

财报解读系列报告一：锂电周期磨底，景气边际修复

报告要点

本报告通过筛选锂电板块上市公司财报进行分析，解读锂电行业盈利质量、资本开支、偿债能力、周期拐点等。

摘要

行业整体仍在磨底阶段，25Q1 景气有所改善。在锂价和加工费磨底、库存减值等因素影响下，24Q4 行业呈现增收不增利的局面，25Q1 行业内卷缓和叠加部分环节加工费上调，行业净利润同比大幅改善。利润分配上，24Q4 中上游亏损面走扩，25Q1 中下游利润占比有所修复。资本开支层面，25Q1 中下游有所加码，多数材料环节延续收缩。现金流层面，整体销售回款状况有所好转，但锂资源经营性现金流仍在恶化，较峰值已下降 67%。

分板块盈利：24Q4 承压明显，25Q1 有所修复。1) **整车**：政策刺激规模效应显现，25Q1 板块净利率环比+1pcts。2) **电池**：25Q1 整体盈利能力有所修复，板块毛利率环比+7pcts，净利率环比+1pcts。3) **正极**：24Q4 板块净利率为-7%，其中铁锂正极净利率为-8%，25Q1 板块净利率为 1%，其中铁锂净利率为-1%，亏损有所缩窄。4) **电解液**：板块产能利用率有所提升，24Q4 板块净利率为-3%，25Q1 板块净利率为 3%，整体盈利质量修复明显。5) **负极**：开工率偏低凸显供需宽松格局，25Q1 板块净利率环比+6pcts，低成本者优势领先。6) **隔膜**：供需宽松叠加价格内卷，24Q4 单季度亏损 6 亿元，25Q1 单季度归母净利润为 5 亿元，行业整体盈利分化格局延续。7) **锂资源**：24Q4 板块受减值影响承压明显，净利率为-3%，25Q1 板块盈利质量有所修复，净利率为 11%。

前瞻指标指示 25Q2 锂电整体景气或存边际修复，环节上关注整车、电池和铁锂正极盈利改善弹性。25Q2 前瞻指示锂电行业板块景气或存边际修复，但高度有限。结合不同环节供需结构及盈利质量指标差异，可关注整车、电池和铁锂正极盈利改善弹性。**中长期锂资源环节产能出清节奏有望加速，关注固态电池新技术进展。**在当前锂价加速下探的背景下，锂资源板块或持续承压，产能出清节奏有望加速。同时固态电池作为锂电代际产品研发进展不断取得突破，量产上车进展加快，有望助力行业实现下行周期突破。**风险因子**：1) 销售不及预期；2) 累库超预期；3) 价格变化超预期；4) 贸易政策变化；

能源转型与碳中和组：

研究员：

张默涵

从业资格号 F03097187

投资咨询号 Z0020317

何颖昀

从业资格号 F03100810

投资咨询号 Z0021074

重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。



目录

一、终端景气：动力需求仍具韧性，储能或有政策抢装	5
二、行业整体：仍在磨底阶段，25Q1 景气有所改善	6
（一）盈利水平：24Q4 行业增收不增利，25Q1 净利同比大幅改善	6
（二）利润分配：24Q4 中上游亏损面走扩，25Q1 中下游利润占比有所修复	6
（三）资本开支：25Q1 中下游有所加码，多数材料环节延续收缩	7
（四）现金流：25Q1 收现比有所好转，在手订单仍较为充足	7
（五）偿债能力：25Q1 整体有所提升，龙头降杠杆效应显著	8
三、分板块盈利：24Q4 承压明显，25Q1 有所修复	9
（一）整车：政策刺激规模效应显现，25Q1 板块净利率环比有所提升	9
（二）电池：25Q1 板块盈利能力有所修复，龙头盈利优势持续凸显	9
（三）正极：24Q4 整体盈利承压明显，25Q1 铁锂正极亏损收窄	10
（四）电解液：25Q1 产能利用率有所上升，行业净利修复明显	11
（五）负极：开工率低位凸显供需宽松格局，25Q1 盈利质量有所修复	12
（六）隔膜：价格内卷依然严峻，盈利格局持续分化	13
（七）锂资源：24Q4 受减值影响承压明显，25Q1 板块净利润扭亏	14
四、展望：25Q2 景气或存边际修复，锂资源产能出清节奏有望加速	15



图表目录

图表 1: 25Q1 中国新能源乘用车批发量同比+47%	5
图表 2: 2025Q1 欧美新能源车销量同比+12%	5
图表 3: 2025Q1 中国储能电池装机量同比+217%	5
图表 4: 2025Q1 美国储能装机量同比+41%	5
图表 5: 2025Q1 行业总营收同比+7%	6
图表 6: 2025Q1 行业总净利润同比+35%	6
图表 7: 锂电行业各环节营收占比	6
图表 8: 锂电行业各环节归母净利占比	6
图表 9: 2025Q1 行业总资本开支同比+18%	7
图表 10: 锂电行业各环节资本开支情况	7
图表 11: 2025Q1 行业销售现金流同比+7%	8
图表 12: 2025Q1 行业合同负债同比+21%	8
图表 13: 2025Q1 行业分板块销售现金流状况	8
图表 14: 2025Q1 行业整体偿债指标有所修复	8
图表 15: 2025Q1 分环节资产负债率	8
图表 16: 2025Q1 新能源车市大幅促销暂缓	9
图表 17: 2025Q1 整车盈利指标小幅分化	9
图表 18: 中国铁锂电池装机占比创新高	10
图表 19: 2025Q1 中国电池装机格局	10
图表 20: 2025Q1 电池板块盈利指标有所修复	10
图表 21: 期货-SMM 价差指示电池厂阶段盈利状况	10
图表 22: 25M4 铁锂/三元开工率分别为 53%/41%	11
图表 23: 25Q1 铁锂/三元正极产量同比+107%/-5%	11
图表 24: Q1 铁锂/三元正极价格指数同比-23%/-9%	11
图表 25: 2025Q1 正极板块净利率修复明显	11
图表 26: 2025Q1 电解液产量同比+88%	12
图表 27: 2025Q1 电解液行业开工率不足 50%	12
图表 28: 2025Q1 三元/铁锂电液同比-9%/-5%	12
图表 29: 2025Q1 电解液板块盈利修复明显	12



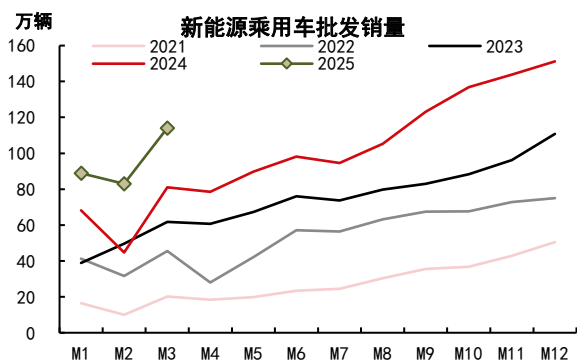
图表 30: 2025Q1 负极材料月度产量同比+54%	13
图表 31: 2025Q1 负极平均开工率维持 37%	13
图表 32: 2025Q1 石墨价格仍有所下探	13
图表 33: 2025Q1 负极板块盈利修复明显	13
图表 34: 2025Q1 隔膜产量同比+57%	14
图表 35: 湿法隔膜开工率持续上升	14
图表 36: 2025Q1 基膜价格内卷延续	14
图表 37: 2025Q1 隔膜板块盈利依然承压	14
图表 38: 25Q1 碳酸锂主力合约期货均价同比-27%	15
图表 39: 碳酸锂周度库存仍然较高	15
图表 40: 2025Q1 营收和归母净利同比大幅降低	15
图表 41: 2025Q1 锂资源板块净利率有所修复	15
图表 42: 分环节财报总结	16
图表 43: 基于渗透率同比变化指示的行业大势研判	16



一、终端景气：动力需求仍具韧性，储能或有政策抢装

中国新能源销量持续高增，欧美维持弱势增长。 2025Q1 中国新能源乘用车批发销量为 286 万辆（同比+47%），批发渗透率为 45%，其中 Q1 零售销量为 242 万辆（同比+37%），截至 2025 年 5 月 5 日，汽车以旧换新补贴申请量突破 300 万份，后续政策仍将持续托底消费释放；新能源乘用车出口销量达 40 万辆（同比+36%），同比增速韧性较强或部分受关税抢装影响，后续需关注关税谈判进展及中欧关税缓和贸易转机，预期 2025 年中国新能源车销量为 1530 万辆（同比+21%）。欧美市场维持弱势增长，2025Q1 美国新能源车销量为 40 万辆（同比+7%），关税抢装导致部分需求前置，渗透率维持 10%；2025Q1 欧洲新能源车销量为 77 万辆（同比+15%），主要系同期德国基数较低叠加英国税收变化下部分需求前置，渗透率为 28%，预期 2025 年欧美新能源车销量为 445 万辆（同比+2%）。

图表1：25Q1 中国新能源乘用车批发量同比+47%



资料来源：乘联会 中信期货研究所

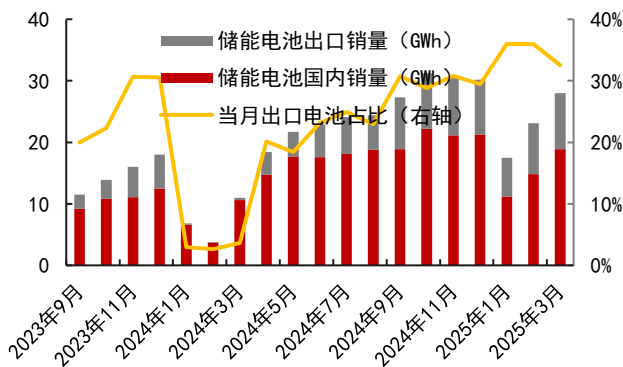
图表2：2025Q1 欧美新能源车销量同比+12%



资料来源：GGII 中信期货研究所

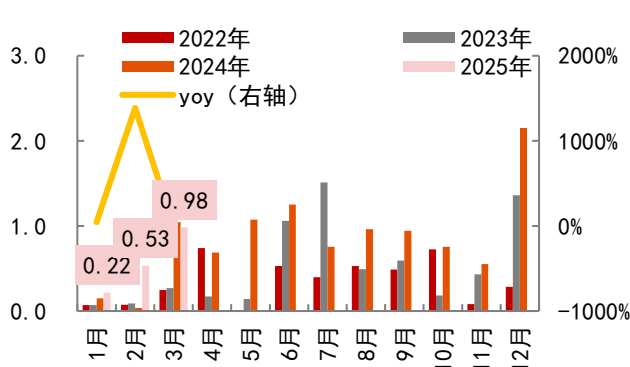
中国储能招标同比高增，欧美市场景气分化。 2025Q1 中国储能电池装机量为 69GWh（同比+217%），装机维持高增，但受新能源电价改革影响，国内储能装机高峰有望提前，3 月出口端占比回落至 33%，主要系关税影响，考虑备库系数后预期 2025 年中国储能装机量为 115GWh（同比+12%）。2025Q1 美国储能累计装机 1.73GW（同比+41%），但关税及补贴退坡利空下，远期储能市场面临增速放缓风险，但考虑到目前美国仍有低价储能库存，预期 2025 年美国储能装机量为 47GWh（同比+27%）。欧洲市场大储持续发力，例如 Q1 德国储能新增装机量达 1.3GWh（同比持平），其中 3 月新增装机量 557MWh（同比+25%），在负电价背景下仍存较大增长空间，预期 2025 年欧洲储能装机量为 24GWh（同比+9%）。

图表3：2025Q1 中国储能电池装机量同比+217%



资料来源：动力电池产业创新联盟 中信期货研究所

图表4：2025Q1 美国储能装机量同比+41%



资料来源：EIA 中信期货研究所

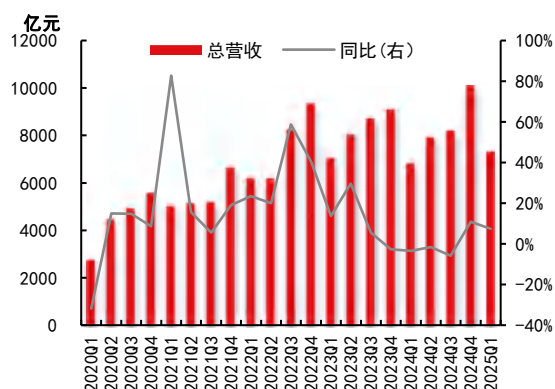


二、行业整体：仍在磨底阶段，25Q1 景气有所改善

（一）盈利水平：24Q4 行业增收不增利，25Q1 净利同比大幅改善

从营收角度，2024Q4 锂电行业营收为 10082 亿元（同比+11%），主要系政策刺激和关税抢装带动需求表现超预期；2025Q1 锂电行业营收为 7321 亿元（同比+7%），同期基数较低下维持稳健增长。从归母净利润角度，2024Q4 锂电行业归母净利润为 281 亿元（同比持平），2025Q1 锂电行业归母净利为 365 亿元（同比+35%）。在锂价和加工费磨底、库存减值等因素影响下，2024Q4 行业呈现增收不增利的局面，2025Q1 行业内卷缓和叠加部分环节加工费上调，行业净利润同比大幅改善。

图表5：2025Q1 行业总营收同比+7%



资料来源：Wind 中信期货研究所

注：数据样本为自建股票池，下同。

图表6：2025Q1 行业总净利润同比+35%



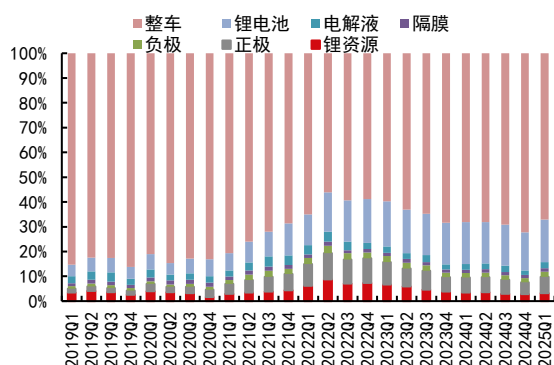
资料来源：Wind 中信期货研究所

（二）利润分配：24Q4 中上游亏损面走扩，25Q1 中下游利润占比有所修复

从锂电行业各环节营收占比来看，2024Q4 锂电池和整车营收占比分别为 15%/72%，环比分别降低 1pcts 和提升 3pcts，上游锂资源和锂电主材环节占比维持不变或小幅下降；2025Q1 锂电池和整车营收占比分别为 17%和 67%，环比分别提升 2pcts 和降低 5pcts，部分锂电主材环节占比有所提升。从锂电行业各环节归母净利润占比来看，2024Q4 锂电池和整车归母净利润占比分别为 59%/56%，环比分别提升 17pcts 和 10pcts，上游锂资源和锂电主材环节亏损面均有所扩大，除负极外其余环节均为负向贡献。2025Q1 锂电池和整车归母净利润占比 42%和 44%，环比分别降低 17pcts 和 12pcts，上游锂资源和锂电主材环节利润有所修复。

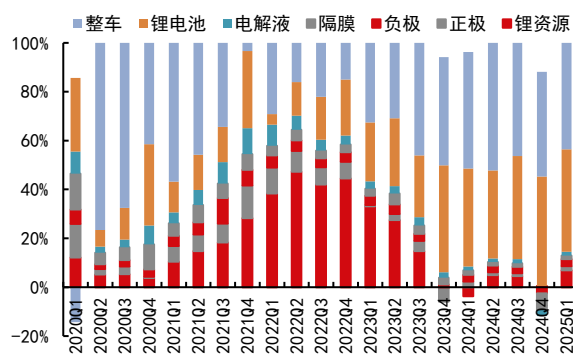
图表7：锂电行业各环节营收占比

图表8：锂电行业各环节归母净利占比



资料来源：Wind 中信期货研究所

注：数据样本为自建股票池，下同。

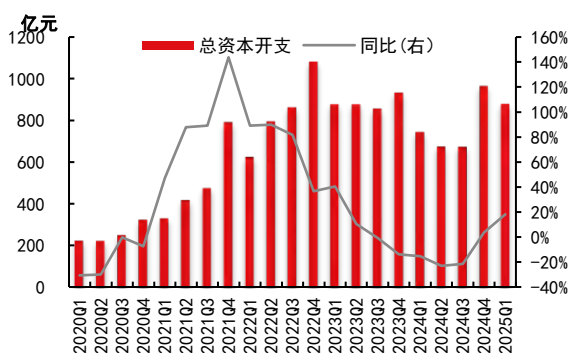


资料来源：Wind 中信期货研究所

(三) 资本开支：25Q1 中下游有所加码，多数材料环节延续收缩

2024Q4 行业总资本开支 966 亿元（同比+4%），全年资本开支 3057 亿元（同比-14%），锂价承压背景下产业链新增投资仍在放缓。2025Q1 行业总资本开支 880 亿元（同比+18%），同比增速较快一方面受同期低基数影响，另一方面受整车和锂电池资本开支加大影响。从分环节资本情况来看，2024Q4 整车环节资本开支 588 亿元（同比+28%），锂电池环节资本开支 184 亿元（同比+5%），其余环节资本开支延续收缩，部分环节如隔膜 Q4 资本开支为 0.8 亿元（同比-99%）；2025Q1 整车和锂电池资本开支为 495 亿元和 173 亿元，同比维持 20%+ 增速，上游锂资源资本开支 77 亿元（同比+31%），正极资本开支为 74 亿元（同比+12%），其余环节资本开支同比延续收缩。

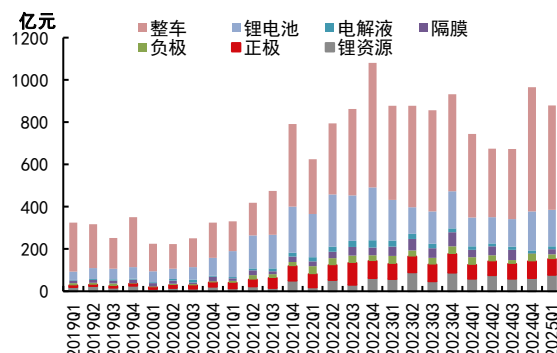
图表9：2025Q1 行业总资本开支同比+18%



资料来源：Wind 中信期货研究所

注：数据样本为自建股票池，下同。

图表10：锂电行业各环节资本开支情况

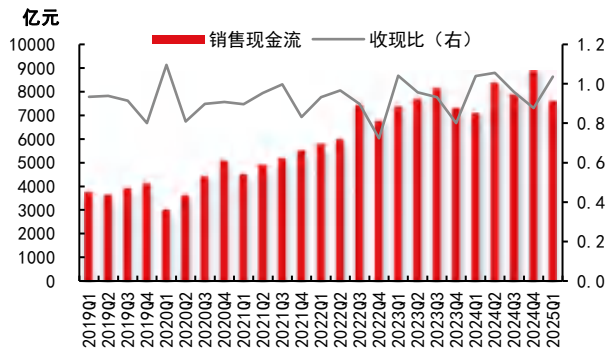


资料来源：Wind 中信期货研究所

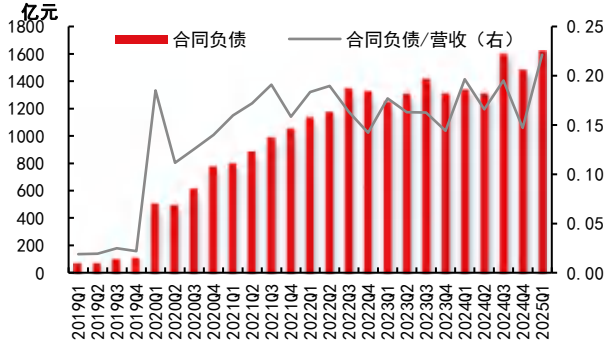
(四) 现金流：25Q1 收现比有所好转，在手订单仍较为充足

从销售现金流来看，2024Q4 行业销售现金流为 8845 亿元（同比+21%），收现比为 88%，2025Q1 行业销售现金流为 7591 亿元（同比+7%），收现比为 104%，整体销售回款状况有所好转，但上游锂资源销售现金流规模自 2023Q3 持续收缩，2025Q1 销售现金流为 210 亿元，较峰值下降 67%，经营性现金流仍在恶化。从在手订单情况来看，2024Q4 行业合同负债为 1483 亿元（同比+13%），2025Q1 行业合同负债为 1620 亿元（同比+21%），显示在手订单仍较为充足。

图表11：2025Q1 行业销售现金流同比+7%



图表12：2025Q1 行业合同负债同比+21%

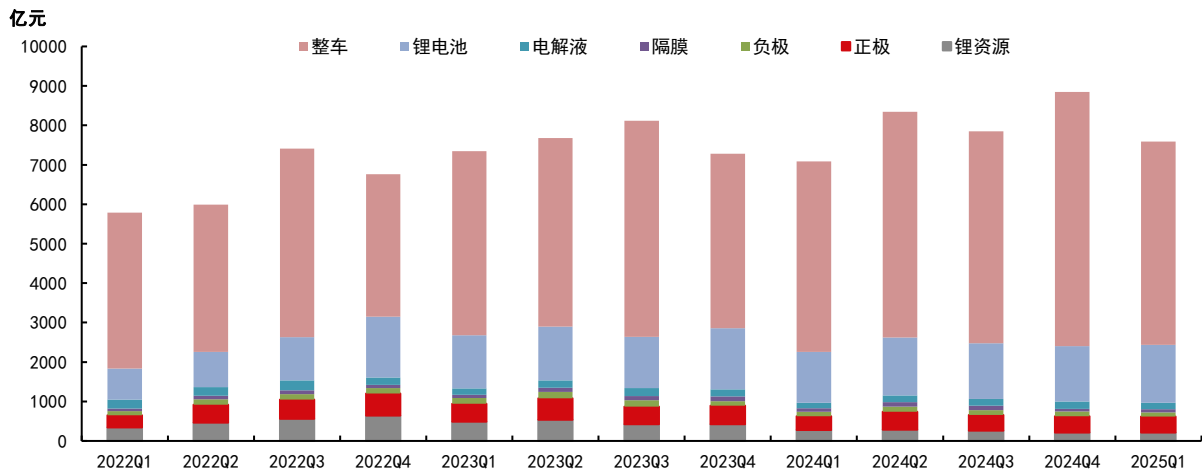


资料来源：Wind 中信期货研究所

资料来源：Wind 中信期货研究所

注：数据样本为自建股票池，下同。

图表13：2025Q1 行业分板块销售现金流状况



资料来源：Wind 中信期货研究所

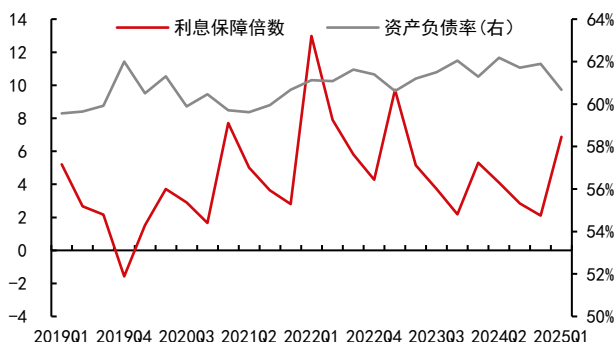
注：数据样本为自建股票池，下同。

（五）偿债能力：25Q1 整体有所提升，龙头降杠杆效应显著

2024Q4 行业整体利息保障倍数为 2.1，资产负债率为 62%，2025Q1 行业整体利息保障倍数为 6.9，资产负债率为 61%，整体偿债能力有所回升，其中电车和整车环节降杠杆效应显著，龙头企业如比亚迪和宁德时代均有所降杠杆，2025Q1 资产负债率分别为 71%和 65%，同比分别下降 4pcts 和 6pcts，上游锂资源和材料环节仍有所加杠杆以缓解资金压力。

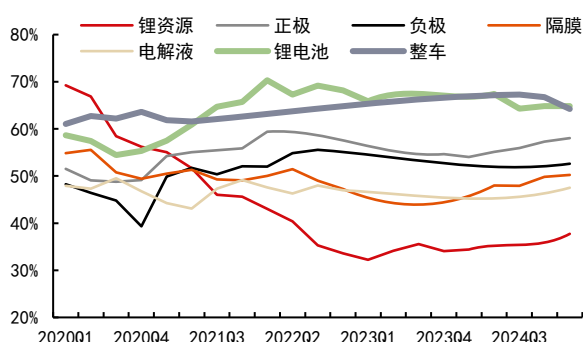
图表14：2025Q1 行业整体偿债指标有所修复

图表15：2025Q1 分环节资产负债率



资料来源：Wind 中信期货研究所

注：数据样本为自建股票池，下同。



资料来源：Wind 中信期货研究所

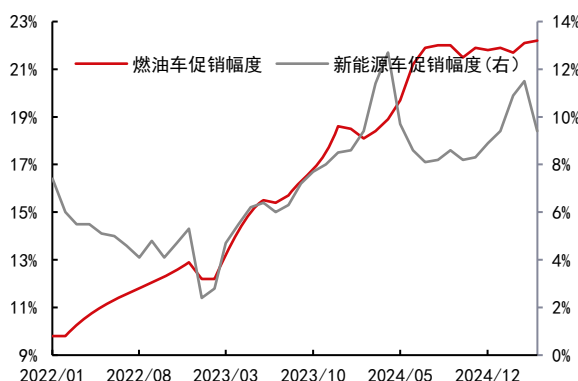
三、分板块盈利：24Q4 承压明显，25Q1 有所修复

（一）整车：政策刺激规模效应显现，25Q1 板块净利率环比有所提升

政策刺激下行业规模效应较好，整车板块净利率环比提升明显。2024Q4 整车毛利率 15%，同环比-1pcts/-2pcts，净利率为 2%，环比-1pcts。2025Q1 整车板块毛利率为 14%，同环比分别-0.8pcts/-0.5pcts，毛利率下滑部分系以旧换新政策对中低端销量促进作用较为明显，使得整体车市销售均价小幅下滑。2025Q1 新能源车综合促销幅度为 11%，较 24 年同期上升 0.8pcts，燃油车价格促销压力较大，2025Q1 燃油车综合促销幅度为 22%，较 24 年同期上升了 4pcts。净利率与毛利率走势小幅劈叉，2025Q1 整车板块净利率为 3%，环比提升 1pcts，主要系政策刺激规模效应显现，叠加新能源车市大幅促销幅度有所减缓。

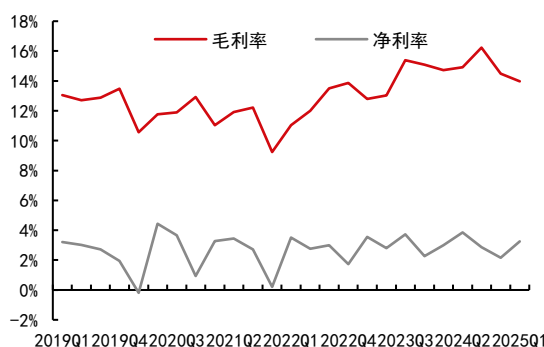
图表16：2025Q1 新能源车市大幅促销暂缓

图表17：2025Q1 整车盈利指标小幅分化



资料来源：乘联会 中信期货研究所

注：数据样本为自建股票池，下同。



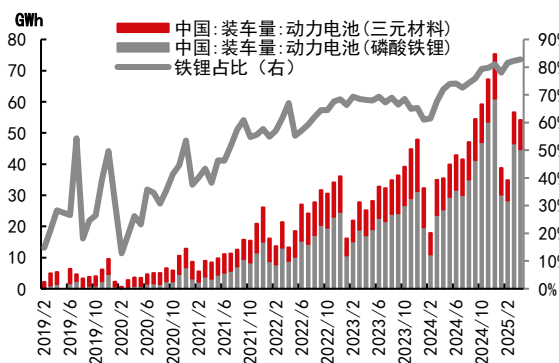
资料来源：Wind 中信期货研究所

（二）电池：25Q1 板块盈利能力有所修复，龙头盈利优势持续凸显

中国电池装机格局稳定，铁锂动力电池装机占比创新高。2024Q4 中国动力电池装机为 202Gwh（同比+53%），2025Q1 中国动力电池装机 130GWh（同比+53%），其中铁锂电池装机占比 81%，再创新高。2025Q1 中国电池装机 CR5 为 82%，其中宁德装机份额为 44%，同比下滑 4pcts；比亚迪装机份额为 24%，同比上升 2pcts；国轩装机份额 5%，同比上升 1pcts；其余主机厂装机份额较为稳定。

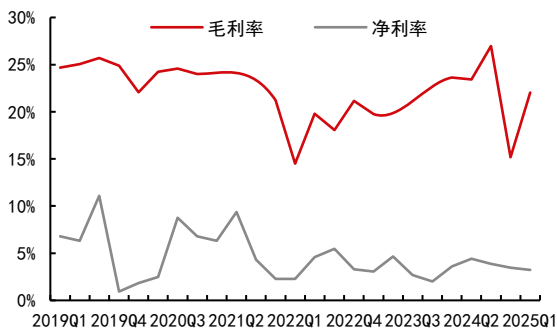
Q1 电池板块盈利能力有所修复，龙头盈利优势持续凸显。2024Q4 电池板块毛利率为 15%，同环比-8pcts/-12pcts，毛利率环比大幅下滑系会计准则变更使得质保金从销售费用调整为销售成本，净利率为 11%，同比+2pcts；2025Q1 电池板块毛利率为 22%，同环比-2pcts/+7pcts；2025Q1 电池板块净利率为 12%，同环比+2pcts/+1pcts，整体盈利能力有所修复。其中 2025Q1 宁德毛利率为 24%，同环比-2pcts/+9pcts，单位盈利为 0.09wh/元，部分二三线电池厂仍处于单位亏损状态，龙头优势仍然凸显。利用高频的期货-SMM 电碳价差可前瞻指示电池厂盈利状况，正极散单采购价格锚为期货点价，电池厂结算价格锚为 SMM 电碳结算指数，两者差额可拟合电池厂盈利水平变化，基本可指示电池厂超额利润变化。4-5 月碳酸锂期货价格持续下探，基差走强，5 月中旬逼近 6 万元关口，锂价不断测试供应端压力成本线，预计 25Q2 电池厂超额利润表现符合预期。

图表18：中国铁锂电池装机占比创新高



资料来源：Wind 中信期货研究所

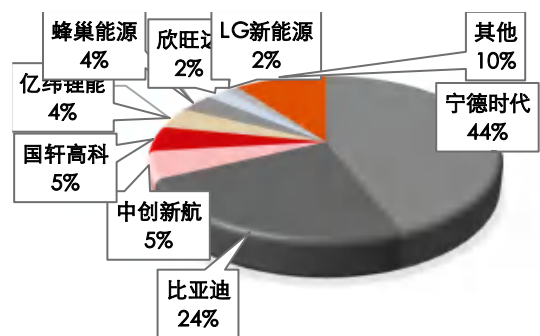
图表20：2025Q1 电池板块盈利指标有所修复



资料来源：Wind 中信期货研究所

注：数据样本为自建股票池，下同。

图表19：2025Q1 中国电池装机格局



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表21：期货-SMM 价差指示电池厂阶段盈利状况



资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

（三）正极：24Q4 整体盈利承压明显，25Q1 铁锂正极亏损收窄

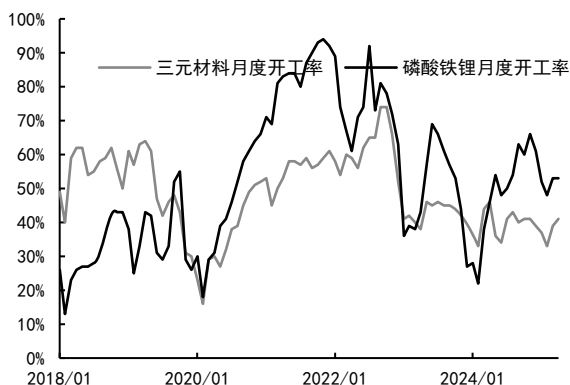
2025Q1 铁锂正极同比高增，三元正极延续弱势。2024Q4 铁锂正极产量为 82 万吨（同比+145%），平均开工率为 62%（同比+21pcts），三元正极产量为 18 万吨（同比+7%），平均开工率为 40%（同比-1pcts）；2025Q1 铁锂正极产量为 74 吨（同比+134%），平均开工率为 51%（同比+22pcts）；三元正极产量为 16 吨（同比-3%），平均开工率 36%（同比-2pcts）。铁锂正极价格主要受到锂价及供需结构影响，2024Q4 铁锂正极价



格指数为 3.4 万元/吨（同比-40%），2025Q1 铁锂正极价格指数为 3.4 万元/吨（同比-23%），主要系铁锂高端产品切换及部分加工费落地锂价。2024 年三元正极材料在插混占比提升、欧美动力需求减弱等因素影响下，份额持续受挤压，元正极价格指数为 9.4 万元/吨（同比-33%），2025 年受原材料涨价影响（钴等），三元正极报价有所提升，Q1 三元正极价格指数为 9.9 万元/吨（同比-9%）。

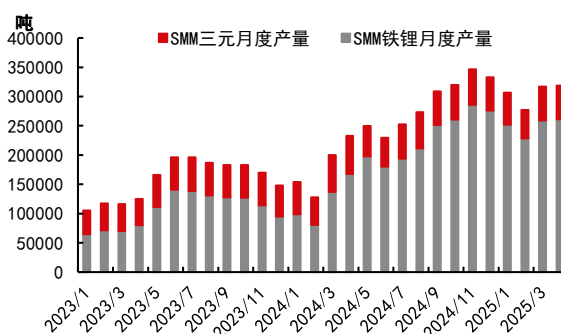
25Q1 铁锂正极亏损有所缩窄，三元正极盈利保持平稳。2024Q4 正极板块毛利率为 9%，同环比为 +3pcts/-18pcts，净利率为-7%，其中铁锂正极毛利率为 4%，净利率为-8%；三元正极毛利率为 11%，净利率-2%。2025Q1 正极板块毛利率 9.1%，同环比为-0.4pcts/+0.2pcts，净利率为 1%，环比+5pcts。其中铁锂正极毛利率为 6%，同环比为+0.4pcts/+1.8pcts；净利率为-1%，同环比+1pcts/+6pcts，亏损有所收窄，铁锂正极中只有湖南裕能、富临精工保持盈利；三元正极毛利率为 11%，同环比为-0.3pcts/-0.6pcts；净利率为 2%，同环比-1pcts/+5pcts，涨价对冲部分减量影响，板块盈利质量保持平稳。

图表22：25M4 铁锂/三元开工率分别为 53%/41%



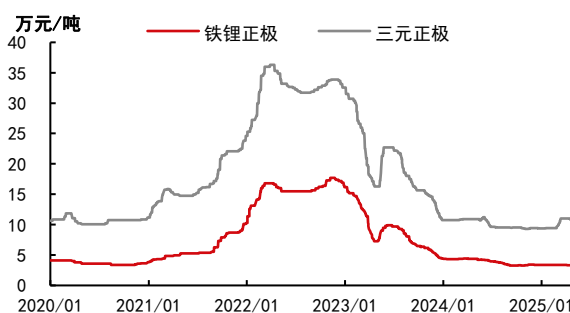
资料来源：SMM 中信期货研究所

图表23：25Q1 铁锂/三元正极产量同比+107%/-5%



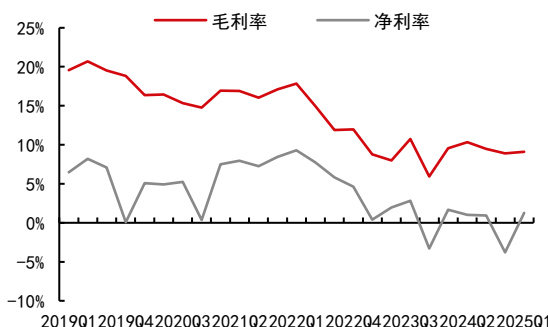
资料来源：SMM 中信期货研究所

图表24：Q1 铁锂/三元正极价格指数同比-23%/-9%



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表25：2025Q1 正极板块净利率修复明显



资料来源：Wind 中信期货研究所

注：数据样本为自建股票池，下同。

（四）电解液：25Q1 产能利用率有所上升，行业净利修复明显

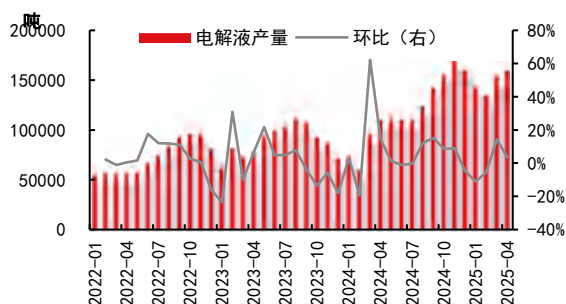
行业产能利用率有所提升，价格同比延续跌势。2024Q4 电解液产量为 48 万吨（同比+92%），2025Q1 电解液产量为 43 万吨（同比+88%），同比维持高增一方面由于去年基数较低，另一方面主要由于下游需求提供较强韧性，其中主要依靠铁锂电解液提供增量。2025Q1 电解液行业开工率为 37%，同比+20pcts，产能利



用率提升明显。整体价格同比延续跌势，2024Q4 三元动力电解液均价为 25068 元/吨（同比-17%），铁锂动力电解液均价为 20831 元/吨（同比-9%）；2025Q1 三元动力电解液均价为 27591 元/吨（同比-8%），铁锂动力电解液均价为 21750 元/吨（同比-3%），环比有所提升主要系原料价格有所反弹。

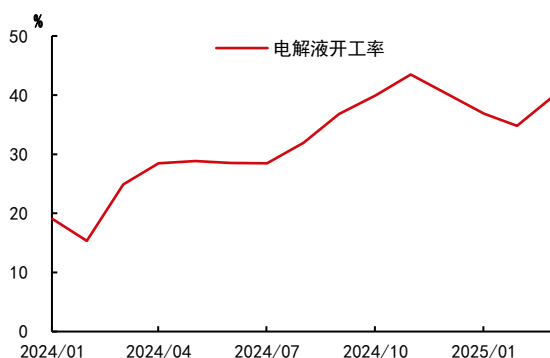
25Q1 板块净利环比修复明显，后排企业亏损有所收窄。2024Q4 电解液板块营收 192 亿元（同比+1%），归母亏损 9 亿元，主要系产能利用率较低；2025Q1 电解液板块营收为 187 亿元（同比+17%），归母净利为 5.9 亿元（同比+31%），产能利用率提升带动盈利质量修复。2024Q4 电解液毛利率为 15%，同环比-1.3pcts/+0.7pcts，板块净利率为-3%；2025Q1 电解液板块毛利率为 16%，同环比分别+1.2pcts/+1pcts，板块净利率为 3%，环比+8pcts。

图表26：2025Q1 电解液产量同比+88%



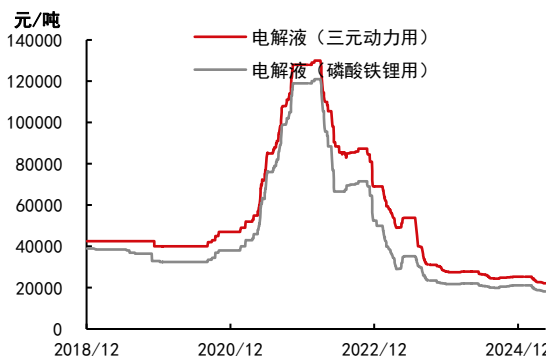
资料来源：SMM 中信期货研究所

图表27：2025Q1 电解液行业开工率不足 50%



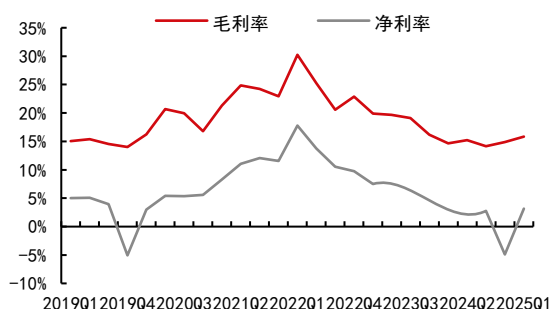
资料来源：SMM 中信期货研究所

图表28：2025Q1 三元/铁锂电解液同比-9%/-5%



资料来源：SMM 中信期货研究所

图表29：2025Q1 电解液板块盈利修复明显



资料来源：Wind 中信期货研究所

注：数据样本为自建股票池，下同。

（五）负极：开工率低位凸显供需宽松格局，25Q1 盈利质量有所修复

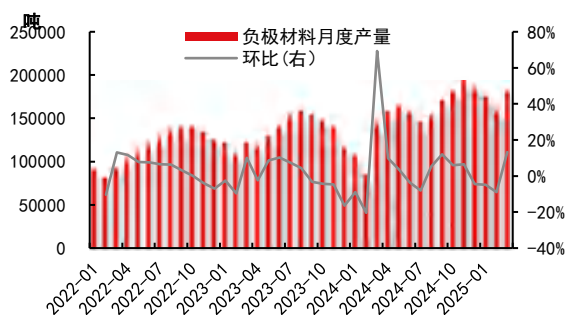
开工率偏低凸显供需宽松格局，原料涨价带动负极价格小幅抬升。2024Q4 负极材料产量为 56 万吨（同比+38%），负极库存量为 143764 吨；2025Q1 负极材料产量为 52 万吨（同比+54%），2025Q1 末负极材料库存量为 180230 吨（同比-44%），2024 年行业开工率维持 40%左右的低位，2025Q1 行业平均开工率维持 37%（同比+7pcts），产能利用率虽有提升但供需宽松压力依然较大。2024Q4 人造石墨（中端）均价 28175 元/吨（同比-5%），2025Q1 负极石墨价格仍有所下探，其中人造石墨（中端）均价 29169 元/吨，同比-2%，



环比+4%，环比小幅提升主要系石油焦等原料涨价。

25Q1 盈利有所修复，低成本者优势明显。2024Q4 负极单季度营收 166 亿元（同比+5%），单季度归母净利 1.9 亿元（同比-49%）；2025Q1 负极单季度营收 149 亿元（同比+19%），单季度归母净利 10.6 亿元（同比+37%）。2024Q4 负极毛利率为 21%，同环比-2pcts/-2pcts，板块净利率为 1%，同环比-1pcts/-5pcts。2025Q1 负极板块毛利率 22%，同环比+0.9pcts/+1.7pcts，板块净利率为 7%，同环比+1pcts/+6pcts，整体盈利有所修复，低成本者优势明显。

图表30：2025Q1 负极材料月度产量同比+54%



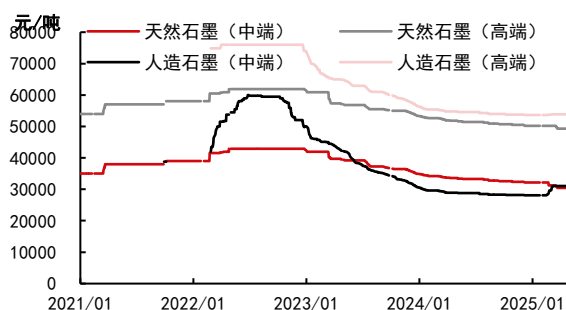
资料来源：SMM 中信期货研究所

图表31：2025Q1 负极平均开工率维持 37%



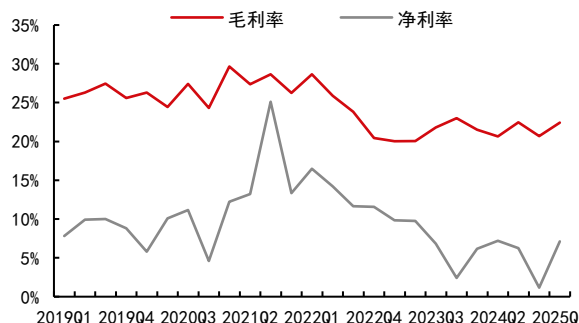
资料来源：SMM 中信期货研究所

图表32：2025Q1 石墨价格仍有所下探



资料来源：SMM 中信期货研究所

图表33：2025Q1 负极板块盈利修复明显



资料来源：SMM 中信期货研究所

注：数据样本为自建股票池，下同。

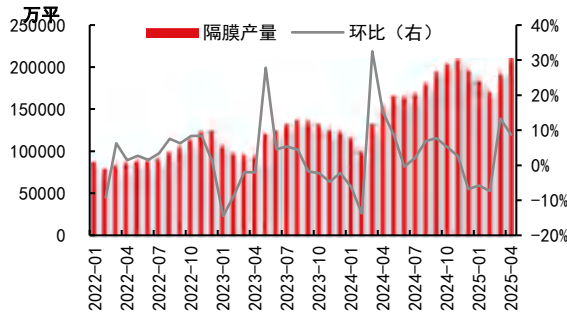
（六）隔膜：价格内卷依然严峻，盈利格局持续分化

湿法占比稳中有升，价格内卷依然严峻。2024Q4 隔膜产量为 61 亿平（同比+59%），湿法隔膜开工率为 76%（同比+16pcts），干法隔膜开工率为 60%（同比+4pcts）；2025Q1 隔膜产量为 55 亿平（同比+57%），湿法隔膜开工率为 67%（同比+16pcts），干法隔膜开工率为 51%（同比+7pcts），除动力需求外，储能电芯逐步由 280Ah 向 314Ah 及以上切换，湿法隔膜工艺更适配，其占比稳中有升。2024 年隔膜价格延续跌势，湿法基膜（7 μm）均价为 0.94 元/平方米（同比-46%），2025Q1 湿法基膜（7 μm）均价为 0.83 元/平方米（同比-8%），价格内卷依然严峻。

25Q1 行业整体盈利扭亏为盈，盈利格局持续分化。2024Q4 隔膜单季度营收为 122 亿元（同比-1%），

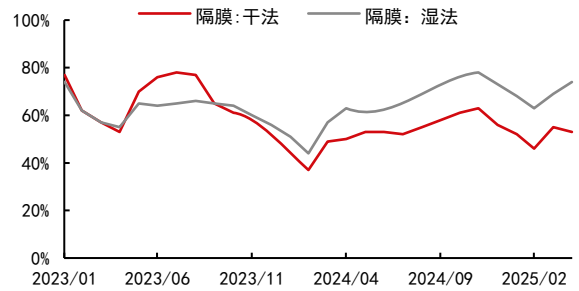
单季度亏损 6 亿元，价格内卷叠加原料涨价导致盈利承压明显。2025Q1 隔膜单季度营收 102 亿元（同比+20%），单季度归母净利为 5 亿元（同比-10%），单季度盈利环比扭亏为盈，主要系龙头公司对板块整体表现影响较大，24Q4 龙头大幅亏损带动板块转亏，25Q1 龙头修复明显板块盈利有所上行。2024Q4 隔膜毛利率为 9%，同环比-17pcts/-28pcts，净利率为-5%。2025Q1 隔膜毛利率为 19%，同环比-2pcts/+10pcts；净利率为 5%，同环比-2pcts/+10pcts。

图表34：2025Q1 隔膜产量同比+57%



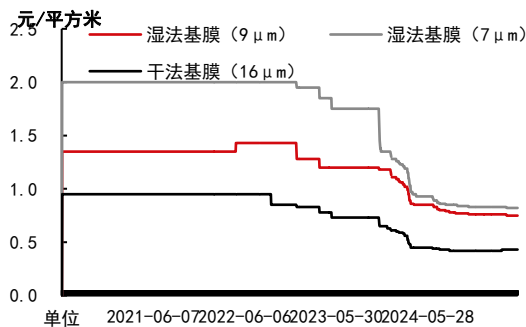
资料来源：SMM 中信期货研究所

图表35：湿法隔膜开工率持续上升



资料来源：SMM 中信期货研究所

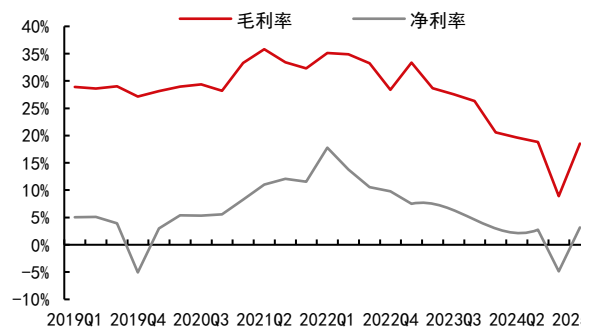
图表36：2025Q1 基膜价格内卷延续



资料来源：SMM 中信期货研究所

注：数据样本为自建股票池，下同。

图表37：2025Q1 隔膜板块盈利依然承压



资料来源：Wind 中信期货研究所

（七）锂资源：24Q4 受减值影响承压明显，25Q1 板块净利润扭亏

24Q4 锂价中枢同比大幅降低，25Q1 锂价中枢环比持平。2024Q4 碳酸锂主力期货合约均价为 7.7 万元/吨（同比-41%），2025Q1 碳酸锂主力期货合约均价为 7.7 万元/吨（同比-27%），在供给持续增加和需求边走弱的背景下，碳酸锂周度库存续创新高，对锂价构成明显压制，同时供给端降本持续超预期，进一步压低锂价反弹中枢，后续预计锂价中枢仍然承压。

24Q4 板块受减值影响承压明显，25Q1 板块盈利质量有所修复。2024Q4 锂资源板块单季度营收 285 亿元（同比-20%），单季度归母净利实现亏损 9 亿元，主要受锂价大幅下降带来的资产减值影响；2025Q1 锂资源板块单季度营收 236 亿元（同比持平），单季度实现归母净利 25 亿元（同比扭亏）。2024Q4 锂资源板块毛利率为 26%，同环比-7pcts/-2pcts；净利率为-3%。2025Q1 锂资源板块毛利率为 28%，同环比

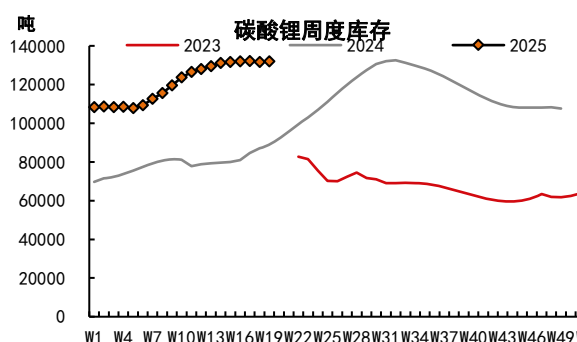


+2pcts/+2pcts；净利率为 11%，同环比分别+15pcts/+14pcts，盈利质量有所修复。

图表38：25Q1 碳酸锂主力合约期货均价同比-27%



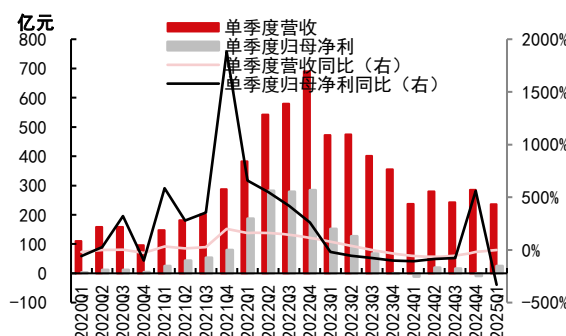
图表39：碳酸锂周度库存仍然较高



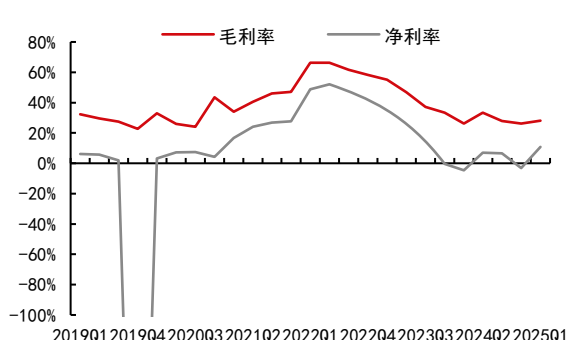
资料来源：Wind 中信期货研究所

资料来源：SMM 中信期货研究所

图表40：2025Q1 营收和归母净利润同比大幅降低



图表41：2025Q1 锂资源板块净利率有所修复



资料来源：Wind 中信期货研究所

资料来源：Wind 中信期货研究所

注：数据样本为自建股票池，下同。

四、展望：25Q2 景气或存边际修复，锂资源产能出清节奏有望加速

景气前瞻指标指示二季度锂电整体景气或存边际修复，但高度有限。除盈利质量外，市场对锂电板块关注点还包括需求释放节奏、资本开支情况以及过剩产能出清情况等，CS 新能源车指数可综合反映市场投资情绪冷暖，其与新能源车渗透率同比变化存在较好相关性。由于锂电池及材料环节多数受供需结构影响，而插混与纯电车型带电量存在倍数差异，其对于锂资源需求耗量也存在量级差异，因此需要基于 PHEV/EV 车型带电量对渗透率同比变化指标进行微调，根据图 43 所示，Q2 前瞻指示锂电行业景气或存边际修复，但其高度有限。

分环节二季度关注整车、电池和铁锂正极盈利改善弹性。展望 25Q2 各环节盈利情况，整车环节批发销量有望维持稳健增长，价格战保持缓和，板块规模效应有望持续显现，预计盈利同环比仍有改善。电池环节受益需求韧性和强产业议价地位，预计利润占比有所提升，但 4-5 月碳酸锂基差逐步走强，预计 25Q2 电池厂超额利润表现将符合预期。正极环节铁锂正极受益产能利用率提升及高端产品切换，二季度盈利有望实现扭亏；三元正极或受制于镍钴涨价带来的需求反噬，盈利环比或有所走弱。电解液环节产能利用率环比有望提升，但 Q2 价格或延续跌势，板块盈利或仍在磨底。负极产能利用率仍将低位徘徊，盈利颓势尚



未扭转，格局将向低成本者集中。隔膜价格内卷有望企稳，二季度龙头盈利有望持续改善。锂资源环节在锂价持续快速下探中盈利有恶化风险，参考《【中信期货有色与新材料（锂）】从公司财报看锂行业周期——专题报告 20250511》测算，锂价在 6 万元左右板块约有 28% 的锂资源产量面临亏损。

锂资源环节产能出清节奏有望加速，关注固态电池新技术进展。中游材料环节一季度资本开支延续收缩，但结合现金流和资产负债率状况，多数环节产能出清或仍需等待。一季度锂资源环节资本开支仍在加码，但销售现金流规模自 2023Q3 持续收缩且一季度仍通过加杠杆来缓解资金压力，在当前锂价加速下探的背景下，产能出清节奏有望加速。除产业自身供需结构调整外，新技术的突破也可帮助产业走出下行周期，固态电池作为锂电代际产品研发进展不断取得突破，目前部分电池厂及材料厂已有小规模量产能力，根据上汽集团公众号，2025 年底公司将发布搭载半固态电池的名爵新 MG4，（半）固态电池产品验证加速，技术持续迭代有望加速实现下行周期突破。

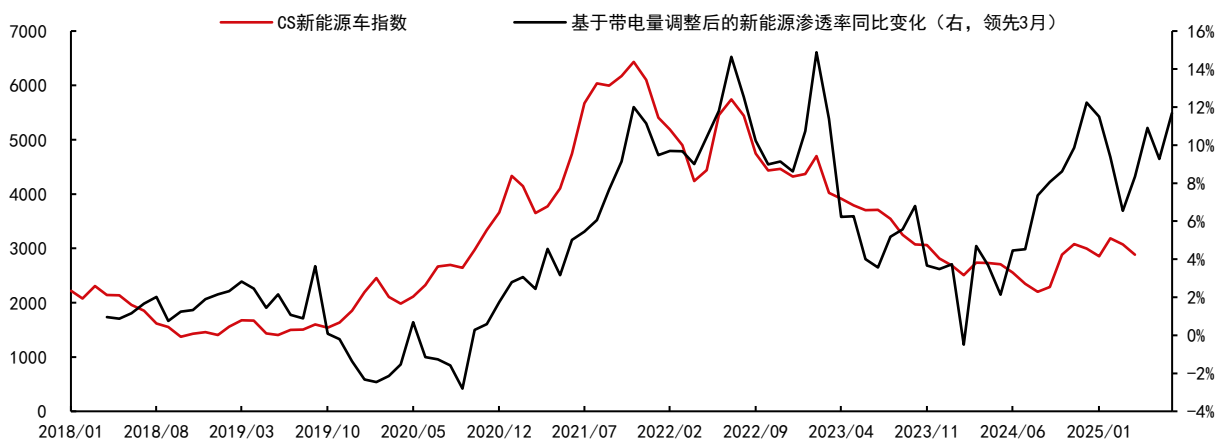
图表42：分环节财报总结

板块	单季度均价同比		单季度产量同比		单季度营收同比		归母净利润同比		资本开支同比	
	24Q4	25Q1	24Q4	25Q1	24Q4	25Q1	24Q4	25Q1	24Q4	25Q1
锂资源	-11%	-77%	43%		-20%	0%	亏损	扭亏	-3%	31%
正极	负极	1%	-2%		-4%		亏损	亏损收窄	-67%	2%
	三元	-23%	-9%	7%	-3%	-9%	2%	亏损	-1%	20%
负极	-8%	-2%	38%	4%	5%		亏损	扭亏	3%	-25%
隔膜	-4%	-3%	53%	51%	-1%		亏损	扭亏	0%	30%
电解液	-2%	-3%			1%		亏损	扭亏	-26%	-19%
锂盐	-23%	11%			1%	0%	扭亏	扭亏	5%	37%
整车	-20%	-4%	10%	14%		10%	扭亏	扭亏	20%	23%

资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

注：单价和产量同比选取代表产品，不代表全部范围。

图表43：基于渗透率同比变化指示的行业大势研判



资料来源：Wind 中信期货研究所



免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

中信期货有限公司

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>