

新能源车

终端销量大幅攀升，中游多个环节量价齐升

-新能源汽车产业链 2021H1 财报总结

评级：增持（维持）

分析师：苏晨

执业证书编号：S0740519050003

Email: suchen@r.qlzq.com.cn

分析师：陈传红

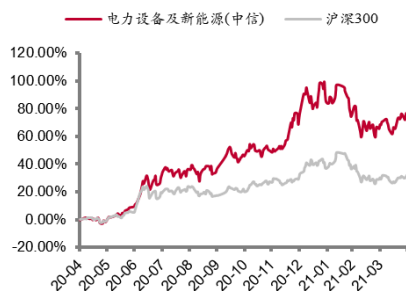
执业证书编号 S0740519120001

Email: chench@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	268
行业总市值(百万元)	6585589
行业流通市值(百万元)	5510573

行业-市场走势对比



相关报告

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE			
		2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
宁德时代	526.10	2.40	5.75	7.24	9.54	217	91	72	55
恩捷股份	268.42	1.26	2.80	5.00	7.64	225	101	57	37
三花智控	26.20	0.41	0.53	0.61	0.70	59	45	39	34

备注：股价截止于 2021-09-6

投资要点

- **新能源汽车市场回顾：①整车端：**据 Marklines 数据，2021 年 1-7 月全球电动车销量累计 288 万辆，同比+159%。**②锂电中游及上游环节竞争格局：**电池：21H1，CATL 装机量 34.1GWh，市占率 30%；隔膜：2021H1，中国锂电隔膜出货量 34.5 亿平，同比增长 202%，其中 CR3=70%。**③零部件：**三花智控等头部公司持续兑现业绩。
- **2021H1 分化持续演绎，龙头效应凸显：**新能源汽车板块整体营收 4857 亿元，剔除整车环节后营收 2439 亿元；板块整体归母净利润 320 亿元，剔除整车环节后 249 亿元；板块整体扣非归母净利润 254 亿元，剔除整车环节后 218 亿元。细分子行业看：竞争格局持续集中，中游锂电龙头业绩持续增长，扩产集中在头部企业，马太效应显著：
 - ①**营收增速排序：**铜箔（168%）>正极（136%）>电解液（125%）>负极（103%）>锂电池（94%）>隔膜（93%）>六氟磷酸锂（88%）>锂电设备（72%）>钴资源（62%）>电机电控（56%）>整车（55%）>锂资源（54%）>新能源零部件（32%）。
 - ②**扣非归母净利润排序：**锂电池（55.58 亿）>整车（35.77 亿）>新能源零部件（33.18 亿）>正极（23.16 亿）>电机电控（19.98 亿）>钴资源（18.08 亿）>隔膜（13.12 亿）>负极（11.75 亿）>锂资源（11.71 亿）>电解液（11.65 亿）>六氟磷酸锂（8.77 亿）>锂电设备（6.81 亿）>铜箔（4.20 亿）。
 - ③**扣非归母增速排序：**铜箔（2797%）>六氟磷酸锂（1238%）>负极（764%）>正极（479%）>钴资源（410%）>锂资源（373%）>整车（308%）>锂电池（261%）>隔膜（219%）>电机电控（142%）>新能源零部件（139%）>电解液（119%）>锂电设备（14%）。
- **锂资源盈利能力增强，隔膜毛利率仍然维持较高水平。**具体看细分子行业毛利率水平，2021 年 H1：各个细分子行业毛利率由高至低依次为：锂资源（39.6%）>隔膜（35.2%）>电解液（34.7%）>负极（33.8%）>铜箔（27.8%）>六氟磷酸锂（27.7%）>钴资源（26.5%）>锂电设备（25%）>电机电控等（23.2%）>新能源零部件（22.8%）>锂电池（21.2%）>正极（19.7%）>整车（13.8%）。
- **21H1 研发投入持续高增长。**2021 年上半年新能源汽车板块研发费用共 201.60 亿元，同比增长 42.2%，占行业营业收入 4.15%，占比较 2020 年同期基本持平。剔除整车，行业研发费用共 125.71 亿元，同比增长 58.9%。
- **2Q21 行业高景气度持续，供需维持紧平衡。**
 - ①**营收上看：**21Q2 营收 2592 亿元，同比+44%；剔除整车端影响，营收 1369 亿元，同比+77%。
 - ②**扣非归母净利润看：**21Q2，板块整体扣非归母净利润 143 亿元，同比+151%。剔除整车后为 125 亿元，同比+230%。
 - ③**存货看：**21Q2，行业整体存货 1801 亿元，同比+46%；剔除整车后行业存货 1186 亿，同比+48%。
 - ④**细分子行业营收排序：**细分子行业环比增速由高至低依次为：锂电设备（79%）>锂资源（54%）>正极（34%）>电解液（32%）>电机电控（31%）>隔膜（27%）>铜箔（26%）>六氟磷酸锂（24%）>锂电池（24%）>负极（22%）>钴资源（19%）>整车（2%）>新能源零部件（-0.03%）。
- **投资建议：**21 年全球电动车销量开始步入新的 2.0 时代，我们预计中美将重回高增长，欧洲碳排放约束力仍然强劲。随着供给端进入优质电动智能

车型竞争的正向循环，行业发展越来越接近自发需求爆发的拐点，从线性增长过渡到J型增长。我们预计，2021年全球电动车销量590万，同比增长85%+。从投资机会角度看，由于需求爆发到了临界点，我们认为成长和周期可能共舞，同时智能化将加速。21年板块中成长、周期和重塑的投资机会多点开花。

- **风险提示：**新能源汽车销量不及预期，政策大幅变动，竞争加剧导致产品价格下跌风险，研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。行业数据进行了一定地筛选和划分，或与实际情况存在偏差风险。

内容目录

一、2021H1 新能源车市场回顾	- 6 -
1.1 电动车销量翻倍增长，新车型投放加速	- 6 -
国内：产销持续创新高，两端市场进一步打开	- 6 -
海外：欧洲继续高歌猛进，美国开始迈入拐点	- 7 -
车企：21 年销量增长显著，优质车型加速推出	- 8 -
1.2 锂电中游：新能源汽车景气向上，电池需求高速增长	- 10 -
1.3 上游资源：2021H1 价格涨幅明显	- 12 -
二、分析范围及方法	- 14 -
三、2021 年半年报财报总结：龙头公司强者恒强，产业链现金流改善	- 15 -
3.1 行业整体：行业高景气，产业链公司盈利提升	- 15 -
3.2 细分子行业：盈利分化，优质龙头表现突出	- 16 -
3.3 行业持续高研发投入，整体研发费用占比提升	- 27 -
四、2021 年 Q2 财报总结：产销高景气，营收高增长	- 30 -
4.1 行业整体：月度排产环比持续向上，龙头公司业绩高增	- 30 -
4.2 细分子行业：中游环节量价齐升，业绩环比持续提高	- 31 -
五、细分领域重点龙头公司分析	- 37 -
六、投资建议	- 40 -
七、风险提示	- 41 -

图表目录

图表 1：2021 年 1-7 月全球电动车销量 288 万辆，同比增长 159%	- 6 -
图表 2：新能源车月度销量（万辆）	- 6 -
图表 3：新能源车累计销量（万辆）	- 6 -
图表 4：新能源汽车月度产销数据（万辆）	- 7 -
图表 5：中国新能源乘用车车型销量占比情况	- 7 -
图表 6：欧洲电动车月度销量及渗透率（辆）	- 8 -
图表 7：美国电动车月度销量及渗透率（辆）	- 8 -
图表 8：2020-2021 年 7 月全球电动车销量前十车企（万辆）	- 8 -
图表 9：2020-2021 年 7 月销量排名前 15 车型（万辆）	- 9 -
图表 10：2022 年主要车企重点新车规划	- 9 -
图表 11：2020-2021H1 国内动力电池月度装机量（GWh）	- 10 -
图表 12：2019-2021H1 全球动力电池装机量 Top5 企业（GWh）	- 11 -
图表 13：动力电池价格（元/wh）	- 11 -
图表 14：正极材料价格（万元/吨）	- 12 -
图表 15：负极材料价格（万元/吨）	- 12 -

图表 16: 6F 价格 (万元/吨)	- 12 -
图表 17: 三元电池电解液均价 (万元/吨)	- 12 -
图表 18: 隔膜价格 (元/平米)	- 12 -
图表 19: 2019-2021H1 钴 MB 报价 (美元/磅)	- 13 -
图表 20: 锂资源 (万元/吨)	- 13 -
图表 21: 2021 半年报及二季度财报分析所选标的	- 14 -
图表 22: 2021H1 新能源汽车板块业绩梳理	- 16 -
图表 23: 细分子行业年度营收 (亿元)	- 16 -
图表 24: 细分子行业营收同比增速 (%)	- 16 -
图表 25: 2021 上半年各细分板块营收同比增速对比	- 17 -
图表 26: 历年细分子行业营收及同比增速汇总表	- 17 -
图表 27: 2021 上半年营业收入同比增速排名前二十公司	- 18 -
图表 28: 细分子行业扣非净利润 (亿元)	- 18 -
图表 29: 细分子行业扣非净利润同比增速	- 18 -
图表 30: 2021 上半年各细分板块扣非净利润同比增速对比	- 19 -
图表 31: 历年细分子行业扣非归母净利润及同比增速汇总表	- 19 -
图表 32: 2021 上半年扣非归母净利润同比增速排名前二十公司	- 20 -
图表 33: 细分子行业毛利率水平变化汇总表	- 20 -
图表 34: 细分子行业 2020-2021H1 年度毛利率	- 21 -
图表 35: 新能源汽车锂电产业链毛利率 (个股及行业)	- 21 -
图表 36: 2020-2021H1 年细分子行业应收账款	- 23 -
图表 37: 2021H1 细分子行业经营性现金流净额 (亿)	- 24 -
图表 38: 细分子行业经营现金流净额 (亿元)	- 24 -
图表 39: 细分子行业投资性现金流净额 (亿元)	- 25 -
图表 40: 细分子行业存货 (亿元) 及同比变动	- 25 -
图表 41: 资产减值损失及同比 (亿元)	- 26 -
图表 42: 行业在建工程 (亿元)	- 27 -
图表 43: 21H1 细分子行业研发费用 (亿元)	- 28 -
图表 44: 21H1 细分子行业研发费用/营业收入	- 28 -
图表 45: 20H1-21H1 研发支出 (亿元)、研发支出占比及同比增速	- 28 -
图表 46: 新能源汽车产业细分子行业个股 2021H1 业绩汇总 (亿元)	- 29 -
图表 47: 新能源车细分子行业 2021Q2 财务指标汇总	- 30 -
图表 48: 细分子行业单季度营收 (亿元)	- 31 -
图表 49: 细分子行业 Q2 营收环比增速对比 (%)	- 31 -
图表 50: 2021Q2 营收环比增速排名前二十公司	- 32 -

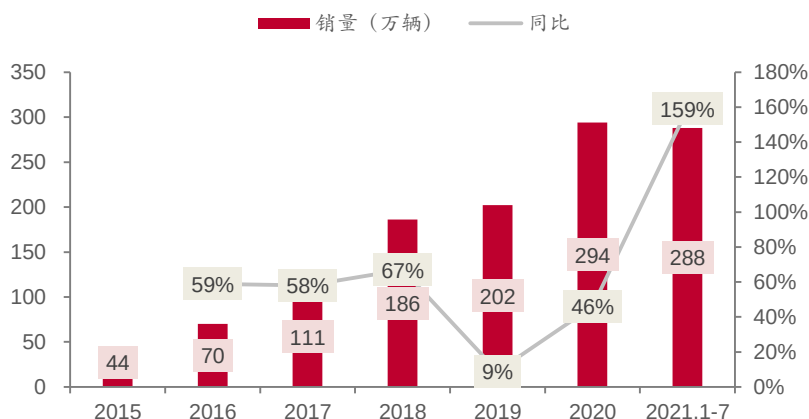
图表 51: 2021Q2 各细分板块扣非归母净利润同比、环比增速	- 33 -
图表 52: 2021Q2 扣非归母净利润规模排名前二十公司	- 33 -
图表 53: 细分子行业单季度毛利率水平	- 34 -
图表 54: 细分子行业行业应收款项及变动 (亿元)	- 34 -
图表 55: 2021H1 经营性现金流量净额及同比增速 (亿元)	- 35 -
图表 56: 投资活动现金流量净额 (亿元)	- 35 -
图表 57: 细分子行业存货及同比 (亿元, %)	- 36 -

一、2021H1 新能源车市场回顾

1.1 电动车销量翻倍增长，新车型投放加速

- **2021 年 1-7 月全球电动车销量同比增长明显。**据 Marklines 数据，2021 年 1-7 月全球电动车销量累计 288 万辆，同比+159%。全球各国对电动车的支持力度加大。车企电动化转型目标明确，步伐加快，优质车型供给爆发。我们认为目前全球电动化进入从政策驱动变为自发供需快速迭代的成长 2.0 时代。

图表 1：2021 年 1-7 月全球电动车销量 288 万辆，同比增长 159%

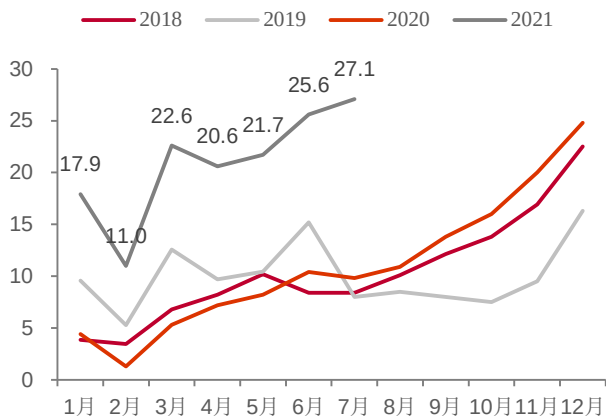


来源：Marklines，中泰证券研究所

国内：产销持续创新高，两端市场进一步打开

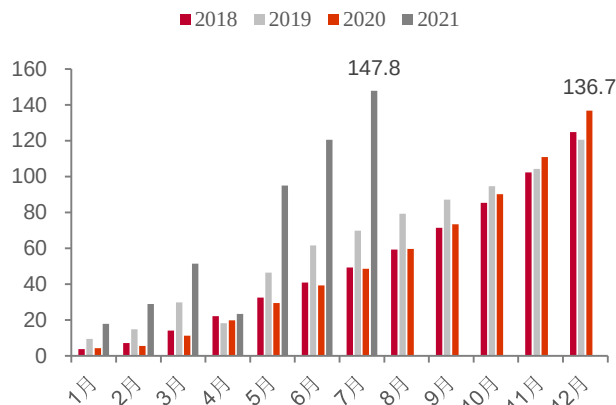
- 据中汽协数据，2021 年 7 月新能源车销量 27.1 万辆，环比+5.8%，同比+164.4%，继续刷新当月历史记录。1-7 月新能源车累计销量已超过 2020 全年销量，达到 147.8 万辆，同比+197.1%，行业维持高景气度。2021 年补贴退坡 20%后，1-7 月新能源车渗透率依次为 7.2%、7.6%、8.9%、9.1%、10.2%，12.7%，14.5%，持续向上，驱动因素从政策到市场自发需求进一步得到验证。

图表 2：新能源车月度销量 (万辆)



来源：中汽协，中泰证券研究所

图表 3：新能源车累计销量 (万辆)



来源：中汽协，中泰证券研究所

图表4：新能源汽车月度产销数据（万辆）

新能源车-产量	新能源车合计	乘用车合计	EV 乘用车	PHEV 乘用车	商用车合计	EV 商用车	PHEV 商用车
2021 年 7 月	28.4	27	21.9	5.1	1.4	1.3	0.07
环比	14.3%	15.3%	14.7%	18.3%	-2.4%	-2.1%	105.9%
同比	170.8%	180.0%	189.4%	146.1%	65.6%	63.4%	114.8%
21 年累计	150.4	142.4	118.2	24.2	8	7.8	0.2
累计同比	195.6%	210.7%	242.9%	113.0%	58.9%	64.4%	-30.8%
新能源车-销量	新能源车合计	乘用车合计	EV 乘用车	PHEV 乘用车	商用车合计	EV 商用车	PHEV 商用车
2021 年 7 月	27.1	25.6	20.6	5	1.5	1.4	0.06
环比	5.8%	6.0%	4.2%	14.0%	2.3%	1.4%	57.7%
同比	164.4%	175.0%	179.0%	159.7%	58.2%	54.3%	116.5%
21 年累计	147.8	139.8	114.9	24.9	8.1	7.8	0.2
累计同比	197.1%	212.3%	235.2%	137.5%	60.9%	67.0%	-36.8%
新能源车渗透率	14.5%	16.5%			4.8%		

来源：中汽协，中泰证券研究所

- 据乘联会，2021 年 7 月新能源乘用车批发量为 24.6 万辆，同比+203%，环比+5%；零售量为 22.2 万辆，同比+169%，环比-3%。从渗透率看，自主品牌新能源车渗透率 30%，豪华车 8%，主流合资品牌 2.5%。从销量结构看，高低两端市场进一步打开。从车企角度，上汽通用五菱、长城欧拉、特斯拉、造车新势力等分别占领高低两端市场。

图表5：中国新能源乘用车车型销量占比情况

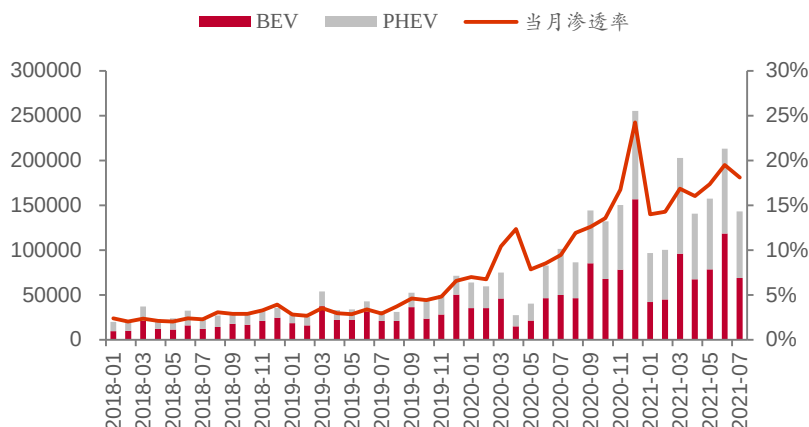
车型		21 年 7 月	同比	环比	占比	21 年累计	累计同比	累计占比	20 年占比
纯电动	A00	59302	354%	-6%	30%	385412	552%	35%	32%
	A0	29258	276%	36%	15%	126414	220%	11%	10%
	A	57318	111%	7%	29%	267532	85%	24%	34%
	B	49204	207%	-1%	25%	310695	304%	28%	22%
	C	3193	234%	-36%	2%	19820	433%	2%	1%
纯电动合计		198275	205%	3%	81%	1109873	243%	83%	82%
插电混动	A	25583	290%	19%	54%	115851	244%	50%	36%
	B	18648	218%	8%	39%	94713	185%	41%	48%
	C	2432	-29%	26%	5%	17847	5%	8%	15%
插电混动合计		47329	196%	16%	19%	230567	172%	17%	18%
新能源乘用车总		245604	203%	5%	100%	1340440	228%	100%	100%

来源：乘联会，中泰证券研究所

海外：欧洲继续高歌猛进，美国开始迈入拐点

- 欧洲：严苛的碳排放政策和经济性驱动，销量及渗透率呈向上趋势。2021 年 7 月欧洲十国电动车销量 14.30 万辆，同比+41%，环比-33%，电动化渗透率为 17.8%。1-7 月累计销量为 105.38 万辆，同比+134%。长期看，欧洲迈向碳中和已成较为一致的预期，发展新能源车为减少碳排的重要途径之一。欧洲多国设定了禁售燃油车时间，并加大电池、充电设施等新能源产业方面的相关投资，传统车企转向电动化发展规划明确，赋予了电动车产业长期成长性。

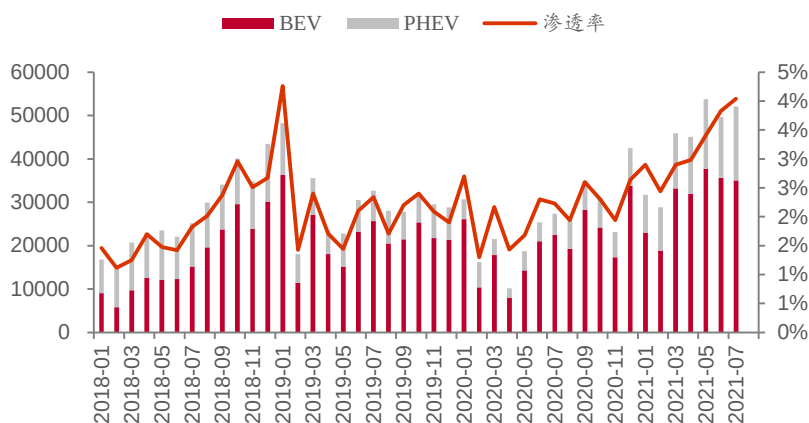
图表 6：欧洲电动车月度销量及渗透率（辆）



来源：各国公告合计数据，中泰证券研究所

- **美国：政策迈入拐点，销量有望迎来爆发。**7月美国电动车销量 52055 辆，同比+90%，环比+5%，电动化渗透率持续提升至 4.0%。1-7 月累计销量 30.7 万辆，同比+205%。拜登政府鼓励从国产化产业链、建设充电桩以及推动专项领域电动化几个方面来刺激美国汽车电动化。将驱动美国市场重回高增长。车企端，通用规划到 2025 年推出 30 款电动车。福特规划到 2030 年所有在售乘用车型均为电动车。拜登政府此次方案提出后，我们预计美国车企将响应号召，加快本土市场电动化转型步伐。关注美国车企电动化边际变化。

图表 7：美国电动车月度销量及渗透率（辆）



来源：autosinnovate，中泰证券研究所

车企：21 年销量增长显著，优质车型加速推出

- **按车企看，2021 年 1-7 月特斯拉电动车销量 44 万辆，保持行业第一，**同比+140%，维持较高增速。大众集团销量 35 万辆，同比+150%，排名第二。通用集团销量增长明显，1-7 月达到 26 万辆，同比+451%，超过 2020 年全年销量。中国电动车销量最高的车企为比亚迪，21 年 1-7 月销量 20 万辆，同比+180%。从车企销量可以看出，全球主流车企电动化转型速度较快，销量规模与增速提升明显。

图表 8：2020-2021 年 7 月全球电动车销量前十车企（万辆）

排名	车企	2021 年 1-7 月	同比	2020 年
1	特斯拉	44	140%	50
2	大众集团	35	150%	38
3	通用集团	26	451%	22
4	比亚迪	20	180%	18
5	Stellantis	16	204%	13
6	宝马集团	16	96%	17
7	现代起亚	15	97%	17
8	吉利集团	13	97%	16
9	戴姆勒集团	13	119%	17
10	雷诺日产	12	43%	19

来源：公司公告，Marklines，中泰证券研究所（注：2020 年 Stellantis 数据为 PSA+FCA 数据）

- **按车型看**，2020-2021 年畅销电动车型排名变化较大，优质电动车销量快速提升。21 年 1-7 月特斯拉 Model Y 销量 14.9 万辆，成为新爆款车型。Model 3 销量 27.9 万辆，自 18 年推出连续成为全球最畅销电动车型之一。五菱宏光 MINI EV 激活了低端代步市场电动化，21 年 1-7 月销量 21.0 万辆，为中国市场最畅销车型之一。大众 ID3 销量 3.6 万辆，ID4 销量 3.8 万辆，为欧洲最畅销车型之一。

图表 9：2020-2021 年 7 月销量排名前 15 车型（万辆）

排名	车型	2021 年 1-7 月	同比	排名	车型	2020 年
1	Model 3	27.9	81%	1	Model 3	33.6
2	五菱宏光 MINI EV	21.0	2753%	2	五菱宏光 MINI EV	12.7
3	Model Y	14.9	1454%	3	ZOE	10.1
4	汉	4.5	3600%	4	Model Y	7.1
5	起亚 NIRO	3.9	83%	5	ID.3	5.6
6	理想 ONE	3.9	269%	6	现代 Kona	5.4
7	奔奔	3.8	758%	7	Leaf	5.4
8	ID.4	3.8	-	8	Golf	5.2
9	ZOE	3.7	-22%	9	NIRO	4.9
10	eQ1	3.7	184%	10	沃尔沃 XC60	4.8
11	ID.3	3.6	34590%	11	欧拉 R1	4.7
12	欧拉 R1	3.5	186%	12	埃安 S	4.6
13	埃安 S	3.5	58%	13	Audi e-tron	4.4
14	秦 PLUS DM-i	3.3	-	14	秦 Pro	4.2
15	Leaf	3.2	20%	15	eQ1	4.0

来源：Marklines，中泰证券研究所

- **一线车企电动化进一步提速**，带动优质车型供应加速，驱动短期市场与产业链景气进一步上行。优质电动车型大幅增多，全球电动车发展进入了自发需求被逐步激活的新阶段，叠加 2B 端业务，我们预计全球销量有望持续超预期。

图表 10：2022 年主要车企重点新车规划

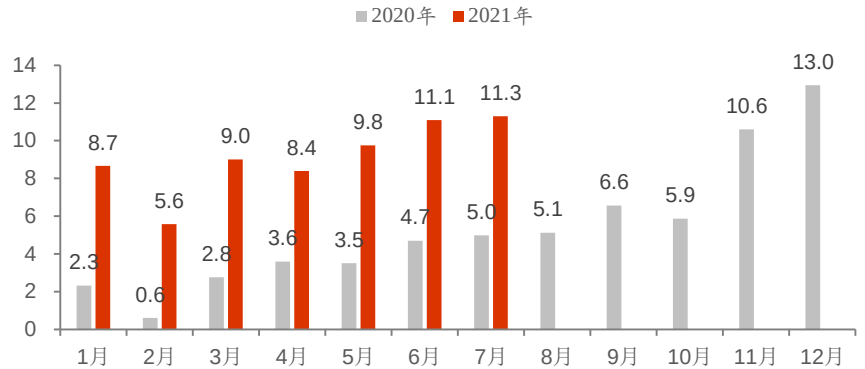
品牌	车型	类型	动力	级别	预计售价 (万元)	预计上市时间
蔚来	ET7	轿车	纯电	C	44.8-52.6	1Q2022
	EF9	MPV	纯电		<50	2022
	ET5	轿车	纯电	B	<33	2022
特斯拉	semi	卡车	纯电		97.2-116.6	2022
	Roadster	跑车	纯电		130-162	2023
	Cybertruck	皮卡	纯电		25.9/35.3/45.3	2022
比亚迪	海鸥	灵动自由风格				
	海豹	犀利运动风格				
	海狮	宽敞舒适风格				
长城	C30-C01		纯电			2022
	沙龙 SUV 车型	SUV	纯电/氢能	C		2022
吉利	smart	SUV	纯电			2022
上汽	智己 L7	轿车	纯电	C		2022 年上半年
	智己 LS7	SUV	纯电			
理想	X01	SUV	增程	D		2022
岚图	MPV 车型	MPV	增程/纯电			2022 年 6 月
	i-Land	轿车	增程/纯电	C		2022 年底
零跑	C11 (四驱性能版/增程)	SUV	增程/纯电	B		2022 年
	C01	轿车	纯电	B	15 万起	2022 年
哪吒	哪吒 S	轿跑	增程/纯电			2022 年底
通用	凯迪拉克 LYRIQ	SUV	纯电	B	48.6-58.3	2022 上半年
大众	基于 Polo 打造	SUV	混动/纯电	A0		2022
	ID.BUZZ	MPV	纯电	A	34.5	2022
	ID.Vizzion Concept		纯电		<46	2022 以后
	ID.SPACE Vizzion	SUV	纯电	A		2022
丰田	bZ4X	SUV	纯电	A	23.26	2022
宝马	7 系	轿车	燃油、插混、纯电版	D		2022
现代	Ioniq 6	轿车	纯电	B		2022
雷诺	City K-ZE	轿车	纯电	A		2022
福特	Evos	轿车	纯电			2022

来源：公司公告，汽车之家等，中泰证券研究所

1.2 锂电中游：新能源汽车景气向上，电池需求高速增长

- 新能源销量高增长,提升电池需求。据中国汽车动力电池创新产业联盟, 2021H1 中国动力电池装机量为 52.49GWh (YOY+136%), 主要系受益于新能源产业景气向上。

图表 11: 2020-2021H1 国内动力电池月度装机量 (GWh)



来源：中国汽车动力电池创新产业联盟，中泰证券研究所

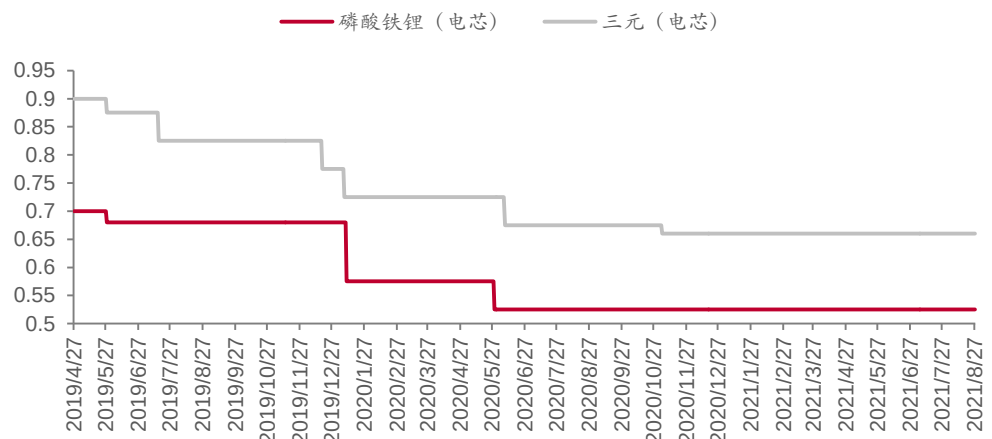
- **CATL 龙头地位稳固。**从全球角度看，2021H1，CATL /LG 化学/松下装机量分别为 34.1/28.0/17.1GWh，市占率分别为 30%/25%/15%，行业市场份额保持领先。

图表 12：2019-2021H1 全球动力电池装机量 Top5 企业 (GWh)

序号	2021H1			2020 年			2019 年		
	企业	装机	占比	企业	装机	占比	企业	装机	占比
1	宁德时代	34.1	29.90%	宁德时代	34	24.82%	宁德时代	32.5	27.87%
2	LG 新能源	28.0	24.50%	LG 化学	31	22.63%	松下	28.1	24.10%
3	松下	17.1	15.00%	松下	25	18.25%	LG 化学	12.3	10.55%
4	比亚迪	7.8	6.90%	比亚迪	10	7.30%	比亚迪	11.1	9.52%
5	三星 SDI	5.9	5.20%	三星 SDI	8	5.84%	三星 SDI	4.2	3.60%
6	SKI	5.9	5.20%	SKI	7	5.11%	AESC	3.9	3.34%
7	中航锂电	3.2	2.80%	AESC	4	2.92%	国轩高科	3.2	2.74%
8	国轩高科	2.2	1.90%	国轩高科	3	2.19%	PEVE	2.2	1.89%
9	AESC	2	1.70%	CALB	3	2.19%	SK	1.9	1.63%
10	PEVE	6.7	1.10%				力神	1.9	1.63%

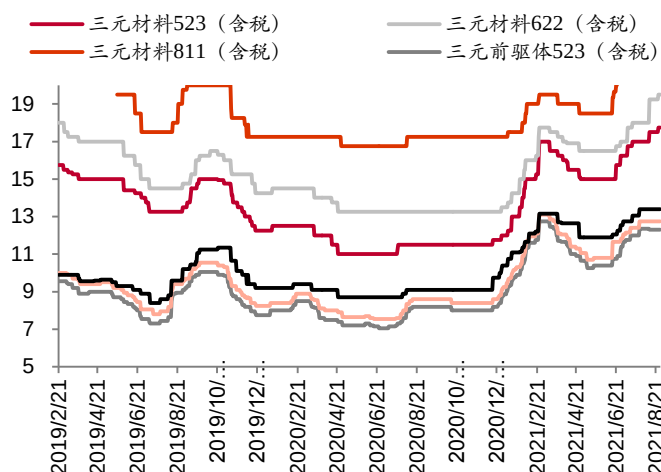
来源：SNE，中泰证券研究所

图表 13：动力电池价格 (元/wh)



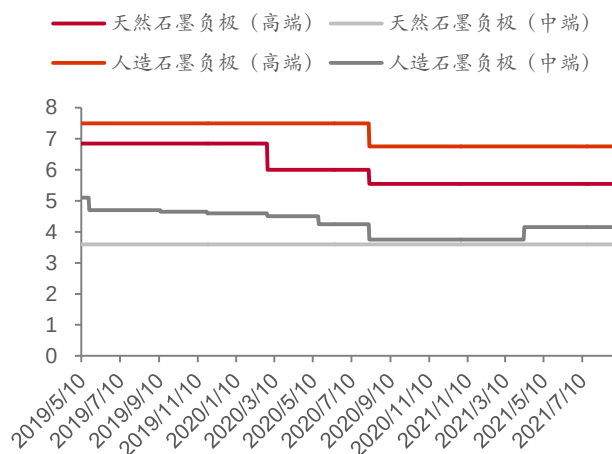
来源：中国化学与物理电源协会，真锂研究，中泰证券研究所

图表 14: 正极材料价格 (万元/吨)



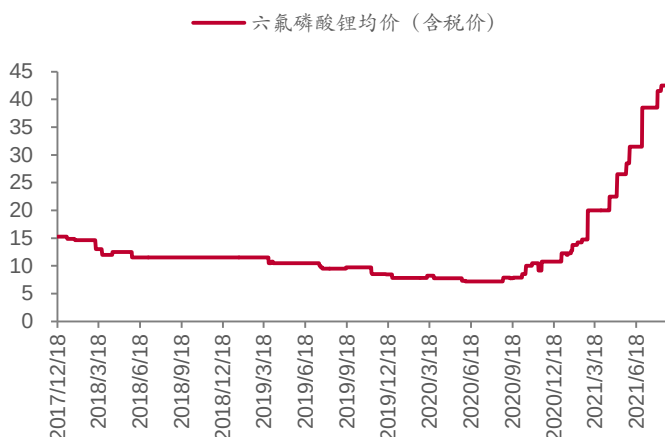
来源: 中华商务网, 中泰证券研究所

图表 15: 负极材料价格 (万元/吨)



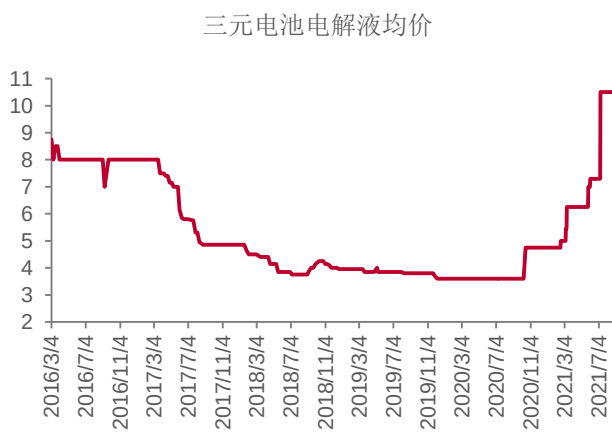
来源: 中国化学与物理电源协会, 中泰证券研究所

图表 16: 6F 价格 (万元/吨)



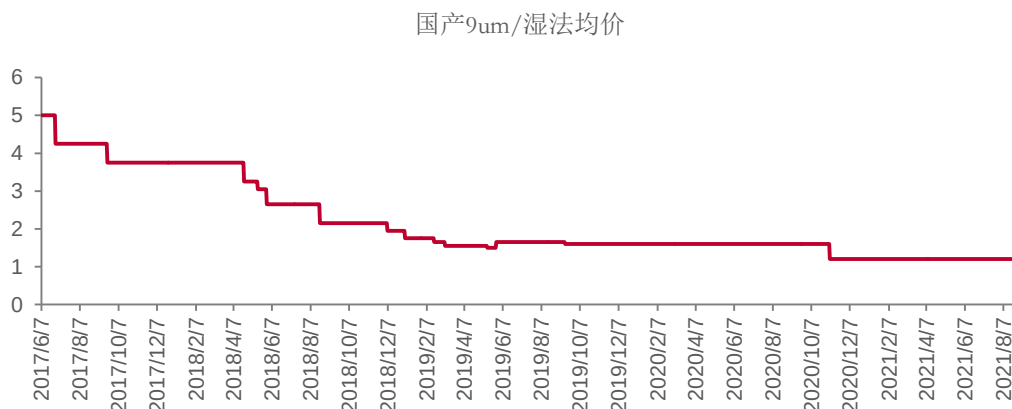
来源: 中国化学与物理电源协会, 中泰证券研究所

图表 17: 三元电池电解液均价 (万元/吨)



来源: 中国化学与物理电源协会, 中泰证券研究所

图表 18: 隔膜价格 (元/平米)



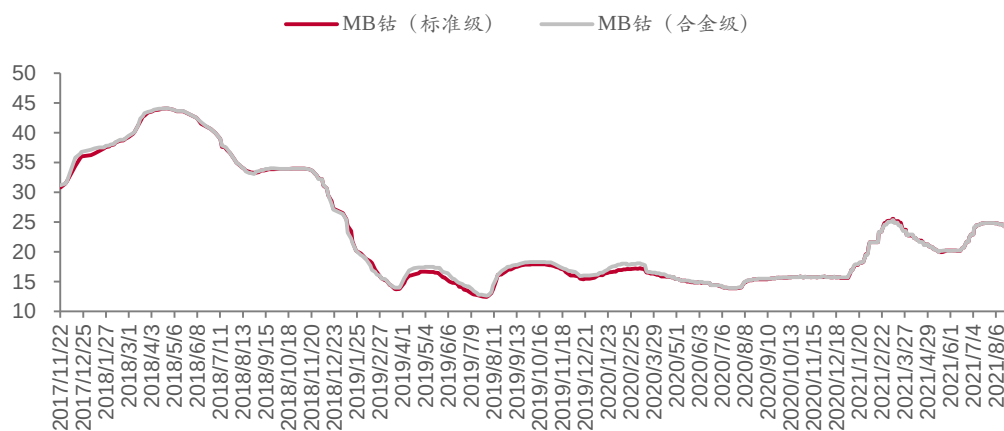
来源: 中国化学与物理电源协会, 中泰证券研究所

1.3 上游资源: 2021H1 价格涨幅明显

■ 1、钴资源：2021 年 H1 钴资源价格整体呈现上升趋势

- 1) 2021.1.1-2021.6.30, MB 标准级钴均价从 15.6 美元/磅到 22.9 美元/磅, 涨幅 47%。
- 2) 2021.1.1~2021.3.10, MB 钴标准级均价从 15.6 美元/磅上升至 25.8 美元/磅, 整体涨幅达 65%;
- 3) 2021.3.11-2021.5.20, MB 钴标准级均价从 25.3 美元/磅上升至 20.2 美元/磅, 整体跌幅达 20%;
- 4) 2021.5.21-2021.8.8, MB 钴标准级均价从 20.3 美元/磅上升至 25.2 美元/磅, 整体涨幅达 24%;
- 5) 2021.8.8 至今, 钴价略下降, 整体仍处于 24.6-25.0 美元/磅区间内。

图表 19: 2019-2021H1 钴 MB 报价 (美元/磅)

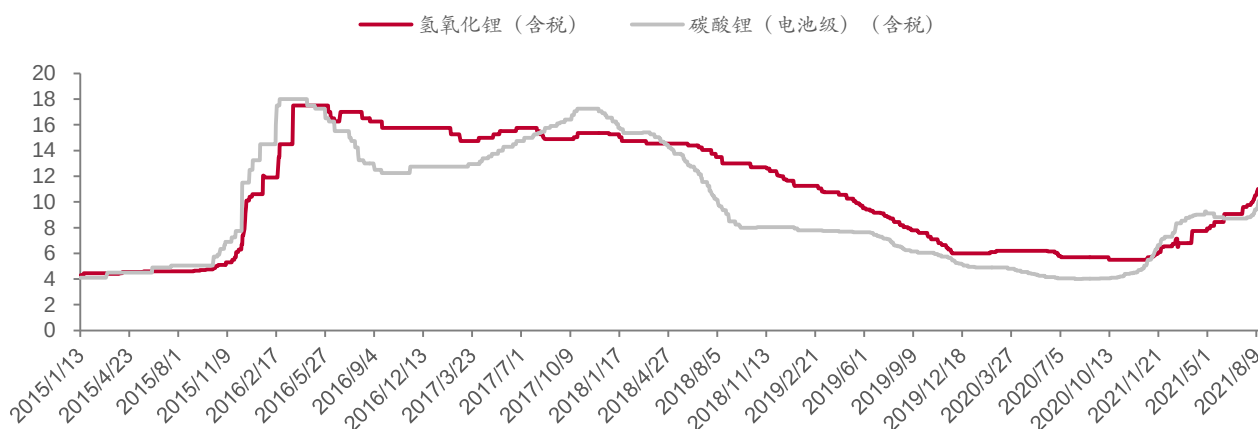


来源: MB 英国金属导报, 中泰证券研究所

■ 2、锂资源：2021H1 锂资源价格涨幅明显

2021H1 锂盐价格上涨。2021.1.1-2021.6.30, 氢氧化锂价格从 5.70 万元/吨, 上涨至 9.05 万元/吨, 涨幅 59%。碳酸锂价格从 5.50 万元/吨上涨至 8.70 万元/吨, 涨幅 58%。

图表 20: 锂资源 (万元/吨)



来源: 中华商务网, 中泰证券研究所

■ 总结来看, 2021H1 看, 锂电池中游主要呈现出如下特点:

- ① 锂电池: 头部动力电池企业市场份额进一步提升。据 SNE 数据,

2021H1，动力电池装机量前 5 企业市场份额合计达 81.5%，较 20 年全年提升了 3pct。

- ② **隔膜**：市场集中度提升。据高工锂电数据，2021H1，中国锂电隔膜出货量 34.5 亿平，同比增长 202%，其中 top3 隔膜企业占据了行业超 70%的出货水平。
- ③ **负极材料**：据高工锂电数据，2021H1 中国锂电负极市场出货量 33.2 万吨，同比增长 170%。市场格局：CR3 行业集中度为 49%，CR6 行业集中度为 79%。对比 2020 年，CR3 市场集中度下滑，CR6 市场集中度上升，主要系 1) top3 企业满产满销，二线及以下企业订单充足，出货量增速更快；2) 二线企业产能增幅更大。
- ④ **正极材料环节**：据高工锂电数据，21H1，中国锂电正极市场出货量 47.5 万吨，同比增长 169%。
- ⑤ **电解液**：据高工锂电数据，2021H1，中国电解液出货量为 20.1 万吨，同比增长 152%。市场格局：21H1，TOP6 市场占比为 75%，较 20 年下滑了 2pct，TOP3 市场占比为 64%，较 20 年提升了 3pct。

二、分析范围及方法

- 本文主要是对新能源车板块 2021 年半年报及二季度的财报进行总结分析，分析的对象精选了新能源车板块的 53 家上市公司。为了更好地剖析新能源车产业链中上中下游各细分环节的经营情况，我们根据公司主营业务划分为 13 个细分行业：上游资源（锂、钴资源）、铜箔、正极、负极、锂电设备、六氟磷酸锂、电解液、隔膜、锂电池、电机电控及其他零部件、新能源零部件、整车。
- 一方面，2021 年新能源车销量增长较快，行业维持高景气。另一方面行业在大量资本涌入的情况下，行业供需及价格等变化较快，为了把握行业整体趋势与不同细分子行业，以及行业在不同时间段的特点，本文分别从新能源汽车板块整体与细分子行业两个层次，以及年度、半年度两个时间维度来分析。具体财务指标选取上，我们主要围绕以下三方面开展：
 - ① 公司盈利能力（营业收入及增速、归母净利润及增速、毛利率（为了更好反应行业细分领域毛利率，本文只选取了公司与新能源汽车相关业务毛利率））；
 - ② 营运能力（经营活动现金流量净额、投资活动现金流量净额、应收账款与应收票据等指标）；
 - ③ 研发投入（研发增速、研发占比等）。

图表 21：2021 半年报及二季度财报分析所选标的

细分行业	代码	股票名称	细分行业	代码	股票名称	细分行业	代码	股票名称
锂资源	002466.SZ	天齐锂业	六氟磷酸锂	002407.SZ	多氟多	铜箔	600110.SH	诺德股份
	002460.SZ	赣锋锂业		603026.SH	石大胜华		688388.SH	嘉元科技
	002497.SZ	雅化集团	隔膜	002812.SZ	恩捷股份	锂电设备	300340.SZ	科恒股份
钴资源	300618.SZ	寒锐钴业		300568.SZ	星源材质		300450.SZ	先导智能
	603799.SH	华友钴业		002108.SZ	沧州明珠		300457.SZ	赢合科技
正极	300073.SZ	当升科技	锂电池	300750.SZ	宁德时代	电机电控等 零部件	688006.SH	杭可科技
	002340.SZ	格林美		002074.SZ	国轩高科		300124.SZ	汇川技术
	688005.SH	容百科技		300014.SZ	亿纬锂能		002851.SZ	麦格米特
	300769.SZ	德方纳米		300438.SZ	鹏辉能源		300224.SZ	正海磁材
	300919.SZ	中伟股份	300207.SZ	欣旺达	002249.SZ		大洋电机	
	600884.SH	杉杉股份	新能源零部 件	601689.SH	拓普集团		300681.SZ	英搏尔
负极	000009.SZ	中国宝安		603596.SH	伯特利	300745.SZ	欣锐科技	
	603659.SH	璞泰来		600699.SH	均胜电子	300484.SZ	蓝海华腾	
	300035.SZ	中科电气		002050.SZ	三花智控	整车	002594.SZ	比亚迪
	300890.SZ	翔丰华	002850.SZ	科达利	600066.SH		宇通客车	
电解液	002709.SZ	天赐材料	002920.SZ	德赛西威	000625.SZ		长安汽车	
	300037.SZ	新宙邦	002048.SZ	宁波华翔	600418.SH		江淮汽车	
			000887.SZ	中鼎股份	601633.SH	长城汽车		
合计	53							

来源：Wind，中泰证券研究所（备注：在计算年度、半年度营业收入时，将杉杉股份按项目营收划分入对应正极、负极行业。除此之外，在计算季度盈利水平、期间费用率、应收账款、存货、研发费用等，归类到正极行业。）

三、2021 年半年报财报总结：龙头公司强者恒强，产业链现金流改善

3.1 行业整体：行业高景气，产业链公司盈利提升

- **1) 整体营收：**2021H1，新能源汽车板块整体营收 4857 亿元；由于整车环节营收较大，剔除整车环节，营收 2439 亿元（备注：整体法下，为了简化分析，选取上市公司总营业收入，未剔除其他不相关业务）；
- **2) 净利润：**
 - ① **从归母净利润看，**2021H1，板块整体归母净利 320 亿元，如果剔除掉整车环节，板块归母净利润为 249 亿元。
 - ② **从扣非归母净利润看，**2021H1，板块整体为 254 亿元，剔除整车后为 218 亿元。
- **3) 行业整体毛利率：**2021H1，行业整体毛利率 27.0%，不含整车毛利率为 28.1%。
- **5) 研发费用：**2021H1，行业整体研发费用 202 亿元，剔除整车后为 126 亿元。
- **6) 行业现金流大幅改善。**2021H1，行业经营活动现金净额 818 亿元，剔除整车后为 364 亿元。
- **7) 行业应收款项：**2021H1，行业整体应收款项 1587 亿元，剔除整车环节后为 1051 亿元。

- 8) 存货: 2021H1, 行业整体存货 1392 亿元, 剔除整车后为 874 亿元。
- 9) 资产减值损失: 2021H1, 行业整体资产减值损失-20 亿元, 不含整车为-12 亿元。

图表 22: 2021H1 新能源汽车板块业绩梳理

细分行业	营收 (亿元)	扣非净利润 (亿元)	资产减值损失 (亿元)	毛利率	经营活动现金流净额 (亿元)	存货净额 (亿元)
锂资源	85.40	11.71	-0.11	39.64%	12.82	35.18
钴资源	163.73	18.08	-0.04	26.55%	12.15	54.70
正极	269.57	23.16	-0.44	19.69%	-21.78	102.51
负极	147.94	11.75	-0.59	33.80%	10.52	113.31
六氟磷酸锂	65.51	8.77	-0.04	27.73%	6.05	11.33
电解液	62.56	11.65	0.39	34.70%	6.53	9.93
隔膜	55.79	13.12	-0.23	35.20%	4.96	17.79
锂电池	723.23	55.58	-9.82	21.23%	264.00	241.57
铜箔	32.13	4.20	-0.02	27.83%	2.04	5.35
锂电设备	75.13	6.81	0.48	25.01%	9.70	52.03
电机电控等	172.82	19.98	0.07	23.17%	10.41	70.45
新能源零部件	585.50	33.18	-1.27	22.83%	46.68	160.15
整车	2417.87	35.77	-8.33	13.78%	453.72	517.82
行业整体	4857.17	253.76	-19.93	27.01%	817.80	1392.11
整体 (不含整车)	2439.31	217.99	-11.61	28.11%	364.08	874.30

来源: Wind, 中泰证券研究所

3.2 细分子行业: 盈利分化, 优质龙头表现突出

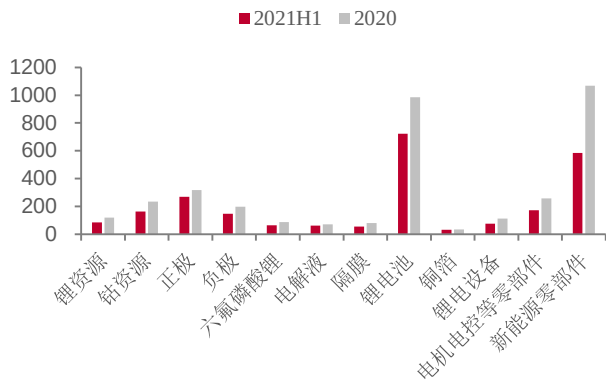
■ 盈利能力:

(1) 从营业收入角度, 由于 2020 年上半年受疫情影响造成低基数, 以及 2021 年新能源车产销量不断创新高的推动下, 2021 年上半年新能源车细分子行业营整体均呈较高增长。从营业收入增速看, 细分子行业增速由高至低依次为: 铜箔 (168%) > 正极 (136%) > 电解液 (125%) > 负极 (103%) > 锂电池 (94%) > 隔膜 (93%) > 六氟磷酸锂 (88%) > 锂电设备 (72%) > 钴资源 (62%) > 电机电控 (56%) > 整车 (55%) > 锂资源 (54%) > 新能源零部件 (32%)。

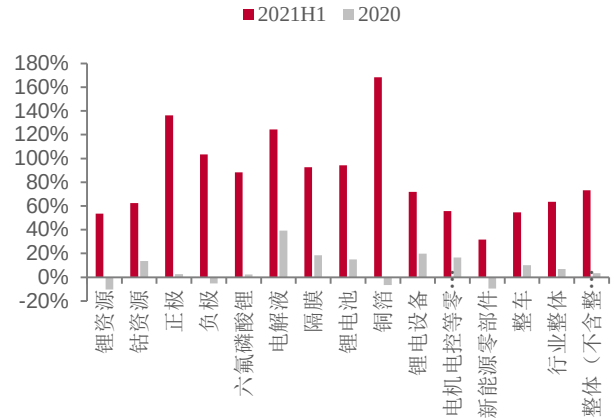
分析: 六氟磷酸锂、电解液等行业收入高增, 主要由于产品价格随着供给紧张而不断提升, 相关公司量价齐升, 业绩增速较高。锂电池、隔膜等行业受益于下游电动车销量持续创新高, 公司业绩维持高增速。

从细分行业营收水平看, 营收水平从高到低分别为: 整车 (2417.87 亿) > 锂电池 (723.23 亿) > 新能源零部件 (585.50 亿) > 正极 (269.57 亿) > 电机电控 (172.82 亿) > 钴资源 (163.73 亿) > 负极 (147.94 亿) > 锂资源 (85.40 亿) > 锂电设备 (75.13 亿) > 六氟磷酸锂 (65.51 亿) > 电解液 (62.56 亿) > 隔膜 (55.79 亿) > 铜箔 (32.13 亿)。

图表 23: 细分子行业年度营收 (亿元)
图表 24: 细分子行业营收同比增速 (%)

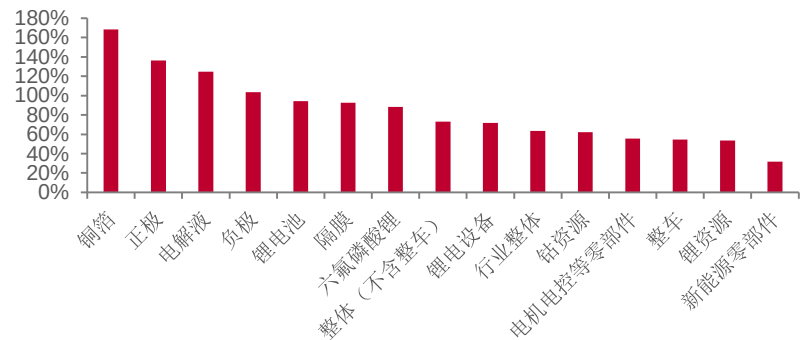


来源: Wind, 中泰证券研究所



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 25: 2021 上半年各细分板块营收同比增速对比



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 26: 历年细分子行业营收及同比增速汇总表

细分行业	营业收入 (亿元)			同比增速		
	2021H1	2020	2019	2021H1	2020	2019
锂资源	85.40	120.14	133.79	54%	-10%	-7%
钴资源	163.73	234.41	206.32	62%	14%	20%
正极	269.57	316.75	308.67	136%	3%	6%
负极	147.94	197.82	208.66	103%	-5%	15%
六氟磷酸锂	65.51	86.84	84.94	88%	2%	-8%
电解液	62.56	70.80	50.79	125%	39%	20%
隔膜	55.79	80.12	67.56	93%	19%	6%
锂电池	723.23	985.40	857.08	94%	15%	38%
铜箔	32.13	33.57	35.96	168%	-7%	3%
锂电设备	75.13	113.82	95.07	72%	20%	2%
电机电控等零部件	172.82	257.94	221.30	56%	17%	9%
新能源零部件	585.50	1067.77	1178.69	32%	-9%	7%
整车	2417.87	4090.07	3712.07	55%	10%	-1%
行业整体	4857.17	7655.45	7160.89	63%	7%	5%
整体 (不含整车)	2439.31	3565.38	3448.82	73%	3%	13%

来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 27：2021 上半年营业收入同比增速排名前二十公司

细分行业	股票名称	2021H1(亿元)	同比
正极	德方纳米	12.75	258%
电机电控等零部件	欣锐科技	3.90	239%
正极	杉杉股份	99.47	210%
铜箔	嘉元科技	12.05	197%
正极	容百科技	35.92	192%
正极	中伟股份	83.56	183%
正极	当升科技	29.89	174%
新能源零部件	科达利	18.02	162%
铜箔	诺德股份	20.08	153%
隔膜	星源材质	8.31	144%
隔膜	恩捷股份	33.94	136%
锂电池	宁德时代	440.75	134%
电解液	天赐材料	36.99	132%
负极	中科电气	8.23	126%
电机电控等零部件	英搏尔	3.13	121%
锂电设备	科恒股份	14.34	117%
电解液	新宙邦	25.57	114%
六氟磷酸锂	石大胜华	36.46	110%
负极	璞泰来	39.23	108%
锂电池	亿纬锂能	65.60	107%

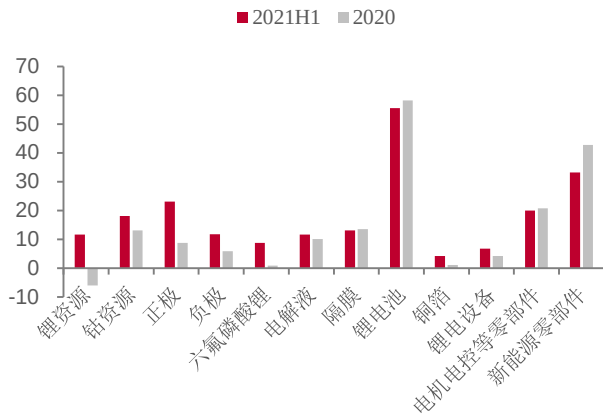
来源：Wind，中泰证券研究所

(2) 从扣非归母净利润看：细分子行业扣非归母净利润增速由高至低依次为：铜箔（2797%）>六氟磷酸锂（1238%）>负极（764%）>正极（479%）>钴资源（410%）>锂资源（373%）>整车（308%）>锂电池（261%）>隔膜（219%）>电机电控（142%）>新能源零部件（139%）>电解液（119%）>锂电设备（14%）。

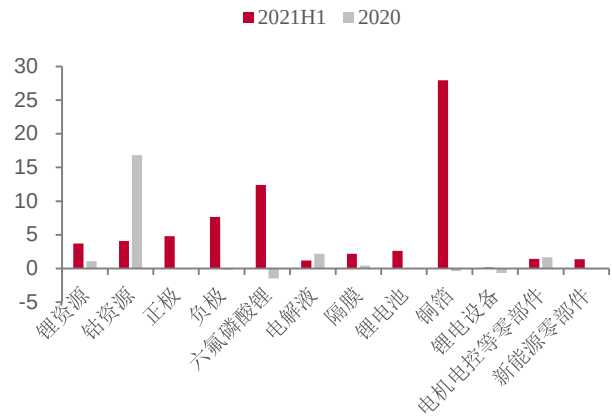
从扣非归母净利润规模看，由大至小依次为：锂电池（55.58 亿）>整车（35.77 亿）>新能源零部件（33.18 亿）>正极（23.16 亿）>电机电控（19.98 亿）>钴资源（18.08 亿）>隔膜（13.12 亿）>负极（11.75 亿）>锂资源（11.71 亿）>电解液（11.65 亿）>六氟磷酸锂（8.77 亿）>锂电设备（6.81 亿）>铜箔（4.20 亿）。

分析：盈利能力最强的是锂电池行业，2021 上半年扣非净利润 55.58 亿元，同比+261%。其中宁德时代扣非净利润 39.18 亿，同比+185%。其次为整车与新能源零部件，主要由于上半年新能源车销量高增，同时去年同期基数较低。

图表 28：细分子行业扣非净利润（亿元）
图表 29：细分子行业扣非净利润同比增速

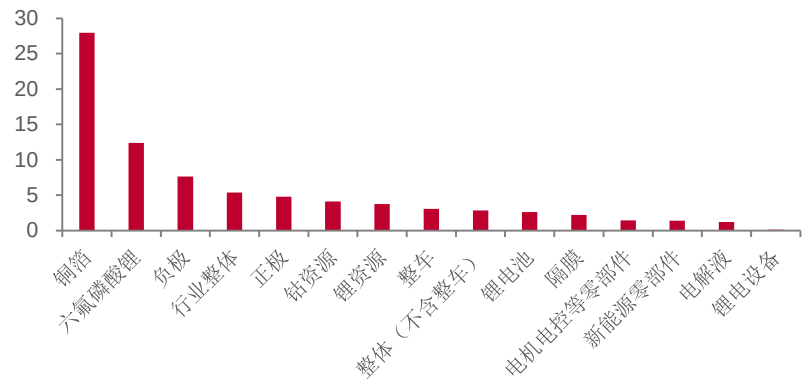


来源: Wind, 中泰证券研究所 (备注: 由于每家公司的新能源车相关业务扣非归母净利润未单独披露, 因此本图表数据采用的是公司总的扣非归母净利润。)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 30: 2021 上半年各细分板块扣非净利润同比增速对比



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 31: 历年细分子行业扣非归母净利润及同比增速汇总表

细分行业	扣非净利润 (亿元)			同比增速		
	2021H1	2020	2019	2021H1	2020	2019
锂资源	11.71	-5.93	-55.81	373%	111%	-272%
钴资源	18.08	13.12	0.74	410%	1681%	-97%
正极	23.16	8.75	8.34	479%	5%	-48%
负极	11.75	5.94	7.48	764%	-21%	-14%
六氟磷酸锂	8.77	0.90	-1.83	1238%	-149%	-192%
电解液	11.65	10.10	3.18	119%	218%	4%
隔膜	13.12	13.58	9.45	219%	44%	74%
锂电池	55.58	58.20	57.34	261%	2%	24%
铜箔	4.20	1.13	1.79	2797%	-37%	-23%
锂电设备	6.81	4.18	11.68	14%	-64%	-19%
电机电控等零部件	19.98	20.78	7.77	142%	167%	-158%
新能源零部件	33.18	42.74	49.51	139%	-14%	-4%
整车	35.77	17.66	0.22	308%	8064%	-98%

行业整体	253.76	191.14	99.85	539%	91%	-51%
整体（不含整车）	217.99	173.48	99.64	283%	74%	-48%

来源：Wind，中泰证券研究所

图表 32：2021 上半年扣非归母净利润同比增速排名前二十公司

细分行业	股票名称	2021H1（亿元）	2020H1（亿元）	同比
六氟磷酸锂	石大胜华	5.89	-0.46	1390%
六氟磷酸锂	多氟多	2.88	-0.31	1018%
铜箔	诺德股份	1.90	-0.26	831%
新能源零部件	均胜电子	3.00	-0.55	646%
正极	德方纳米	1.15	-0.24	579%
钴资源	寒锐钴业	3.91	0.59	559%
铜箔	嘉元科技	2.30	0.40	470%
正极	容百科技	2.64	0.49	443%
锂电池	欣旺达	2.22	-0.66	438%
锂电池	亿纬锂能	14.25	2.70	427%
新能源零部件	科达利	2.05	0.41	404%
锂资源	赣锋锂业	8.35	1.74	381%
钴资源	华友钴业	14.16	2.95	381%
负极	中国宝安	2.64	-0.95	379%
新能源零部件	中鼎股份	4.40	0.93	374%
正极	中伟股份	4.26	1.01	321%
负极	璞泰来	7.16	1.75	308%
隔膜	恩捷股份	9.84	2.67	268%
整车	长城汽车	28.42	8.02	254%
新能源零部件	德赛西威	3.61	1.08	234%

来源：Wind，中泰证券研究所

（3）毛利率分析

锂资源盈利能力增强，隔膜毛利率仍然维持较高水平。具体看细分子行业毛利率水平，2021 年 H1：各个细分子行业毛利率由高至低依次为：锂资源（39.6%）>隔膜（35.2%）>电解液（34.7%）>负极（33.8%）>铜箔（27.8%）>六氟磷酸锂（27.7%）>钴资源（26.5%）>锂电设备（25%）>电机电控等（23.2%）>新能源零部件（22.8%）>锂电池（21.2%）>正极（19.7%）>整车（13.8%）。

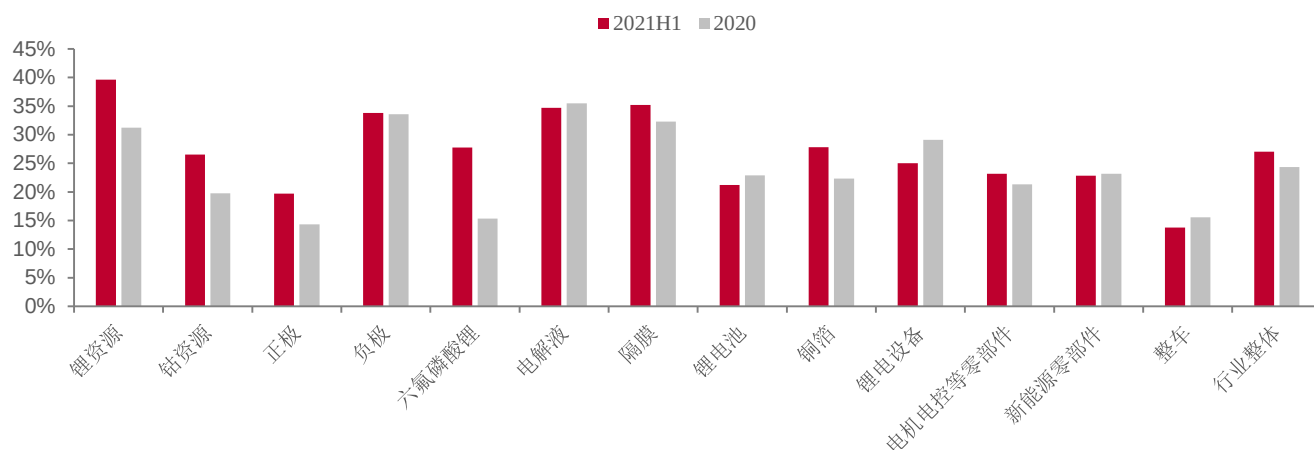
整体较 2020 年提升 2.7%，绝大多数环节毛利率改善。从 2021 年 H1 时间窗口看，多个环节毛利率有所回升。具体看整车（-1.8%），电解液（-0.8%），隔膜（+2.9%），钴资源（+6.8%），负极（+0.2%），铜箔（+5.5%），锂资源（+8.4%），锂电设备（+25%），正极（+5.3%）。

图表 33：细分子行业毛利率水平变化汇总表

细分行业	2021H1	较 2020 变化	2020	2019	2018	2017	2016
锂资源	39.6%	8.4%	31.2%	35.8%	45.2%	49.1%	49.2%
钴资源	26.5%	6.8%	19.8%	11.5%	36.9%	41.6%	19.8%
正极	19.7%	5.3%	14.3%	17.0%	17.6%	18.7%	12.7%
负极	33.8%	0.2%	33.6%	32.6%	31.8%	34.2%	39.5%
六氟磷酸锂	27.7%	12.4%	15.3%	18.2%	18.4%	16.9%	26.2%
电解液	34.7%	-0.8%	35.5%	30.6%	29.3%	34.7%	39.2%
隔膜	35.2%	2.9%	32.3%	34.4%	35.6%	35.2%	40.8%
锂电池	21.2%	-1.6%	22.9%	26.1%	24.8%	28.8%	31.9%
铜箔	27.8%	5.5%	22.3%	30.2%	26.8%	28.2%	26.4%
锂电设备	25.0%	-4.1%	29.1%	35.2%	33.6%	35.4%	34.3%
电机电控等零部件	23.2%	1.8%	21.3%	21.4%	26.0%	31.6%	35.3%
新能源零部件	22.8%	-0.4%	23.2%	24.3%	23.5%	24.9%	26.7%
整车	13.8%	-1.8%	15.5%	16.4%	16.3%	17.7%	20.0%
行业整体	27.0%	2.7%	24.3%	25.7%	28.1%	30.5%	30.9%
整体（不含整车）	28.1%	3.0%	25.1%	26.4%	29.1%	31.6%	31.8%

来源：Wind，中泰证券研究所

图表 34：细分子行业 2020-2021H1 年度毛利率



来源：Wind，中泰证券研究所

具体个股毛利率与其细分子行业平均水平对比，龙头公司毛利率高于行业平均水平；

- ① **锂电池**：宁德时代毛利率 21 年 H1 27.3% (较 2020 年下滑-0.5%)；
- ② **上游资源**：由于上游钴、锂价格均有所上升，毛利率同比大幅改善，锂钴整体毛利率同比+7.7%；锂资源各厂商毛利率差异较大，主要由于在手资源禀赋差异，天齐锂业成本最低，受益锂价提升，毛利率提升至 51.2%。

图表 35：新能源汽车锂电产业链毛利率（个股及行业）

细分行业	股票名称	2021H1	较 2020 变化	2020	2019	2018	2017	2016
锂资源	天齐锂业	51.2%	9.7%	41.5%	56.6%	67.6%	70.1%	71.2%
	赣锋锂业	35.1%	13.7%	21.4%	23.5%	36.1%	40.5%	34.6%
	雅化集团	32.6%	1.8%	30.9%	27.4%	32.0%	36.6%	41.8%

	寒锐钴业	32.5%	8.7%	23.9%	11.8%	45.3%	48.9%	23.2%
	华友钴业	20.6%	4.9%	15.7%	11.2%	28.5%	34.4%	16.3%
	整体	34.4%	7.7%	26.7%	26.1%	41.9%	46.1%	37.4%
正极	当升科技	20.8%	3.3%	17.4%	17.7%	16.4%	14.6%	12.6%
	格林美	22.2%	2.3%	19.9%	22.1%	22.0%	24.1%	
	容百科技	15.1%	2.3%	12.8%	15.5%	18.2%	15.7%	14.0%
	德方纳米	21.7%	11.3%	10.4%	21.3%	20.3%	23.7%	29.1%
	中伟股份	12.5%	-0.7%	13.1%	12.3%	11.4%	9.7%	
	杉杉股份	25.9%	13.5%	12.4%	12.8%	17.1%	24.7%	20.9%
	整体	19.7%	5.3%	14.3%	17.0%	17.6%	18.7%	19.1%
负极	中国宝安	36.7%	-0.1%	36.8%	39.1%	35.3%	31.9%	35.6%
	璞泰来	37.0%	5.4%	31.6%	29.5%	31.9%	37.0%	34.5%
	中科电气	34.7%	-2.4%	37.1%	39.7%	38.0%	37.7%	48.7%
	翔丰华	26.8%	-2.0%	28.8%	22.0%	22.1%	30.4%	39.0%
	整体	33.8%	0.2%	33.6%	32.6%	31.8%	34.2%	39.5%
六氟磷酸锂及溶质	多氟多	25.7%	12.3%	13.4%	19.5%	25.3%	23.4%	41.2%
	石大胜华	29.8%	12.5%	17.2%	16.9%	11.5%	10.3%	11.3%
	整体	27.7%	12.4%	15.3%	18.2%	18.4%	16.9%	26.2%
电解液	天赐材料	35.4%	0.4%	35.0%	25.6%	24.3%	33.9%	39.8%
	新宙邦	34.0%	-2.0%	36.0%	35.6%	34.2%	35.5%	38.7%
	整体	34.7%	-0.8%	35.5%	30.6%	29.3%	34.7%	39.2%
隔膜	恩捷股份	47.3%	4.7%	42.6%	45.2%	42.0%	26.9%	28.8%
	星源材质	34.8%	0.2%	34.6%	41.8%	48.3%	50.7%	60.6%
	沧州明珠	23.5%	4.0%	19.5%	16.1%	16.6%	28.0%	32.9%
	整体	35.2%	2.9%	32.3%	34.4%	35.6%	35.2%	40.8%
锂电池	宁德时代	27.3%	-0.5%	27.8%	29.1%	32.8%	36.3%	43.7%
	国轩高科	19.9%	-5.3%	25.2%	32.5%	29.2%	39.1%	46.9%
	亿纬锂能	25.3%	-3.7%	29.0%	29.7%	23.7%	29.3%	29.2%
	鹏辉能源	17.0%	-0.4%	17.5%	23.7%	23.2%	25.0%	24.6%
	欣旺达	16.6%	1.8%	14.9%	15.3%	14.8%	14.4%	15.2%
	整体	17.7%	-1.4%	19.1%	21.7%	20.6%	24.0%	26.6%
铜箔	诺德股份	24.3%	3.9%	20.4%	25.8%	26.4%	29.0%	25.4%
	嘉元科技	31.4%	7.1%	24.2%	34.7%	27.2%	27.4%	27.4%
	整体	27.8%	5.5%	22.3%	30.2%	26.8%	28.2%	26.4%
锂电设备	科恒股份	8.9%	6.1%	2.8%	16.8%	15.7%	18.0%	13.7%
	先导智能	38.2%	3.8%	34.3%	39.3%	39.1%	41.1%	42.6%
	赢合科技	24.5%	-6.4%	30.9%	35.4%	32.8%	32.4%	35.9%
	杭可科技	28.4%	-20.0%	48.4%	49.4%	46.7%	49.9%	45.2%
	整体	21.3%	-1.8%	23.1%	28.5%	26.8%	28.3%	27.3%
电机电控等零部件	汇川技术	24.1%	0.5%	23.5%	20.4%	28.5%	37.5%	45.5%
	麦格米特	27.0%	-1.4%	28.4%	25.9%	29.5%	31.3%	33.8%
	正海磁材	20.8%	-0.9%	21.7%	19.5%	17.6%	21.6%	26.5%
	大洋电机	19.0%	-3.2%	22.2%	19.8%	18.0%	20.3%	23.7%

	英搏尔	20.2%	0.7%	19.5%	11.4%	24.0%	31.9%	28.4%
	欣锐科技	21.6%	19.4%	2.3%	18.1%	26.7%	38.7%	44.6%
	蓝海华腾	29.5%	-2.3%	31.7%	34.9%	37.4%	39.9%	44.8%
	整体	23.2%	1.8%	21.3%	21.4%	26.0%	31.6%	35.3%
新能源零部件	拓普集团	20.9%	-1.8%	22.7%	26.3%	26.9%	29.0%	31.2%
	伯特利	25.6%	-0.9%	26.4%	25.9%	24.6%	23.3%	25.0%
	均胜电子	13.4%	0.1%	13.3%	16.0%	17.0%	16.4%	18.8%
	三花智控	27.0%	-2.8%	29.8%	29.6%	28.6%	31.2%	29.8%
	科达利	27.9%	-0.2%	28.2%	28.1%	20.2%	23.6%	30.5%
	德赛西威	24.9%	1.5%	23.4%	22.7%	24.0%	25.8%	26.9%
	宁波华翔	18.4%	-0.7%	19.1%	20.0%	19.8%	21.1%	21.5%
	中鼎股份	24.6%	2.0%	22.7%	25.3%	27.4%	28.4%	29.6%
	整体	22.8%	-0.4%	23.2%	24.3%	23.5%	24.9%	26.7%
整车	比亚迪	12.8%	-6.6%	19.4%	16.3%	16.4%	19.0%	20.4%
	宇通客车	15.4%	-2.1%	17.5%	24.3%	25.3%	26.3%	27.8%
	长安汽车	15.3%	1.0%	14.3%	14.7%	14.7%	13.3%	17.9%
	江淮汽车	9.2%	-0.1%	9.3%	10.6%	8.7%	11.6%	9.6%
	长城汽车	16.3%	-1.0%	17.2%	16.2%	16.7%	18.4%	24.5%
	整体	13.8%	-1.8%	15.5%	16.4%	16.3%	17.7%	20.0%

来源: Wind, 中泰证券研究所

- ③ **锂电隔膜**: 整体毛利率小幅上升, 内部毛利率差距大, 主要是良率和供应链、工艺管理方面的差距。恩捷股份 2021 年维持 45% 以上毛利率, 星源材质毛利率提升 0.2%。
- ④ **正极材料**: 整体毛利率有所提升, 原材料端形成支撑, 磷酸铁锂放量显著。行业整体提升 5.3%, 其中德方纳米提升 11.3% 至 21.7%。当升科技毛利率提升 3.3% 至 20.8%。
- ⑤ **负极材料**: 整体毛利率小幅回升, 内部出现分化: 翔丰华、中科电气毛利率分别下降 2%、2.4%, 主要由于成本端 (原材料、石墨化影响) 贝特瑞、璞泰来分别下降 0.1%、提升 5.4%, 璞泰来提升主要由于石墨化自供比例提升。
- ⑥ **电解液**: 2021 年产品价格持续上涨, 原材料 6F 价格快速攀升, 整体毛利率水平较 2020 小幅下降 0.8%。

■ 行业营运能力良好, 处于需求旺盛期

- (1) 从应收款项看, ① 2021 H1 行业整体应收账款较 2020 年基本均呈大幅提升趋势。
- ② 从细分子行业看, 2021H1, 除了整车应收款项下降, 其他细分子行业应收款项均有所增加, 主要系产业需求旺盛所致。
- ③ 从“应收账款/营收 (年化)”指标看, 隔膜、锂电池、铜箔及锂电设备行业占比较高, 锂电设备应收账款较高主要是由其发货回款方式所致, 自身现金流周转周期长。而隔膜、铜箔等行业是由于电池厂对产业链环节相对议价能力较高所致。

图表 36: 2020-2021H1 年细分子行业应收账款

细分行业	应收账款 (亿)			应收账款占营收 (年化)	
	2021H1	2020	较 2020 年变化	2021H1	2020
锂资源	30.8	22.0	8.8	18.0%	18.3%
钴资源	19.6	13.5	6.1	6.0%	5.8%
正极	129.4	91.1	38.3	18.9%	25.3%
负极	46.5	45.5	1.0	17.6%	26.2%
六氟磷酸锂	16.6	12.2	4.5	12.7%	14.0%
电解液	34.6	23.3	11.2	27.6%	33.0%
隔膜	48.7	38.7	10.0	43.7%	48.3%
锂电池	334.1	301.0	33.1	23.1%	30.5%
铜箔	18.5	13.8	4.7	28.8%	41.1%
锂电设备	64.7	52.0	12.7	43.1%	45.7%
机电电控等零部件	89.2	68.7	20.4	25.8%	26.6%
新能源零部件	217.8	205.3	12.6	18.6%	19.2%
整车	536.3	588.0	-51.7	11.1%	14.4%
行业整体	1586.8	1475.1	111.7	16.1%	19.2%
整体 (不含整车)	1050.5	887.1	163.4	21.1%	24.7%

来源: Wind, 中泰证券研究所

■ (2) 行业经营性现金流好转。

截止 2021 年 H1, 行业经营现金流量净额为 615.51 亿元, 同比+103.16%, 剔除整车环节为 238.04 亿, 同比+182.71%, 行业景气度高增。主要系:

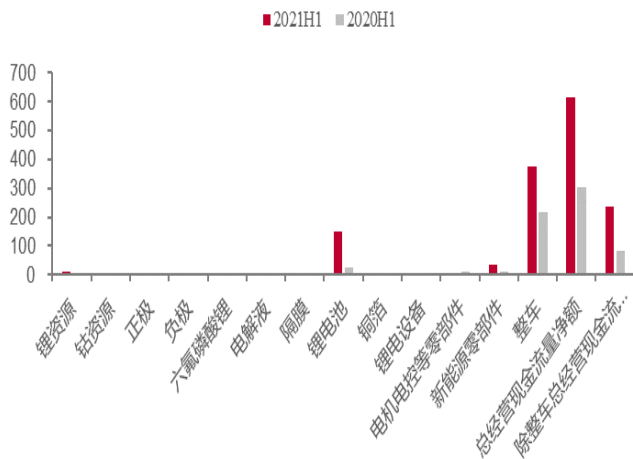
1) 下游需求增长; 2) 行业持续优胜劣汰, 下游客户结构逐渐优化。

现金流好转较为明显的环节是: 锂资源、负极、六氟磷酸锂、电解液、铜箔、锂电池等。钴资源、正极、隔膜、锂电设备、机电电控端现金流净额下滑;

- (3) 大多数产业链环节的投资活动现金流为负, 产能积极扩张。除负极、电解液、锂电设备、机电电控外, 所有细分子行业投资性现金流净额均为负, 行业仍处于产能扩张期, 各个细分环节特别是龙头企业为进一步扩大市场份额持续扩产。2021 年 H1 投资现金流量净流出在 20 亿以上的是: 锂电池 (-179.74 亿元)、正极 (-26.31 亿元)、隔膜 (-25.27 亿元) 环节、整车 (-167.88 亿元) (详情请见下表)。

图表 37: 2021H1 细分子行业经营性现金流净额 (亿)

图表 38: 细分子行业经营现金流净额 (亿元)



来源: Wind, 中泰证券研究所

细分行业	2021H1	2020H1	2021H1 同比
锂资源	11.97	6.93	72.68%
钴资源	4.07	4.87	-16.45%
正极	1.90	7.92	-75.98%
负极	4.44	2.73	62.66%
六氟磷酸锂	3.28	2.54	29.02%
电解液	4.98	4.26	17.00%
隔膜	2.87	4.77	-39.94%
锂电池	151.46	23.70	539.04%
铜箔	4.85	0.08	6145.40%
锂电设备	4.56	4.64	-1.54%
电机电控等零部件	7.52	8.77	-14.26%
新能源零部件	36.14	12.99	178.17%
整车	377.47	218.77	72.55%
总经营现金流量净额	615.51	302.96	103.16%
除整车总经营现金流量净额	238.04	84.20	182.71%

来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 39: 细分子行业投资性现金流净额 (亿元)

细分行业	2021H1	2020H1	2021H1 同比
锂资源	-14.26	-3.12	356.67%
钴资源	-12.99	-9.01	44.20%
正极	-26.31	-9.03	191.41%
负极	5.98	-2.18	-374.26%
六氟磷酸锂	-2.28	0.01	-35311.54%
电解液	1.56	-1.76	-188.47%
隔膜	-25.27	-10.18	148.14%
锂电池	-179.74	-11.07	1524.03%
铜箔	-4.91	1.74	-382.21%
锂电设备	7.96	7.18	10.83%
电机电控等零部件	0.55	-2.85	-119.21%
新能源零部件	-15.24	-11.76	29.62%
整车	-167.68	-78.04	114.88%
行业整体	-432.65	-130.07	232.63%
整体 (不含整车)	-264.97	-52.04	409.21%

来源: Wind, 中泰证券研究所

- **2021 年 H1 行业存货明显提升:** 2021H1 行业整体存货 1800.95 亿元, 同比+45.87%, 剔除整车的影响, 同比增长 47.72%; 其中存货增长较为明显的主要是: 锂电池 386.00 亿元 (yoy+103.18%)、锂电设备 99.14 亿元 (yoy+97.95%)、隔膜 22.77 亿元 (yoy+53.05%)、钴资源 66.51 亿元 (yoy+51.48%)、正极 141.64 亿元 (yoy+43.61%)。

图表 40: 细分子行业存货 (亿元) 及同比变动

细分行业	2021H1	2020H1	2021H1 同比
锂资源	38.37	36.29	5.73%
钴资源	66.51	43.91	51.48%
正极	141.64	98.63	43.61%
负极	127.38	117.13	8.75%
六氟磷酸锂	12.10	11.49	5.24%
电解液	12.20	8.95	36.25%
隔膜	22.77	14.88	53.05%
锂电池	386.00	189.98	103.18%
铜箔	7.09	5.00	41.92%
锂电设备	99.14	50.09	97.95%
电机电控等零部件	91.24	64.12	42.30%
新能源零部件	182.01	162.74	11.84%
整车	614.50	431.45	42.43%
行业整体	1800.95	1234.64	45.87%
整体（不含整车）	1186.45	803.19	47.72%

来源：公司公告，中泰证券研究所

- **2021 年 H1 资产减值损失总体稳定**：2021 年 H1 行业整体资产减值损失金额 19.93 亿元，同比+7.84%，**不含整车减值损失同比 11.61 亿元，同比+26.85%**；其中主要原因系宁德时代谨慎会计准则所致，2021 年 H1，宁德时代提记 7.54 亿元资产减值，占行业整体（不含整车）64.97%。

图表 41：资产减值损失及同比（亿元）

细分行业	2021H1	2020H1	2021H1 同比
锂资源	-0.11	-0.09	13.30%
钴资源	-0.04	-0.58	-92.80%
正极	-0.44	-0.16	175.53%
负极	-0.59	-0.24	141.29%
六氟磷酸锂	-0.04	-0.99	-96.39%
电解液	0.39	-0.67	-159.03%
隔膜	-0.23	-0.02	1124.30%
锂电池	-9.82	-5.18	89.54%
铜箔	-0.02	-0.01	49.24%
锂电设备	0.48	-0.13	-481.14%
电机电控等零部件	0.07	-0.52	-112.59%
新能源零部件	-1.27	-0.56	127.83%
整车	-8.33	-9.34	-10.79%
行业整体	-19.93	-18.49	7.84%
整体（不含整车）	-11.61	-9.15	26.85%

来源：公司公告，中泰证券研究所

- **2021 年 H1 行业在建工程规模增加**：2021 年 H1 行业整体在建工程 753.41 亿元，同比增加 25.36%，**不含整车行业在建工程 601.61 亿元，同比增加 41.37%**；从在建工程规模排序，从高到低：**锂电池（218.16**

亿)>整车(151.80 亿)>锂资源(111.10 亿)>正极(63.77 亿)>新能源零部件(58.53 亿)>钴资源(43.07 亿)>隔膜(29.53 亿)>负极(23.56 亿)>六氟磷酸锂(15.25 亿)>电机电控等零部件(14.12 亿)>锂电设备(11.03 亿)>电解液(10.13 亿)>铜箔(3.35 亿),其中天齐锂业(68.16 亿)贡献了锂资源主要在建工程规模,宁德时代 H1 在建规模高达 154.50 亿元,主要系 21 年大幅产能建设。其中铜箔行业扩产增速最快,高达 747.16%。

图表 42: 行业在建工程(亿元)

细分行业	2021H1	2020H1	2021H1 同比
锂资源	111.10	79.83	39.17%
钴资源	43.07	41.72	3.24%
正极	63.77	57.28	11.34%
负极	23.56	16.64	41.59%
六氟磷酸锂	15.25	17.03	-10.44%
电解液	10.13	6.52	55.48%
隔膜	29.53	41.95	-29.59%
锂电池	218.16	96.50	126.08%
铜箔	3.35	0.40	747.16%
锂电设备	11.03	8.63	27.84%
电机电控等零部件	14.12	10.79	30.81%
新能源零部件	58.53	48.30	21.18%
整车	151.80	175.45	-13.48%
行业整体	753.41	601.02	25.36%
整体(不含整车)	601.61	425.57	41.37%

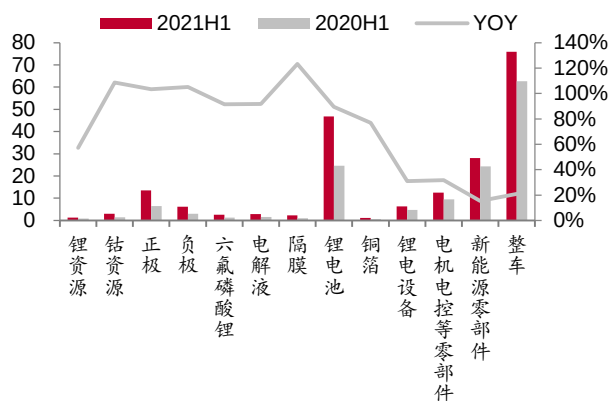
来源:公司公告,中泰证券研究所

3.3 行业持续高研发投入,整体研发费用占比提升

- **21H1 研发投入持续高增长:** 2021 年上半年新能源汽车板块研发费用共 201.60 亿元,同比增长 42.2%,占行业营业收入 4.15%,占比较 2020 年同期基本持平。**剔除整车,行业研发费用共 125.71 亿元,同比增长 58.9%**,各细分行业研发投入差异逐年增加。
- **1) 从研发投入规模排序看,从高到低排序:** 整车(75.90 亿)>锂电池(46.78 亿)>新能源零部件(28.02 亿)>正极材料(13.58 亿)>电机电控等零部件(12.51 亿)>锂电设备(6.27 亿)>负极材料(6.16 亿)>钴资源(3.01 亿)>电解液(2.93 亿)>六氟磷酸锂(2.53 亿)>隔膜(2.22 亿)>锂资源(1.29 亿)>铜箔(1.10 亿);其中,行业整体研发费用主要由比亚迪、宁德时代、长城汽车贡献,2021 年上半年研发费用投入分别为 29.96、27.94、18.58 亿元;
- **2) 从研发支出同比增速来看,从高到低排序:** 隔膜(123.30%)>钴资源(108.60%)>负极材料(105.06%)>正极材料(103.22%)>电解液(91.62%)>六氟磷酸锂(91.58%)>锂电池(89.59%)>铜箔(76.79%)>锂资源(57.29%)>电机电控等零部件(31.72%)>锂电设备(30.88%)>整车(21.01%)>新能源零部件(15.44%),行业整体增速良好;

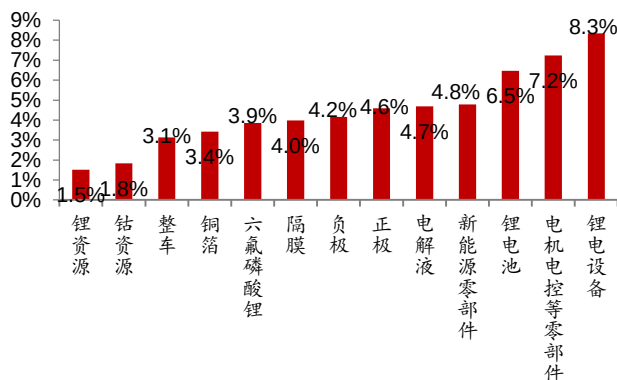
- 综合研发费用的支出和增速来看,宁德时代持续高投入高增长,贡献了锂电池环节的主要规模,2021年上半年研发费用高达27.94亿元,同比+115.16%;电机电控零部件环节汇川技术研发费用最高,达6.81亿元,同比+35.02%;隔膜环节主要由恩捷股份贡献,达1.70亿元,同比+161.05%;
- 从研发投入占比看,从高到低排序:锂电设备(8.34%)>电机电控等零部件(7.24%)>锂电池(6.47%)>新能源零部件(4.79%)>电解液(4.68%)>正极材料(4.59%)>负极材料(4.17%)>隔膜(3.98%)>六氟磷酸锂(3.86%)>铜箔(3.43%)>整车(3.14%)>钴资源(1.84%)>锂资源(1.51%);电机电控等零部件主要系英搏尔研发投入大,占比高达11.30%,其次是麦格米特,占比达10.48%;锂电设备的研发投入占比主要依靠先导智能拉动,达11.10%;上游研发投入占比较低,其中锂资源、钴资源研发投入占比最低,分别为1.51%/1.84%,锂电原材料环节研发投入占比接近;整车环节虽然研发费用最高,但是占营收比例较低且部分公司支出呈小幅下降趋势。

图表 43: 21H1 细分子行业研发费用 (亿元)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 44: 21H1 细分子行业研发费用/营业收入



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 45: 20H1-21H1 研发支出 (亿元)、研发支出占比及同比增速

细分行业	代码	股票名称	21H1	20H1	21H1 占比	21H1 同比
整车	002594.SZ	比亚迪	29.96	25.25	3.30%	18.62%
整车	000625.SZ	长安汽车	14.96	14.65	2.63%	2.12%
锂电池	300750.SZ	宁德时代	27.94	12.98	6.34%	115.16%
整车	600418.SH	江淮汽车	6.10	4.30	2.73%	42.09%
整车	600066.SH	宇通客车	6.30	6.32	6.42%	-0.36%
电机电控等零部件	300124.SZ	汇川技术	6.81	5.04	8.23%	35.02%
新能源零部件	002920.SZ	德赛西威	3.92	2.99	9.60%	30.93%
锂电池	300014.SZ	亿纬锂能	5.51	2.75	8.41%	100.51%
锂电池	002074.SZ	国轩高科	2.49	1.60	7.02%	55.68%
锂电设备	300450.SZ	先导智能	3.63	3.04	11.10%	19.37%
正极	002340.SZ	格林美	3.47	1.97	4.34%	76.04%
新能源零部件	002048.SZ	宁波华翔	2.66	2.49	3.13%	6.87%
新能源零部件	002050.SZ	三花智控	3.52	2.40	4.59%	46.73%
电机电控等零部件	002249.SZ	大洋电机	1.94	1.60	4.18%	21.26%

新能源零部件	600699.SH	均胜电子	10.88	10.97	4.60%	-0.82%
钴资源	603799.SH	华友钴业	2.82	1.26	1.97%	123.44%
电机电控等零部件	002851.SZ	麦格米特	2.03	1.66	10.48%	22.72%
新能源零部件	601689.SH	拓普集团	2.34	1.65	4.76%	41.63%
锂资源	002460.SZ	赣锋锂业	0.92	0.47	2.26%	95.57%
负极	603659.SH	璞泰来	2.29	0.93	5.84%	147.16%

来源：wind，中泰证券研究所（备注：研发支出包括费用化研发费用、资本化研发支出。）

图表 46：新能源汽车产业细分子行业个股 2021H1 业绩汇总（亿元）

细分行业	股票名称	营收	归母净利润	毛利率
锂资源	天齐锂业	23.51	0.86	51%
锂资源	赣锋锂业	40.64	14.17	35%
锂资源	雅化集团	21.24	3.30	33%
钴资源	寒锐钴业	20.80	3.56	33%
钴资源	华友钴业	142.94	14.68	21%
正极	当升科技	29.89	4.47	21%
正极	格林美	80.00	5.37	22%
正极	容百科技	35.92	3.21	15%
正极	德方纳米	12.75	1.35	22%
正极	中伟股份	83.56	4.88	12%
正、负极	杉杉股份	43.91	4.07	26%
负极	中国宝安	80.21	6.80	37%
负极	璞泰来	39.23	7.75	37%
负极	中科电气	8.23	1.59	35%
负极	翔丰华	3.82	0.43	27%
六氟磷酸锂	多氟多	29.05	3.08	26%
六氟磷酸锂	石大胜华	36.46	5.91	30%
电解液	天赐材料	36.99	7.83	35%
电解液	新宙邦	25.57	4.37	34%
隔膜	恩捷股份	33.94	10.50	47%
隔膜	星源材质	8.31	1.12	35%
隔膜	沧州明珠	13.55	2.33	23%
锂电池	宁德时代	440.75	44.84	27%
锂电池	国轩高科	35.51	0.48	20%
锂电池	亿纬锂能	65.60	14.95	25%
锂电池	鹏辉能源	24.55	1.18	17%
锂电池	欣旺达	156.82	6.17	17%
铜箔	诺德股份	20.08	2.01	24%
铜箔	嘉元科技	12.05	2.44	31%
锂电设备	科恒股份	14.34	0.08	9%
锂电设备	先导智能	32.68	5.01	38%
锂电设备	赢合科技	17.36	1.03	25%
锂电设备	杭可科技	10.75	1.27	28%
电机电控等零部件	汇川技术	82.74	15.63	24%
电机电控等零部件	麦格米特	19.38	1.95	27%

电机电控等零部件	正海磁材	14.63	1.14	21%
电机电控等零部件	大洋电机	46.50	2.40	19%
电机电控等零部件	英搏尔	3.13	0.17	20%
电机电控等零部件	欣锐科技	3.90	0.11	22%
电机电控等零部件	蓝海华腾	2.53	0.31	29%
新能源零部件	拓普集团	49.17	4.60	21%
新能源零部件	伯特利	15.41	2.41	26%
新能源零部件	均胜电子	236.50	2.69	13%
新能源零部件	三花智控	76.74	8.24	27%
新能源零部件	科达利	18.02	2.19	28%
新能源零部件	德赛西威	40.83	3.70	25%
新能源零部件	宁波华翔	85.00	6.48	18%
新能源零部件	中鼎股份	63.83	5.91	25%
整车	比亚迪	908.85	11.74	13%
整车	宇通客车	98.06	1.45	15%

来源: Wind, 中泰证券研究所 (注: 杉杉股份对应的经营数据为正、负极业务合计数据)

四、2021 年 Q2 财报总结: 产销高景气, 营收高增长

4.1 行业整体: 月度排产环比持续向上, 龙头公司业绩高增

■ 新能源车板块 2021 年 Q2 财报概览:

- 1) **整体:** 21Q2 营收 2592 亿元, 同比+44%; 剔除整车端影响, 营收 1369 亿元, 同比+77%;
- 2) **归母净利润:** 21Q2, 板块整体归母净利润 194 亿元, 同比+85%; 剔除整车, 归母净利润为 152 亿元, 同比+220%;
- 3) **扣非归母净利润看,** 21Q2, 板块整体扣非归母净利润 143 亿元, 同比+151%。剔除整车后为 125 亿元, 同比+230%。
- 4) **毛利率:** 21Q2, 行业整体毛利率 27.4%, 同比+1.7pct, 环比+0.7pct; 剔除整车, 行业毛利率 28.5%, 同比+1.9pct, 环比+0.7pct。
- 5) **经营活动现金流:** 21Q2, 行业整体经营活动现金流为 616 亿, 同比+103%, 剔除整车后, 行业经营活动现金流量净额为 238 亿元, 同比+183%。
- 6) **投资活动现金流净额:** 21Q2, 行业整体投资活动现金流净额-433 亿元, 同比+233%; 剔除整车后, 行业整体投资活动现金流量净额-265 亿元, 同比+409%。
- 7) **存货:** 21Q2, 行业整体存货 1801 亿元, 同比+46%; 剔除整车后行业存货 1186 亿, 同比+48%。

图表 47: 新能源车细分子行业 2021Q2 财务指标汇总

细分行业	营收 (亿元)	扣非净利润 (亿元)	资产减值损失 (亿元)	毛利率	经营活动现金流净额 (亿元)	存货净额 (亿元)
锂资源	51.71	9.64	-0.11	42.92%	11.97	38.37
钴资源	89.13	9.34	-0.04	25.60%	4.07	66.51
正极	195.72	13.46	-0.44	19.29%	1.90	141.64
负极	72.38	6.58	-0.59	31.61%	4.44	127.38
六氟磷酸锂	36.30	5.63	-0.04	30.64%	3.28	12.10
电解液	35.54	7.45	0.39	36.16%	4.98	12.20
隔膜	31.24	7.44	-0.23	35.23%	2.87	22.77
锂电池	399.84	30.55	-9.82	20.33%	151.46	386.00
铜箔	17.93	2.53	-0.02	28.82%	4.85	7.09
锂电设备	48.22	4.20	0.48	23.38%	4.56	99.14
电机电控等	97.88	11.57	0.07	25.12%	7.52	91.24
新能源零部件	292.70	16.66	-1.27	22.47%	36.14	182.01
整车	1223.72	18.23	-8.33	14.36%	377.47	614.50
行业整体	2592.30	143.28	-19.93	27.38%	615.51	1800.95
整体 (不含整车)	1368.59	125.05	-11.61	28.46%	238.04	1186.45

来源: Wind, 中泰证券研究所

4.2 细分子行业: 中游环节量价齐升, 业绩环比持续提高

■ 盈利能力:

(1) 从二季度营收来看, 六氟磷酸锂、电解液等行业收入高增, 主要由于产品价格随着供给紧张而不断提升, 相关公司量价齐升, 业绩增速较高。锂电池、隔膜等行业受益于下游电动车销量持续创新高, 公司业绩维持高增速。

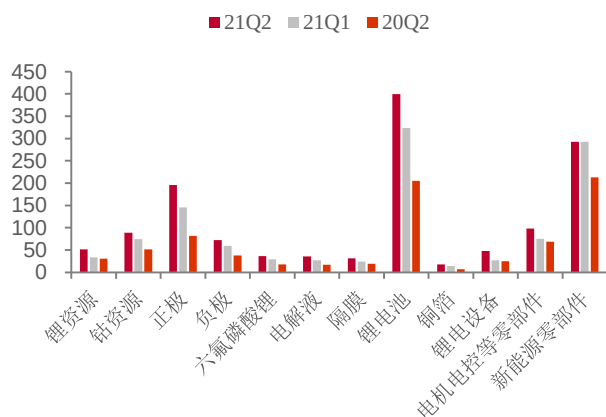
细分子行业二季度营收水平从高到低分别为:

整车 (1223.72 亿) > 锂电池 (399.84 亿) > 新能源零部件 (292.70 亿) > 正极 (195.72 亿) > 电机电控 (97.88 亿) > 钴资源 (89.13 亿) > 负极 (72.38 亿) > 锂资源 (51.71 亿) > 锂电设备 (48.22 亿) > 六氟磷酸锂 (36.30 亿) > 电解液 (35.54 亿) > 隔膜 (31.24 亿) > 铜箔 (17.93 亿)。

细分子行业二季度环比增速由高至低依次为:

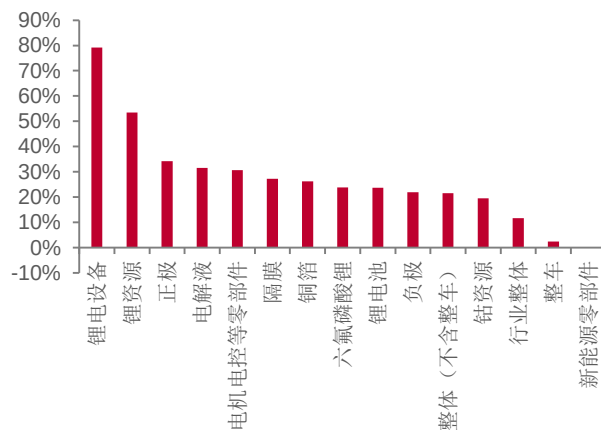
锂电设备 (79%) > 锂资源 (54%) > 正极 (34%) > 电解液 (32%) > 电机电控 (31%) > 隔膜 (27%) > 铜箔 (26%) > 六氟磷酸锂 (24%) = 锂电池 (24%) > 负极 (22%) > 钴资源 (19%) > 整车 (2%) > 新能源零部件 (-0.03%)。

图表 48: 细分子行业单季度营收 (亿元)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 49: 细分子行业 Q2 营收环比增速对比 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

■ 个股层面:

动力电池: 宁德时代 Q2 实现营收 249.08 亿, 同比+154%, 环比+29.95%。Q2 业绩提升较高主要由于: 1) 21Q2 电动车销量持续提升, 锂电池龙头优质产能仍处于紧缺状态。2) 20Q2 受疫情影响, 装机量下滑导致同期基数较低。

隔膜: 恩捷股份 Q2 实现营收 19.51 亿, 同比+119.71%, 环比+35.15%。根据鑫椤资讯, 从月度排产数据看, 公司环比持续创新高。

正极材料: 当升科技 Q2 实现营收 17.25 亿, 同比+155.68%, 环比+36.45%。收入提升主要由于 Q2 锂资源等原材料价格持续提升。

负极材料: 璞泰来 Q2 实现营收 21.84 亿, 同比+104.29%, 环比+25.56%。收入提升主要由于成本和费用率下降, 负极单吨净利润回升, 以及 20Q2 基数较低。

电解液: 天赐材料 Q2 实现营收 21.38 亿, 同比+100.21%, 环比+36.89%。业绩提升主要由于动力电池装机量持续增加, 上游原材料 6F 持续紧缺价格上涨, 电解液行业库存较低, 产品量价齐升。

图表 50: 2021Q2 营收环比增速排名前二十公司

细分行业	股票名称	21Q2(亿元)	21Q1(亿元)	环比
电机电控等零部件	英搏尔	2.37	0.76	212%
锂电设备	杭可科技	7.63	3.12	144%
锂电设备	赢合科技	11.79	5.57	112%
电机电控等零部件	蓝海华腾	1.67	0.86	94%
锂电池	国轩高科	22.59	12.92	75%
锂电设备	先导智能	20.61	12.07	71%
整车	宇通客车	61.77	36.29	70%
锂资源	天齐锂业	14.47	9.04	60%
正极	容百科技	21.98	13.94	58%
锂资源	赣锋锂业	24.57	16.07	53%
负极	中科电气	4.95	3.28	51%
正极	德方纳米	7.65	5.10	50%
正极	杉杉股份	59.47	39.99	49%
锂资源	雅化集团	12.67	8.57	48%
负极	翔丰华	2.26	1.56	45%
电机电控等零部件	汇川技术	48.61	34.13	42%
电解液	天赐材料	21.38	15.62	37%
正极	当升科技	17.25	12.64	36%
电机电控等零部件	正海磁材	8.41	6.21	35%
隔膜	恩捷股份	19.51	14.43	35%

来源: Wind, 中泰证券研究所

(2) 扣非归母净利润上, 细分子行业分化持续。从扣非归母净利润水平看, 锂电池 (30.55 亿) > 整车 (18.23 亿) > 新能源零部件 (16.66 亿) > 正极 (13.46 亿) > 电机电控 (11.57 亿) > 锂资源 (9.64 亿) > 钴资源 (9.34 亿) > 电解液 (7.45 亿) > 隔膜 (7.44 亿) > 负极 (6.58 亿) > 六氟磷酸锂 (5.63 亿) > 锂电设备 (4.20 亿) > 铜箔 (2.53 亿)。

图表 51: 2021Q2 各细分板块扣非归母净利润同比、环比增速

细分行业	21Q2(亿元)	21Q1	20Q2	同比	环比
锂资源	9.64	2.07	1.44	567%	365%
钴资源	9.34	8.73	2.00	368%	7%
正极	13.46	9.70	2.82	377%	39%
负极	6.58	5.17	0.78	747%	27%
六氟磷酸锂	5.63	3.13	-0.32	1877%	80%
电解液	7.45	4.20	3.95	89%	77%
隔膜	7.44	5.68	2.76	169%	31%
锂电池	30.55	25.03	10.65	187%	22%
铜箔	2.53	1.67	0.12	2086%	52%
锂电设备	4.20	2.61	3.31	27%	61%
电机电控等零部件	11.57	8.42	6.33	83%	37%
新能源零部件	16.66	16.52	4.08	308%	1%
整车	18.23	17.55	19.20	-5%	4%
行业整体	143.28	110.48	57.12	151%	30%
整体（不含整车）	125.05	92.94	37.91	230%	35%

来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 52: 2021Q2 扣非归母净利润规模排名前二十公司

细分行业	股票名称	21Q2(亿元)	21Q1	环比
锂电池	宁德时代	22.46	16.72	34%
整车	长城汽车	15.07	13.35	13%
电机电控等零部件	汇川技术	8.98	6.25	44%
锂电池	亿纬锂能	8.11	6.14	32%
钴资源	华友钴业	7.58	6.59	15%
隔膜	恩捷股份	5.79	4.05	43%
锂资源	赣锋锂业	5.42	2.94	84%
电解液	天赐材料	4.83	2.84	70%
整车	比亚迪	4.50	-0.82	652%
正极	杉杉股份	4.42	2.81	57%
负极	璞泰来	4.03	3.13	29%
新能源零部件	三花智控	3.99	3.21	24%
新能源零部件	宁波华翔	3.97	2.32	71%
六氟磷酸锂	石大胜华	3.57	2.31	55%
锂电设备	先导智能	2.94	1.95	51%
电解液	新宙邦	2.62	1.37	92%
锂资源	雅化集团	2.44	0.72	237%
正极	格林美	2.43	2.54	-4%
新能源零部件	中鼎股份	2.37	2.03	17%
正极	中伟股份	2.29	1.97	16%

来源: Wind, 中泰证券研究所

- **(3) 细分子行业毛利率（未剔除非新能源汽车相关业务）：**上游资源端锂资源、钴资源毛利率环比提升，但整车毛利率环比小幅提升；中游材料端锂电设备、铜箔、隔膜毛利率环比提升。**毛利率从高到低排序看：**锂资源（42.9%）>电解液（36.2%）>隔膜（35.2%）>负极（31.6%）>六氟磷酸锂（30.6%）>铜箔（28.8%）>钴资源（25.6%）>电机电控（25.1%）>锂电设备（23.4%）>新能源零部件（22.5%）>锂电池（20.3%）>正极（19.3%）>整车（14.4%）。
- **多环节毛利率环比提升：**电解液(+3.3%)、锂资源(+8.3%)、六氟磷酸锂(+6.6%)、新能源零部件（+0.3%）、铜箔（+2.2%）

图表 53：细分子行业单季度毛利率水平

细分行业	21Q2	21Q1	20Q2	同比	环比
锂资源	42.9%	34.6%	32.8%	10.1%	8.3%
钴资源	25.6%	27.6%	17.1%	8.5%	-2.0%
正极	19.3%	18.8%	13.7%	5.6%	0.5%
负极	31.6%	33.4%	33.8%	-2.2%	-1.8%
六氟磷酸锂	30.6%	24.1%	17.7%	13.0%	6.6%
电解液	36.2%	32.8%	45.1%	-8.9%	3.3%
隔膜	35.2%	35.3%	34.0%	1.3%	0.0%
锂电池	20.3%	22.7%	22.9%	-2.5%	-2.3%
铜箔	28.8%	26.6%	21.3%	7.5%	2.2%
锂电设备	23.4%	29.0%	37.1%	-13.7%	-5.6%
电机电控等零部件	25.1%	25.6%	22.1%	3.0%	-0.5%
新能源零部件	22.5%	23.1%	21.2%	1.2%	-0.7%
整车	14.4%	13.2%	14.7%	-0.3%	1.2%
行业整体	27.4%	26.7%	25.6%	1.7%	0.7%
整体（不含整车）	28.5%	27.8%	26.6%	1.9%	0.7%

来源：Wind，中泰证券研究所

- **(4) 营运管理能力：应收账款大幅提升**
- **从应收款项角度看，2021 年 Q2 行业整体营应收账款 1586.8 亿，同比增加 14.1%，环比增加 4.4%；剔除整车后应收款项为 1050.5 亿，同比增加 42.1%，环比 7.5%；其中仅整车、正极环节有小幅下降。其余细分子行业均有增长，其中增速最快为钴资源，同比增长 100.8%。**

图表 54：细分子行业行业应收款项及变动（亿元）

细分行业	2021Q2	2021Q1	2020Q2	环比	同比
锂资源	30.8	23.2	21.4	32.9%	44.3%
钴资源	19.6	17.4	9.7	12.4%	100.8%
正极	129.4	130.0	71.5	-0.5%	81.0%
负极	46.5	45.6	36.2	1.9%	28.5%
六氟磷酸锂	16.6	14.0	11.1	18.6%	50.6%
电解液	34.6	30.1	19.3	14.7%	79.4%
隔膜	48.7	44.8	31.6	8.8%	54.2%
锂电池	334.1	312.5	243.9	6.9%	37.0%
铜箔	18.5	16.0	10.6	15.4%	75.1%
锂电设备	64.7	50.9	48.0	27.2%	34.7%
电机电控等零部件	89.2	75.8	69.7	17.6%	27.9%

新能源零部件	217.8	217.2	166.6	0.3%	30.8%
整车	536.3	542.4	651.4	-1.1%	-17.7%
行业整体	1586.8	1519.9	1390.9	4.4%	14.1%
整体（不含整车）	1050.5	977.5	739.5	7.5%	42.1%

来源：Wind，中泰证券研究所

- **经营活动现金流同比、环比上升明显：**2021H1 行业经营活动现金流量净额为 615.51 亿，同比+103.16%，环比+204.28%，其中剔除整车后经营活动现金流量净额为 238.04 亿元，同比+182.71%，环比+88.85%。经营性活动现金流高增，充分反应行业景气度向上。

图表 55：2021H1 经营性现金流量净额及同比增速（亿元）

细分行业	2021H1	2021Q1	2020H1	2021H1 同比	2021H1 环比
锂资源	11.97	0.86	6.93	72.68%	1299.03%
钴资源	4.07	8.08	4.87	-16.45%	-49.66%
正极	1.90	-23.68	7.92	-75.98%	108.03%
负极	4.44	6.07	2.73	62.66%	-26.90%
六氟磷酸锂	3.28	2.77	2.54	29.02%	18.53%
电解液	4.98	1.55	4.26	17.00%	221.59%
隔膜	2.87	2.09	4.77	-39.94%	37.12%
锂电池	151.46	112.54	23.70	539.04%	34.58%
铜箔	4.85	-2.81	0.08	6145.40%	272.61%
锂电设备	4.56	5.14	4.64	-1.54%	-11.11%
电机电控等 零部件	7.52	2.89	8.77	-14.26%	160.07%
新能源零部 件	36.14	10.54	12.99	178.17%	242.90%
整车	377.47	76.24	218.77	72.55%	395.10%
总经营现金 流量净额	615.51	202.29	302.96	103.16%	204.28%
除整车总经 营现金流量 净额	238.04	126.04	84.20	182.71%	88.85%

来源：wind，中泰证券研究所。

- **加快资本开支节奏：**21H1 投资活动现金流净额-432.65 亿元，同比+232.63%，环比增加 27.64%；剔除整车后，行业整体投资活动现金流量净额-264.97 亿元，同比+409.21%；环比-7.98%。下游需求持续高增长，厂商加快产能布局。

图表 56：投资活动现金流量净额（亿元）

细分行业	2021H1	2021Q1	2020H1	2021H1 同比	2021H1 环比
锂资源	-14.26	-14.88	-3.12	356.67%	-4.16%
钴资源	-12.99	-30.73	-9.01	44.20%	-57.72%
正极	-26.31	-43.37	-9.03	191.41%	-39.33%
负极	5.98	-15.57	-2.18	-374.26%	-138.40%
六氟磷酸锂	-2.28	-1.50	0.01	-35311.54%	52.23%
电解液	1.56	-6.10	-1.76	-188.47%	-125.56%
隔膜	-25.27	-6.52	-10.18	148.14%	287.64%
锂电池	-179.74	-117.93	-11.07	1524.03%	52.42%
铜箔	-4.91	-10.13	1.74	-382.21%	-51.47%
锂电设备	7.96	-18.32	7.18	10.83%	-143.44%
电机电控等零部件	0.55	0.12	-2.85	-119.21%	339.56%
新能源零部件	-15.24	-23.05	-11.76	29.62%	-33.85%
整车	-167.68	-50.99	-78.04	114.88%	228.85%
行业整体	-432.65	-338.95	-130.07	232.63%	27.64%
整体（不含整车）	-264.97	-287.96	-52.04	409.21%	-7.98%

来源：wind，中泰证券研究所

- **（5）库存分析：2021H1 行业库存增加，整体库存为 1800.95 亿元，环比 21Q1 增加 13.18%；剔除整车后行业存货 1186.45 亿，环比增加 15.37%。**其中细分子行业看，只有铜箔（7.09 亿）存货环比 21Q1 减少 17.36%；锂电设备（99.14 亿）、锂电池（386 亿）、钴资源（66.51 亿）存货环比增长显著，分别为+35.49%、+31.33%、+23.56%。其中宁德时代 21H1 存货 241.65 亿，环比大幅增长近 70 亿元，锂电环节其余企业均处于累库存状态，彰显中游业绩环比增长的可持续性。

图表 57：细分子行业存货及同比（亿元，%）

细分行业	2021H1	2021Q1	2020H1	2021H1 同比	2021H1 环比
锂资源	38.37	37.47	36.29	5.73%	2.38%
钴资源	66.51	53.83	43.91	51.48%	23.56%
正极	141.64	135.62	98.63	43.61%	4.44%
负极	127.38	124.24	117.13	8.75%	2.53%
六氟磷酸锂	12.10	11.35	11.49	5.24%	6.61%
电解液	12.20	11.33	8.95	36.25%	7.66%
隔膜	22.77	20.55	14.88	53.05%	10.77%
锂电池	386.00	293.91	189.98	103.18%	31.33%
铜箔	7.09	8.58	5.00	41.92%	-17.36%
锂电设备	99.14	73.18	50.09	97.95%	35.49%
电机电控等零部件	91.24	84.77	64.12	42.30%	7.64%
新能源零部件	182.01	173.58	162.74	11.84%	4.86%
整车	614.50	562.79	431.45	42.43%	9.19%
行业整体	1800.95	1591.19	1234.64	45.87%	13.18%
整体（不含整车）	1186.45	1028.40	803.19	47.72%	15.37%

来源：WIND，中泰证券研究所

五、细分领域重点龙头公司分析

动力电池：宁德时代-2021H1 业绩点评：盈利能力保持稳定，21Q2 业绩超预期

- **21H1 营收快速增长，单 Q2 业绩超预期。**21H1 营收 440.75 亿，同比+134.07%。其中，21Q2 营收 249.08 亿，环比+30%，同比+154.2%，主要受益于储能系统业务高增。分业务看，动力电池系统业务营收 304.51 亿，同比+125.94%；锂电池材料业务营收 49.86 亿，同比+303.89%；储能系统业务营收 46.93 亿，同比+727.36%。公司 21H1 毛利率为 27.26%，同比小幅上升 0.1%，其中储能系统毛利率为 36.6%，同比提升 12.0%；单 Q2 毛利率环比保持稳定。21H1 归母净利润 44.84 亿，同比+131.45%，单 Q2 归母净利润为 25.29 亿，同比+111.62%，同比提升显著。
- **聚焦储能，谱写营收第二成长曲线。**2021 年上半年宁德时代储能系统收入 46.93 亿元，同比+727.36%，营收占比提升至 10.65%。随着电化学储能市场的快速发展，储能行业将迎来广阔的发展空间。根据 SPIR 数据，2021-2023 年中国储能锂电池需求预计达 21.6/34.5/48.2GWh。宁德时代目前已规划的储能项目有湖西项目、车里湾项目、江苏溧阳项目、时代吉利项目、肇庆项目等，预计未来储能板块将增厚公司业绩。
- **21 年上半年动力电池装机量全球第一。**据 SNE Research，2021 年上半年，公司动力电池装机 34.1GWh，yoy+234.2%，排名全球第一，市场占有率为 29.9%；其中单二季度装机量 19GWh，环比+25.83%，排名全球第一。公司从 2017-2020 年连续 4 年动力电池装机量排名全球第一。
- **经营现金流大幅提升，在建工程同增超三倍。**21Q2 公司存货环比增加 70 亿，增幅较一季度加大，我们预计三季度超预期的概率增强。公司应付款项环比一季度增长 105 亿，环比+45%，议价能力呈现增强趋势。21H1 经营性现金流同比增加超三倍，我们认为打消了市场对于部分原材料涨价对利润率以及议价能力的担忧。同时，公司在建工程大幅增加，对应之前投产分析，我们预计下半年产能陆续释放，叠加三季度排产数据远超目前市场预期，三季度业绩预计亦超出市场预期。

隔膜：恩捷股份-21H1 业绩符合预期，湿法龙头强者恒强

- **21H1 业绩符合预期，单 Q2 营收大幅提升。**21H1 营收 33.94 亿，同比+135.58%。其中，21Q2 营收 19.51 亿，同比+119.7%，环比+35.2%，主要受益于膜类业务高增。分业务看，膜类产品业务营收 29.25 亿，同比+184.45%；烟标业务实现营收 0.51 亿，同比-35.2%；无菌包装业务实现营收 2.58 亿，同比+48.34%；特种纸业务实现营收 0.92 亿，同比+20.40%。毛利率公司 21H1 为 47.31%，同比+2.1pct，其中膜类产品毛利率为 50.38%，同比+5.14pct；单 Q2 毛利率为 46.42%，同比+11.13pct，盈利能力提升明显。2021H1 归母净利润 10.5 亿，同比+226.76%，21Q2 归母净利润 6.18 亿，同比+237.46%，环比+43.06%。
- **Q2 隔膜出货量环比增长，单平盈利能力提升明显。**我们预计公司 Q2 出货量约 6-7 亿平，环比+20-30%，上半年整体出货 12 亿平左右，同

比增长近两倍，今年需求持续超预期，长期保持满产满销且供不应求状态。我们预计公司 Q2 出货量及单平净利均好于市场预期，我们认为，除了新增产线投产之外，公司现有产线良率还在持续提升，提升了存量有效产能。

- **期间费用控制良好，坚持高研发投入。**21 年上半年公司期间费用率为 11.8%，同比下降 6.46pct，费用率降幅较多原因主要为营收规模增长幅度高于费用增速，同时公司在线涂覆等新技术降本成效显著。上半年公司研发投入 1.7 亿元，同比增长 161.05%，研发投入占比为 5%。我们预计，研发投入主要为推动铝塑膜、无菌包装、钠电池隔膜等新产品的技术布局，龙头强者恒强和良性循环体现明显。

负极材料：中国宝安-业绩符合预期，锂电材料迎来黄金发展期

- **公司 H1 业绩符合预期。**公司公布 2021 半年报，1H21 营收 80.5 亿，同比+100%；归母净利 6.8 亿元，同比+403%；扣非净利 2.64 亿，同比+379%。锂电材料营收 47.9 亿，同比+126.26%；医药业务 19 亿，同比+59.57%；房地产业务 10.45 亿，同比+138.41%。公司 2021H1 非经常损益 4.16 亿，主要由于公司出售非核心资产。此外，公司对费用优化明显，2021H1 期间费用率 20.47%，较 2020 年下降 7.3%。
- **H1 负极业务高增，高镍正极放量在即。**2021H1 贝特瑞营收 42.1 亿，同比+169%，归母净利润 7.3 亿，同比+232%，扣非净利 5.2 亿，同比+279%，非经常损益主要由于公司出售磷酸铁锂业务。（1）负极材料：2021H1 出货量 61856 吨，实现营收 23.92 亿，单吨均价 3.9 万元，毛利率 36.7%；（2）正极材料：2021H1 出货量 20000 吨，实现营收 15.87 亿，毛利率 17.165%，较 2020 年+11.6%。随着正极向高镍产品聚焦，我们预计 22 年公司高镍正极出货量将迎来高增长。

电解液：天赐材料-业绩超预期，溶质低成本优势龙头地位强化

- **业绩超预期，受益 6F 等锂电材料量价齐升。**2021H1 营收 37 亿，同比+132.3%。其中，2021Q2 营收 21.38 亿，环比+37%，同比+100%，主要受益于公司 6F 等产品量价齐升。分业务看，锂电材料业务营收 31.4 亿，同比+282%；个人护理品业务实现营业收入 4.56 亿，同比-32.9%。2021H1 毛利率为 35.4%，整体较 2020 年+0.4%，其中锂电材料 2021H1 毛利率 36.2%，较 2020 年大幅提升 8.5%，个人护理业务 35.2%，较 2020 年下滑约 21.7%，主要原因为报告期内卡波姆量价同比有所下降。2021H1 归母净利润 7.8 亿，同比+151.1%，Q2 季度归母净利润 5 亿，环比+74.2%。此外公司预告 2021Q1-Q3 盈利 140,000 万元-160,000 万元，其中 Q3 约 6.2-8.2 亿利润，超预期。
- **工艺&自供领先，六氟成本优势有望延续。**6F 价格上涨推动电解液价格上涨，公司目前六氟磷酸锂自供比例约 80%，且公司采用液态六氟工艺，成本较固态六氟有显著优势，六氟一体化布局&工艺领先带来显著成本优势。由于六氟扩产时间较长且下游需求持续增长，我们预计六氟紧缺至少延续至明年年中，公司有望继续受益 6F 高自供比例。
- **一体化布局大步迈进，规模&成本优势进一步拉大。**1）公司子公司天赐材料(南通)拟投资 14 亿，建设 20 万吨六氟（对应 6.7 万吨固态六氟，对应电解液需求约 50 万吨），且配套原材料五氟化磷 7 万吨、氟化锂 1.2 万吨。2）公司子公司天赐材料(南通)拟投资 17.7 亿，建设 20 万吨电解

液、2 万吨双氟、6000 吨硫酸乙烯酯。3) 公司子公司九江天赐拟投资 15.6 亿建设 3 万吨双氟、1 万吨二氟双草酸磷酸锂、5000 吨二氟磷酸锂、10 万吨二氯丙醇。此外，公司拟投资 5.5 亿布局动力电池回收、2.6 亿投资 6 万吨日化基础材料。公司一体化布局大步迈进，后续成本&规模优势有望进一步拉大。

锂电设备：先导智能-锂电设备业务持续高增长，行业龙头强者恒强

- **公司公布 2021 半年报及二季报：**(1) 2021 年上半年实现营收 32.68 亿元，同增 75.34%；归母净利润 5.01 亿元，同增 119.70%；扣非归母净利润 4.88 亿元，同增 118.57%。(2) 2Q21 实现营收 20.61 亿元，同增 106.62%，环增 70.76%；归母净利润 3.00 亿元，同增 124.43%，环增 49.59%，整体符合我们预期。
- **锂电设备中标龙头公司订单，光伏业务持续高增长。**1H21 锂电池智能装备营收 23.19 亿元，同比 94.74%，毛利率为 35.75%，维持较高水平。据 2021 年 6 月 1 日公告，公司及子公司泰坦合计中标宁德时代锂电池生产设备约 45.47 亿元人民币(不含税)。我们预计 2021 年锂电设备业务将持续增长。1H21 光伏智能设备营收 3.37 亿元，同增 44.42%，毛利率为 33.16%。3C 智能设备营收 1.95 亿元。
- **研发保持高投入，夯实核心技术优势。**1H21 销售/管理/研发/财务费用分别为 1.14/2.30/3.63/-0.06 亿元，分别同比变动 +99.14%/+90.51%/+19.37%/-190.54%，占比分别为 3.48%/7.04%/11.10%/-0.20%。近年来，公司不断增加工程师及研发人员数量，2016 年最先研发出一体化设备，2018 年推出整体解决方案，公司凭借十多年的自主研发及技术积淀，同类产品性能达到甚至超过国际龙头产品。
- **规模扩大订单增加，应收款及存货相应增多。**1H21 应收账款 31.31 亿元，同增 61.53%，应收票据 6.21 亿元，同比-25.27%，合计 37.52 亿元，同增 35.50%，占营收的 114.81%。专用设备制造企业主要采用“预收款-发货款-验收款-质保金”的销售结算模式，终验收后尚未付款的金额计入应收账款，完成为未发货产品进入存货。上半年存货 59.32 亿元，同增 124.15%，在下游电池厂持续扩产背景下，反映出公司业务规模不断扩大，在手订单充足。
- **电池企业大幅扩产，设备企业进入向上景气期。**据我们统计，国内外动力电池企业合计 2021-2023 年规划新增产能分别约 258/380/353GWh。假设产能利用率为 60%-80%，单 GWh 设备投资额约 2-2.2 亿元，预计锂电池设备 2021-2023 年新增市场空间分别接近 619/875/777 亿元。此外，2020 电池企业市占率持续上升，龙头动力电池企业对于设备供应上要求更加严格，绑定也更深入，龙头设备供应商将受益于客户集中度的加速提升。
- **绑定海内外龙头客户，进入全球供应链体系。**据公司公告，截止于 6 月 30 日，公司新接订单金额创历年新高，新签订单 92.35 亿元(不含税)，为公司未来业绩的快速增长创造了有利条件。公司下游客户包括 CATL、Northvolt、亿纬锂能、中航锂电、蜂巢能源等，并积极开拓韩国电池厂客户。公司与众多优质客户深度绑定，随着对锂电池设备的持续研发投入

入以及下游锂电池龙头企业产能的大幅扩张，公司在锂电池设备行业的市场份额有望进一步提高。

六、投资建议

- **21 年全球电动车销量开始步入新的 2.0 时代，我们预计中美将重回高速增长，欧洲碳排放约束力仍然强劲。**随着供给端进入优质电动智能车型竞争的正向循环，行业发展越来越接近自发需求爆发的拐点，从线性增长过渡到 J 型增长。我们预计，2021 年全球电动车销量 590 万，同比增长 85%+。从投资机会角度看，由于需求爆发到了临界点，我们认为成长和周期可能共舞，同时智能化将加速。21 年板块中成长、周期和重塑的投资机会多点开花。

- **1、动力电池及材料：**

(1) 动力电池：看好垂直成本控制能力强的**宁德时代**，21 年中游材料成本上扬，我们认为龙头与非龙头之间的成本控制能力差异将导致行业淘汰赛加速，成本的波动会加速落后产能出清。同时推荐下游布局分散全面的**亿纬锂能、孚能科技**，关注**国轩高科**等。

(2) 锂电材料：推荐**恩捷股份**，依靠在线涂覆技术，构筑了更高的成本和产品优势，确定其全球龙头地位；关注 21 年紧缺的**6F、VC、LiFSI、DMC、PVDF**等，21 年价格演绎可能超预期，推荐**石大胜华、新宙邦、天赐材料、永太科技、联创股份、永和股份**等；21 年磷酸铁锂正极需求高增长，建议关注磷酸铁锂正极材料龙头**德方纳米**；推荐产业链条延伸布局，资源品-有色-新能源三大板块协同发展的**华友钴业**；推荐负极龙头**中国宝安**；

(3) 锂电设备：20 年开始，锂电池厂迎来新一轮扩产潮。由于疫情原因，电池厂资本开始推后，将直接导致 21 年迎来大年，推荐龙头**先导智能**。

- **2、零部件：**我们认为，零部件的重塑才刚刚起步，目前估值被重塑的是部分品类和客户拓展比较快的标的。随着全球汽车产业链东移加速，零部件的成长空间将逐步展现，汽车零部件板块将是全面的重塑。另外，由于主机厂偏软，零部件集成化发展趋势会越来越明显，重点关注品类扩张能力比较强的标的。

(1) 智能化：华为入局将加速汽车智能化技术迭代，并将撼动行业目前的竞争格局。我们认为，智能座舱域是最快普及的领域，国产供应链优势较大，建议关注**华阳集团（HUD）**；智能驾驶域壁垒较高，但主机厂自产诉求较强，未来第三方机会主要集中在传感器，建议关注**德赛西威**；智能车控域格局最稳定，未来国产替代有望加速，推荐赛道卡位明确、国产替代加速的智能悬挂标的**中鼎股份**，建议关注智能刹车标的**伯特利**；

(2) 热管理：热管理是电动车零部件赛道稀缺的单车价值量增加且技

术迭代路径清晰的优质赛道，其中管路和阀是最核心赛道，推荐**三花智控**，关注**银轮股份**、**奥特佳**、**拓普集团**等；21年MEB引领二氧化碳热泵技术商业化，推荐**克来机电**。

(3) 结构件：结构件的利润率，长期看由管理和工艺的差异化决定，中期也与产能利用率高度正相关。看好中小件和底盘中大件领域，推荐**拓普集团**，关注**爱柯迪**等。

(4) 电力电子：看好国产替代加速的功率电子，关注**斯达半导**等，持续推荐推荐高压继电器龙头**宏发股份**，关注薄膜电容龙头**法拉电子**。

- **整车：**长期看，整车是此轮电动智能化被重塑力度最大的一个环节。我们认为，未来整车不再是“一锤子买卖”，而是互联网流量经营模式，存量也能持续产生价值；汽车是高度差异化的市场，目前整车竞争格局尚不清晰，市场预期容易线性化。华为入局后，主机厂、ICT 和 Tier1,将围绕着智能化展开新一轮的角逐和竞争。从边际变化角度，我们建议重点关注**比亚迪**、华为 OEM 合作方**长安汽车**、大众（中国）合资方**江淮汽车**，关注造车新势力**蔚来**、**小鹏**、**理想**。

七、风险提示

- **新能源汽车销量不及预期。**新能源汽车销售受到宏观经济环节、行业 支持政策、消费者购买意愿等的影响，存在不确定性。
- **政策大幅变动风险。**各国新能源汽车补贴政策有提前退坡的可能性，补贴退坡的幅度存在不确定性，或者降低补贴幅度超出预期的风险；中国双积分制度、欧洲碳排放法规执行不及预期，导致行业电动车需求不及预期风险。
- **竞争加剧导致产品价格下跌风险。**电池产业链部分环节存在产能过剩引起竞争加剧，扩产规划放缓的风险
- **研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。**
- **行业数据进行了一定地筛选和划分，或与实际情况存在偏差风险。**

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。