归母净利润和增速

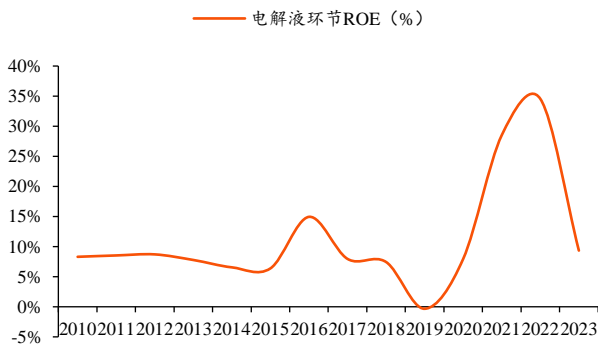


资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

6.2. 电解液 2024Q2 的 ROE 为 5%，环比 2024Q1 下降 2pct

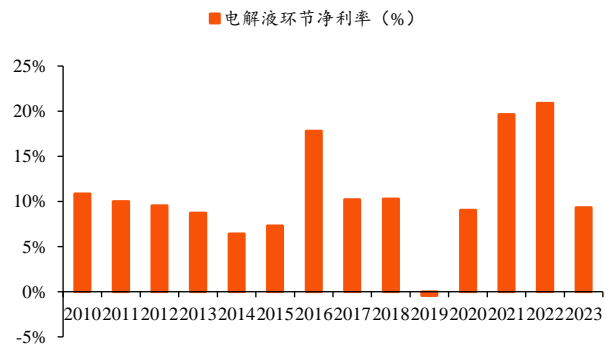
2023 年电解液环节 ROE 为 9%，相比 2022 年 35% 大幅下降，杜邦分拆来看，净利率从 2022 年 21% 下滑至 2023 年 9%，周转率从 2022 年 0.9 下滑至 2023 年 0.5，权益乘数基本持平，均为 1.9。因此，2023 年电解液环节 ROE 的下滑，主要是净利率和周转率下滑贡献。

图107:电解液环节年度 ROE



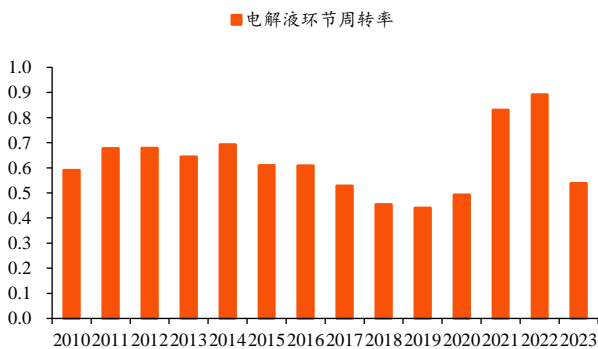
资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图108:电解液环节年度净利率



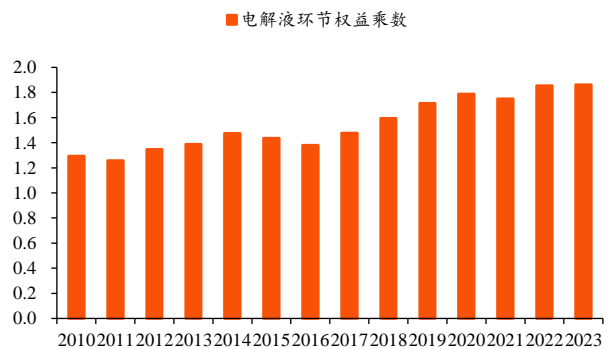
资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图109:电解液环节年度周转率



资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

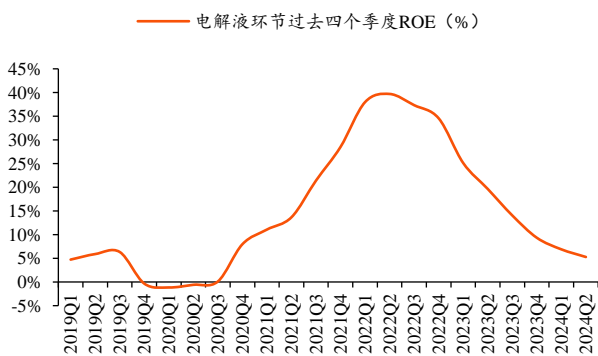
图110:电解液环节年度权益乘数



资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

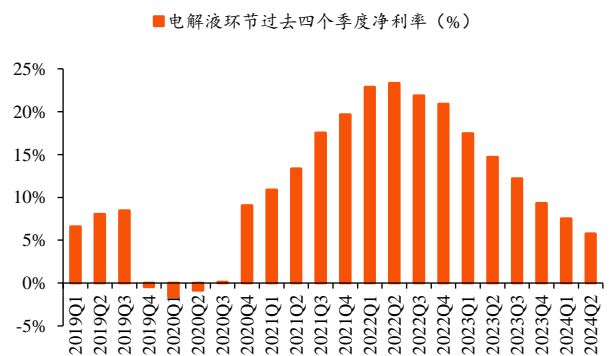
2024Q2 年电解液环节 ROE 为 5%，环比 2024Q1 的 7% 继续下滑，杜邦分拆来看，主要是净利率的影响。

图111:电解液环节过去四个季度 ROE

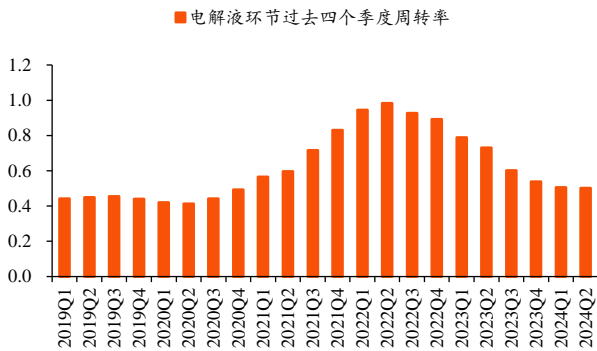


资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

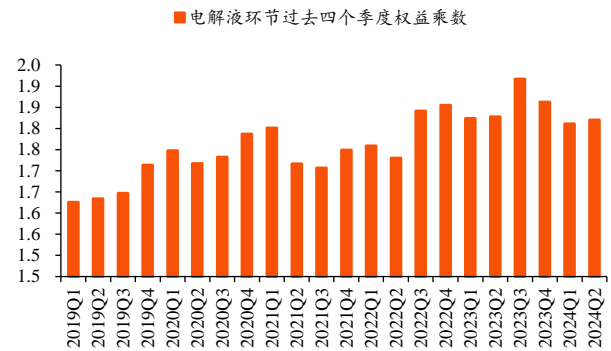
图112:电解液环节过去四个季度净利率



资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图113:电解液环节过去四个季度周转率


资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图114:电解液环节过去四个季度权益乘数


资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

7. 投资建议

2024Q2 环比 Q1 来看, 锂电池和大部分材料环节(三元正极除外)收入普遍增长, 归母净利(铁锂正极除外)也普遍增长。ROE 有触底迹象, 主要体现在锂电池环节 ROE 环比提升, 铁锂正极环比持平。随着下游需求改善, 锂电板块增速和经营质量均有望向好。我们看好锂电板块的投资机会, 建议关注三条主线:

- 1) 各环节龙头: 宁德时代、亿纬锂能、德方纳米、湖南裕能、容百科技、当升科技、中伟股份、璞泰来、贝特瑞、尚太科技、恩捷股份、星源材质、天赐材料、新宙邦、科达利、震裕科技;
- 2) 新技术新材料: 信德新材、天奈科技、黑猫股份、壹石通;
- 3) 固态电池相关: 冠盛股份、金龙羽。

8. 风险提示

上游原材料价格过快上涨风险: 锂电池上游原材料包括锂、钴、镍等金属, 如果上游原材料价格上涨过快, 可能对锂电池盈利能力有负面影响;

下游需求受经济影响不及预期风险: 锂电池下游是新能源汽车、储能、消费领域, 如果受经济影响较大, 需求存在不及预期风险;

锂电池相关支持政策调整风险: 全球对锂电池领域的支持政策, 可能存在调整风险;

行业竞争加剧风险: 锂电池行业参与者众多, 行业竞争错综复杂, 如果行业竞争加剧, 可能造成相关企业盈利下滑等负面影响。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准指数。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司（以下简称“本公司”）或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。