

## 证券研究报告·行业动态报告

# 电池一枝独秀，格局恶化之下锂电投资有所放缓 ——电动车产业链2023年半年报总结

分析师：许琳

xulin@csc.com.cn

SAC 执证编号：S1440522110001

分析师：刘溢

liuyibj@csc.com.cn

SAC执证编号：S1440523040001

研究助理：屈文敏

quwenmin@csc.com.cn

发布日期：2023年9月3日

# 摘要

- ◆ **核心观点**：复盘历史行情表现，需求是股价的决定性因素，**而当前在需求不错的背景下对于供给的研究更为重要**，半年报维度看，格局恶化带来的影响对上市公司经营形成多方面冲击，**除隔膜外其他环节资本开支明显放缓，同时Q2除电池、隔膜外货币资金环比均有10-30%下降**，结合供需表此判断**预计在2024年二季度前后部分环节压力有所缓解**；从半年报角度看，电池环节表现出截留利润的能力，同时材料业绩环比修复，电解液底部判断基本属实，**未来看好中下游订单型和成本优势显著的环节、新技术和海外供应链。**
- ◆ **复盘各环节半年报**，2023年H1国内及全球新能源车销量同比+44%/43%，增速相对2022年下滑。**上半年**在价格下行的大背景下，电池营收增速略超过行业，主要系储能等领域增长，除此以外以其他环节维持在10%-20%增速，隔膜出现负增长主要系上市公司份额未明显提升的同时价格下降，盈利能力方面电池和前驱体相较于2022年持平，隔膜和负极下降5pct以内，正极和锂下降10pct左右；**二季度**受去库影响除电池外营收同比下降，正极、隔膜、电解液同比下降10%-20%，前驱体和负极同比增长约10%，但稼动率有所提升对应利润率基本维持，电池继续提升。
- ◆ **2021年以来需求强势之下带来的是产能规划大幅提升，格局加速恶化，对公司经营产生多方面冲击。现金流角度看**，格局较好的电池、电解液、隔膜经营性现金流净额表现较好，基本为正，正负极相对较差阶段性好转；货币资金电池、隔膜相对充裕，正负极电解液下降明显，就龙头公司而言，**二季度平均货币资金变化（统计细分环节龙头而非行业整体，下同）隔膜、电池、三元、电解液、铁锂和负极分别为+77%（龙头再融资）/+5%/-8%/-17%/-27%和-33%。****资本开支角度看**，新增在建工程上半年明显下降，统计公司上负极、电池、电解液、铁锂、三元和隔膜分别-165%（新增在建工程为负）、-82%、-64%、-63%、-10%和0%，相对而言格局和价格压力更大的负极、电解液和正极新增在建工程大幅下降，隔膜相对价格压力较小，并无明显放缓。购建固定资产等支付的现金2023年上半年环比去年下半年（同比数据去年上半年有扰动）不同程度下降，负极、电池、三元、电解液、铁锂、隔膜分别-72%、-68%、-57%、-45%、-44%、23%。
- ◆ **当前电动车行业核心矛盾在供给，供给矛盾较小的方向具备投资吸引力。**预计2023年国内批售**超900万辆**（含商用），需求不错背景下，未来看好中下游订单型和成本优势显著的环节、新技术和海外供应链，建议关注利润分配中盈利占比持续改善的**电池环节**、价格战盈利见底的**电解液环节**、新技术的**铁锰锂、复合箔、快充、钠电和大圆柱**等，方向上关注**海外供应链**。

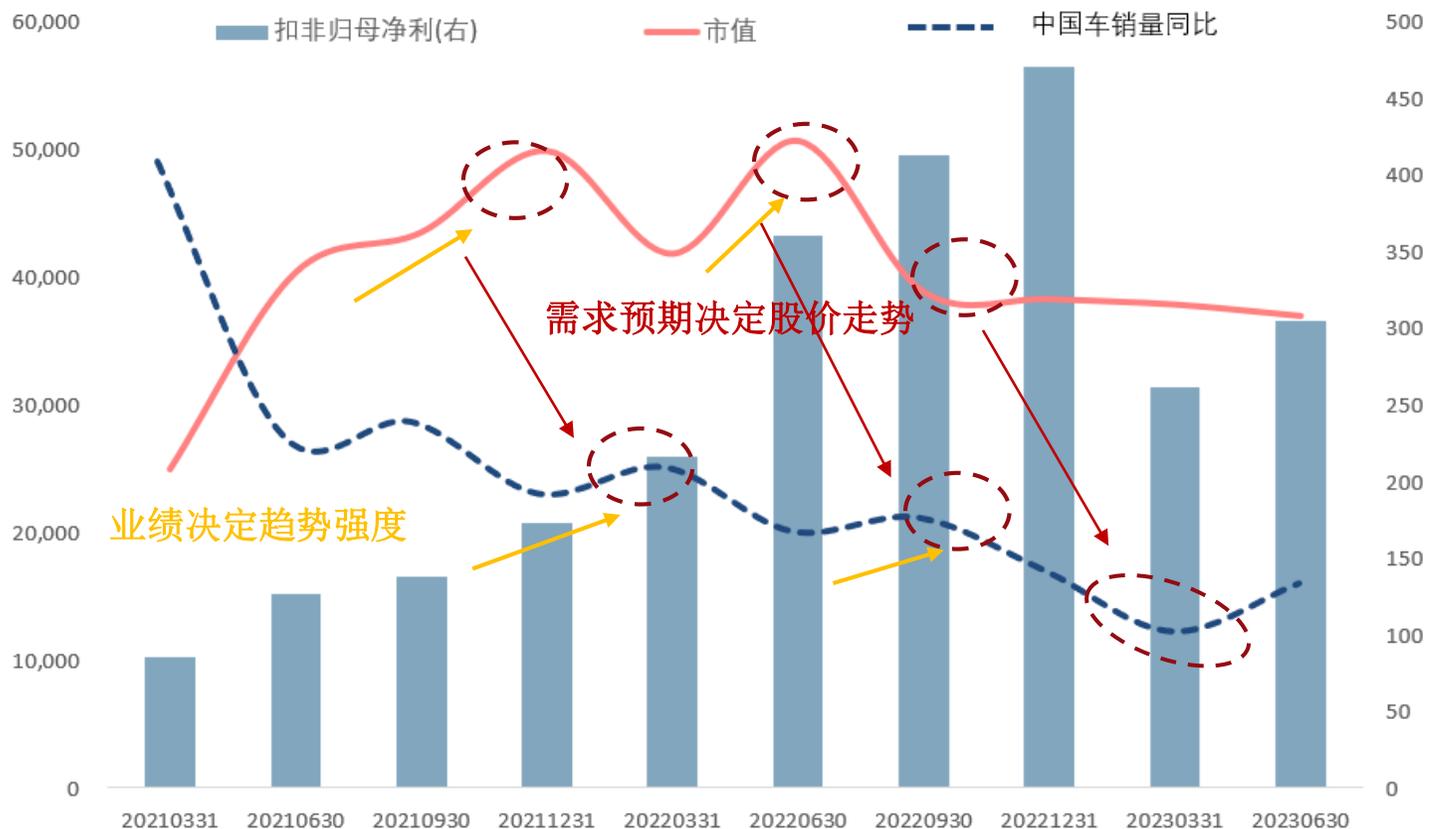
## 一、电动车行情复盘

- ◆ **行业复盘：需求预期决定股价走势，业绩决定趋势强度**
- ◆ **业绩表现回顾：上半年价格和库存扰动材料盈利，电池相对强势**
- ◆ **股价表现回顾：2023年以来电池凭借业绩确定性而表现强势，锂及正极承压**
- ◆ **估值表现回顾：电池业绩兑现继续新低，材料业绩下调估值变化不大维持低位**

# 行业复盘：需求预期决定股价走势，业绩决定趋势强度

- ◆ **需求是股价的决定性因素**，一般股价先于需求启动，需求预期决定股价走势。
- ◆ 而需求落地后的**业绩决定趋势的强度**，包括上升幅度和持续性等。

图：需求预期决定股价走势，业绩决定趋势强度



# 业绩表现回顾：上半年价格和库存扰动材料盈利，电池相对强势

◆ 半年报维度看，**出货量是核心影响业绩的锚**，同时在原材料价格下行周期中**库存管理需要重点关注，或贯穿全年维度**。

图：上半年行业稼动率低于预期，出货量是核心影响业绩的锚，库存管理贯穿全年

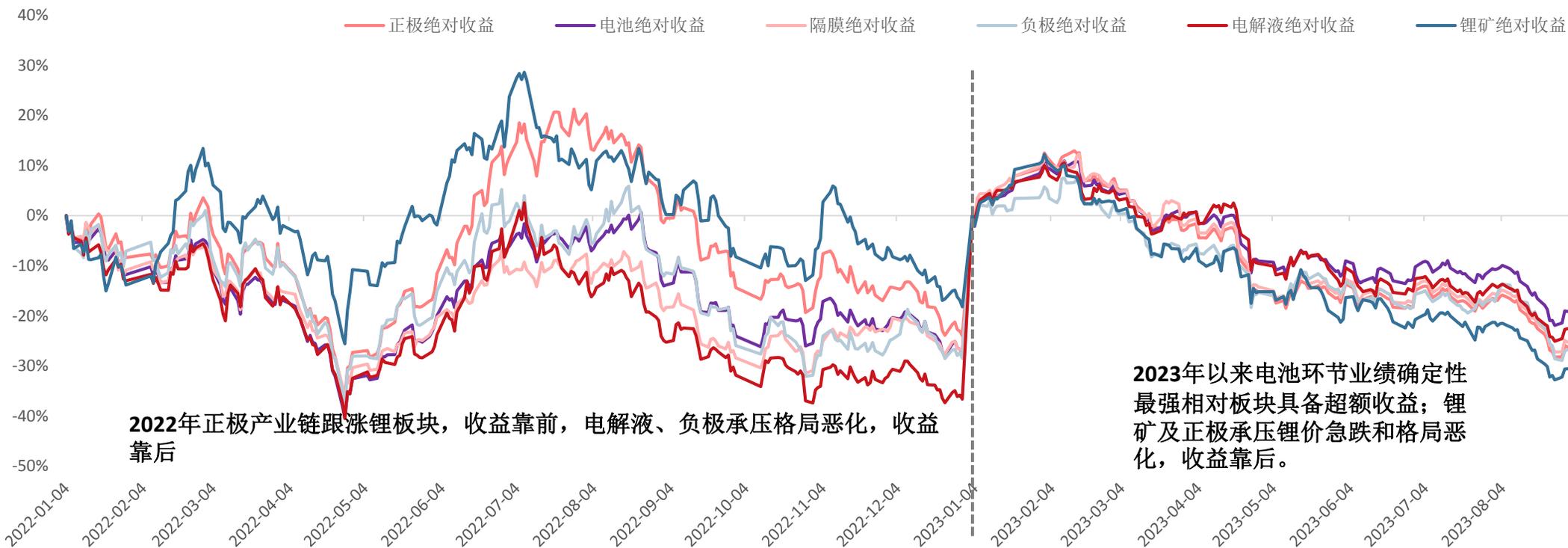
环节	半年度核心矛盾	超预期原因	低预期原因
电池	出货量、单位盈利能力	上下游议价能力及原材料自给率提升致单位盈利超预期	储能出货不及预期，行业去库销售不及预期
正极	出货量、盈利能力、库存减值、新产品	客户结构保障出货量、库存管理较好增厚利润	出货大幅下降带动量利双杀、降价幅度较大、库存管理较差
负极	出货量、盈利能力、库存减值、新产品	成本管控较好，出货量超预期	出货大幅下降带动量利双杀、降价幅度较大、库存管理较差
隔膜	出货量、盈利能力、库存减值	客户、产品结构优化量利超预期	出货大幅下降带动量利双杀、降价幅度较大、出货量不及预期
电解液	出货量、盈利能力、库存减值	客户结构保障出货量、库存管理较好减值较低	出货大幅下降带动量利双杀、降价幅度较大、库存管理较差

数据来源：Wind，中信建投

# 股价表现回顾：2023年以来电池凭借业绩确定性而表现强势，锂及正极承压

- ◆ 2023年半年度正极、电池、隔膜、负极、电解液及锂矿绝对收益为-26%/-19%/-25%/-27%/-23%/-31%，**电池环节业绩确定性最强相对板块具备超额收益，电解液盈利底部略跑赢；锂矿及正极、负极承压锂价急跌和格局恶化，收益靠后。**

图：2023年上半年电池、电解液跑赢，锂矿、正负极收益较差

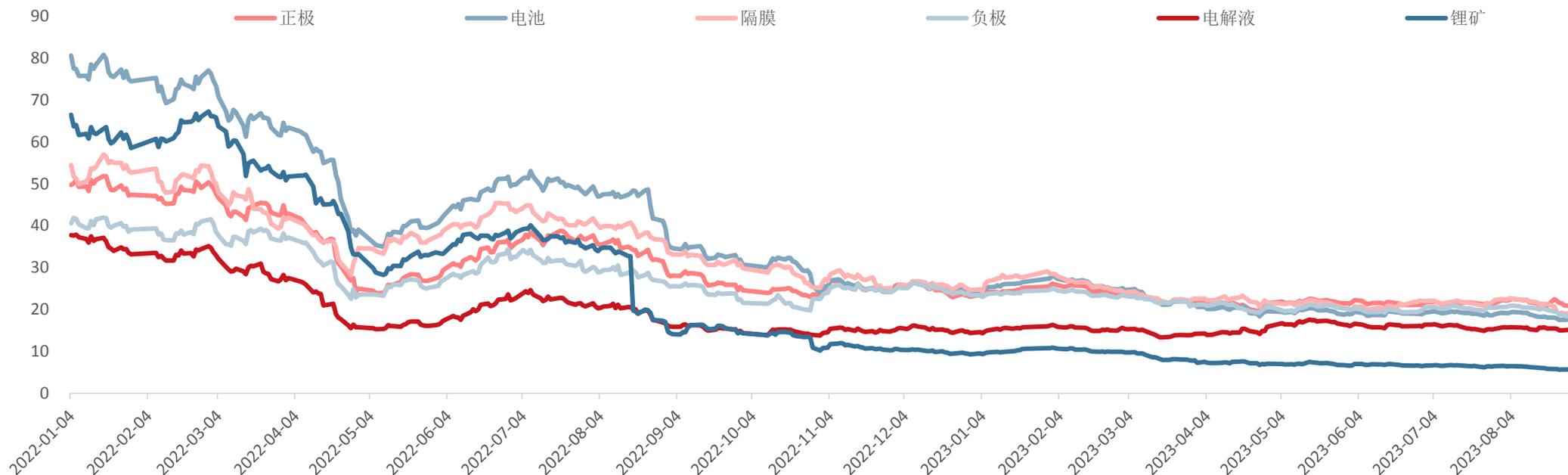


数据来源：Wind，中信建投

# 估值表现回顾：电池业绩兑现继续新低，材料业绩下调估值变化不大维持低位

- ◆ **2023年初**正极、电池、隔膜、负极、电解液及锂矿市盈率 ( TTM ) 为23/24/25/23/15/10，电池、隔膜业绩确定性较高，估值居前，电解液及锂矿业绩有下滑预期估值偏低。
- ◆ **2023年半年度末**正极、电池、隔膜、负极、电解液及锂矿市盈率 ( TTM ) 为22/18/20/20/16/6，**较年初电池由于业绩兑现估值继续创新低，但材料业绩大幅下调导致估值变化不大。**

图：2023年半年度电池由于业绩兑现估值继续创新低，但材料业绩大幅下调导致估值变化不大。

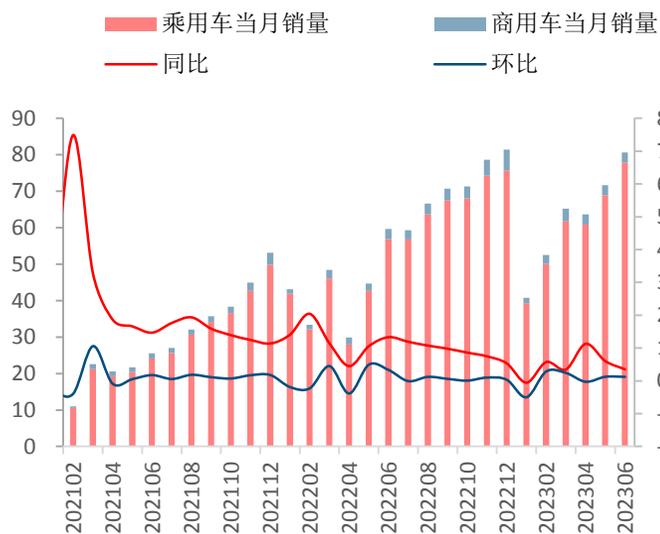


## 二、电动车各环节半年报业绩复盘

- ◆ **整车销量复盘**：23年上半年全球新能源乘用车销量597万辆，车型是关键驱动因素
- ◆ **产业链12大环节复盘**：电池、锂、正极、前驱体、负极、隔膜、电解液、结构件、铜箔

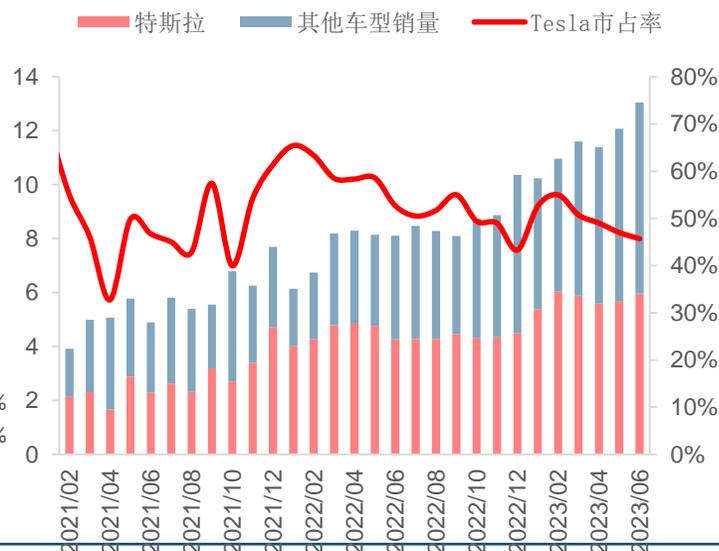
# 2023年1-6月全球电车销量回顾：新能源乘用车销量597万辆，同比+43%

图：中国2023年1-6月电车销量374.7万辆



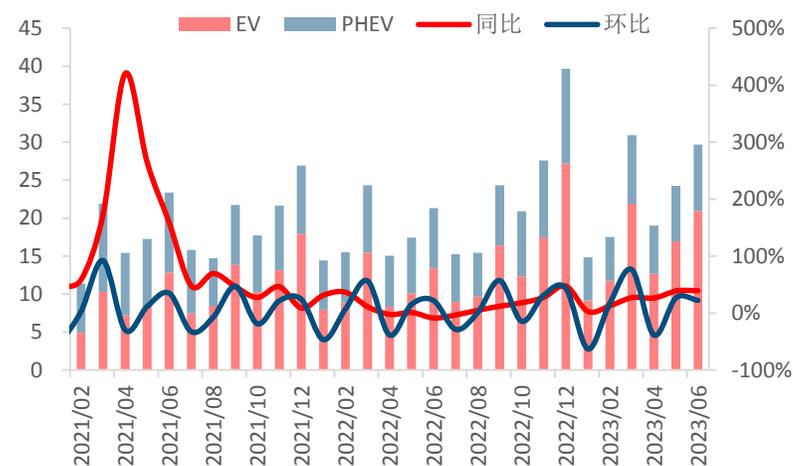
数据来源：中汽协，Marklines，中信建投

图：美国2023年1-6月新能源乘用车销量69万辆



数据来源：Marklines，中信建投

图：欧洲2023年1-6月新能源乘用车销量135.9万辆

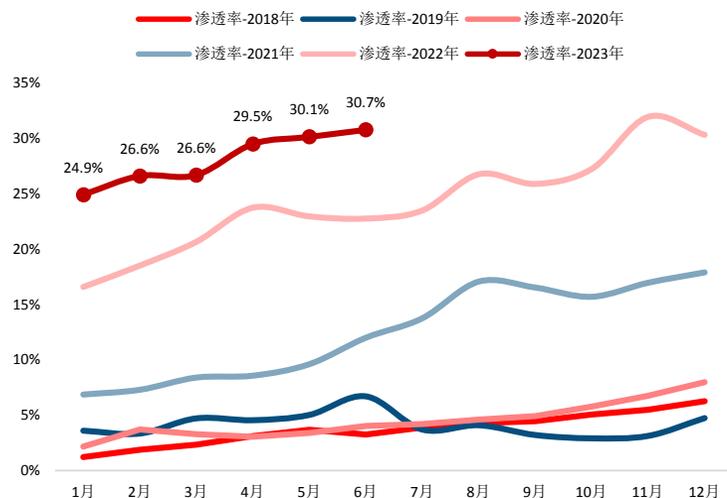


数据来源：Marklines，中信建投

- **中国**：2022年供给端大量车型上市+需求端认可度提升，国内电车销量超市场预期。虽然年初受补贴退坡提前消费和春节假期、燃油车价格战等不利影响，市场高频关注的订单等数据4月逐步回暖，并已在5月达去年高点，6月销量略超预期，**2023年1-6月电车销量374.7万辆，同比+44%**。
- **美国**：2023年1月起部分之前未享受补贴车型重新享受，**23年1-6月电车表现强劲，销量达69.3万辆，同比+52%**。同时车型分布更加均衡，特斯拉1-6月市占率50%，同比-9.3pct，美国新车型周期启动将带动销量快速上升。
- **欧洲**：2022年底补贴退坡抢装叠加特斯拉季度末交付，年底欧洲市场表现超市场预期。**2023年1-6月销量135.9万辆，同比+26%**，其中纯电/插混为93.5/42.5万辆，同比+46%/-3%，主要系2023年后补贴退坡对插混影响仍在，纯电销量持续强势带动整体正增长，欧洲补贴退坡影响已经逐步减弱。

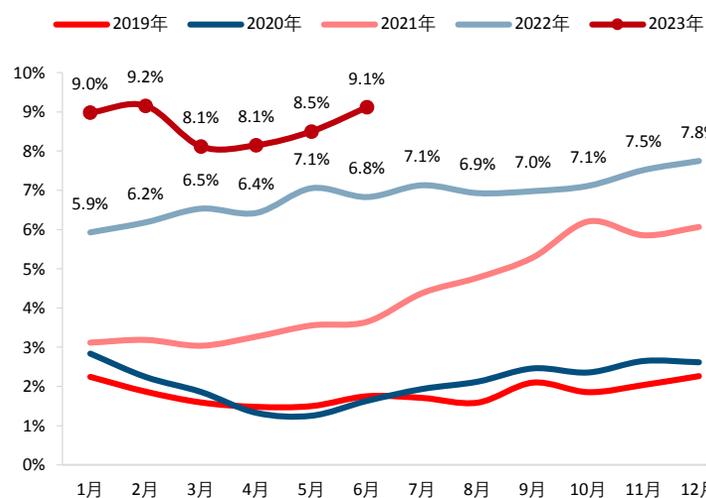
# 2023年1-6月回顾：全球新能源车渗透率14.4%，同比+3.4pct

## 图：中国23年1-6月渗透率28.3%



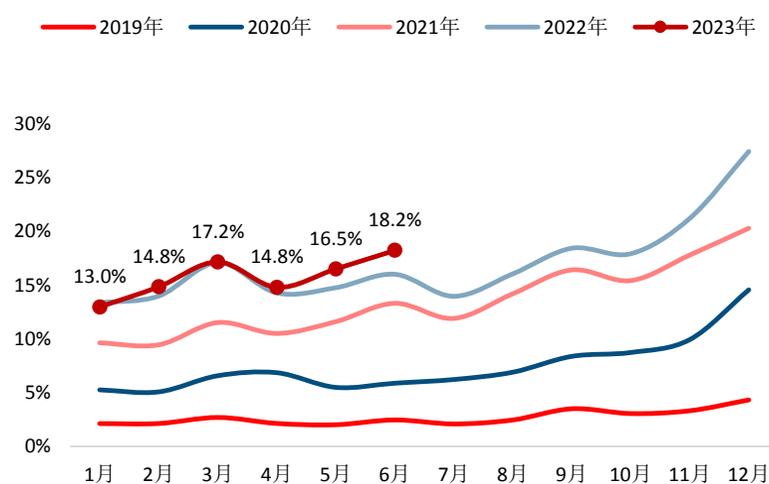
数据来源：中汽协，Marklines，中信建投

## 图：美国23年1-6月渗透率8.5%



数据来源：Marklines，中信建投

## 图：欧洲渗透率回升，补贴退坡影响削弱



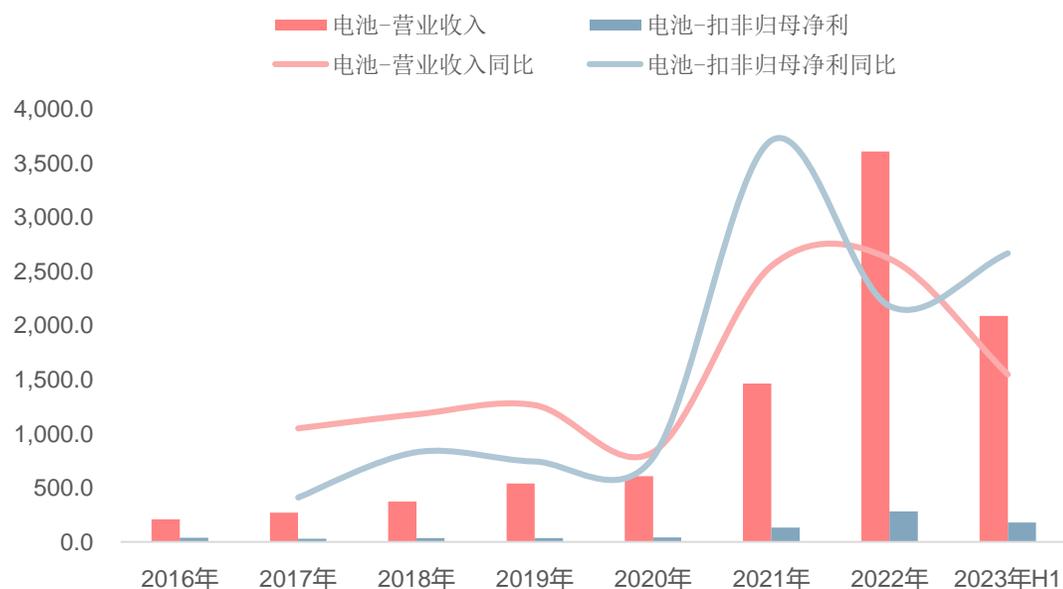
数据来源：Marklines，中信建投

- **中国：2023年1-6月电车渗透率28.3%，同比+7.7pct**，23年以来渗透率持续攀升，其中6月渗透率30.7%，环比+0.6pct，仅次于22年11月31.9%的峰值。
- **美国：IRA法案电车补贴刺激效果显著，渗透率持续攀升，2023年1-6月电车渗透率达8.5%，同比+2.1pct**。长期来看，IRA取消20万销量补贴上限、补贴额度十年不退坡等有望持续拉动电车渗透率提高。
- **欧洲：补贴退坡影响下，欧洲23年1-6月渗透率为18.2%**，Q2以来新能源车销量向上，渗透率显著回升，市场逐渐回暖，有望持续复苏。

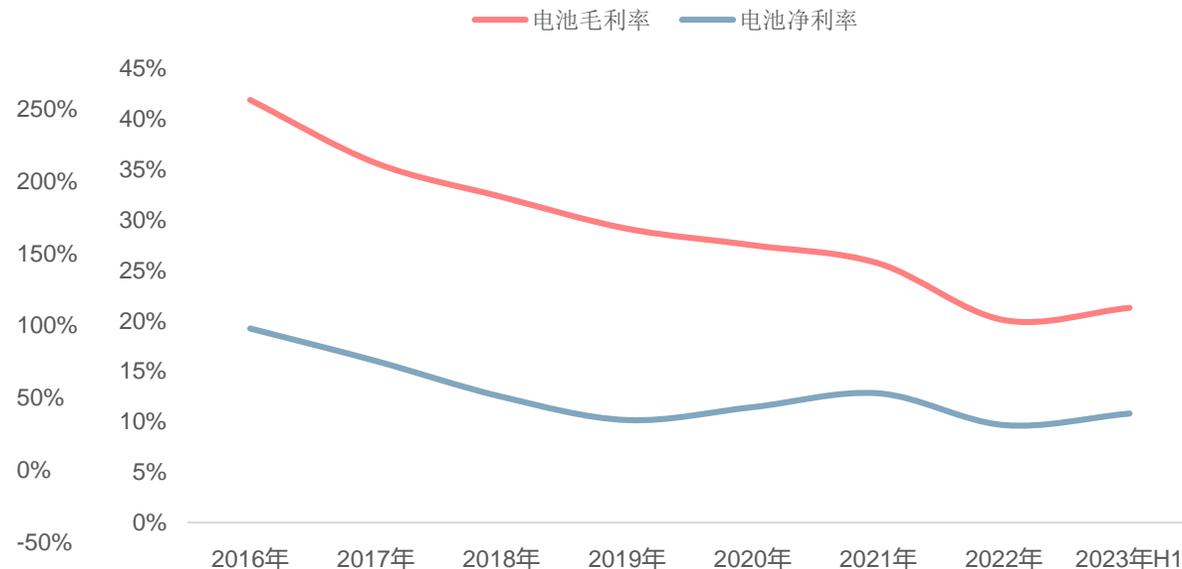
# 电池：锂价回落、利润修复，电池依托强议价权截留上游利润

- ◆ 2023年上半年电池行业营收/扣非归母净利润同比分别+66%/+150%，毛利率和净利率分别为21%和11%，毛利率和净利率较2022年底提升1和1pct，锂价高位回落，电池厂通过库存管理和定价模式等规避跌价损失，同时上游格局恶化增强电池厂议价能力，截留利润。

图：价回落、利润修复，电池依托强议价权截留上游利润



图：2023年H1电池毛利率和净利率较2022年底提升1pct



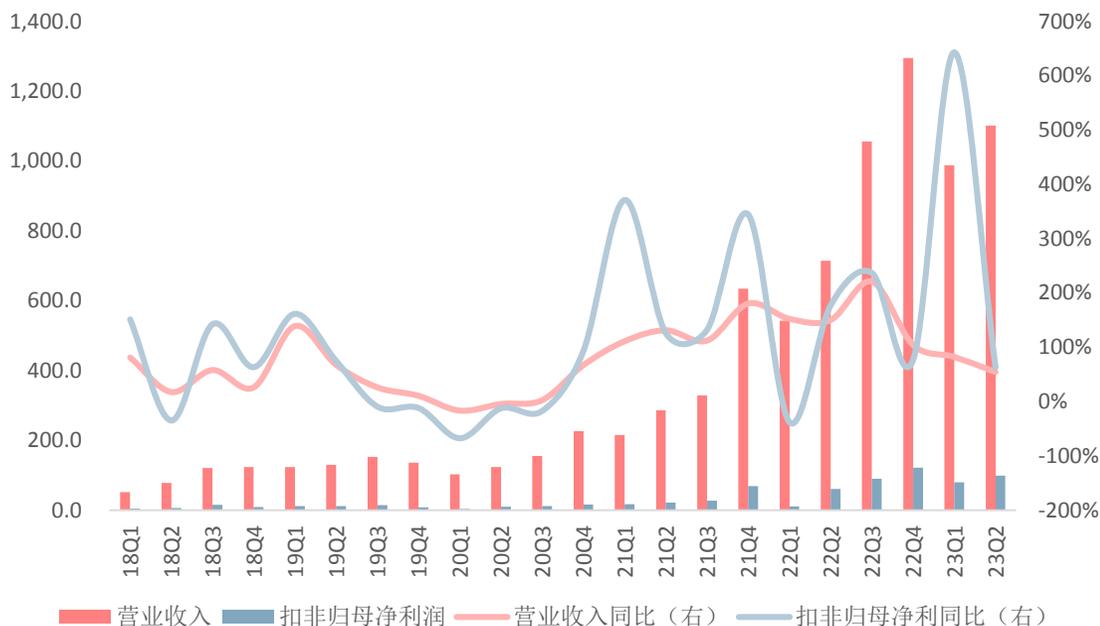
资料来源：Wind，中信建投

资料来源：Wind，中信建投

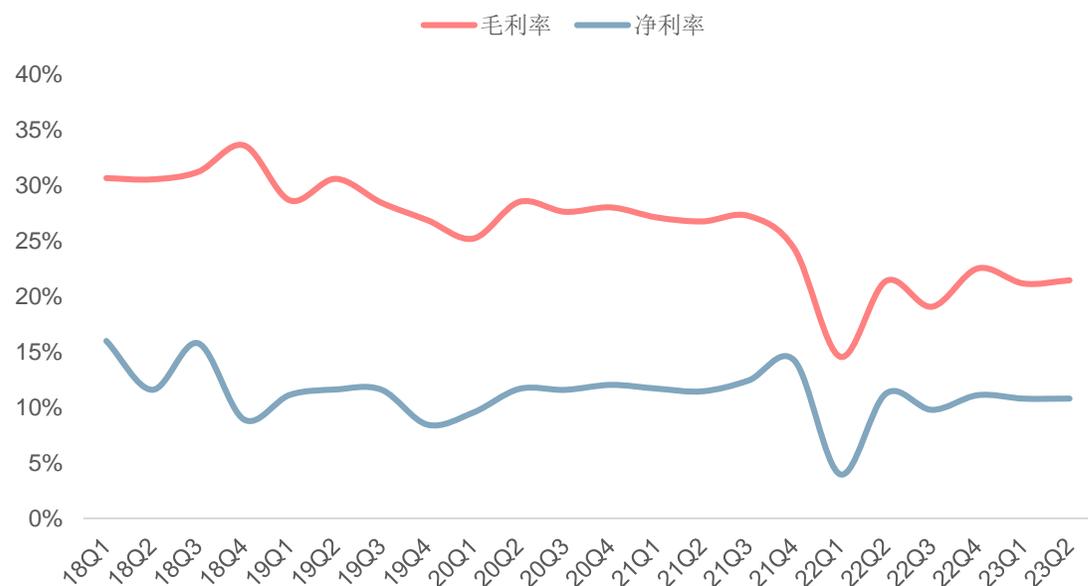
# 电池：锂价回落、利润修复，电池依托强议价权截留上游利润

◆ 2023年二季度营收/扣非归母净利润同比增速为54%/63%，业绩环比增长24%，毛利率和净利率分别21%和11%，环比持平，量利维持。

图：23Q2营收业绩同比增速为54%和63%，量利维持向上态势



图：23Q2毛利率和净利率分别21%和11%，环比持平



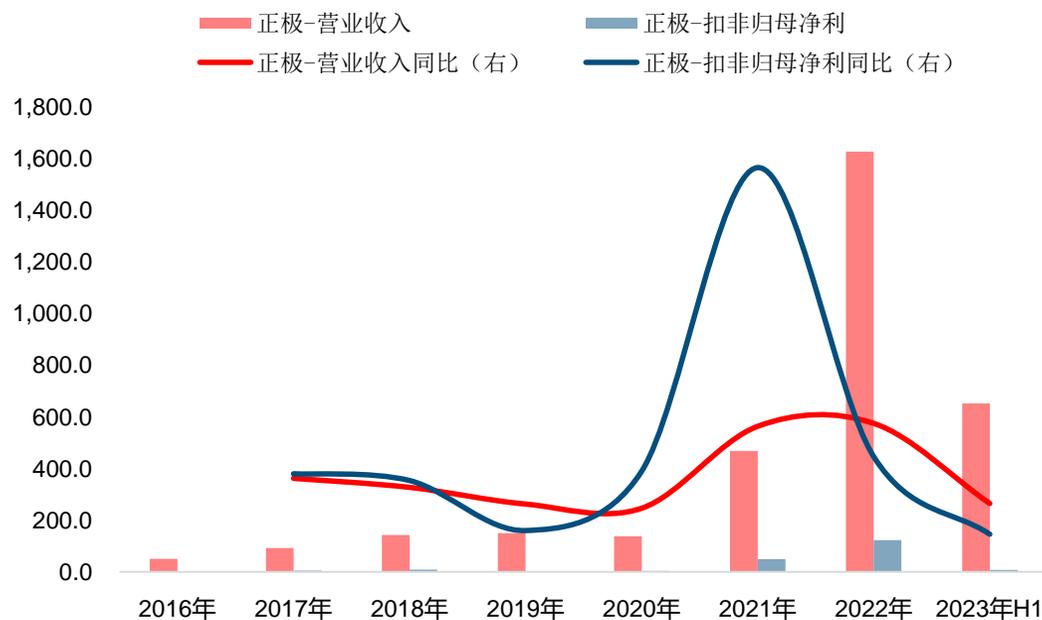
资料来源：Wind，中信建投

资料来源：Wind，中信建投

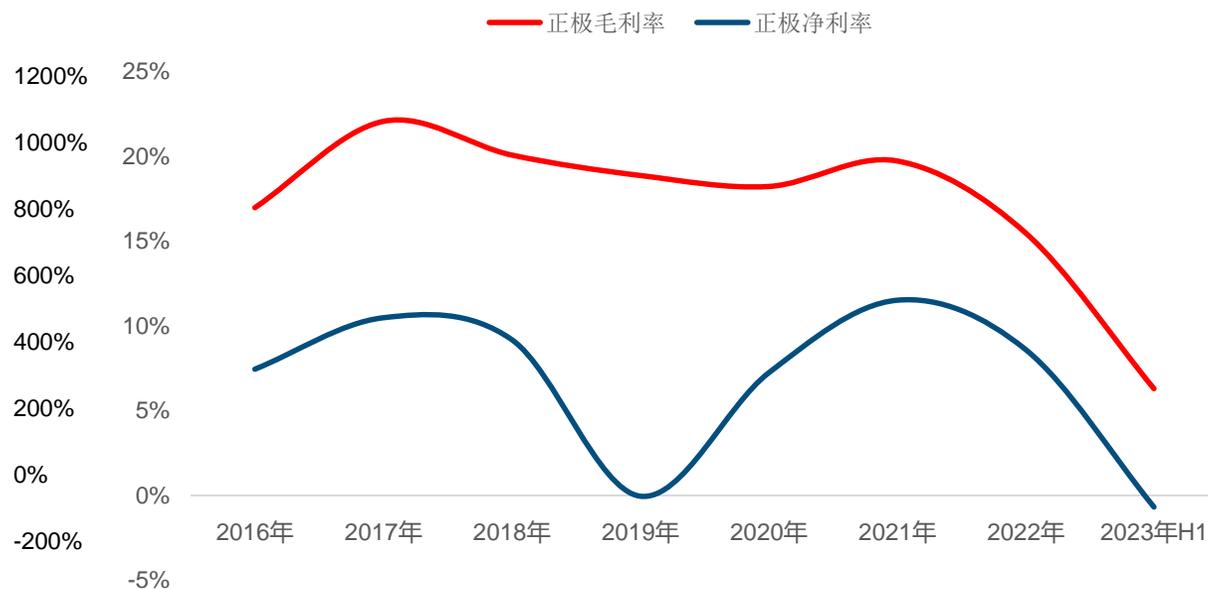
# 正极：格局恶化叠加锂价波动致营收、利润下降明显

- ◆ 2023年上半年正极行业营收/扣非归母净利润同比分别+6%/-87%，毛利率和净利率分别为6%和-1%，毛利率和净利率较2022年底下降9和10pct，格局恶化下售价下行，叠加锂价大幅波动致库存减值显著，营收、利润下降明显。

图：格局恶化叠加锂价波动致营收、利润下降明显



图：2023年H1正极毛利率和净利率较2022年底下降9和10pct



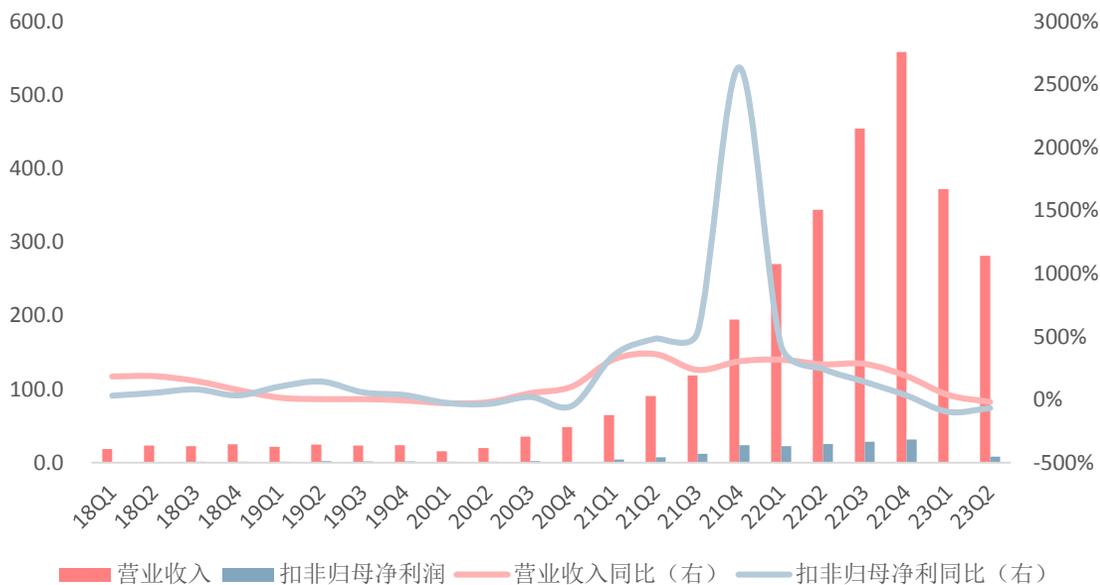
资料来源：Wind，中信建投

资料来源：Wind，中信建投

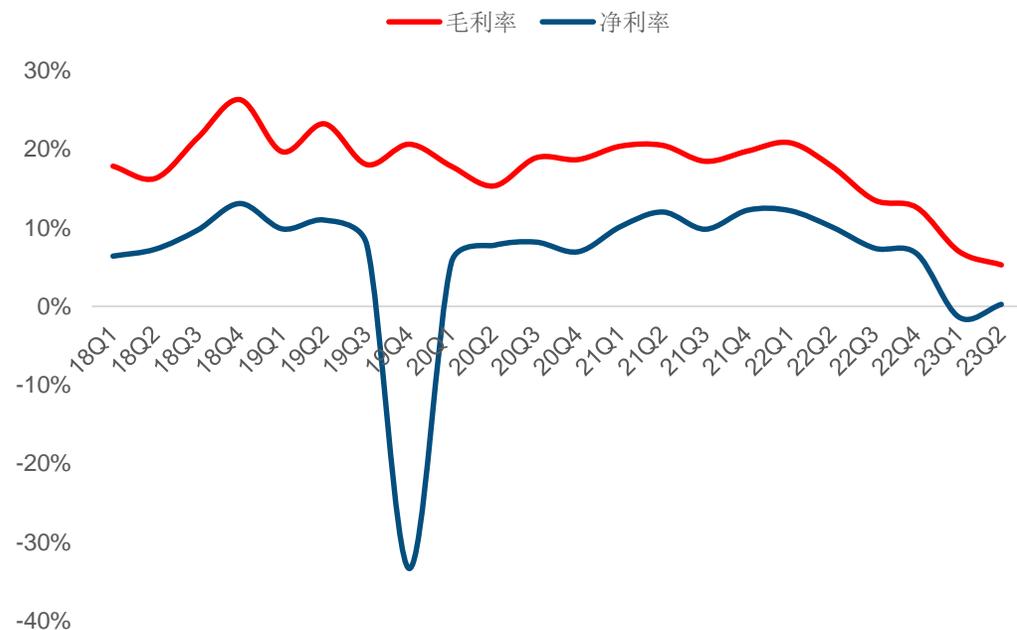
# 正极：格局恶化叠加锂价波动致营收、利润下降明显

- ◆ 2023年二季度营收/扣非归母净利润同比增速为-18%/-68%，但二季度环比一季度有所改善，毛利率和净利率分别5%和0%，环比-2和+1pct，盈利能力仍在低位。

图：23Q2营收业绩同比增速为-18%和-68%，增速回调明显



图：23Q2毛利率和净利率分别5%和0%，略回升



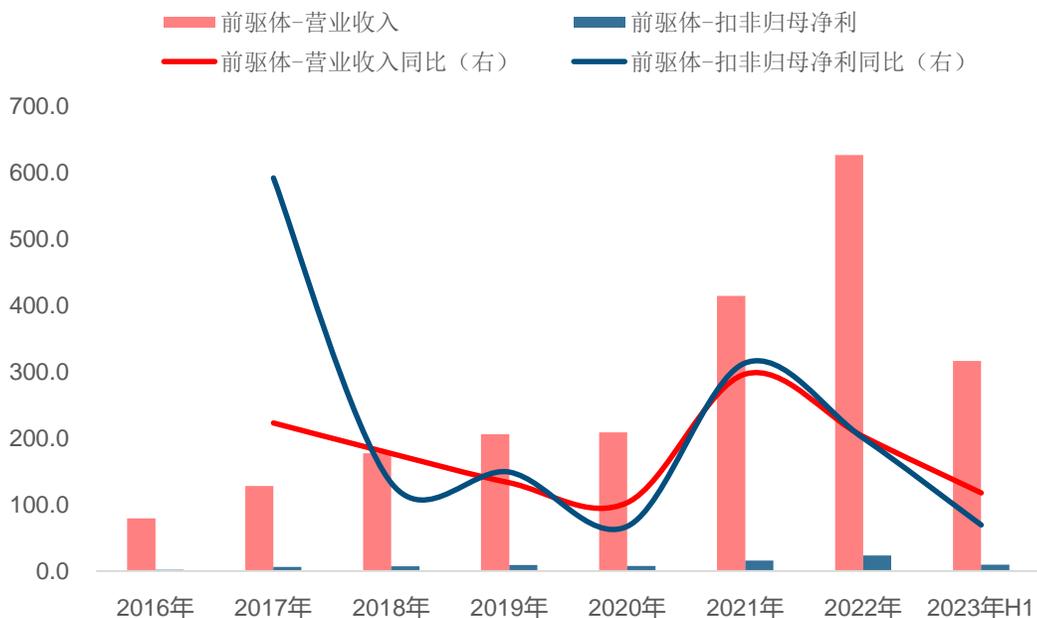
资料来源：Wind，中信建投

资料来源：Wind，中信建投

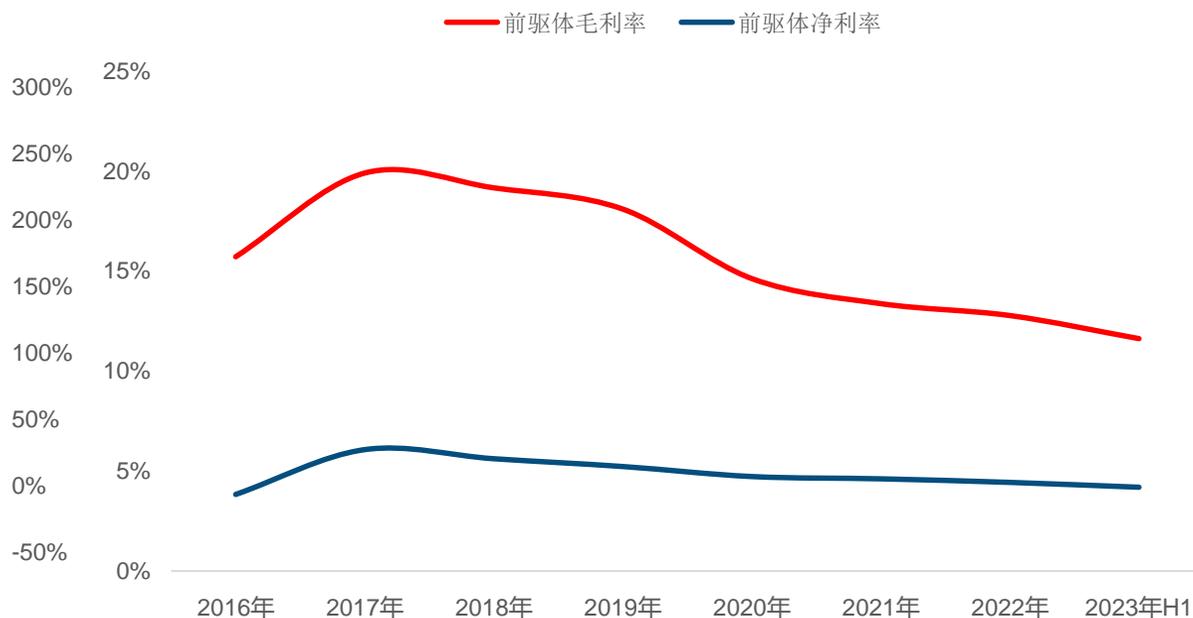
# 三元前驱体：承压需求，产业内公司一体化布局盈利稳定

- ◆ 2023年上半年三元前驱体行业营收/扣非归母净利润同比分别+9%/-15%，毛利率和净利率分别为12%和4%，毛利率和净利率较2022年底下降1和0pct，三元电池需求国内增速放缓，但液碱成本下降及产业内公司通过一体化布局稳定盈利能力。

图：三元电池需求国内增速放缓，营收业绩增速下降



图：2023年H1前驱体毛利率和净利率较2022年底稳定



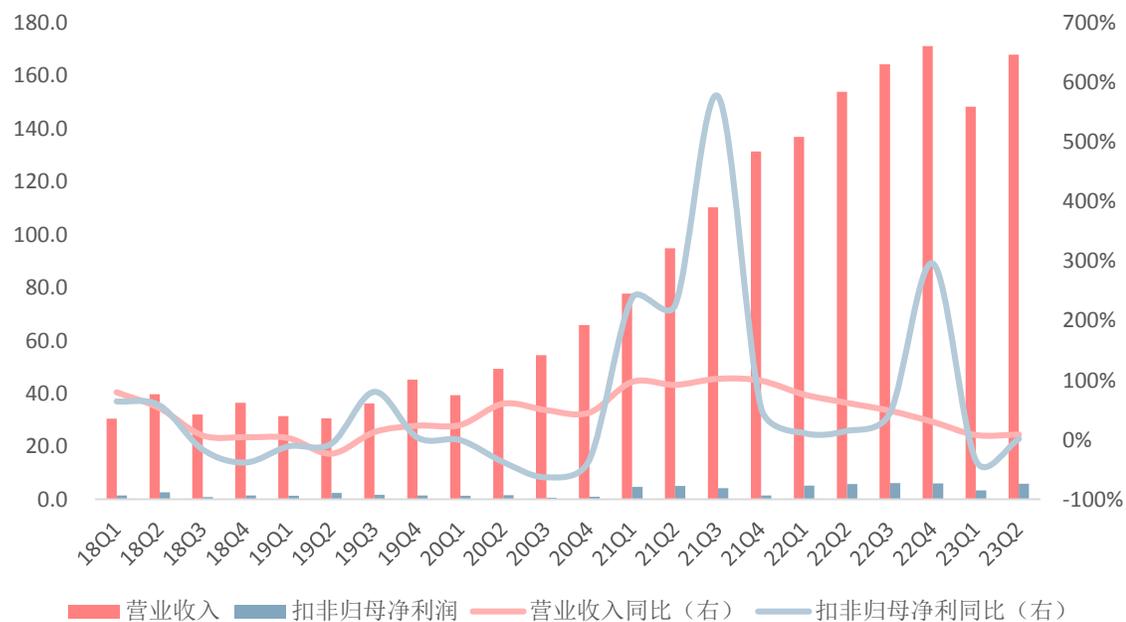
资料来源：Wind，中信建投

资料来源：Wind，中信建投

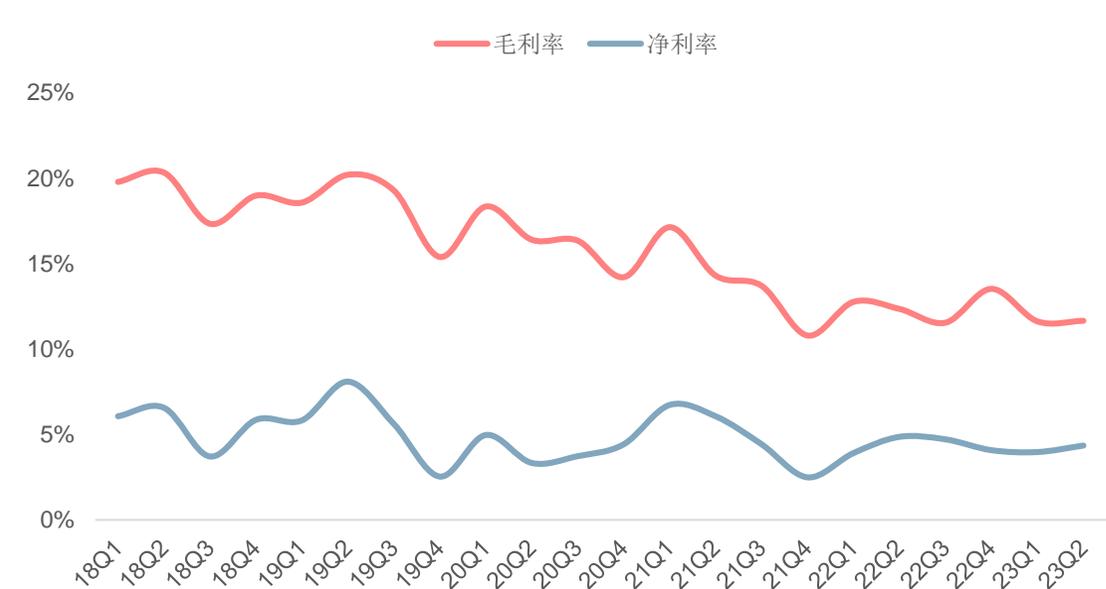
# 三元前驱体：承压需求，产业内公司一体化布局盈利稳定

- ◆ 2023年二季度营收业绩同比增速为9%和2%，但二季度环比一季度利润增速有所改善，毛利率和净利率分别12%和4%，环比持平，液碱成本下降以及一体化布局盈利保持相对稳定。

图：23Q2营收业绩同比增速为9%和2%，增速在低位运行



图：23Q2毛利率和净利率分别12%和4%，环比持平



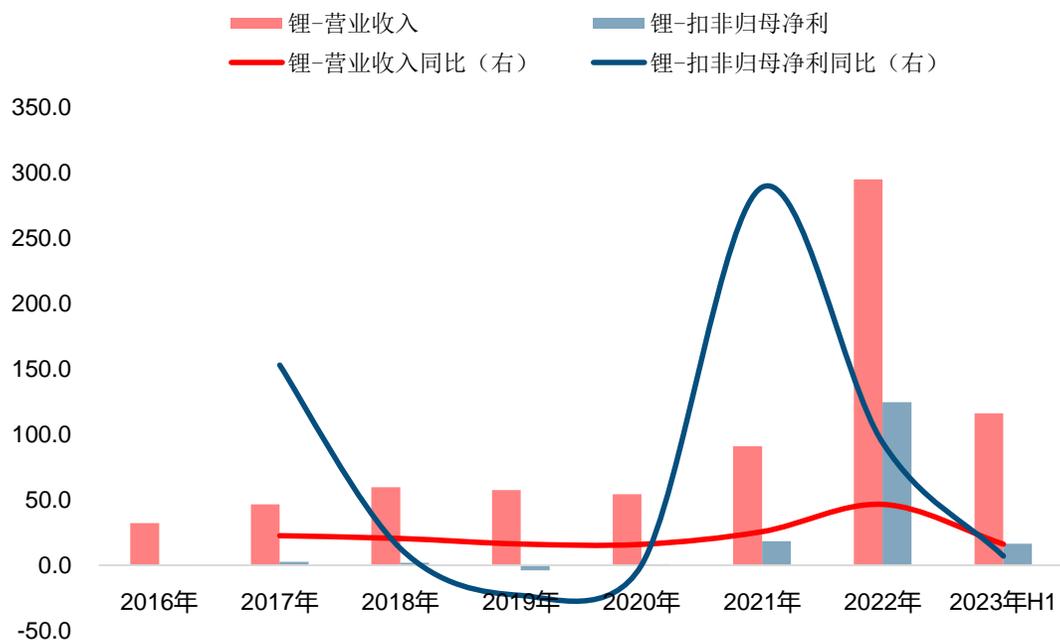
资料来源：Wind，中信建投

资料来源：Wind，中信建投

# 锂：锂价回落盈利能力大幅下降，但仍在高位

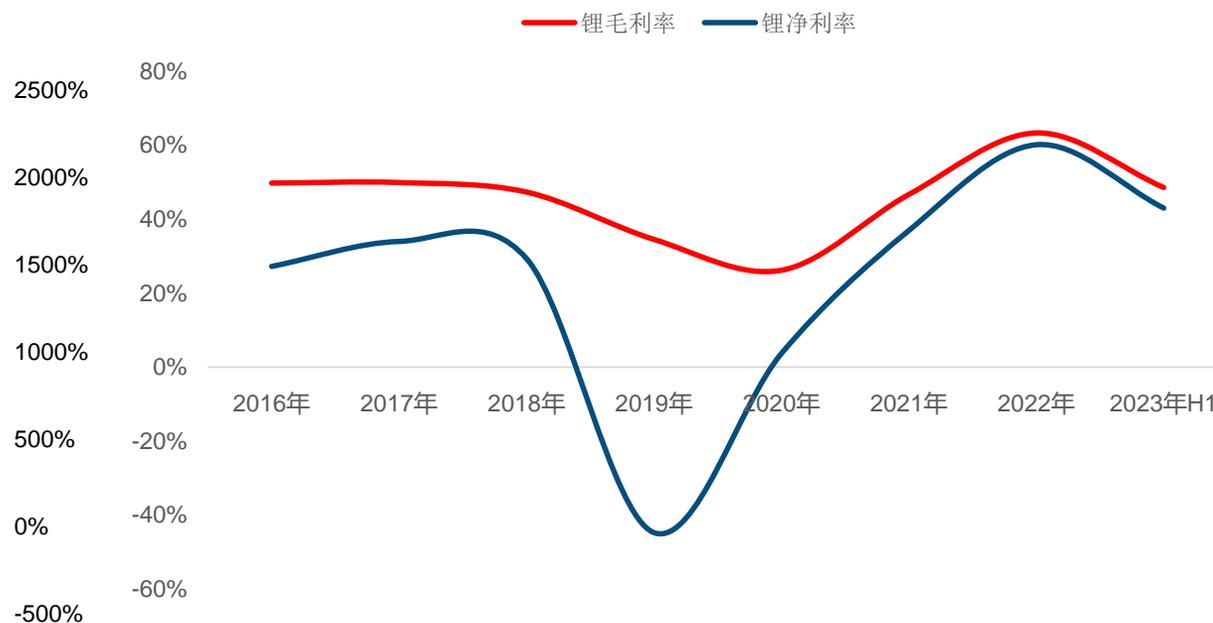
- ◆ 2023年上半年锂体行业营业收入和扣非归母净利同比分别-4%和-72%，毛利率和净利率分别为49%和43%，毛利率和净利率较2022年底下降14和17pct，锂价回落致使营收和业绩增速下降，盈利能力相应收缩，但仍在高位。

图：锂价回落致使营收和业绩增速下降



资料来源：Wind，中信建投

图：2023年H1锂毛利率和净利率较2022年底下降14和17pct

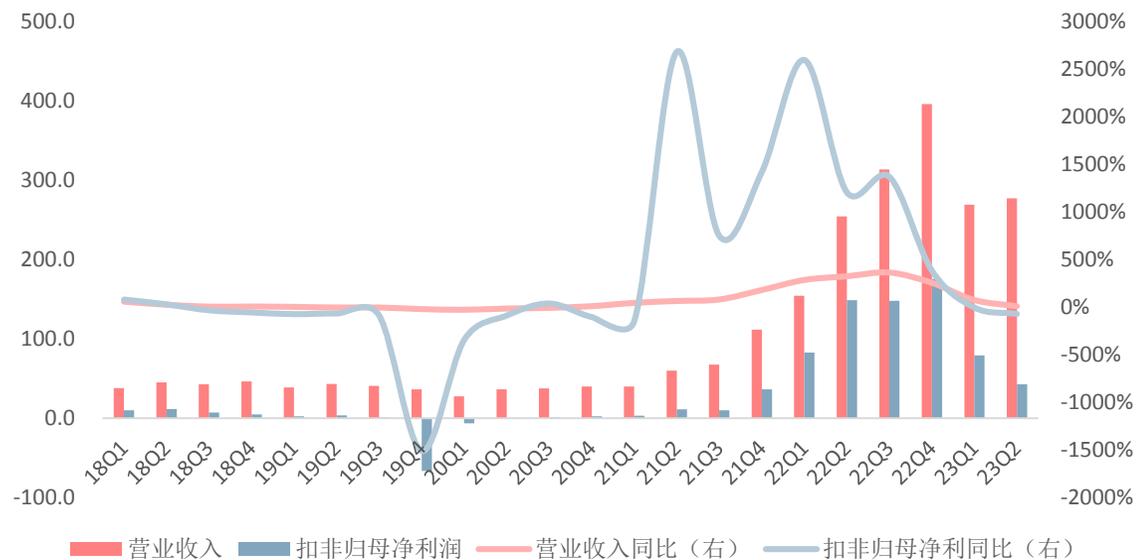


资料来源：Wind，中信建投

# 锂：锂价回落盈利能力大幅下降，但仍在高位

- ◆ 2023年二季度营收业绩同比增速为9%和-71%，二季度增速环比一季度继续扩大降幅，毛利率和净利率分别41%和38%，环比-14和-8pct，价格下行盈利继续下降。

图：23Q2营收业绩同比增速为9%和2%，增速在低位运行



图：23Q2毛利率和净利率分别41%和38%，环比-14和-8pct



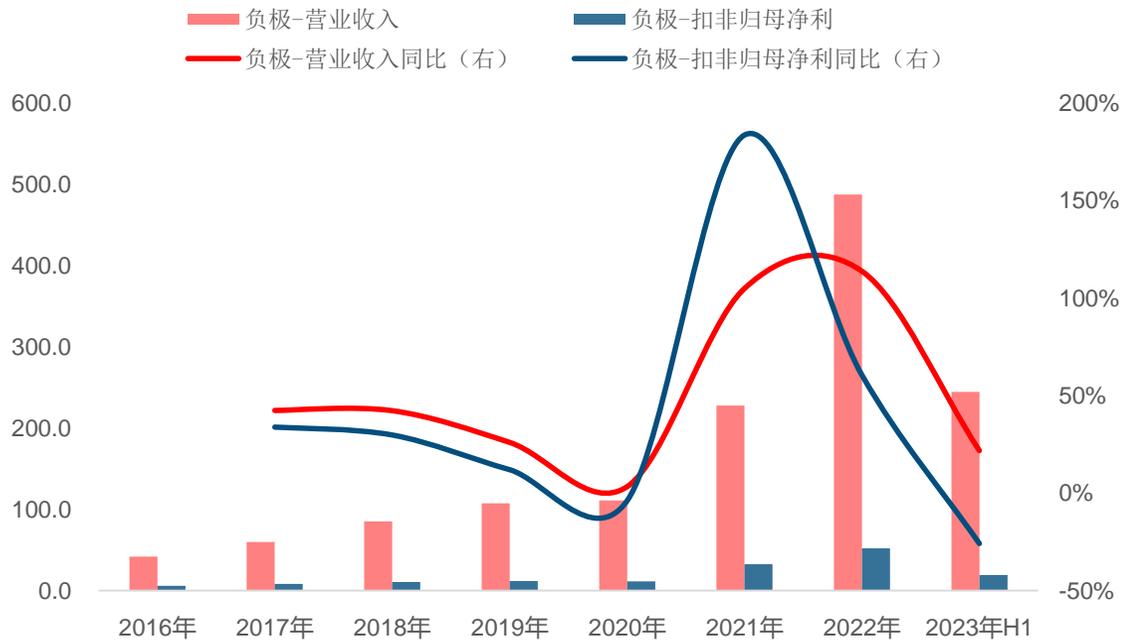
资料来源：Wind，中信建投

资料来源：Wind，中信建投

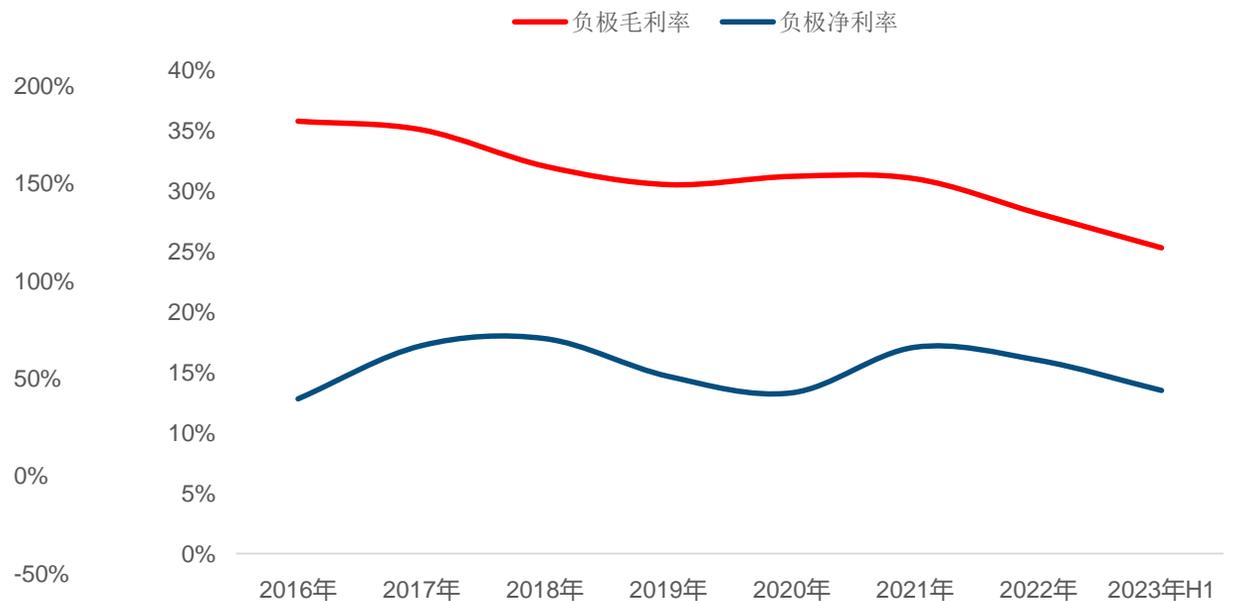
# 负极：价格下行叠加高库存，盈利承压

- ◆ 2023年上半年负极行业营业收入和扣非归母净利同比分别+22%和-26%，毛利率和净利率分别为25%和14%，毛利率和净利率较2022年底下降3和2pct，价格下行叠加高库存，盈利承压。

图：价格下行叠加高库存，盈利承压



图：2023年H1负极毛利率和净利率较2022年底下降3和2pct



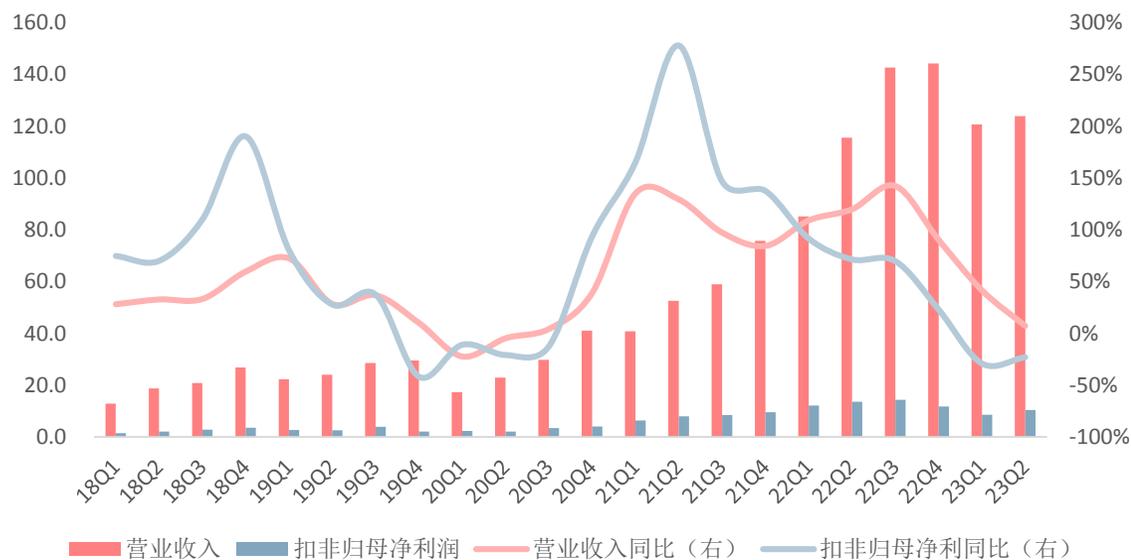
资料来源：Wind，中信建投

资料来源：Wind，中信建投

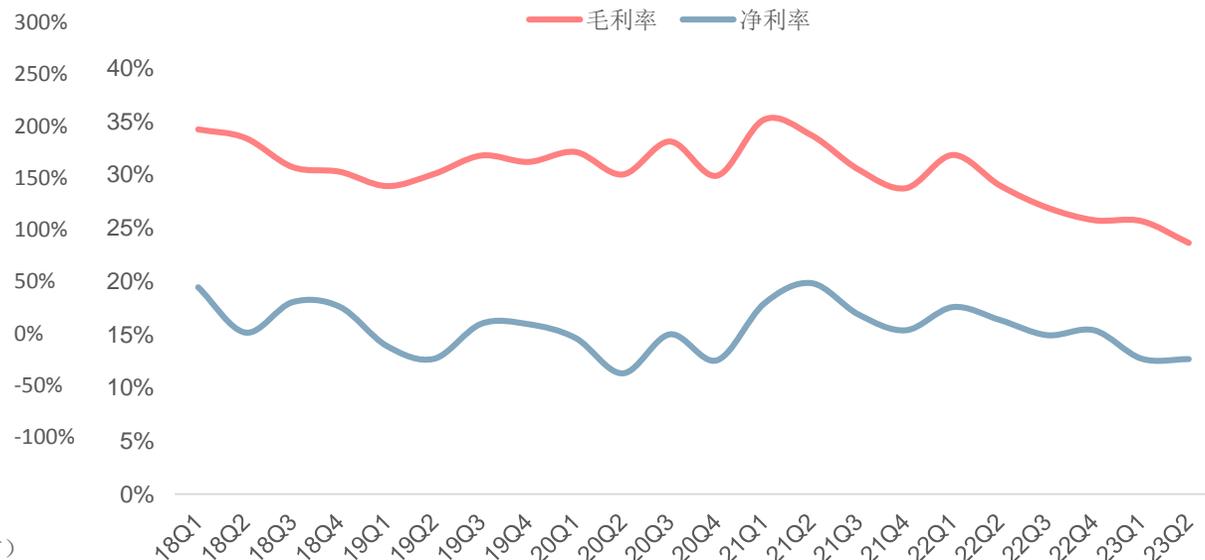
## 负极：价格下行叠加高库存，盈利承压

- ◆ 2023年二季度营收业绩同比增速为+7%和-23%，二季度增速环比一季度业绩增速相近，毛利率和净利率分别24%和13%，环比-2和0pct，二季度出货提升带动盈利趋稳。

图：23Q2营收业绩同比增速为7%和-23%，增速在低位运行



图：23Q2毛利率和净利率分别24%和13%，环比-2和0pct



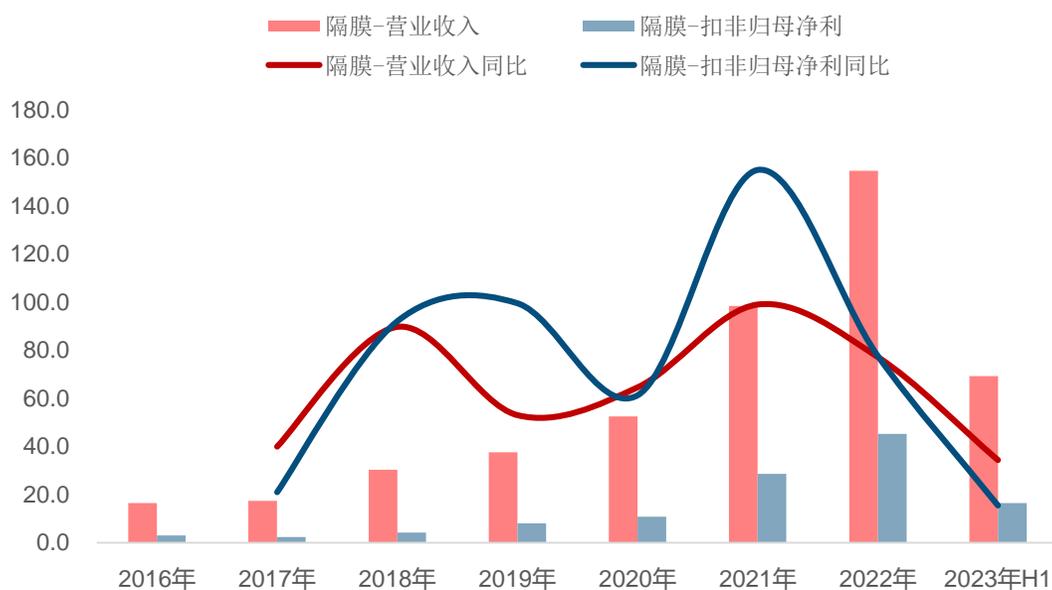
资料来源：Wind，中信建投

资料来源：Wind，中信建投

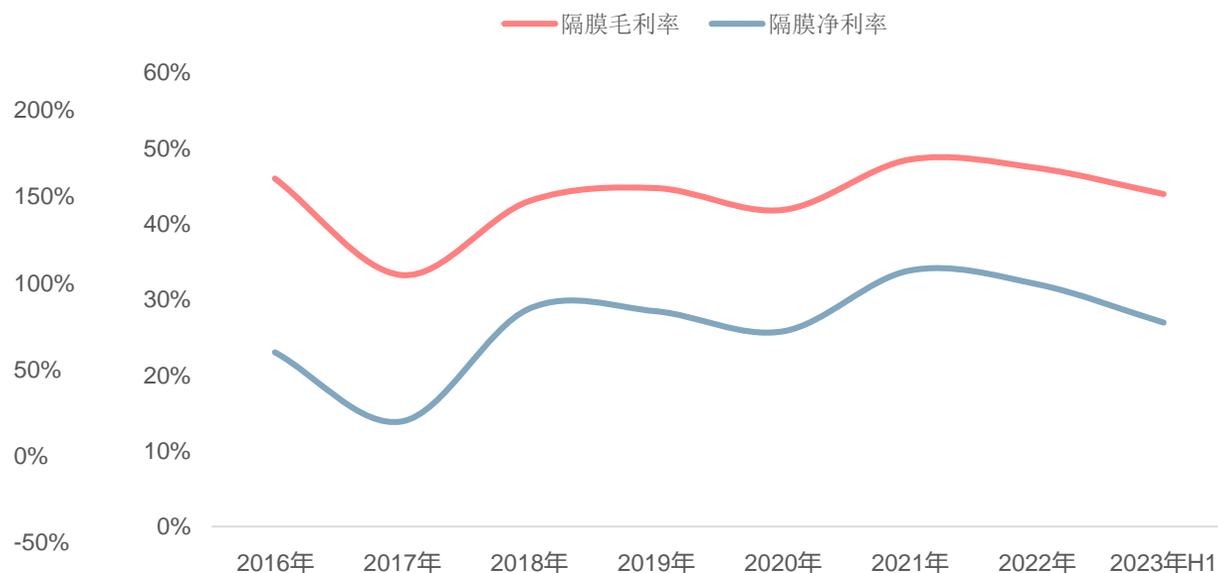
# 隔膜：价格下行引发营收和业绩下降，但盈利能力仍较高

- ◆ 2023年上半年隔膜行业营业收入和扣非归母净利同比分别-2%和-28%，毛利率和净利率分别为44%和27%，毛利率和净利率较2022年底下降3和5pct，格局趋于恶化，价格下行，盈利能力出现下降。

图：价格下行引发营收和业绩下降，但盈利能力仍较高



图：2023年H1隔膜毛利率和净利率较2022年底下降3和5pct



资料来源：Wind，中信建投

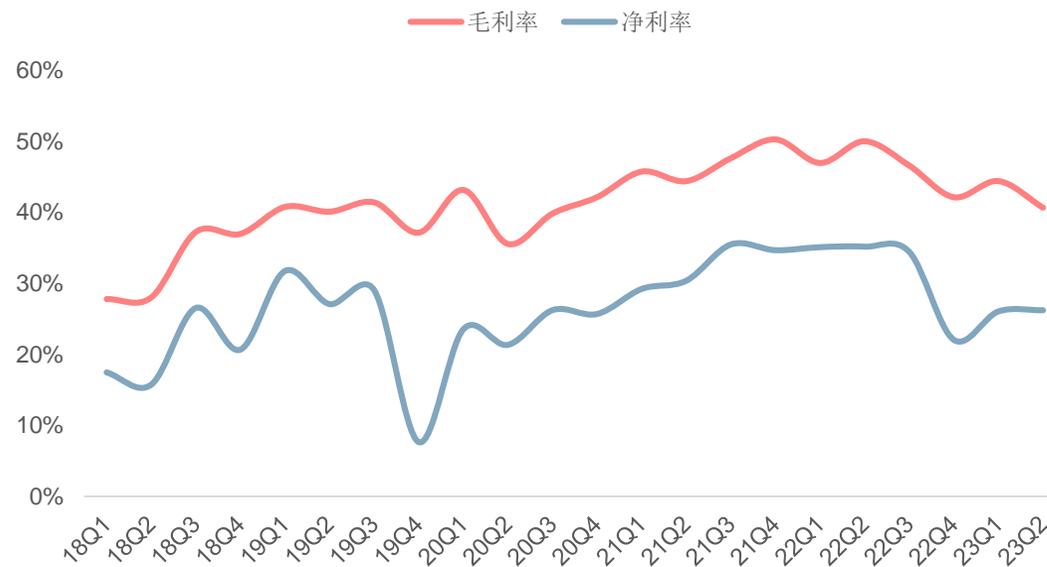
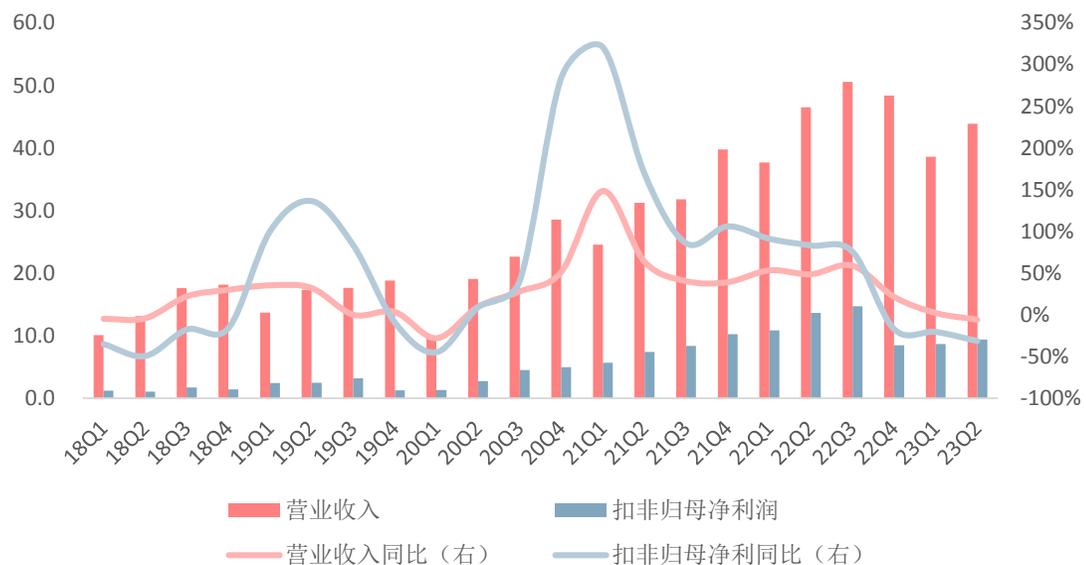
资料来源：Wind，中信建投

# 隔膜：价格下行引发营收和业绩下降，但盈利能力仍较高

- ◆ 2023年二季度营收业绩同比增速为-6%和-31%，二季度业绩增速继续下降约11pct，毛利率和净利率分别41%和26%，环比-3和0pct，盈利能力仍在下行通道。

图：23Q2营收业绩同比增速为7%和-23%，二季度增速继续下降

图：23Q2毛利率和净利率分别41%和26%，环比-3和0pct



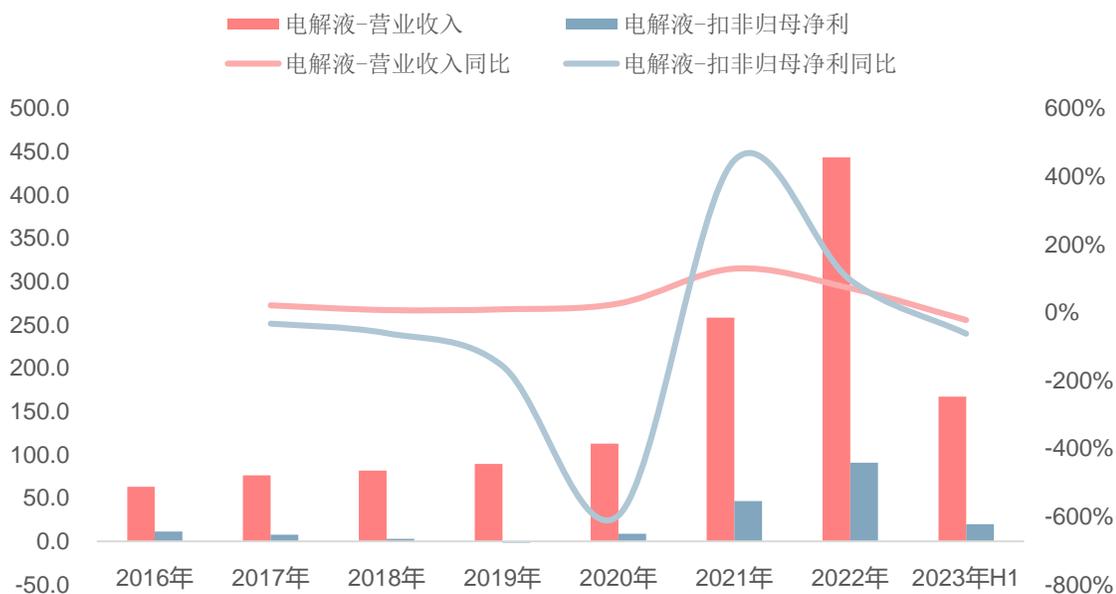
资料来源：Wind，中信建投

资料来源：Wind，中信建投

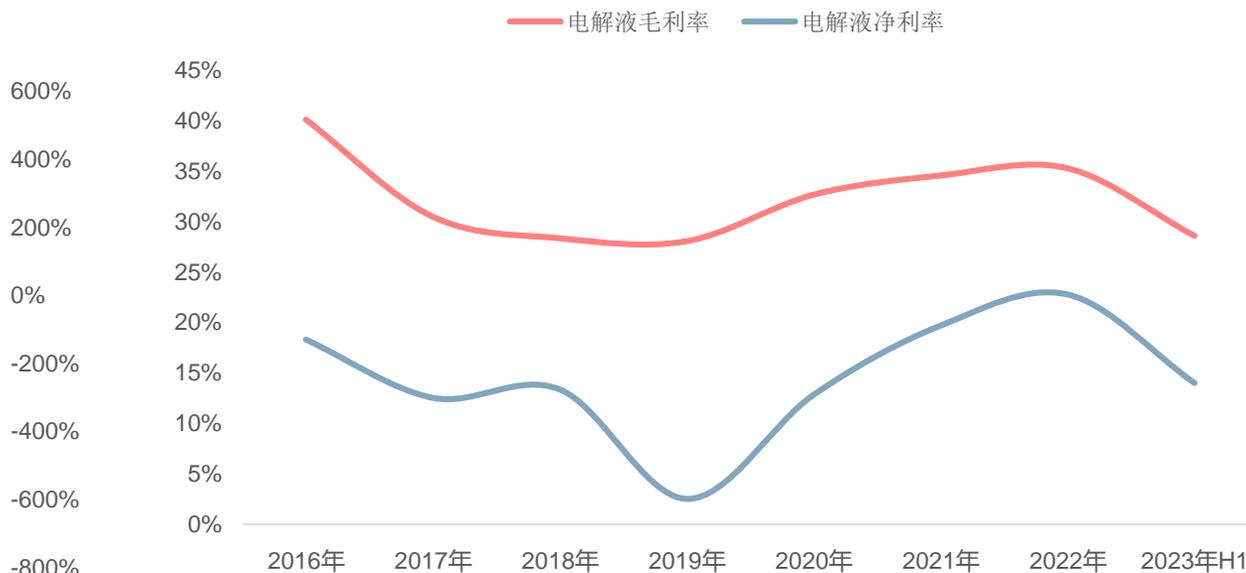
# 电解液：价格下行是承压主要原因，龙头依托成本优势控制供给，盈利开始稳定

- ◆ 2023年上半年电解液行业营业收入和扣非归母净利润同比分别-22%和-62%，毛利率和净利率分别为29%和14%，毛利率和净利率较2022年底下降6和9pct，价格下行是电解液承压主要原因，目前看龙头依托成本优势控制供给，盈利能力二季度以来相对稳定。

图：价格下行是营收、利润承压主要原因



图：2023年H1电解液毛利率和净利率较2022年底下降6和9pct



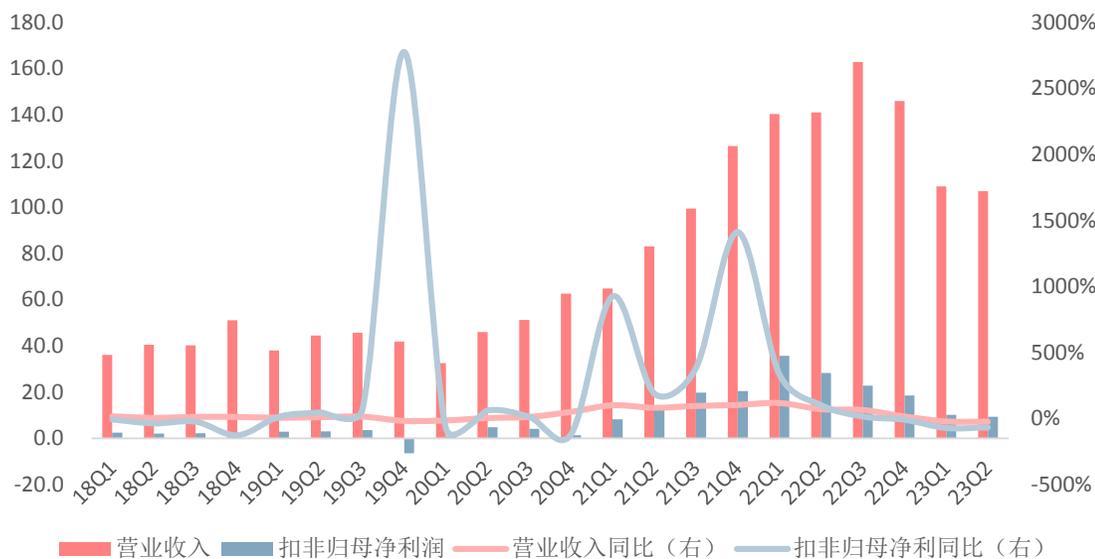
资料来源：Wind，中信建投

资料来源：Wind，中信建投

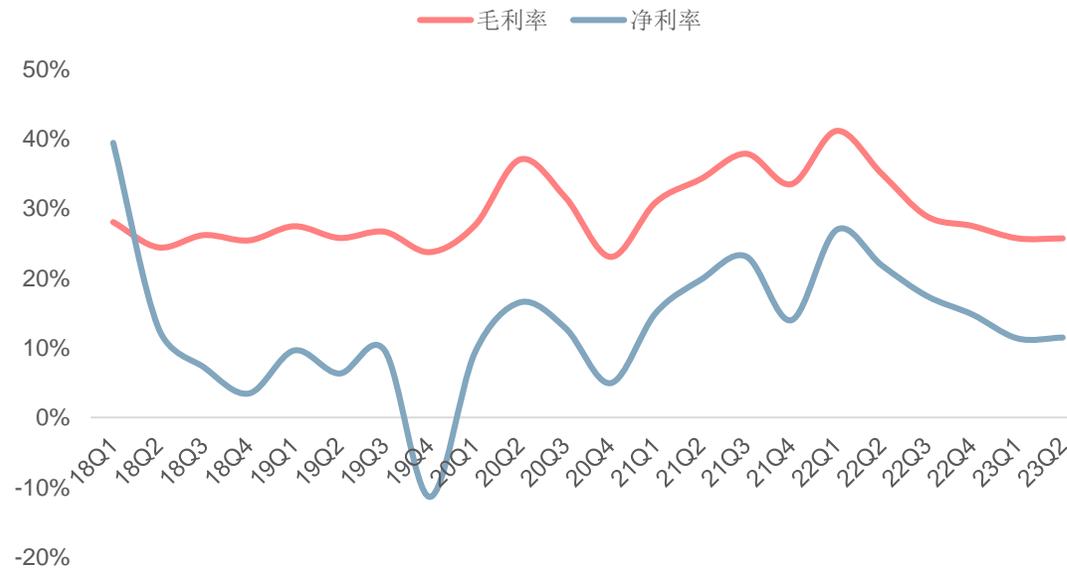
# 电解液：价格下行是承压主要原因，龙头依托成本优势控制供给，盈利开始稳定

◆ 2023年二季度营收业绩同比增速为-24%和-67%，业绩增速基本持平，毛利率和净利率分别26%和11%，环比0和0pct，盈利基本稳定。

图：23Q2营收业绩同比增速为-24%和-67%



图：23Q2毛利率和净利率分别26%和11%，环比0和0pct



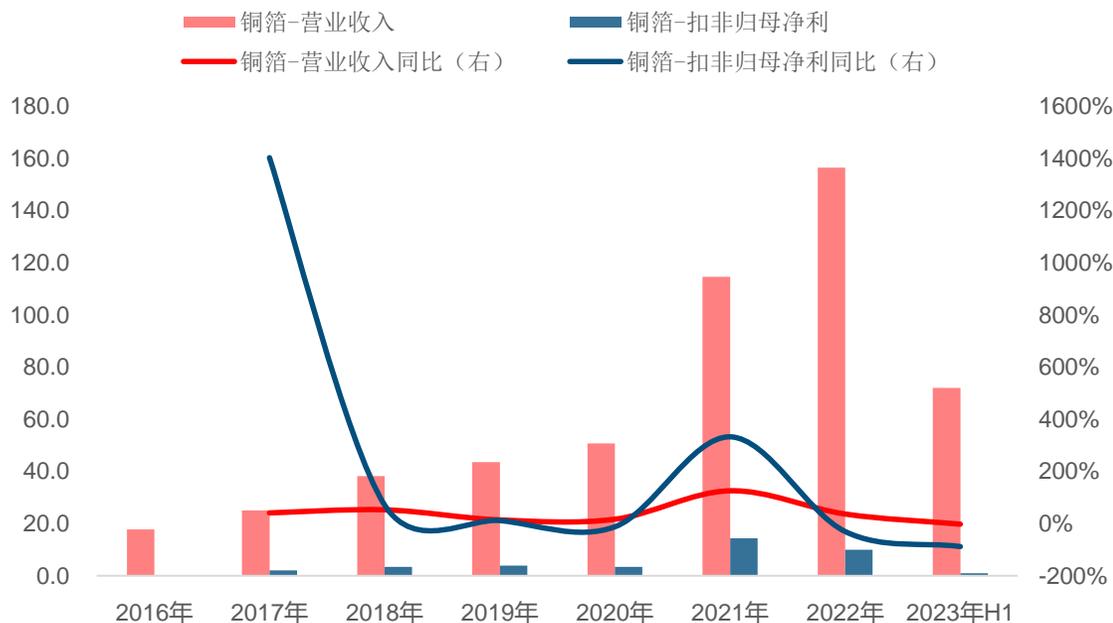
资料来源：Wind，中信建投

资料来源：Wind，中信建投

# 铜箔：量利持续承压，已接近盈亏线

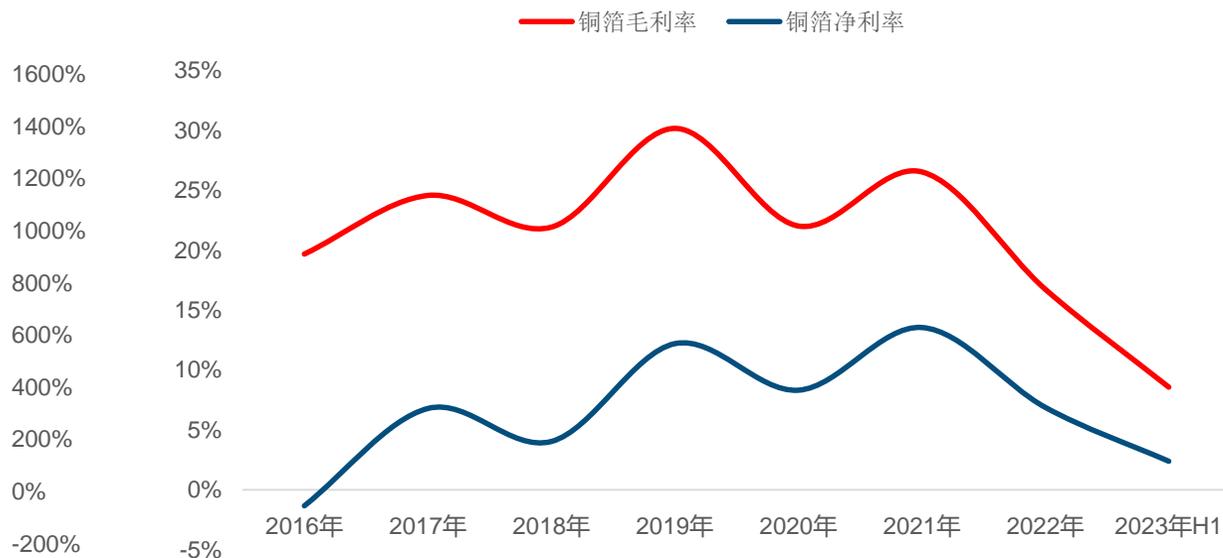
- ◆ 2023年上半年铜箔行业营业收入和扣非归母净利同比分别-2%和-89%，毛利率和净利率分别为9%和2%，毛利率和净利率较2022年底下降8和5pct，铜箔竞争激烈，行业内参与者已在盈亏线附近。

图：铜箔竞争激烈，营收利持续下降



资料来源：Wind，中信建投

图：2023年H1铜箔毛利率和净利率较2022年底下降8和5pct

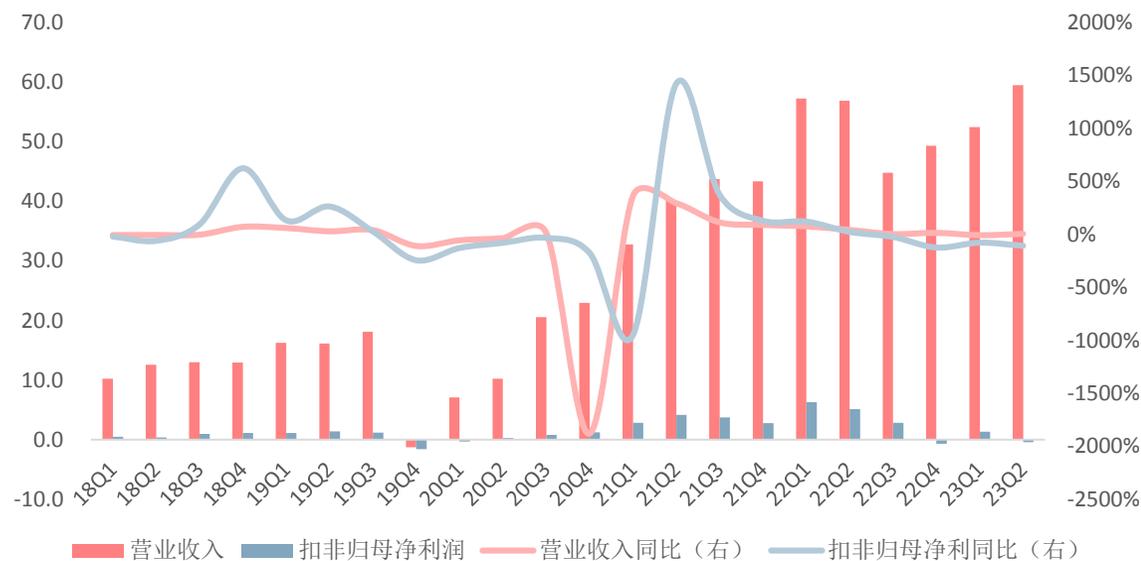


资料来源：Wind，中信建投

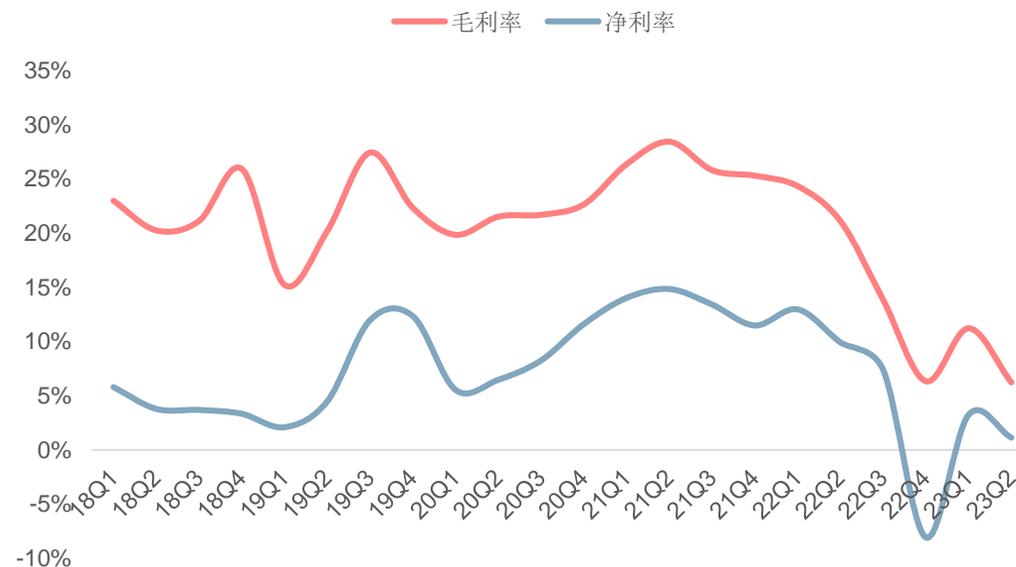
# 铜箔：量利持续承压，已接近盈亏线

◆ 2023年二季度营收业绩同比增速为+5%和-109%，二季度转亏，毛利率和净利率分别6%和1%，环比-5和-2pct，二季度盈利进入盈亏线。

图：23Q2营收业绩同比增速为+5%和-109%，二季度转亏



图：23Q2毛利率和净利率分别6%和1%，环比-5和-2pct



资料来源：Wind，中信建投

资料来源：Wind，中信建投

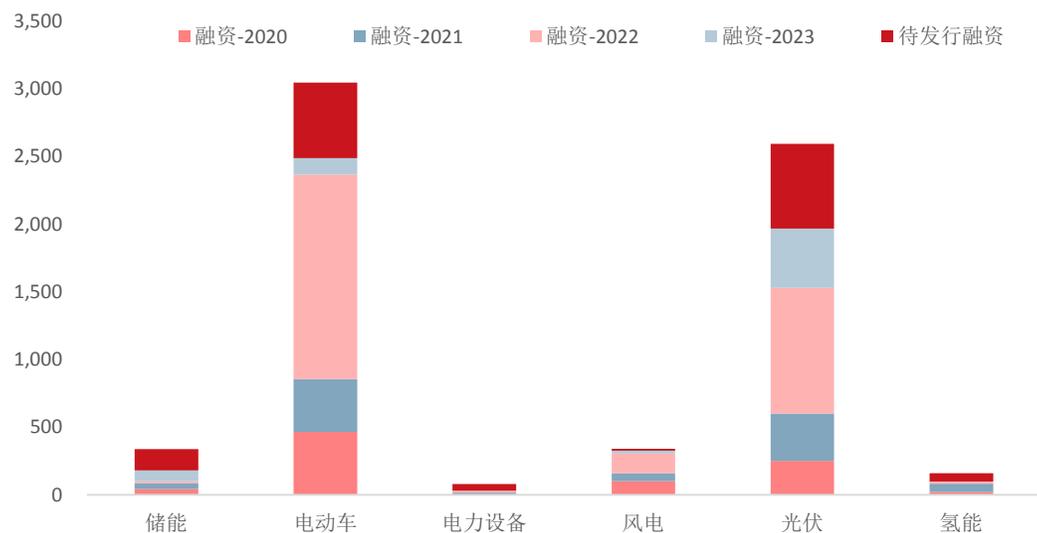
## 三、电动车供给研究：除隔膜外资本开支放缓，部分环节24Q2供需好转

- ◆ 电动车各环节供需格局梳理
- ◆ 格局恶化之下，电动车各环节当前经营表现

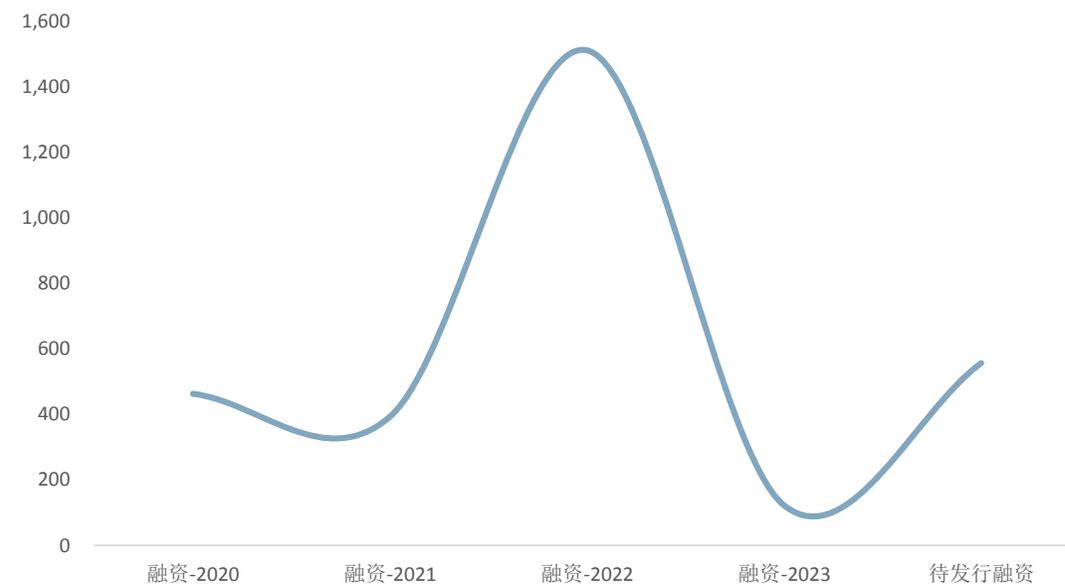
# 需求旺盛引起投资热潮，融资规模全行业居首

- ◆ **需求强势之下带来的是产能规划大幅提升，格局加速恶化。**绝对值来看，电动车凭借近两年终端销量高速增长，融资规模占据细分板块第一，2022年电动车融资金额1511亿元，占比全行业融资规模的57%；历史趋势来看，融资规模与发展增速高度相关。电动车因2023年以来供给过剩、竞争加剧、扩产暂缓，上半年融资规模占比下降至18%，叠加待发行融资后占比32%。

图：2022年电动车融资金额1511亿元，占比57%



图：2023年电动车融资额趋缓



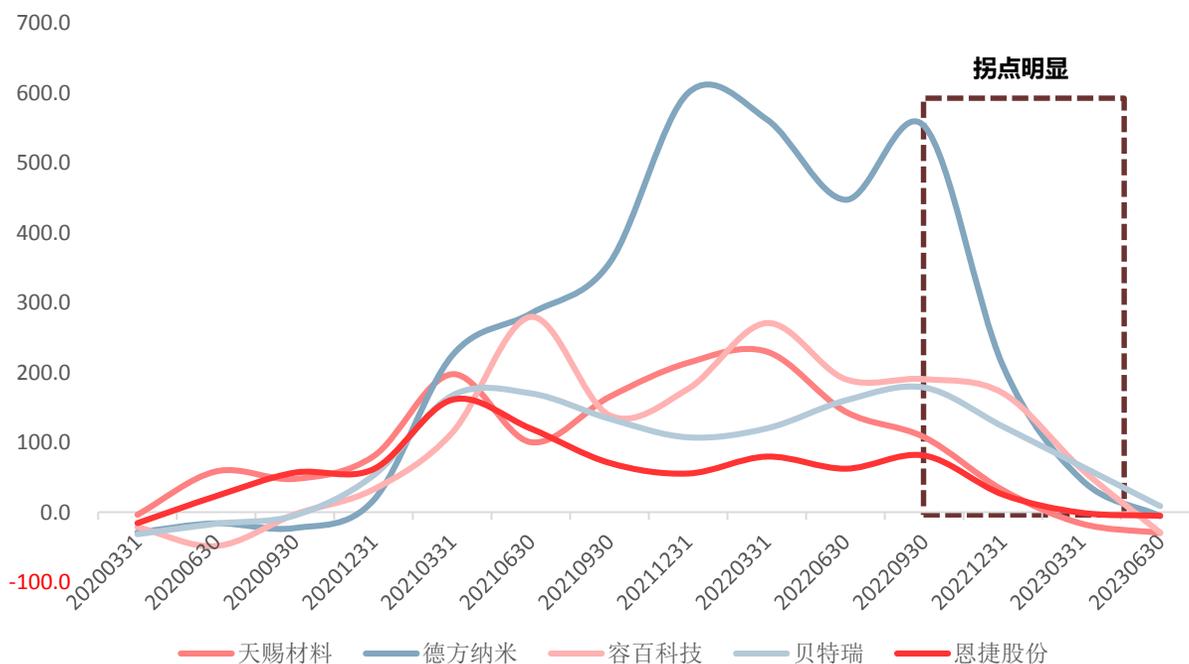
资料来源：Wind，中信建投

资料来源：Wind，中信建投

# 供需恶化对行业内公司营收、业绩增速产生影响，均出现拐点

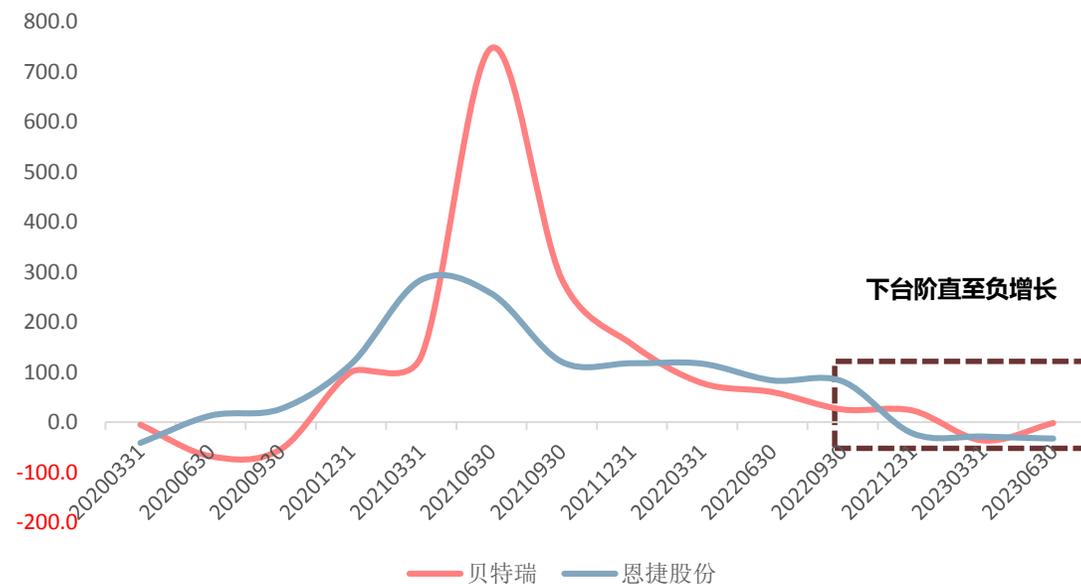
- ◆ 供需恶化对行业内公司营收、业绩增速产生影响，均出现拐点。2022年三季度期各环节龙头营收增速下降，同时非锂环节的隔膜和负极龙头明显看到扣非归母净利增速下台阶直至负增速。

图：2022年三季度营收增速见顶回落



资料来源：Wind，中信建投

图：2022年三季度业绩增速下台阶直至负增速（此处以不含锂的隔膜和负极为例减少库存带来的影响）

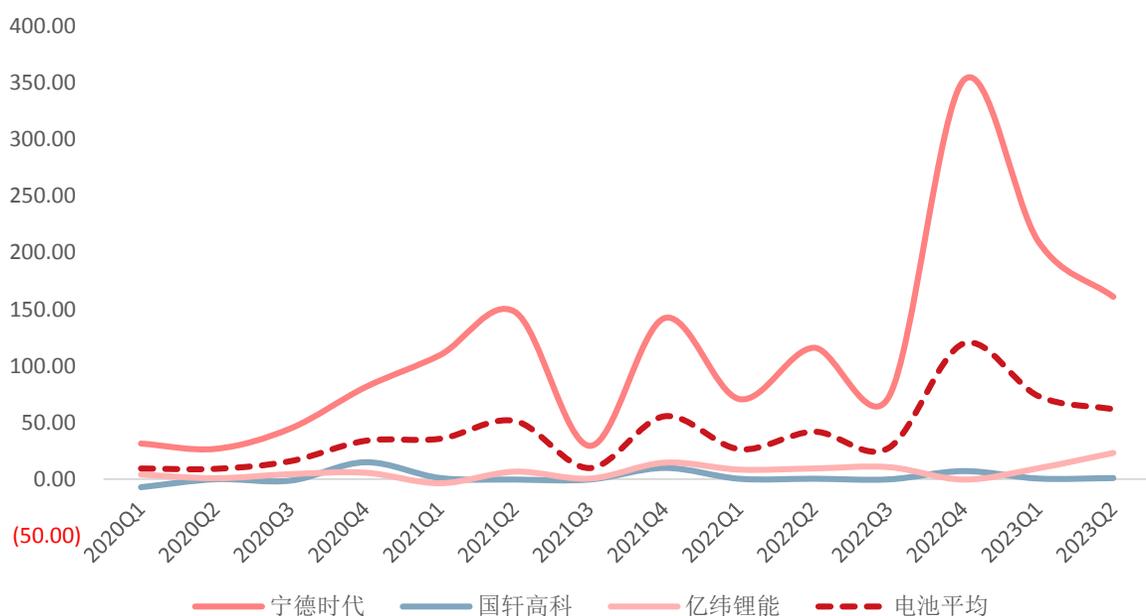


资料来源：Wind，中信建投

# 现金流：电池、隔膜经营性现金流、货币资金表现较好，正负极电解液相对差

- ◆ **现金流角度看**，经营性现金流净额格局较好的电池、电解液、隔膜表现较好，基本为正，正负极相对较差阶段性好转；货币资金电池、隔膜相对充裕，正负极电解液下降明显，就龙头公司而言，**二季度平均货币资金变化隔膜、电池、三元、电解液、铁锂和负极分别为+77%/+5%/-8%/-17%/-27%和-33%。**
- ◆ **电池环节由于格局相对较好且具备议价能力**，经营性现金流净额保持正值，货币资金持续新高，龙头优势明显，与二线是数量级差别，货币资金分别宁德时代、国轩高科和亿纬锂能分别2196/166/103亿元，**二季度环比一季度平均提升5%。**

图：电池环节现金流整体充沛，23年以来下降



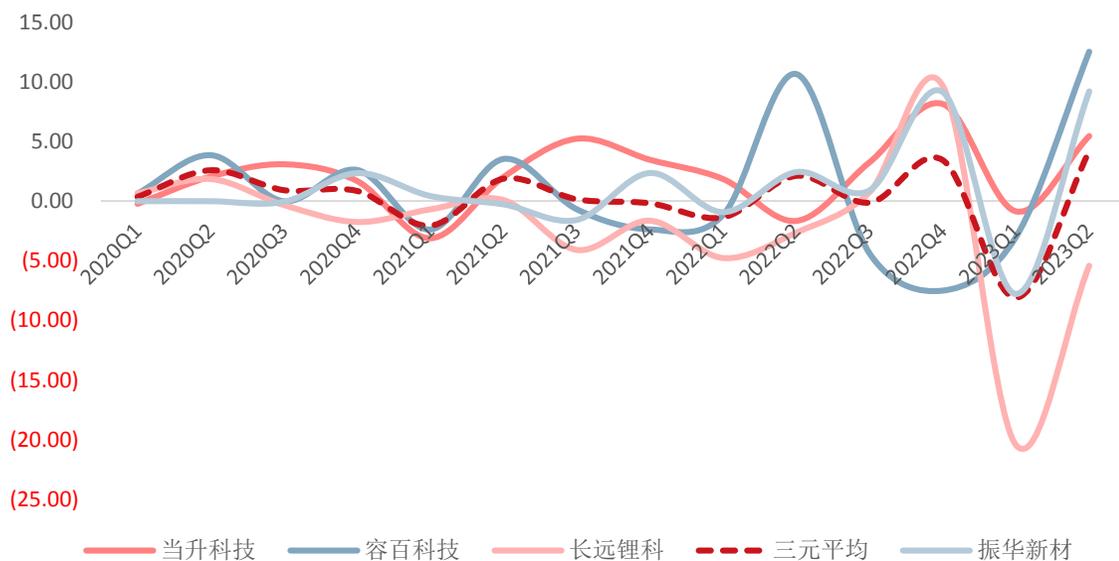
图：电池货币资金持续新高，二季度环比平均提升5%



# 现金流：三元正极一季度经营现金流新低，二季度有意回笼

- ◆ 三元正极材料一季度受需求和锂价影响，经营现金流新低，二季度去库有意回笼。
- ◆ 三元正极材料货币资金出现分歧，当升科技、振华新材等较稳定，分别55亿和15亿，容百科技、长远锂科下降，分别47亿和16亿，**二季度环比一季度平均下降17%**。

图：三元正极一季度经营现金流新低，二季度有意回笼



图：三元正极货币资金回落，环比平均下降17%



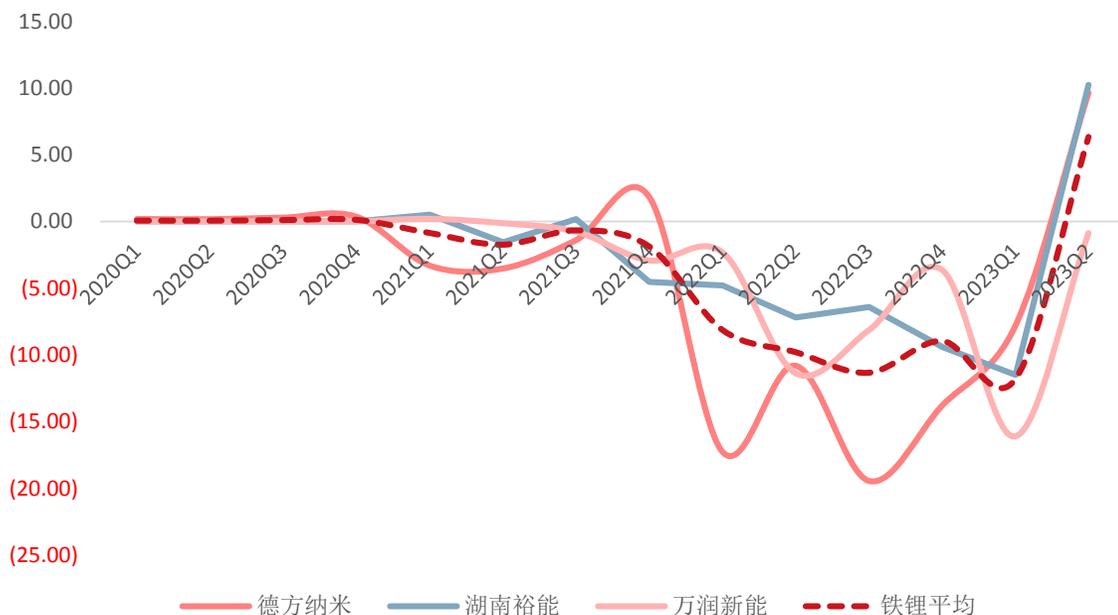
资料来源：Wind，中信建投

资料来源：Wind，中信建投

# 现金流：铁锂正极2022年起经营性现金流持续为负，货币资金趋势下降

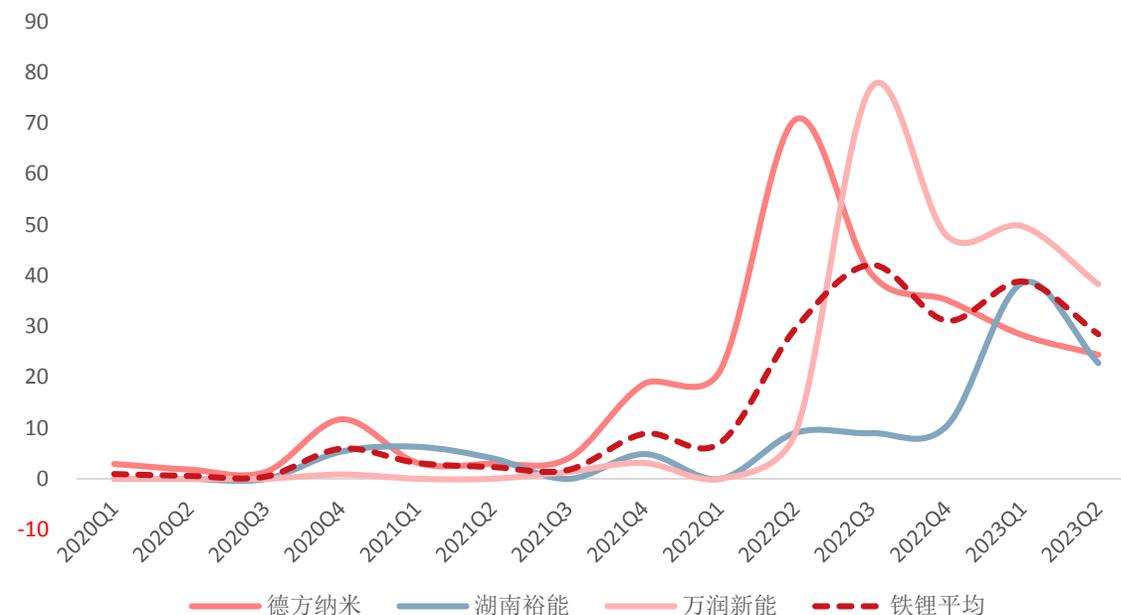
- ◆ 铁锂正极2022年起经营性现金流持续为负，2023年二季度去库转正。
- ◆ 铁锂正极货币资金趋势性下降，湖南裕能、德方纳米和万润新能货币资金23、24和38亿，**二季度环比一季度平均下降27%**。

图：铁锂正极2022年起经营性现金流持续为负，23Q2去库转正



资料来源：Wind，中信建投

图：铁锂正极货币资金趋势下降，二季度环比平均下降27%。



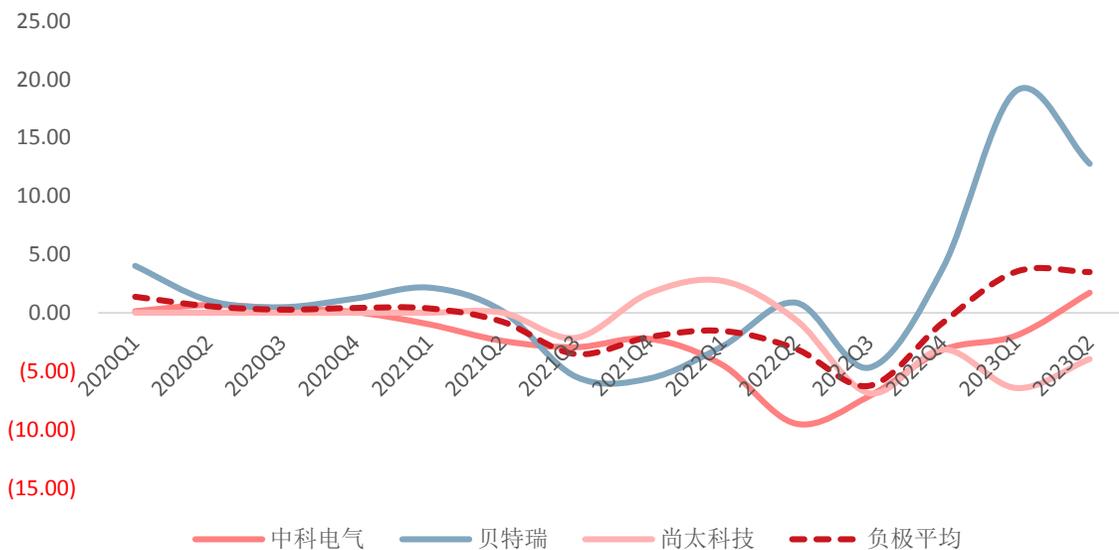
资料来源：Wind，中信建投

# 现金流：负极经营性现金流2023年开始转正，货币现金环比下降335

- ◆ 负极至2021年起经营性现金流持续为负，但2022年下半年开始与上游供需有所扭转，**2023年开始转正，核心是对上游议价增强。**
- ◆ 负极货币资金2023年以来持续下降，**二季度环比一季度平均下降33%。**

图：负极经营性现金流今年以来转正，核心是对上游议价强

图：负极二季度现金流环比平均下降33%



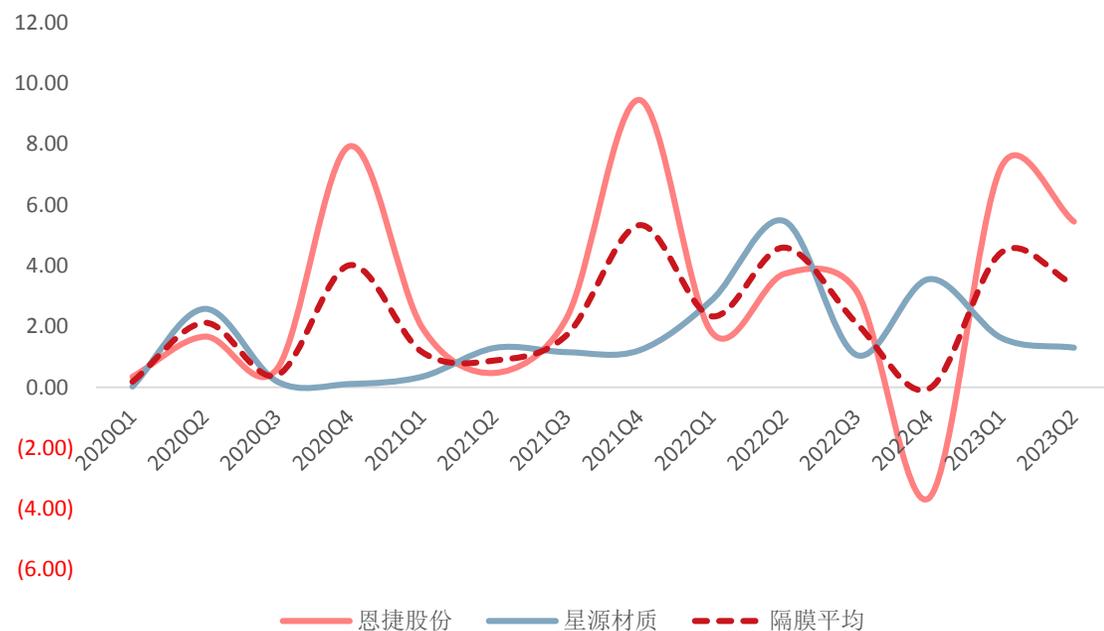
资料来源：Wind，中信建投

资料来源：Wind，中信建投

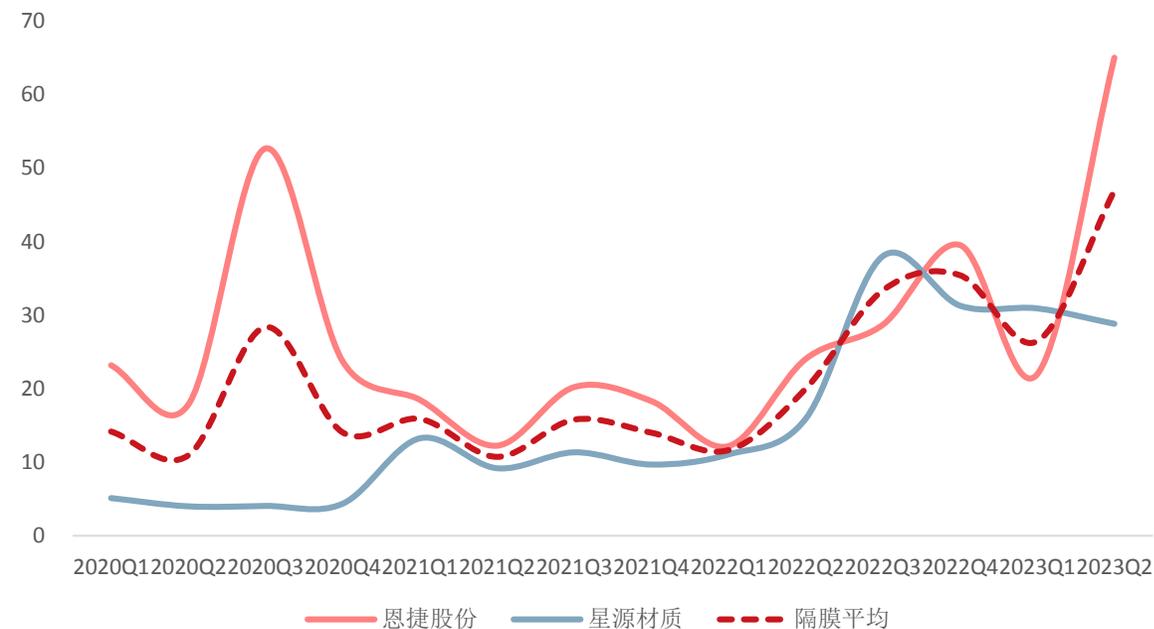
# 现金流：隔膜经营现金流几乎为正，二季度货币资金大幅提升主要系再融资落地

- ◆ 隔膜2020年以来由于格局优化和龙头经营能力，经营现金流几乎为正。
- ◆ 2023年二季度货币资金环比大幅提升，主要系隔膜龙头恩捷股份定增落地，**二季度环比一季度平均提升77%**。

图：隔膜历史上经营现金流几乎为正，体现龙头经营能力



图：二季度货币资金大幅提升77%，主要系再融资落地



资料来源：Wind，中信建投

资料来源：Wind，中信建投

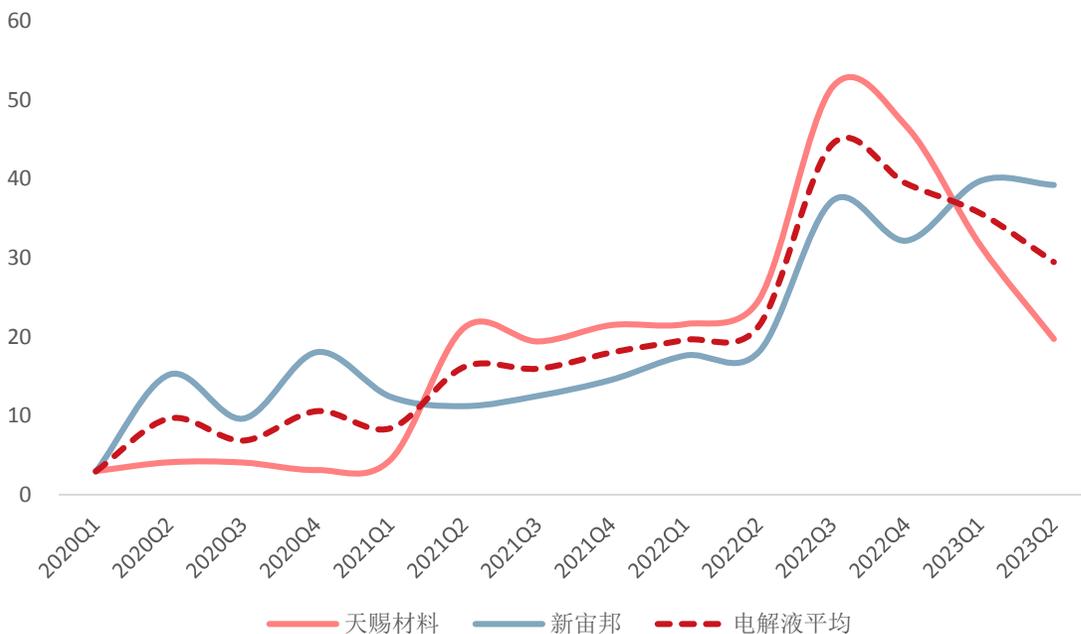
# 现金流：电解液经营现金流相对健康，二季度货币资金下降17%

- ◆ 电解液龙头公司与二线在规模和成本上差距较大，故而整体现金流相对健康。
- ◆ 二季度电解液公司平均货币资金下降17%，主要系新品类扩张等因素。

图：电解液经营现金流相对健康



图：二季度平均货币资金下降17%，主要系新品类扩张等因素



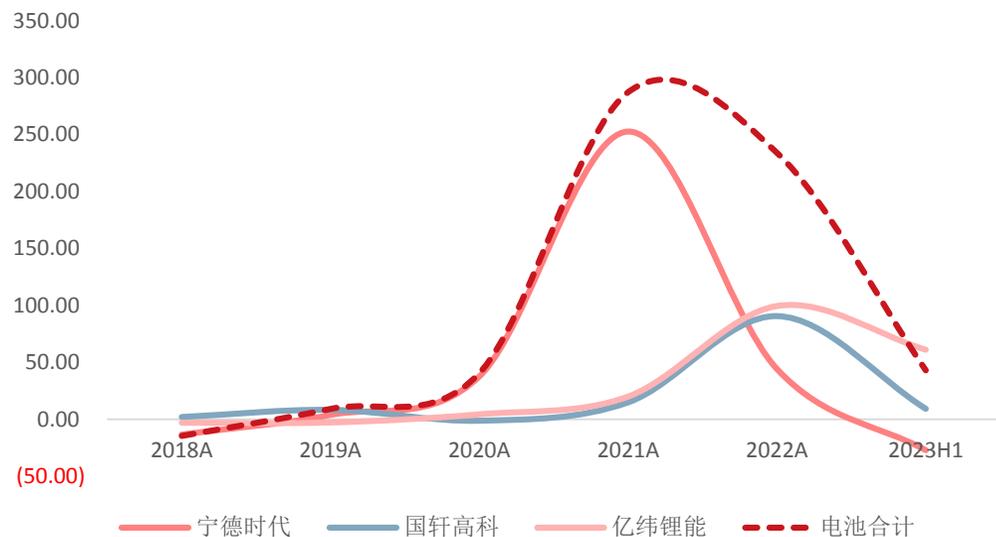
资料来源：Wind，中信建投

资料来源：Wind，中信建投

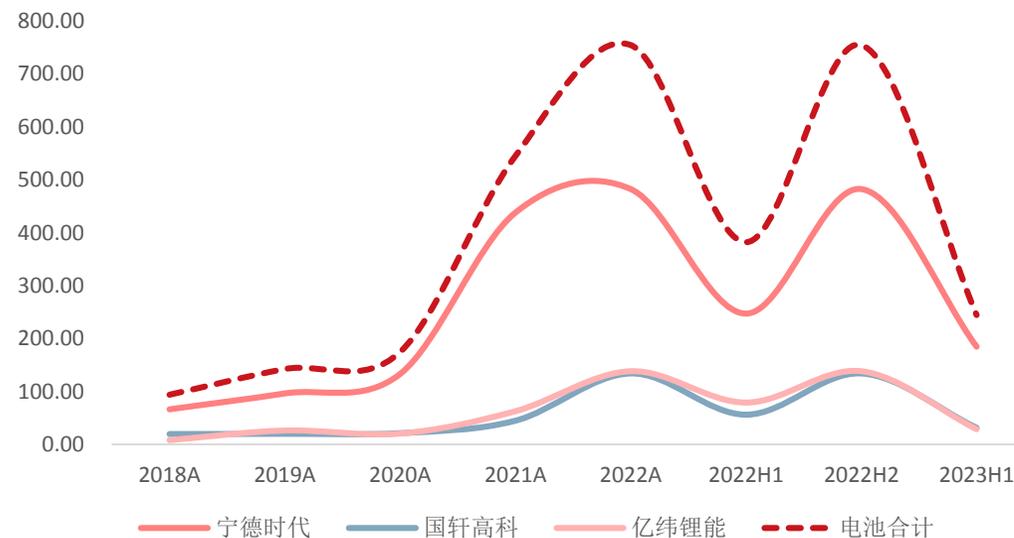
# 资本开支：上半年新增在建工程、购固支付现金等指标除隔膜外均明显下降

- ◆ **资本开支角度看，新增在建工程上半年明显下降**，统计公司上负极、电池、电解液、铁锂、三元和隔膜分别-165%（新增在建工程为负）、-82%、-64%、-63%、-10%和0%，相对而言格局和价格压力更大的负极、电解液和正极新增在建工程大幅下降，隔膜相对价格压力较小，并无明显放缓。**购建固定资产等支付的现金2023年上半年环比去年下半年（同比数据去年上半年有扰动）不同程度下降**，负极、电池、三元、电解液、铁锂、隔膜分别-72%、-68%、-57%、-45%、-44%、23%。
- ◆ 电池环节，2023年上半年电池新增在建工程下降82%，购建固定资产等支付的现金环比下降68%，**扩产节奏大幅放缓**。

图：2023年上半年电池新增在建工程下降82%



图：2023年上半年电池购固支付现金环比下降68%



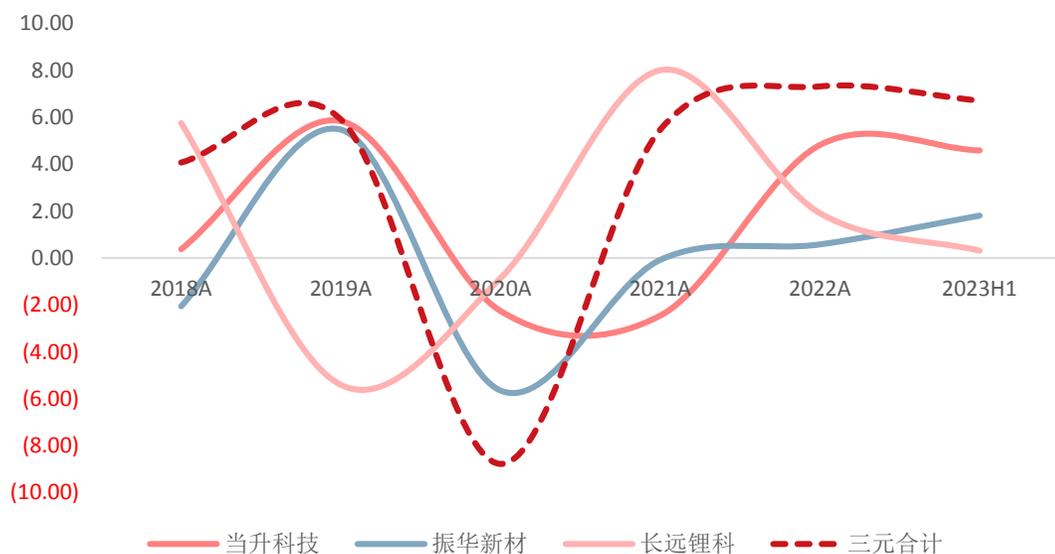
资料来源：Wind，中信建投

资料来源：Wind，中信建投

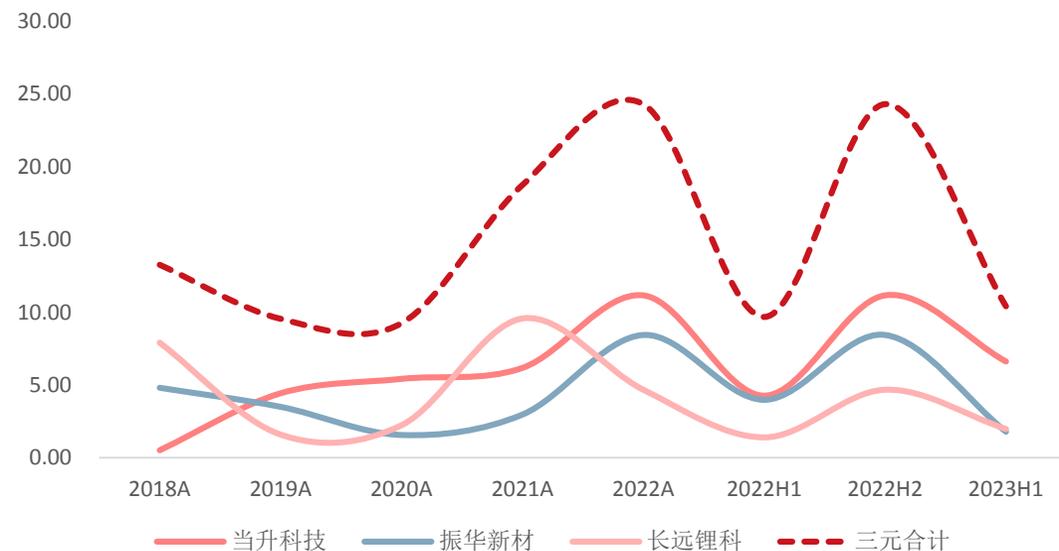
# 资本开支：上半年三元正极新增在建工程下降10%，购固支付现金环比下降57%

- ◆ 2023年上半年三元正极环节新增在建工程下降10%，主要是头部企业扩产所致，剔除后降幅扩大，购建固定资产等支付的现金环比下降57%，**扩产节奏相对放缓**。

图：2023年上半年三元正极新增在建工程下降10%



图：2023年上半年三元正极购固支付现金环比下降57%



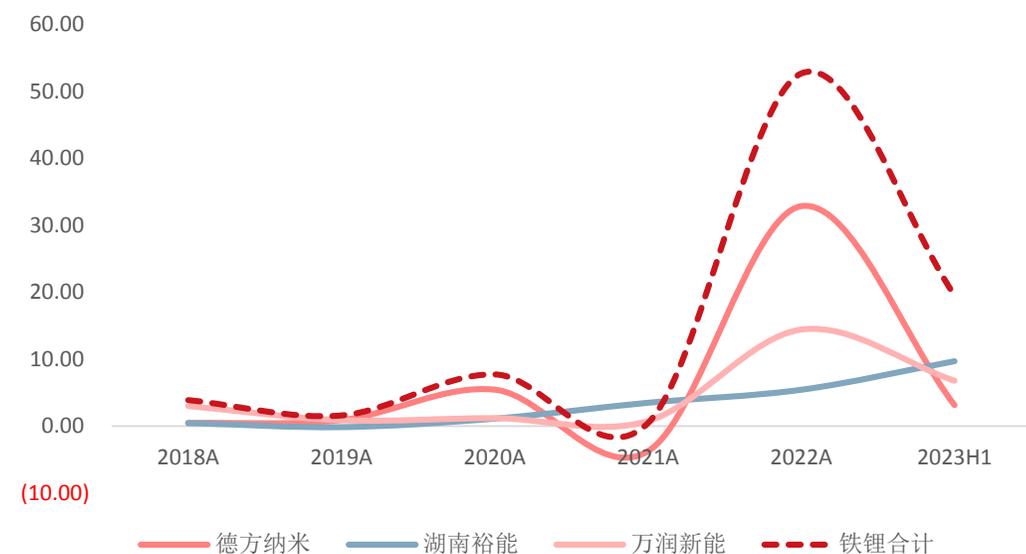
资料来源：Wind，中信建投

资料来源：Wind，中信建投

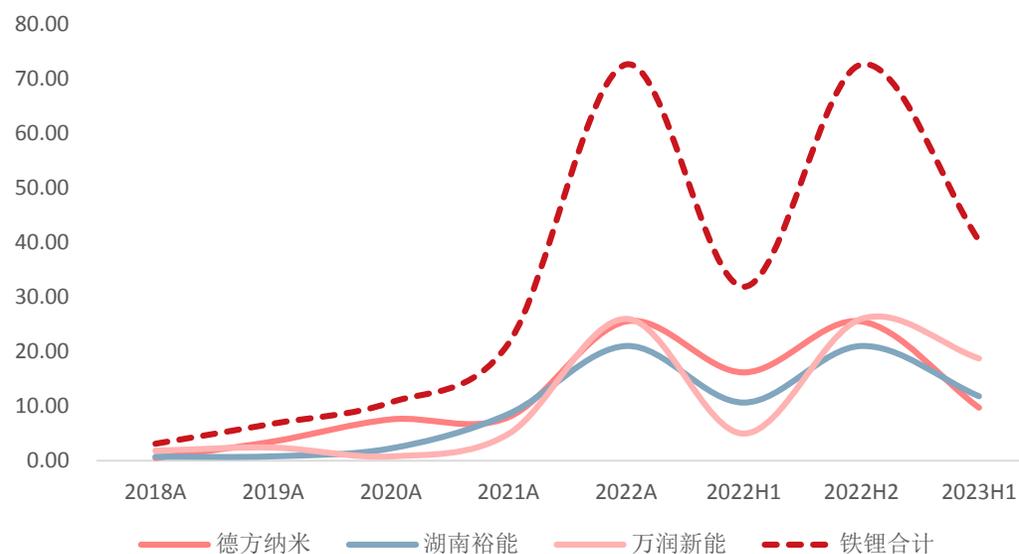
# 资本开支：上半年铁锂正极新增在建工程下降63%，购固支付现金环比下降44%

◆ 2023年上半年铁锂正极环节新增在建工程下降63%，购建固定资产等支付的现金环比下降44%，**扩产节奏放缓**。

图：2023年上半年铁锂正极新增在建工程下降63%



图：2023年上半年铁锂正极购固支付现金环比下降44%



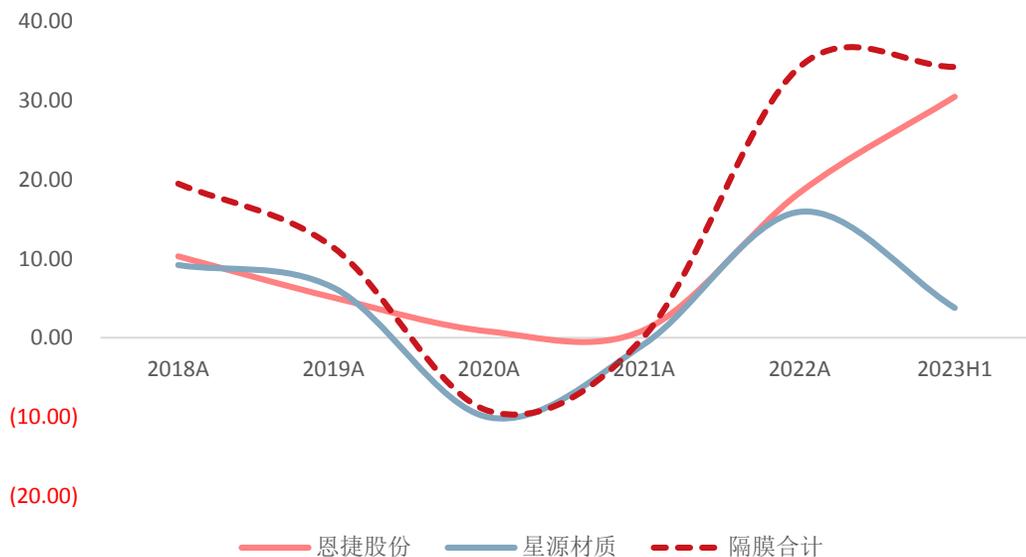
资料来源：Wind，中信建投

资料来源：Wind，中信建投

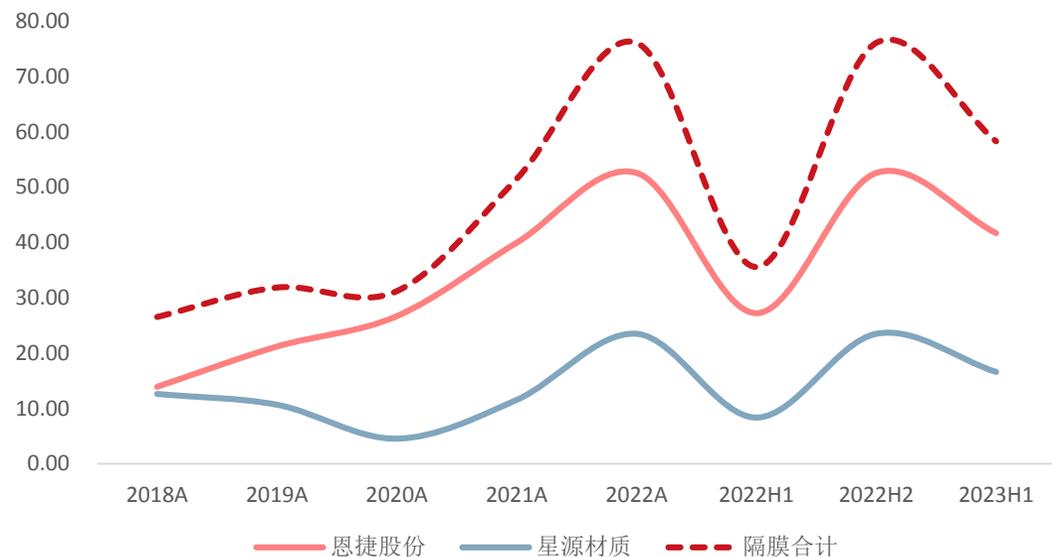
# 资本开支：上半年隔膜新增在建工程持平，购固支付现金环比下降23%

- ◆ 2023年上半年隔膜正极环节新增在建工程同比持平，龙头持续扩张，购建固定资产等支付的现金环比下降23%，未明显出现投资放缓迹象。

图：2023年上半年隔膜新增在建工程持平



图：2023年上半年隔膜正极购固支付现金环比下降23%



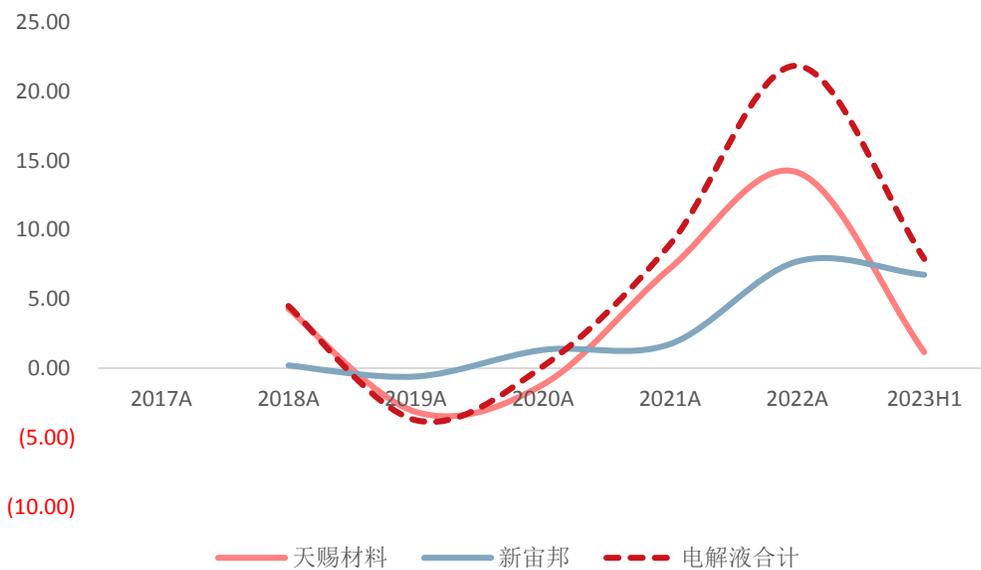
资料来源：Wind，中信建投

资料来源：Wind，中信建投

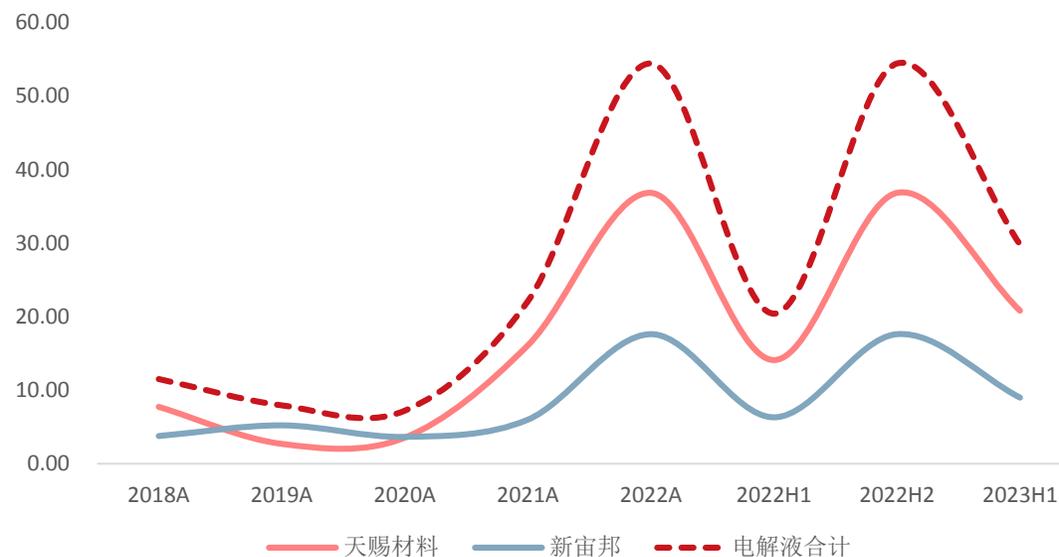
# 资本开支：上半年电解液新增在建工程下降64%，购固支付现金环比下降45%

◆ 2023年上半年电解液环节新增在建工程下降64%，购建固定资产等支付的现金环比下降45%，**扩产节奏放缓**。

图：2023年上半年电解液新增在建工程下降64%



图：2023年上半年电解液购固支付现金环比下降45%



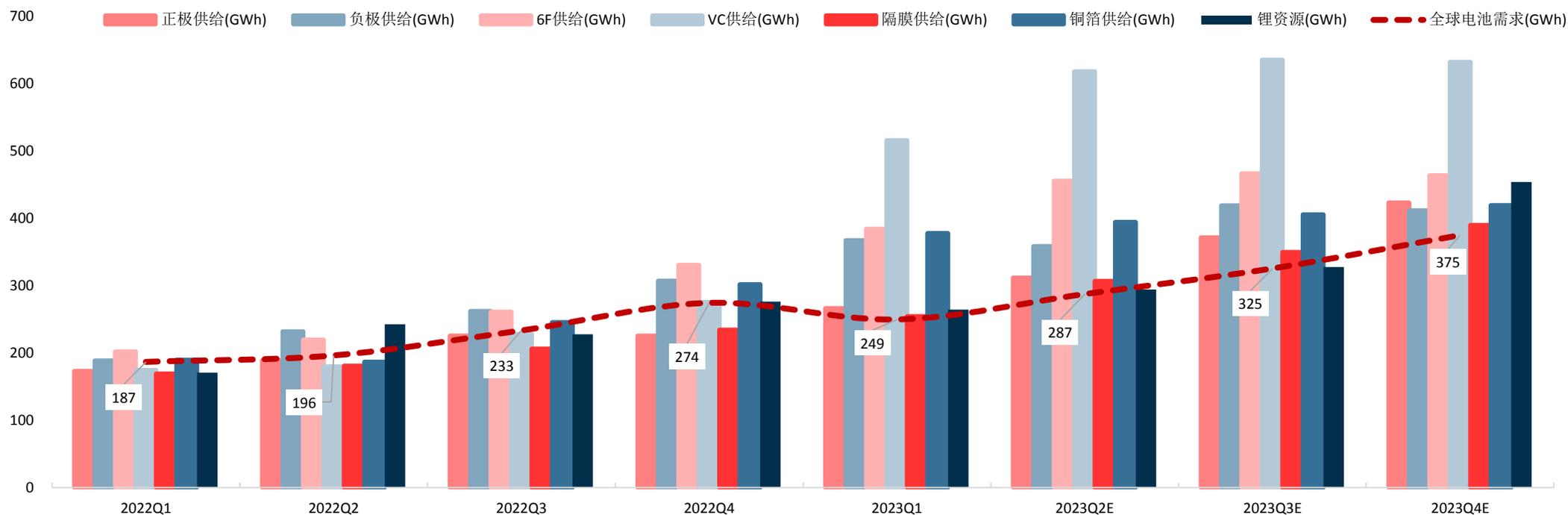
资料来源：Wind，中信建投

资料来源：Wind，中信建投

# 产能快速扩张，格局加速恶化，预计在扩产放缓背景下2024年部分环节向好

- ◆ 上市公司融资及非上市公司的扩产导致格局恶化加速，2022年下半年开始部分产能过剩，2023年全面过剩。
- ◆ 从供需表上看，在扩产放缓背景下，到2023年四季度供需开始向好，考虑扩产放缓、现金流等综合情况，**预计供需出清顺序为电解液、三元正极、铁锂正极、负极和隔膜，部分环节到2024年二季度前后完成优化。**

图：2022年下半年开始部分产能过剩，2023年全面过剩（单位GWh）



资料来源：各公司公告，Wind，中信建投

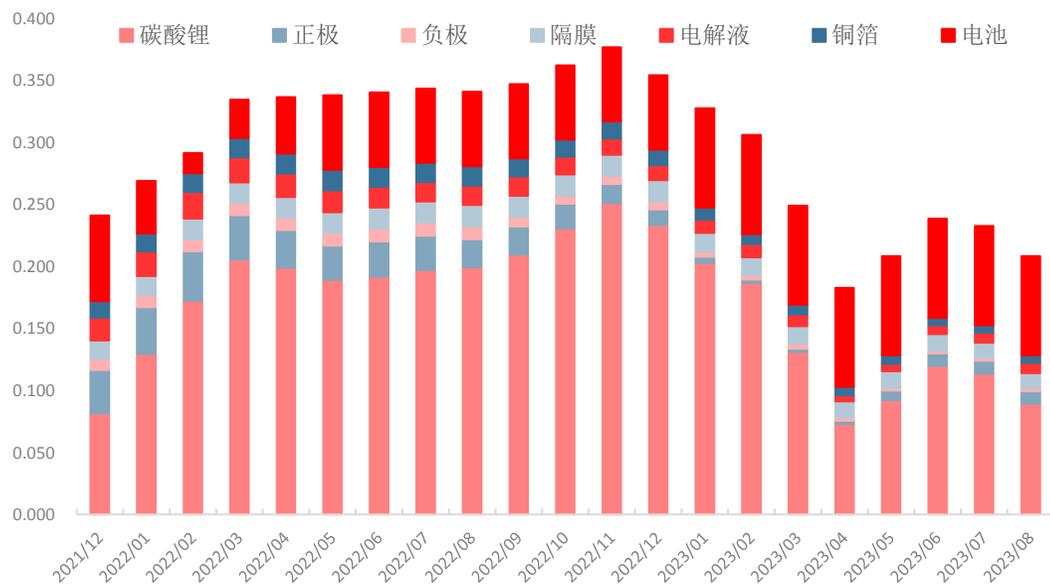
## 三、总结

- ◆ **产业链利润分配：二季度产业链利润继续下降，电池占比持续提升**
- ◆ **各环节财务指标对比：锂资源盈利下滑明显，负极有所提升，电池截留利润继续上行核心矛盾及观点**

# 利润分配：二季度产业链利润继续下降，电池占比持续提升

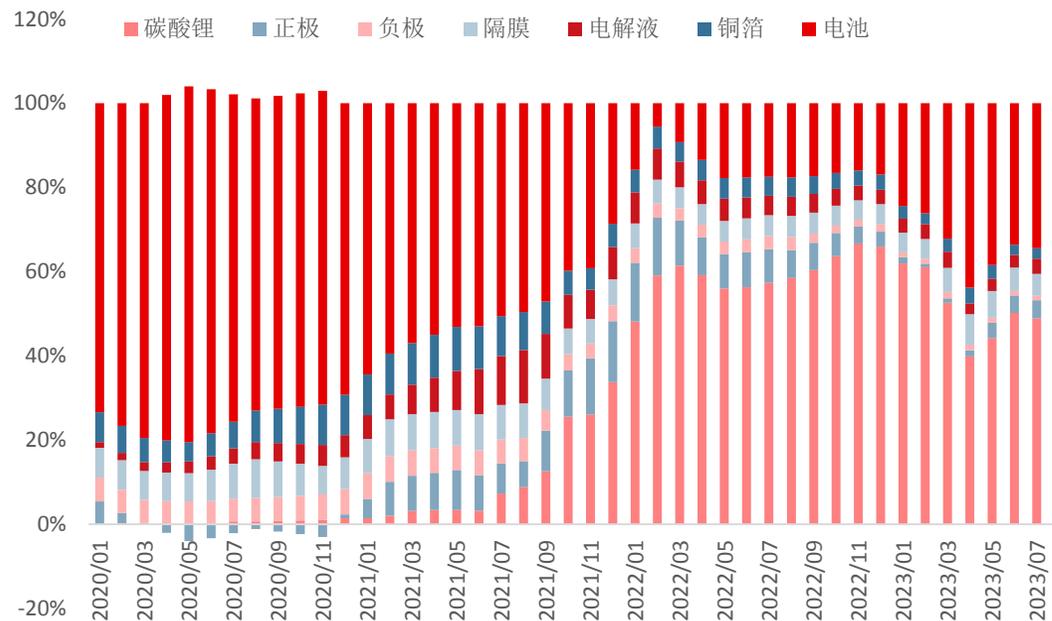
- ◆ 产业链利润分配方面，整体来看：Q2受制于锂价大跌，产能利用率低位，需求疲软之下产业链利润整体萎缩；分环节来看：正极、铜箔、电解液季度性环比下降较多，隔膜环节盈利产业链占比稳定，电池环节连续6个季度持续提升。

图：二季度利润继续下降，但月度修复（亿元/GWh）



资料来源：公司公告，Wind，中信建投

图：利润占比电池扩大，上游缩小

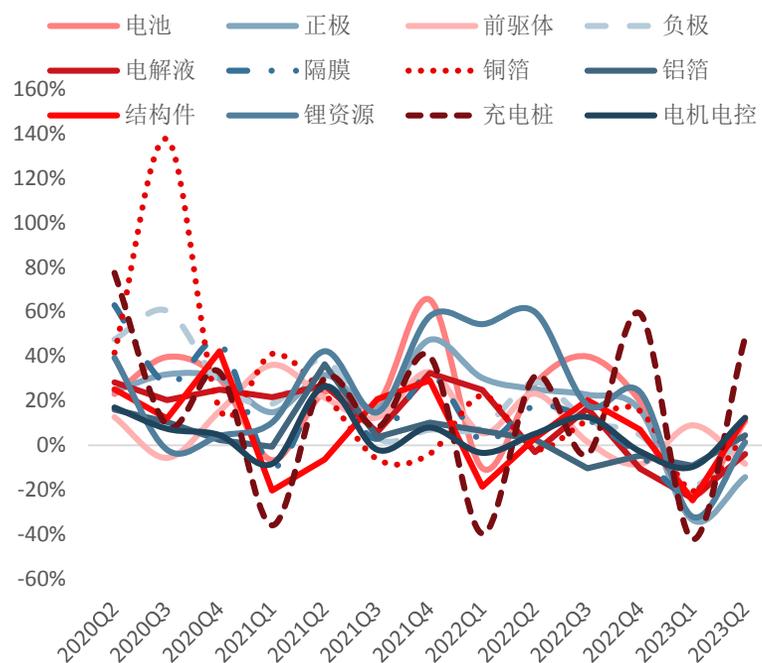


资料来源：公司公告，Wind，中信建投

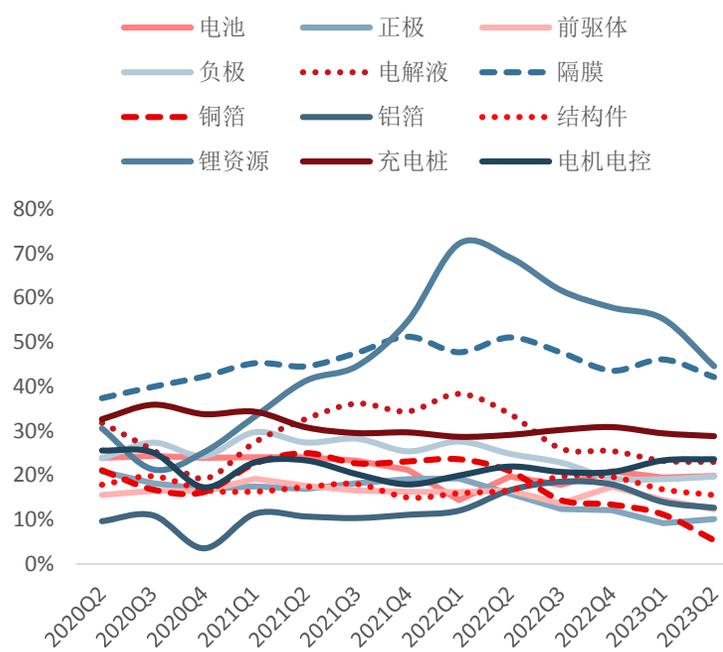
# 各环节财务对比：锂资源盈利下滑明显，负极有所提升，电池截留利润继续上行

- ◆ **季度来看**，各环节受二季度去库影响，营收增速和利润率环比均有回落，但稼动率有所提升，铜箔继续降价盈利到0附近，隔膜价格下行对应盈利能力回落，正极亏损收窄，电解液、结构件、前驱体等相对稳定，电池截留利润继续上行。
- ◆ **营收增速**：充电桩 > 隔膜 > 结构件 > 电池 > 负极 > 铜铝箔 > 锂 > (零增长) > 电解液 > 前驱体 > 正极。
- ◆ **毛利率**：锂 > 隔膜 > 充电桩 > 电机电控 > 电解液 > 电池 > 负极 > 结构件 > 铝箔 > 前驱体 > 正极 > 铜箔。
- ◆ **净利率**：锂资源 > 隔膜 > 电解液 > 负极 > 电池 > 充电桩 > 结构件 > 前驱体 > 铝箔 > 正极 > 铜箔。

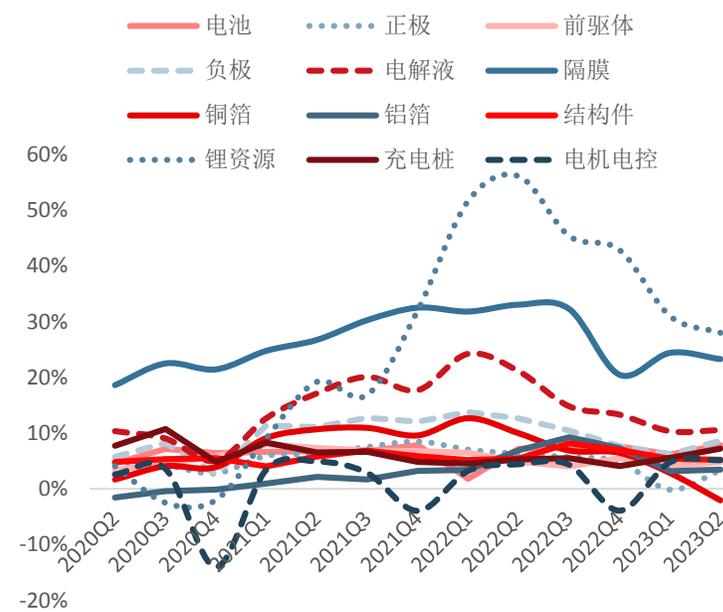
图：电动车产业链各环节营收同比增速



图：电动车产业链各环节毛利率



图：电动车产业链各环节扣非净利率



资料来源：公司公告，Wind，中信建投

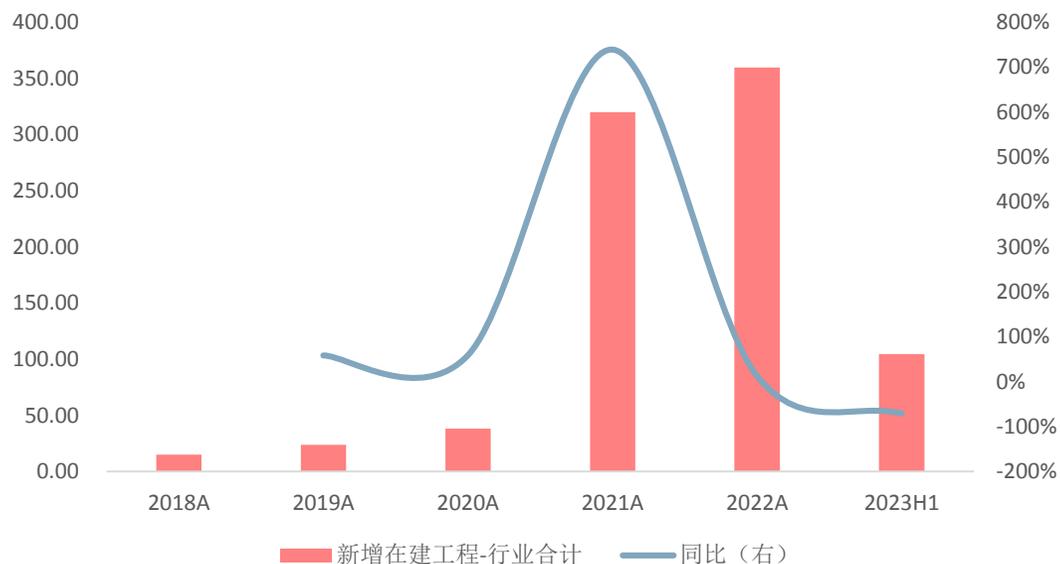
资料来源：公司公告，Wind，中信建投

资料来源：公司公告，Wind，中信建投

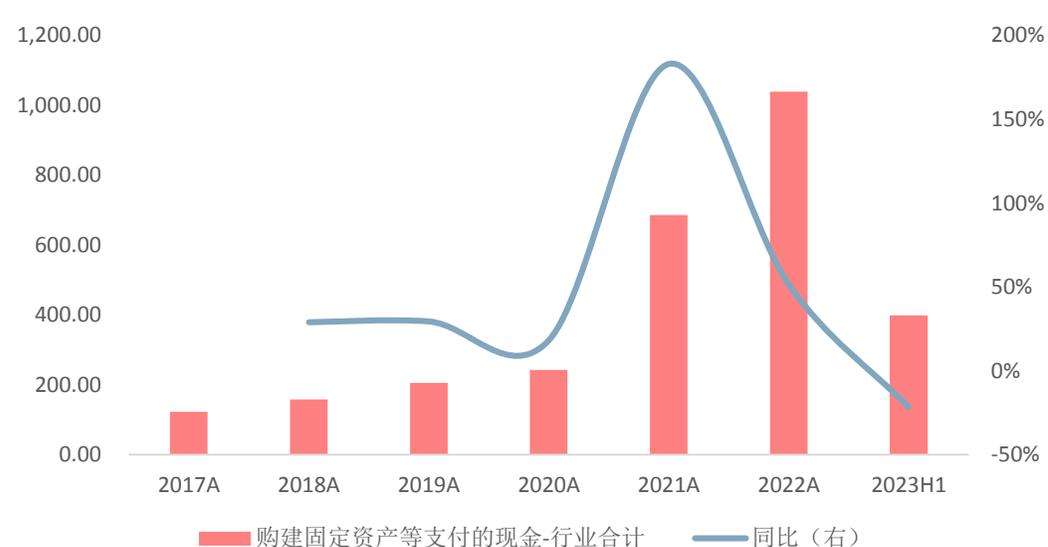
# 扩产对比：行业整体新增在建工程、购建支付现金等指标上半年明显下降

- ◆ **行业整体（这里指的细分环节主要上市公司，并非实际全行业数据）新增在建工程、购建固定资产等支付的现金等指标2023年上半年明显下降；**新增在建工程增速最快在2021年，同比超过700%，2022年同比2%增长，考虑其基数较大且新增在建工程本来就是增量指标，故而在2022年仍大量投入，**2023年上半年新增在建工程相对2022年下降71%，出现明显回调。**
- ◆ 购建固定资产等支付的现金增速最快同样在2021年，增速接近200%，2022年维持超过50%的增速，**2023年上半年同比2022年上半年下降22%，环比2022年下半年下降62%，实现明显下降。**

图：2023年上半年行业整体新增在建工程下降71%



图：2023年上半年购建固定资产等支付现金同比下降22%



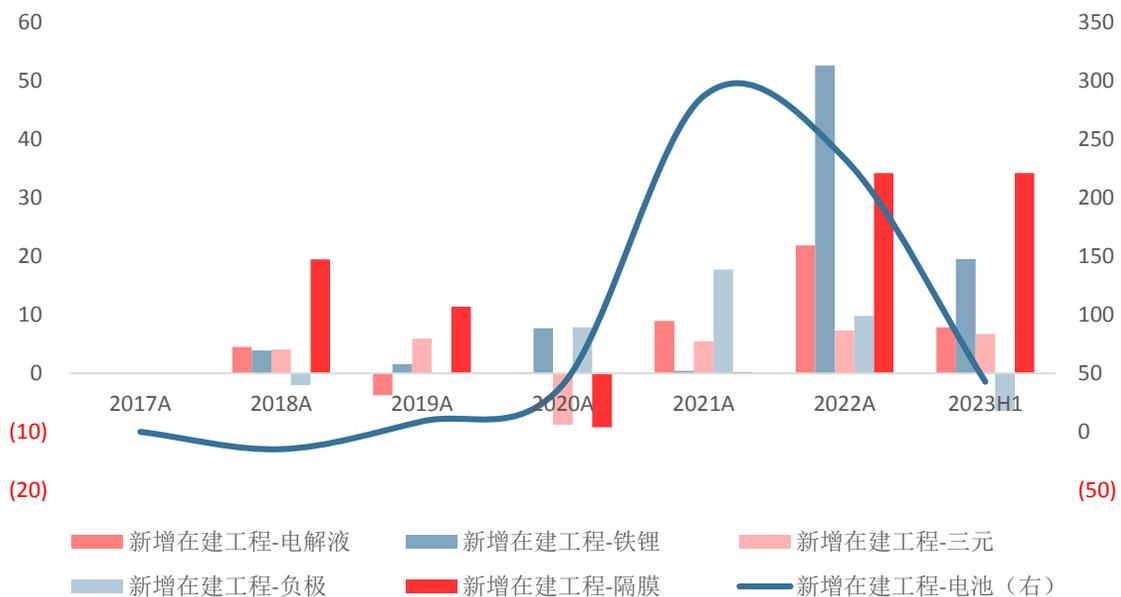
资料来源：Wind，中信建投

资料来源：Wind，中信建投

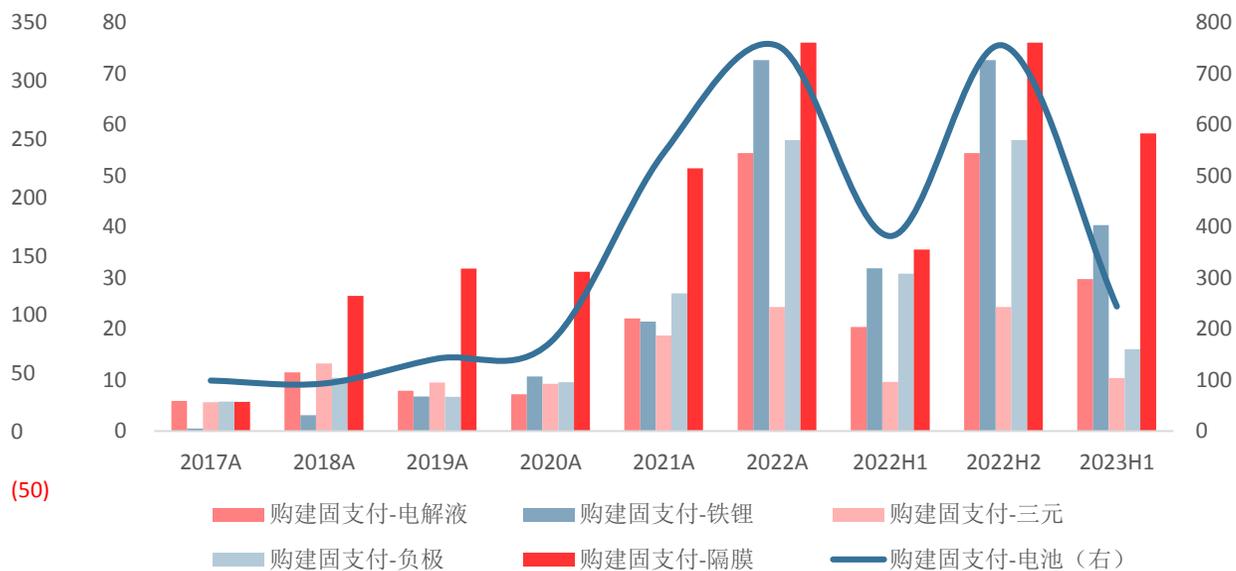
# 扩产对比：资本开支放缓，负极最明显，隔膜影响较小

- ◆ **从扩产指标上看，各环节资本开支明显放缓。新增在建工程方面**，相较于2022年底，2023年上半年负极新增在建工厂转负（新增小于转固），其他环节大幅下降，电池、电解液、铁锂和三元分别下降82%、64%、63%、10%，隔膜持平。
- ◆ **购建固定资产等支付的现金方面**，环比2022年下半年，负极、电池、三元、电解液、铁锂和隔膜分别下降72%、68%、57%、45%、44%和23%。

图：2023年上半年除隔膜各环节新增在建工程降幅超60%



图：2023年上半年购建固定资产等支付现金环比20%至70%下降



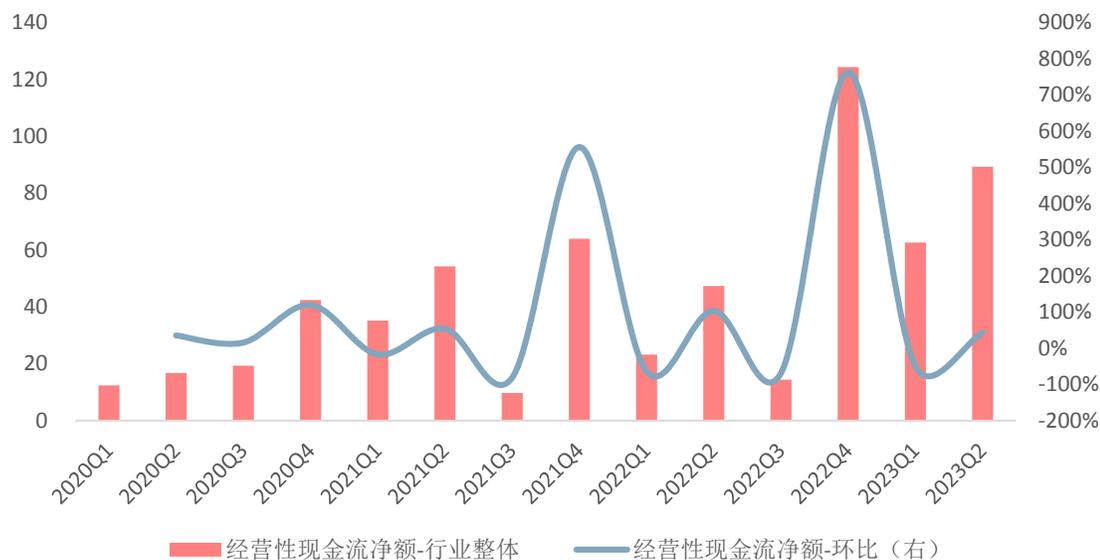
资料来源：Wind，中信建投

资料来源：Wind，中信建投

# 现金流对比：Q2行业整体经营性现金流净额环比回升，货币资金环比持平

- ◆ **行业整体**（这里指的细分环节主要上市公司，并非实际全行业数据），从现金流指标看，2023Q2经营性现金流净额环比回升，主要系整体去库所致，货币资金增速放缓，Q2环比几乎没增长。
- ◆ **经营现金流净额**，相较于2023年一季度，行业整体环比+43%，主要系含锂环节一季度低基数二季度去库所致。
- ◆ **货币资金方面**，环比一季度几乎没增长，且是在隔膜、电池强势的背景下，除上述两者外其余环节明显恶化。

图：2023年Q2经营现金流净额有所改善



图：2023年Q2货币资金环比几乎没增长



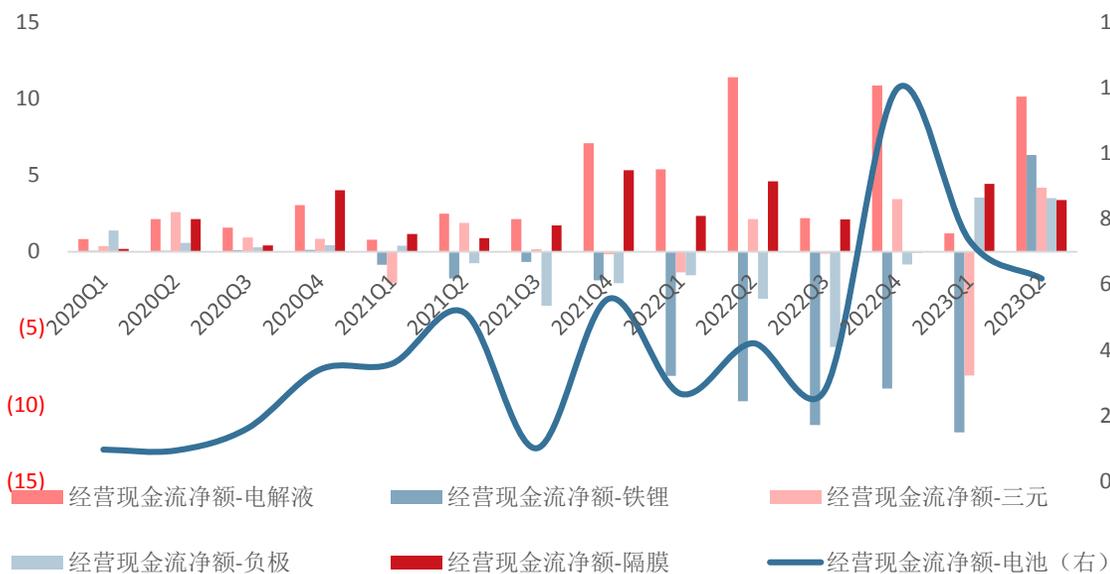
资料来源：Wind，中信建投

资料来源：Wind，中信建投

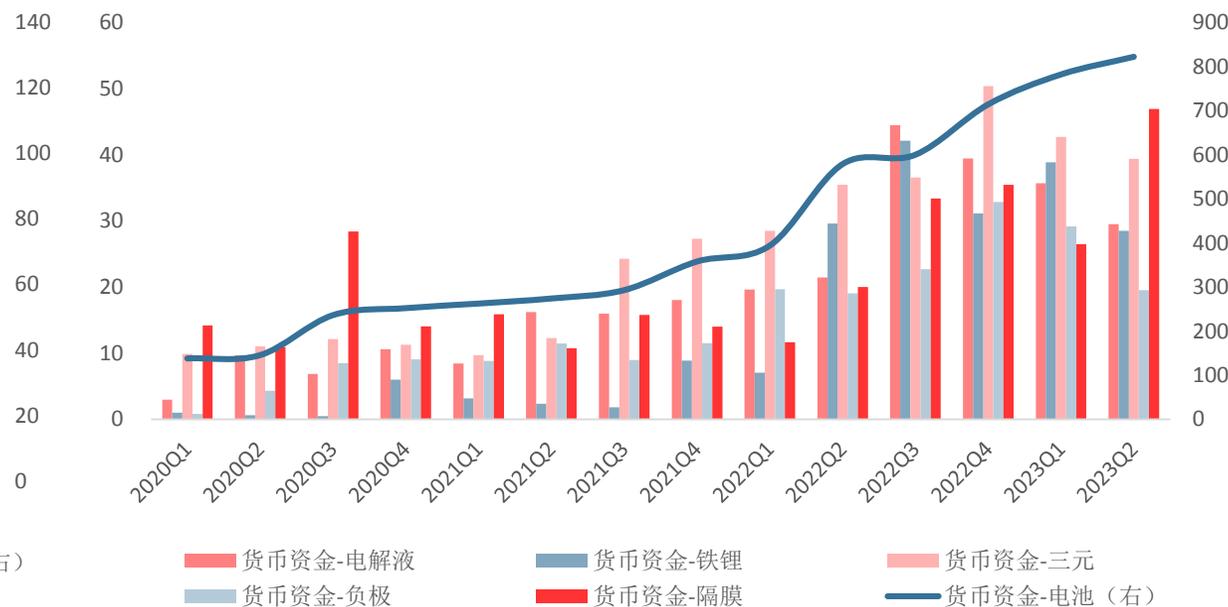
# 现金流对比：货币资金负极、铁锂明显下降，电池、隔膜坚挺

- ◆ 从现金流指标看，2023二季度经营性现金流净额略下降（含锂去库环节有所改善而上升），材料环节货币资金下降，电池持续上升。经营现金流净额，相较于2023年一季度，含锂材料由于去库等因素，经营现金流净额转好，电池、隔膜和负极略下降。
- ◆ 货币资金方面，环比一季度除电池、隔膜（有再融资）外下降20%至30%，隔膜、电池、三元、电解液、铁锂、负极分别+77%、+5%、-8%、-17%、-27%、-33%。

图：2023年Q2含锂材料平均经营现金流净额改善，电池高位



图：2023年Q2电池货币资金继续上行，隔膜融资，材料下降



资料来源：Wind，中信建投

资料来源：Wind，中信建投

## 风险提示

---

- 1) 下游新能源汽车产销不及预期：销量端可能受到疫情反复、需求疲软影响而不及预期；产量端可能受到上游原材料价格大幅波动、限电、疫情反复等影响不及预期，进而影响产业链盈利能力和估值。
- 2) 原材料价格上涨超预期：2021年以来原材料价格持续上涨，同时原材料价格阶段性出现大幅波动性，价格高位及不稳定性对于终端需求有一定影响，对产业链相关公司盈利能力影响较大。
- 3) 锂电产业链重点项目推进不及预期：重点项目的推进是相关公司支撑营收和利润的关键，也是成长性的反映，重点项目推进不及预期将影响当期和远期业绩，同时影响产业链稳定性。

## 分析师介绍

**许琳：**中信建投新能源汽车锂电与材料首席分析师，7年主机厂供应链管理+2年新能源车行业研究经验，主要覆盖新能源汽车、电池研究。

**刘溢：**上海交通大学材料学硕士，研究方向为新能源汽车产业链及新技术，2022年所在团队荣获新财富最佳分析师评选第四名，2022年上证报最佳电力设备新能源分析师第二名，金麒麟评选光伏设备第二名，金麒麟电池行业第三名，金麒麟新能源汽车第三名，水晶球新能源行业第三名，水晶球电力设备行业第五名。

## 研究助理

**屈文敏** quwenmin@csc.com.cn

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅15%以上
		增持	相对涨幅5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅5%—15%
		卖出	相对跌幅15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅10%以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：(i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 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而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
东城区朝内大街2号凯恒中心B  
座12层  
电话：(8610) 8513-0588  
联系人：李祉瑶  
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
浦东新区浦东南路528号南塔2103室  
电话：(8621) 6882-1612  
联系人：翁起帆  
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
福田区福中三路与鹏程一路交汇处  
广电金融中心35楼  
电话：(86755) 8252-1369  
联系人：曹莹  
邮箱：caoying@csc.com.cn

### 中信建投（国际）

香港  
中环交易广场2期18楼  
电话：(852) 3465-5600  
联系人：刘泓麟  
邮箱：charleneliu@csci.hk