

储能加注供需天平回归，量利双升价值重估在即 ——锂电材料供需格局专题

东吴证券 电力设备与新能源组

首席证券分析师：曾朵红

执业证书编号：S0600516080001

联系邮箱：zengdh@dwzq.com.cn

联系电话：021-60199798

2025年10月29日

- ◆ **电池旺季需求旺盛、排产逐月向上、销量高增长。**排产端看，当前电池厂受益于动储需求，产能供不应求，9月排产环增10%基础上，10月进一步增长10%，同增35%+，大超预期，全年需求预计40%增长，且头部电池厂26年预示订单乐观，预计出货量25%+增长，明显好于此前15-20%的预期。
- ◆ **欧洲动力+全球储能需求超预期、26年高增可期。**国内强制配储取消后，独立储能爆发，全年维持30-40%增长；美国OBBB执行前项目抢装，预计40%增长；欧洲与新兴市场爆发，维持1-2倍增长，预计全年储能电池需求550gwh，同比增70%，同时26年欧洲与新兴市场持续性可期，预计全球储能需求40%增长至770gwh。欧洲动力25年预计30%+增长，26年叠加新车型+政策催化，预计维持30%增长。总体锂电需求25年上修至40%增长，26年预计25%+增长，供需格局大幅好转。
- ◆ **材料龙头已满产、主流环节供给紧平衡价格拐点将至。**材料端，6F和铁锂正极涨价预期最强，其中六氟行业25Q4行业供需已偏紧，我们预计26年产能利用率90%左右，前五家公司满产满销供不应求，6F散单价格已调涨4.5万/吨至10万，涨价幅度大超预期，26年长协价格有望跟进，预计全年均价达到8万左右；铁锂正极龙头已开始全面议价，涨价幅度1-2千/吨，已有部分客户落地；此外，隔膜和负极价格也具备调整可能，其中负极对小客户涨价10%已基本落地，大客户价格预计温和恢复，有望26年涨价落地。
- ◆ **投资建议：**锂电动储产销两旺，26年龙头指引大超市场预期，预期差明显，电池一线盈利持续向好、二线盈利拐点，继续强推电池板块（**宁德时代、亿纬锂能、欣旺达、中创新航**等，关注鹏辉能源、派能科技）；同时材料各环节价格拐点明确，六氟、铁锂等环节涨价超预期，盈利弹性大，看好材料龙头（**天赐材料、湖南裕能、科达利、当升科技、尚太科技、璞泰来、华友钴业、富临精工、恩捷股份、星源材质、容百科技、德方纳米**等，关注天际股份、多氟多、万润新能、龙蟠科技）；同时看好价格反弹的碳酸锂（**赣锋锂业、天齐锂业、中矿资源、盛新锂能、永兴材料**等）；并强推Q4催化剂密集落地的固态板块（**厦钨新能、当升科技、上海洗霸、纳科诺尔**等）。
- ◆ **风险提示：**价格竞争超市场预期、原材料价格不稳定

需求：储能大超预期，26年动储增速预计25%+

动力需求：26年全球电动车销量同增17%

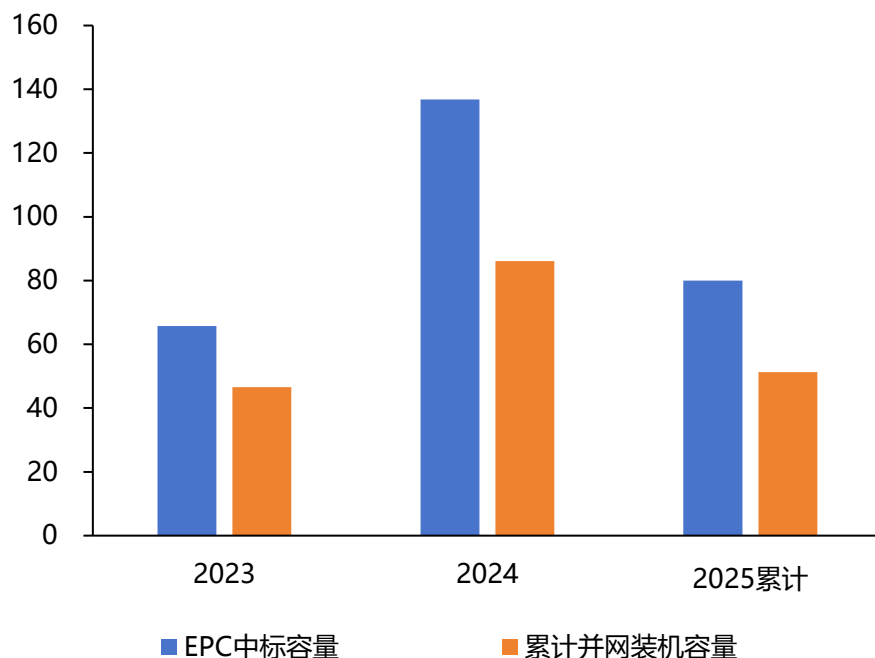
- ◆ 预计全球电动车25年销量2128万辆，同增24%，预计26年销量2485万辆，同增17%。25年国内销量（包含出口）预计增长28%，欧洲33%增长，其他国家46%增长，26年预计国内可维持14%增速，欧洲维持30%增长，全球销量预计可达2485万辆，同增17%。

表：全球电动车销量预测

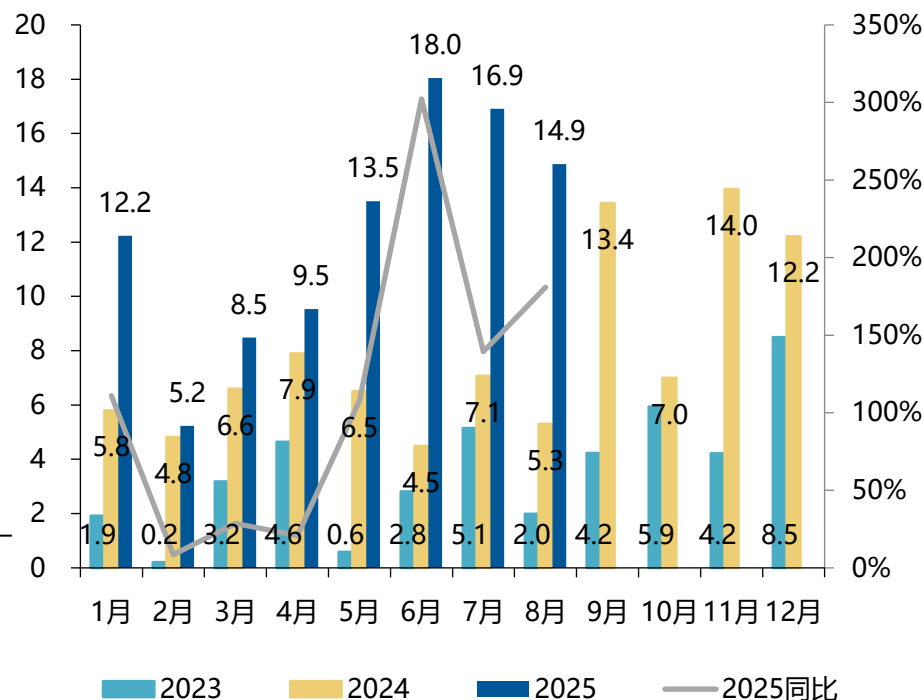
	2023	2024	2025 E	2026 E	2027E	2028 E	2029 E	2030 E
海外：新能源乘用车销量（万辆）	510	556	710	862	1,060	1,294	1,580	1,929
YoY	30%	9%	28%	21%	23%	22%	22%	22%
-海外电动化率	9.7%	9.8%	12.5%	14.9%	18.1%	21.7%	26.1%	31.3%
-欧洲新能源车销量（万辆）	289	295	394	512	615	738	885	1,062
-YoY	15%	2%	33%	30%	20%	20%	20%	20%
-欧洲电动化率	19%	19%	26%	33%	39%	47%	56%	66%
-美国	147	158	166	150	198	247	309	386
-YoY	50%	8%	5%	-10%	32%	25%	25%	25%
-美国电动化率	9%	10%	10%	9%	12%	15%	19%	24%
-其他国家	75	103	150	200	248	310	386	481
-YoY	76%	38%	46%	33.2%	24.0%	24.8%	24.7%	24.5%
-其他国家电动化率	3.4%	3.8%	5.6%	7.2%	8.7%	10.6%	12.9%	15.6%
国内：新能源车合计销量（万辆，本土销量）	829	1,158	1,418	1,623	1,771	1,928	2,074	2,195
YoY	34%	40%	22%	14.4%	9.1%	8.9%	7.6%	5.8%
国内新能源车销量合计（含出口，万辆）	950	1,287	1,648	1,910	2,116	2,342	2,571	2,791
YoY	38%	36%	28.09%	16%	11%	11%	10%	9%
-国内电动化率	31.6%	41.9%	53.2%	60.8%	66.7%	73.1%	79.5%	85.5%
全球新能源车销量（万辆）	1,339	1,714	2,128	2,485	2,831	3,222	3,654	4,124
YoY	33%	28%	24%	17%	14%	14%	13%	13%

- ◆ **储能建设未完全落地，后续装机兑现空间充足。** 25年H1，EPC中标容量约80GWh，25年1-8月累计并网装机容量51.3GWh，中标容量大于并网装机容量，表明当前储能建设未完全落地，订单高景气为未来装机增量奠定基础，下半年储能并网规模有望快速释放。
- ◆ **强制配储取消，需求依旧强劲。** 25年以来储能EPC招标延续高景气，25年1-8月国内储能EPC招标116GWh，同比增约40%，近2月EPC招标均维持20GWh以上，预计全年EPC招标量有望超过200GWh。

图：EPC中标容量与并网装机容量对比（GWh）



图：23-25年EPC月度招标容量及增长（GWh）



注：EPC中标容量为25H1，累计并网容量为25年1-8月

国内：储能25年35%增长，26年预计36%增长

- ◆ 我们预计25年国内储能装机149GWh，同比+35%，26年装机203GWh，同比+36%，到30年预计装机352GWh，同比+12%。同时25H1中国光伏累计装机超1100GW，而储能仅95GW，且存量储能配储占比高，从空间上看，按照2030年2500GW光伏累计装机，20%功率配比，3h配储时长，对应储能累计需求1500GWh。
- ◆ 分省份看，25-26年新疆和内蒙是装机主力，贡献70GWh，贡献40-50%装机。同时，已出容量电价补充的省份，如河北、甘肃、山东等平均贡献10-20Gwh；另外青海、东三省、浙江、江苏等地，我们预计26年将发力，分别有10GWh+的空间。

表：国内储能分省份需求预测

新能源装机	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
锂电大储装机 (GWh)	104	140	192	226	260	293	325
-同比	135%	35%	37%	17%	15%	13%	11%
新疆	20	30	40	44	48	53	59
云南	1	10	3	5	7	8	9
内蒙	14	40	30	21	25	29	33
河北	9	14	18	18	18	18	18
宁夏	4	6	8	10	12	13	15
甘肃	6	6	14	15	17	20	23
山东	8	10	10	12	13	15	17
山西	3	3	8	10	12	13	14
东三省			15	20	24	29	35
其他省份	39	21	46	72	84	95	102
锂电工商储装机 (GWh)	6	9	11	14	17	22	27
-同比	46%	50%	21%	27%	25%	24%	23%
合计国内锂电储能装机 (GWh)	110	149	203	240	277	315	352
-同比	128%	35%	36%	18%	16%	14%	12%

- ◆ 预计25年全球储能电池出货量551gwh，同比增70%，26年预计全球储能出货量上修至40%增长。
- ◆ 分区域看，国内上修，欧洲和新兴市场持续高增，美国25年抢装明显。国内预计25年51%增长，26年维持36%增长。预计25年欧洲储能出货86%增长，其他地区110%增长；美国25年抢装明显，26-27年obbb法案生效，预计增速放缓。

图：全球储能电池需求测算

全球市场	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
全球储能装机需求 (Gwh)	126.8	210.3	318.0	443.2	548.2	669.7	806.0	964.8
-储能装机增速	106%	66%	51%	39%	24%	22%	20%	20%
-放大比例	161%	155%	173%	174%	171%	168%	168%	168%
全球储能出货量 (Gwh)	204	325	551	773	937	1,126	1,350	1,619
-储能出货增速	61%	59%	70%	40%	21%	20%	20%	20%
其中储能出货量：分区域								
美国 (Gwh)	59	79	128	134	144	172	206	252
-增速	31%	34%	62%	5%	8%	19%	20%	22%
-占比	29%	24%	23%	17%	15%	15%	15%	16%
中国 (Gwh)	77	139	209	285	331	374	425	475
-增速	99%	79%	51%	36%	16%	13%	14%	12%
-占比	38%	43%	38%	37%	35%	33%	31%	29%
欧洲 (Gwh)	31	46	86	134	180	218	258	312
-增速	33%	48%	86%	55%	35%	21%	18%	21%
-占比	15%	14%	16%	17%	19%	19%	19%	19%
其他地区 (Gwh)	36	61	128	220	281	361	462	580
-增速	91%	68%	110%	71%	28%	29%	28%	26%
-占比	18%	19%	23%	28%	30%	32%	34%	36%

动储需求：26年需求25%增长，持续性可期

- ◆ 全球25年动储需求预计1950GWh+，同增42%，同时26年预计动储需求2482gwh，同比增26%，此后依靠海外电动化提速和储能持续高增，预计仍可维持15-20%复合增长。

表：动力及储能需求增速预期

	2023	2024	2025 E	2026 E	2027 E	2028 E	2029 E	2030 E
海外：乘用车动力电池装机需求 (Gwh)	311.3	318.1	396.1	449.3	530.9	639.9	771.3	929.8
-海外平均单车带电量 (kwh)	61.1	58.3	56.2	52.5	50.5	49.9	49.2	48.6
国内：动力电池装机需求 (Gwh)	389	533	732	869	978	1,093	1,200	1,303
-国内平均单车带电量 (kwh)	46.9	46.0	51.7	53.7	55.4	56.9	58.0	59.5
全球动力电池装机需求 (gwh)	715	870	1,162	1,378	1,591	1,845	2,125	2,442
YoY	39%	22%	33%	18.7%	15.4%	16.0%	15.2%	14.9%
-全球平均单车带电量 (kwh)	53.4	51.1	54.7	55.8	56.5	57.6	58.5	59.5
全球动力电池实际需求 (gwh)	873	1,069	1,426	1,710	1,974	2,289	2,635	3,027
YoY	25%	23%	33%	19.9%	15.5%	15.9%	15.1%	14.9%
全球储能电池合计 (gwh)	204	325	551	773	937	1,126	1,350	1,619
YoY	62%	59%	70%	40%	21%	20%	20%	20%
国内储能电池 (gwh)	77	139	209	285	331	374	425	475
海外储能电池 (gwh)	127	186	342	488	605	752	925	1,144
全球动力+储能电池实际需求合计 (gwh)	1,077	1,394	1,977	2,482	2,911	3,415	3,985	4,646
YoY	31%	29%	42%	25.6%	17.3%	17.3%	16.7%	16.6%

需求超预期，25-26年产能利用率明显改善

- ◆ 动储需求两旺，24年起电池龙头率先开始有序扩产，但材料厂商扩产相对谨慎，26年行业拐点明确。25H2起需求超预期，行业产能利用率明显改善，突破70%，且格局向头部厂商集中，预计26年行业供需进一步改善，其中六氟产能利用率预计达90%左右，铁锂达76%，改善明显。

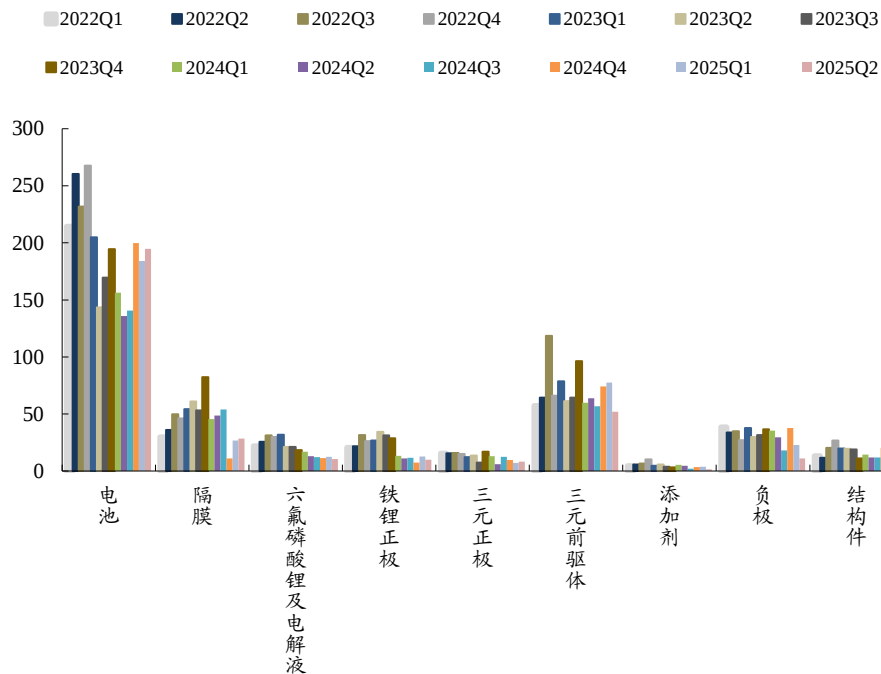
图：主流环节产能利用率情况

三元正极	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
全行业有效供给 (万吨)	42	69	111	162	179	196	209
-同比		66%	61%	46%	10%	10%	7%
需求 (万吨)	41	68	85	90	103	116	123
-同比		64%	26%	5%	14%	13%	6%
产能利用率	99%	98%	77%	55%	57%	59%	59%
铁锂正极	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
供给 (万吨)	24.7	43.1	114.6	225.7	401.1	532.9	679.9
-同比	145%	75%	166%	97%	78%	33%	28%
需求 (万吨)	12.7	39.2	100.3	163.8	248.8	390.8	516.8
-同比	48%	208%	156%	63%	52%	57%	32%
产能利用率	52%	91%	88%	73%	62%	73%	76%
负极	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
全行业有效供给 (万吨)	57	96	137	233	331	444	507
同比	40%	69%	43%	70%	42%	34%	14%
需求 (万吨)	46	81	125	171	219	305	378
同比	30%	76%	54%	37%	28%	39%	24%
产能利用率	81%	85%	91%	74%	66%	69%	75%
隔膜	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
全行业有效供给 (亿平)	78.8	110.9	188.7	282.3	421.8	579.8	636.4
-同比		41%	70%	50%	49%	37%	10%
需求 (亿平)	57.8	103.0	159.9	209.8	274.8	381.4	469.1
-同比		78%	55%	31%	31%	39%	23%
产能利用率	73%	93%	85%	74%	65%	66%	74%
6F	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
全行业有效供给 (吨)	5.3	8.0	13.7	25.8	34.6	37.1	39.7
-同比		51%	73%	87%	34%	7%	7%
需求 (吨)	4.7	8.1	12.4	16.5	20.7	28.8	35.4
-同比		74%	53%	33%	25%	39%	23%
产能利用率	89%	102%	90%	64%	60%	78%	89%

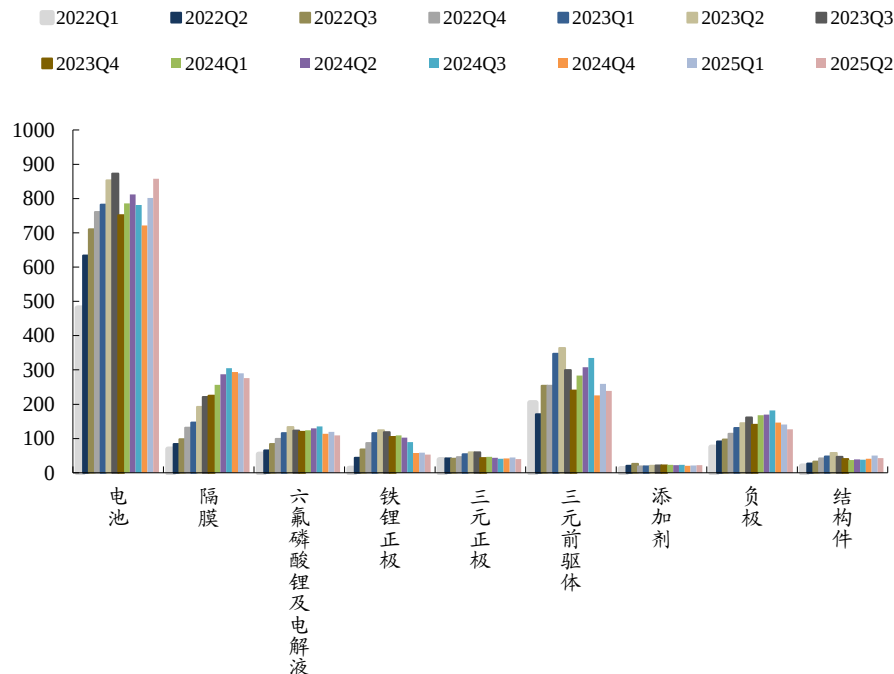
中游环节资本开支明显缩减，行业扩产谨慎

- ◆ **最近2季度电池资本开支有所恢复，而负极、正极资本开支放缓明显。**25Q2三元前驱体、负极资本开支下滑明显，铁锂正极环比略降，隔膜、结构件等短期增加，电池受宁德时代拉动，资本开支维持高位。
- ◆ **中游材料环节资金压力大，现金缺口持续增大，扩产能力较弱。**中游材料环节二三线厂商已经历三年价格战，大部分公司连续亏损2年以上，资金压力持续加大，扩产能力较弱，21-24年规划项目已基本落地，25年起新增产能规模明显下降。

图：各环节22Q1-25Q2资本开支变化



图：各环节22Q1-25Q2在建工程变化



盈利：部分环节龙头开始减亏，技术领先有溢价

- ◆ **Q2电池、结构件龙头盈利稳定，负极、六氟龙头盈利二线亏损，铁锂、铜箔开始减亏。**中游材料价格连续调整多个季度，铁锂、电解液六氟、负极、铜箔及部分辅材接近全行业亏损。25Q2电池龙头依托客户结构、成本优势，单位盈利稳定，铁锂、负极等高端产品需求旺盛，部分龙头产品结构改善，开始减亏。

表 各环节分季度盈利情况

环节	代表公司	单位	2021A	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
电池	宁德时代	元/Wh	0.08	0.00	0.07	0.07	0.11	0.07	0.08	0.08	0.12	0.10	0.10	0.12	0.08	0.09	0.09
	亿纬锂能	元/Wh	0.03	0.00	0.02	0.04	0.06	0.03	0.02	0.04	0.03	0.02	0.01	0.02	0.02	0.02	0.02
	国轩高科	元/Wh	0.00	0.00	0.00	0.01	-0.02	0.00	0.00	0.00	0.005	0.00	0.00	0.00	0.01	0.00	0.00
	孚能科技	元/Wh	-0.03	-0.20	0.01	-0.01	-0.22	-0.10	-0.17	-0.15	-0.05	-0.05	0.00	-0.06	-0.02	-0.04	-0.02
	派能科技	元/Wh	0.21	0.25	0.31	0.42	0.51	0.49	0.26	0.01	-0.91	0.02	0.03	0.02	0.01	-0.10	0.05
三元前驱体	中伟股份	万元/吨	0.52	0.41	0.53	0.52	0.60	0.45	0.55	0.70	0.75	0.55	0.60	0.60	0.50	0.60	0.50
三元正极	当升科技	万元/吨	1.43	2.30	3.90	3.92	3.52	2.98	3.95	3.00	2.80	1.10	0.96	1.00	-0.50	0.60	1.00
	容百科技	万元/吨	1.65	1.60	2.45	0.73	1.40	1.20	0.36	0.88	-0.12	-0.12	0.20	0.40	0.60	0.20	0.15
磷酸铁锂	德方纳米	万元/吨	0.91	2.15	1.50	1.10	1.15	-2.11	-0.76	0.07	-1.29	-0.55	-0.69	-0.64	-1.12	-0.37	-0.50
	湖南裕能	万元/吨	0.98	2.01	1.12	0.44	0.81	0.28	0.83	0.20	0.05	0.10	0.15	0.06	0.04	0.04	0.11
	万润新能	万元/吨	0.85	2.28	1.54	0.93	0.50	-0.15	-2.01	-0.20	-1.20	-0.42	-0.58	-0.40	-0.30	-0.21	-0.26
负极	璞泰来	万元/吨	1.14	1.27	1.30	1.30	0.90	0.85	0.35	-0.55	-0.40	-0.05	-0.30	-0.30	-1.10	-0.10	0.00
	中科电气	万元/吨	0.53	0.59	0.47	0.51	-0.20	-0.54	0.07	0.21	0.29	0.08	0.11	0.17	0.20	0.19	0.18
	尚太科技	万元/吨	0.81	1.40	1.40	1.20	0.95	0.95	0.60	0.40	0.35	0.38	0.35	0.33	0.35	0.35	0.33
隔膜	恩捷股份	元/平	0.85	0.77	0.90	0.90	0.70	0.60	0.60	0.50	0.30	0.13	0.09	0.08	-0.25	0.01	0.04
	星源材质	元/平	0.28	0.48	0.55	0.47	0.43	0.40	0.30	0.33	0.05	0.15	0.08	0.08	0.08	0.03	0.01
电解液	天赐材料	万元/吨	1.44	1.85	1.80	1.27	1.05	0.75	0.65	0.40	0.30	0.11	0.08	0.08	0.10	0.08	0.08
	新宙邦	万元/吨	0.97	1.65	1.50	0.85	0.40	0.20	0.12	0.10	0.07	0.00	0.04	0.04	0.04	0.00	-0.01
铜箔	嘉元科技	万元/吨	2.98	1.83	1.10	1.04	0.55	0.30	-0.20	0.02	-0.30	-0.57	-0.45	-0.26	0.00	0.04	0.01
	诺德股份	万元/吨	1.13	1.23	1.00	0.50	0.80	0.15	-0.20	-0.46	-0.47	-0.93	-0.67	-0.50	-0.57	-0.29	-0.26
铝箔	鼎胜新材	万元/吨	0.62	0.60	0.65	0.65	0.65	0.50	0.40	0.35	0.30	0.20	0.20	0.13	0.13	0.13	0.12
导电剂	天奈科技	万元/吨	0.79	0.90	0.88	0.90	0.80	0.30	0.30	0.40	0.41	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30
结构件	科达利	净利率	12.2%	11.0%	9.7%	9.7%	11.0%	10.5%	10.0%	10.0%	14.1%	11.8%	11.6%	11.4%	13.3%	13.0%	10.0%
包覆材料	信德新材	万元/吨	0.67	0.53	0.50	0.50	0.50	0.30	-0.1	0.2	-0.15	-0.1	0.05	-0.05	-0.05	0.01	0.00

盈利：价格已触底，合理投资回报下盈利弹性大

- ◆ 当前电池、结构件龙头达盈利合理水平，二线厂商微利，25年预计价格稳定，盈利有望维持。
- ◆ 铁锂正极、电解液六氟、隔膜、铜箔、铝箔龙头盈利水平均低于合理水平，二线厂商基本全面亏损。价格已完全触底，小幅抬升，静待产能出清，龙头依靠技术升级，具备盈利优势。

图 主流环节资本开支和盈利水平

环节	单位投资额	历史盈利中枢	当前单位盈利			合理6年回收期下单位利润
电池	2亿/gwh	0.8亿/gwh	宁德 1.2亿/gwh	亿纬 0.2亿/gwh		0.4亿/gwh
磷酸铁锂（含前驱体）	2亿/万吨	0.4万/吨	裕能 0.04万/吨	德方 -0.4万/吨	富临 0.07万/吨	0.3万/吨
三元正极	2-3亿/万吨	1万/吨	容百 0.3万/吨	当升 0.6万/吨		0.5万/吨
三元前驱体	2亿/万吨	0.5万/吨	中伟 0.7万/吨	华友 0万/吨		0.3万/吨
负极+石墨化	2亿/万吨	0.6万/吨	璞泰来 -0.05万/吨	尚太 0.35万/吨	中科 0.18万/吨	0.3万/吨
隔膜	1.5亿/亿平	0.8元/平	恩捷 0.1元/平	星源 0.1元/平	中锂 0元/平	0.25元/平
电解液	0.3亿/万吨	0.2万元/吨	天赐（含六氟） 0.08万/吨	新宙邦 0万/吨		0.05万元/吨 (不含自供)
六氟	1-2亿/万吨	1万/吨	多氟多 0万/吨	天际 -0.03万/吨	天赐 0.5万吨	0.4万/吨
铜箔	4亿/万吨	1万元/吨	诺德 -0.4万/吨	嘉元 0.04万/吨	德福 0.02万/吨	0.7万元/吨
铝箔	1.5亿/万吨	0.3万/吨	鼎胜新材 0.13万/吨	万顺 -0.3万/吨		0.3万/吨
电池壳	0.5亿/亿元	0.1亿/亿元	科达利 0.12亿/亿元			0.1亿/亿元

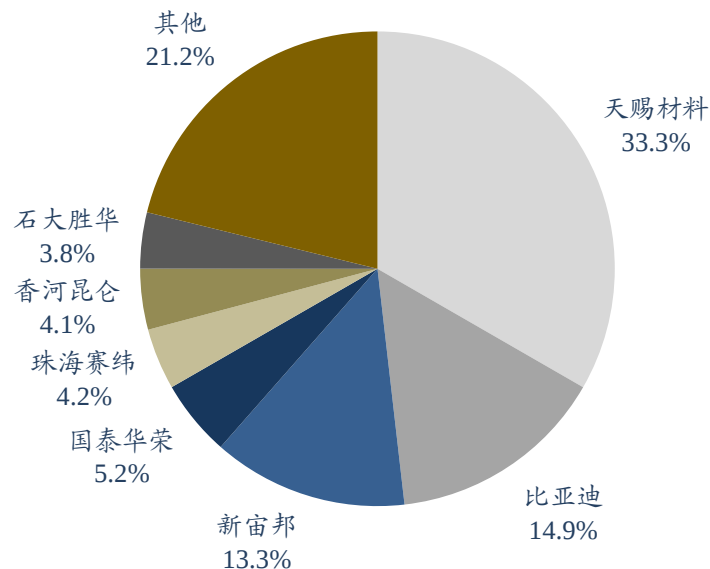
图 锂电材料利润弹性和估值 (万/吨、元/平)

	市值 (亿元)	26年出货 (万吨、亿平)	产能利用率	26E (原预期)			26E (涨价)			
				单位盈利	业绩 (亿元)	估值	涨价预期	单位盈利	业绩 (亿元)	估值
湖南裕能	487	145	100%	0.13	19	26	0.15	0.24	35	14
富临精工	335	50	100%	0.20	10	34	0.15	0.31	13	26
德方纳米	117	36	80%	0.00	0	-	0.15	0.11	4	29
龙蟠科技	102	32	91%	0.00	2	51	0.15	0.11	5	20
万润新能	84	45	90%	0.00	0	-	0.15	0.11	5	16
当升科技	374	8	74%	1.00	10	37	0.1	1.08	12	32
容百科技	185	14	47%	0.50	7	26	0.1	0.58	8	23
尚太科技	217	42	100%	0.33	14	16	0.15	0.44	19	12
中科电气	174	40	100%	0.20	8	22	0.15	0.31	13	14
贝特瑞	333	65	100%	0.20	13	26	0.15	0.31	20	16
璞泰来	592	25	83%	0.20	30	20	0.15	0.31	33	18
恩捷股份	397	130	100%	0.08	10	38	0.1	0.16	20	20
星源材质	167	60	100%	0.08	5	35	0.1	0.16	9	18
天赐材料	713	95	76%	0.08	13	57	0.31	0.32	35	20
新宙邦	363	36	80%	0.03	13	28	0.32	0.27	16	22
天际股份	123	5	100%	0.00	0	-	2.5	1.88	9	13
多氟多	285	6	92%	0.20	2	130	2.5	2.08	13	21

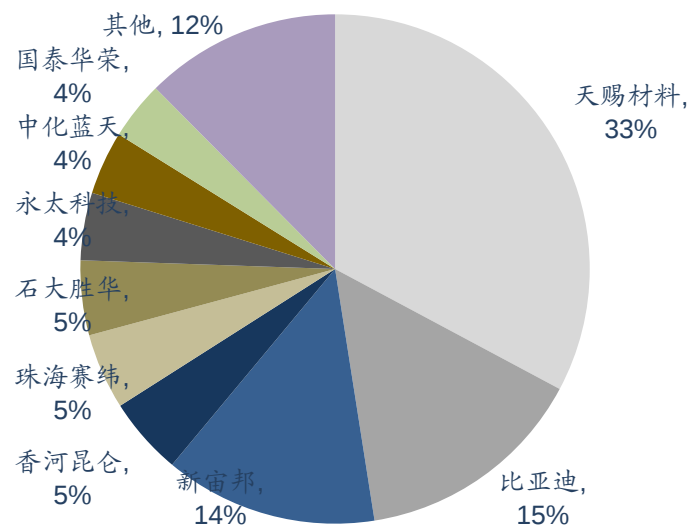
电解液：六氟供需反转，散单价格上涨超预期

- ◆ **电解液产量增长迅速，全年产量预计超200万吨。** 25年1-9月电解液产量147万吨，同比+50%，伴随下游电池需求持续扩张，全年预计维持高增速，产量超200万吨。
- ◆ **25年电解液龙头天赐地位稳固，尾部厂商开始出清。** 25年电解液价格继续下探，龙头天赐市占率保持30%+，比亚迪市占率达16.6%，较24年提升1.7pct，石大胜华电解液开始出货，份额较24年提升1pct，国泰华润份额下降，三四线厂商产能逐步出清。

图：电解液2024竞争格局



图：电解液2025年1-9月竞争格局



- ◆ **头部玩家挺价意愿强烈，25-26年除天际、石磊外，均无新增产能投产，行业供需拐点明确。**天赐产能25、26年预计产能保持稳定，有3万吨产能不计划投产，多氟多25、26年无新增产能，天际当前满产，26年有扩产计划，预计新增1万吨，石磊预计由2万吨扩产至3.6万吨，其余厂商暂无扩产计算，且小厂由于成本较高陆续退出，头部市占率将继续提升。

表：全球六氟产能集中于头部3家公司，小厂产能已陆续关停

	产能（吨）						
	2020有效	2021有效	2022有效	2023有效	2024有效	2025有效	2026有效
天赐材料	10,000	22,000	44,100	90,000	110,000	110,000	110,000
多氟多	9,000	14,000	37,000	58,000	65,000	65,000	65,000
江苏新泰	8,240	8,240	10,870	16,050	30,000	40,000	50,000
赣州石磊	0	3,000	4,000	5,800	10,000	20,000	36,000
韩国厚成	1,900	4,500	5,500	6,000	6,000	6,000	6,000
森田张家港	4,000	4,500	6,000	7,000	7,000	7,000	7,000
金牛化工	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
九九久	5,000	5,500	6,000	10,000	10,000	10,000	10,000
石大胜华	2,000	2,000	2,000	11,000	35,000	35,000	35,000
永太科技	2,000	5,350	8,000	8,000	18,000	18,000	18,000
湖北宏源	5,000	5,000	6,500	9,200	10,000	10,000	10,000
东莞杉杉	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
贵州磷化					5,000	10,000	10,000
湖北犇星					3,100	3,100	3,100
福建龙德				13,000	13,000	13,000	13,000
其他厂商	2,000	2,000	4,000	20,000	20,000	20,000	20,000
有效产能合计	52,640	79,590	137,470	257,550	345,600	370,600	396,600

- ◆ 我们测算26年六氟行业供需改善显著，头部厂商扩产明显放缓，26年有望实现紧平衡。供给端，26年供给40万吨，增长7%，26年需求35万吨，增长23%。25年产能利用率78%，26年产能利用率提升至89%。头部三家产量占比80%，其中天际已满产，多氟多除老产能外满产满销，天赐产能利用率预计26年打满，26年行业供给预计实现紧平衡。

表：供需格局预测

6F	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
有效供给（万吨）	5.3	8	13.7	25.8	34.6	37.1	39.7
-同比		51%	73%	87%	34%	7%	7%
需求（万吨）	4.7	8.1	12.4	16.5	20.7	28.8	35.4
-同比		74%	53%	33%	25%	39%	23%
产能利用率	89%	102%	90%	64%	60%	78%	89%

表：主流厂商产能利用率

	25年产能 (万吨)	25年出货 (万吨)	产能利用率	26年产能 (万吨)	26年出货 (万吨)	产能利用率
多氟多	6.5	5	77%	6.5	6	92%
天赐材料	11	8.8	80%	11	11	100%
江苏新泰	4	4	100%	5	5	100%
石大胜华	3.5	1	29%	3.5	2	57%
赣州石磊	2	2	100%	3.6	3.6	100%

- ◆ **盈利底部企稳，龙头盈利稳定。**25Q2末仅天赐能实现盈利，单吨盈利维持0.08万元，下半年预计稳中有升。新宙邦单吨微亏，多氟多微利，天际新产能降本，亏损有所收窄，但当前价格仍难盈利。
- ◆ **行业产能陆续出清，行业满产满销，龙头挺价意愿强烈，26年价格预计涨至8万。**当前头部厂商满产满销，小厂由于盈利压力陆续关停退出，订单外溢行业供需紧平衡，当前散单价格已上涨至10万，底部上涨4.5万，超此前预期，长单价格谈价中，25年Q4价格预计出现拐点，26年长协价格有望跟进，并进一步上涨，六氟平均价格有望上涨至8万。

表：电解液及六氟环节单位盈利（万吨，万元/吨）

代表公司	单位	2022A	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
天赐	出货	31.5	7.9	8.8	11.7	11.2	9.0	11.1	13.6	16.1	14.8	16.4
	单价	7.08	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	单位净利	1.55	0.75	0.60	0.38	0.30	0.11	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08
新宙邦	出货	10.5	2.2	3.0	4.3	3.9	3.3	4.6	5.6	6.1	5.8	6.7
	单价	7.33	5.58	4.14	3.77	4.14	3.93	2.82	-	-	-	-
	单位净利	0.83	0.20	0.12	0.12	0.08	0.00	0.04	0.04	0.05	0.00	-0.01
多氟多	出货	3.0	0.8	0.9	1.2	1.2	0.9	1.0	1.0	1.1	1.2	1.2
	单价	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	单位净利						0.20	0.05	0.20	0.20	0.20	0.10
天际	出货	1.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
	单价	27.75	16.08	12.37	10.54	10.54	5.56	5.56	6.13	6.79	-	-
	单位净利	5.36	0.70	0.40	0.60	0.40	0.00	-0.15	-0.50	-0.10	-0.03	-0.03

◆ 若六氟长协价格上行至8万，行业盈利弹性显著：预计天赐2026年单位盈利从此前的0.1万元/吨提升至0.3万元/吨+，26年业绩预计35亿左右，宙邦26年自供比例大幅提升，3.6万吨六氟预计满产满销，对应电解液单吨净利提升至0.27万，天际预计单吨利润提升至2万左右，盈利弹性明显。

表：主流厂商利润空间测算（万吨，亿元）

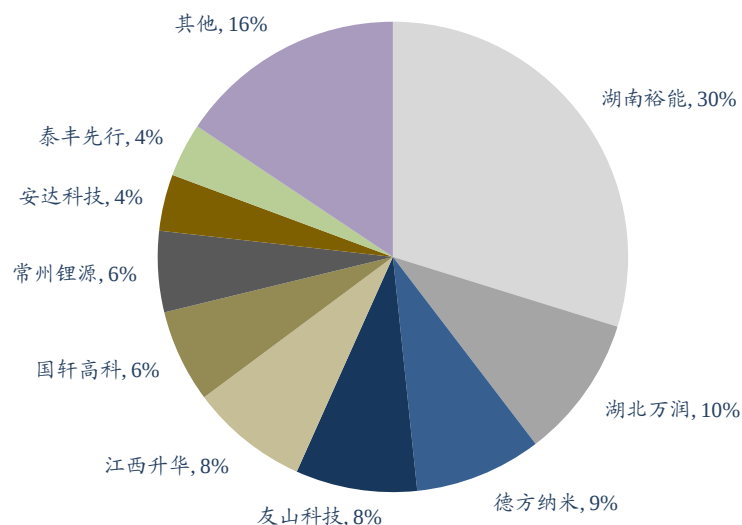
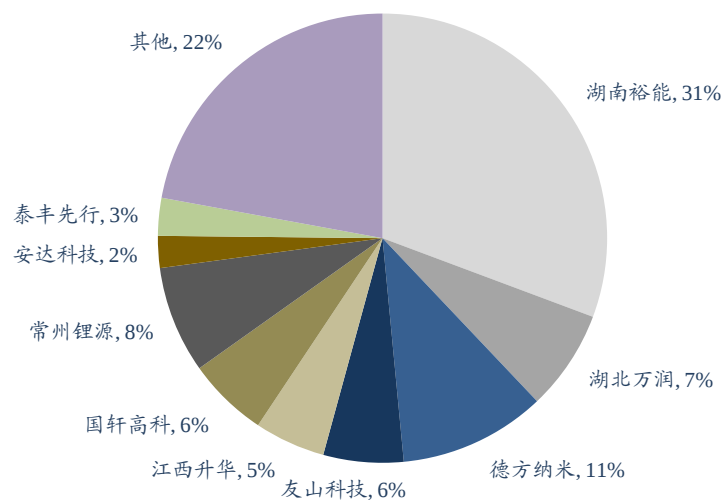
	市值 (亿元)	26年出货 (万吨)	产能利用率	26E（原预期）			26E（涨价）			
				单位盈利	业绩	估值	涨价预期	单位盈利	业绩	估值
天赐材料	713	95	76%	0.08	13	57	0.31	0.32	35	20
新宙邦	363	36	80%	0.03	13	28	0.32	0.27	16	22
天际股份	123	5	100%	0.00	0	-	2.5	1.88	9	13
多氟多	285	6	92%	0.20	2	130	2.5	2.08	13	21

磷酸铁锂：头部主动挺价，涨价意愿强烈

铁锂正极：龙一份额保持稳定，二线厂商继续分化

- ◆ **龙头份额保持稳定，二线分化，富临市占率快速提升。**湖南裕能25年1-9月累计市占率达30%，较24年基本持平。二线继续呈分化态势，富临与宁德合作加深，份额快速提升至8%，友山科技增速同样较快，25年累计市占率达8%，较24年市占率增长2pct，安达市占率提升2pct，万润需求恢复，德方、龙蟠等略有下滑。小厂难以起量，份额不断压缩。

表：磷酸铁锂厂商竞争格局（2024年：左；2025年：右）



供需格局：行业投产进度放缓，边际产能利用率提升

- ◆ **融资难+盈利底部，行业新增产能显著放缓。**铁锂行业22-24年规划项目均已投产，新建项目暂停，26年行业内裕能稳步扩产，我们预计26年新增40万吨，此外仅富临扩产较激进，年底产能达50万吨，邦普规划45万吨，26年预计贡献30万吨增量，其余扩产均谨慎，行业新增产能显著放缓。**头部产能利用率已满产，二线产能利用率恢复至80%+，即便如此，厂商扩产计划仍谨慎。**

表 龙头厂商的产能及扩产计划

公司	2022有效 (万吨)	2023有效 (万吨)	2024有效 (万吨)	2025有效 (万吨)	2026有效 (万吨)
德方纳米	20.4	26.5	26.5	37.5	37.5
龙蟠科技	9.2	17.2	24.0	27.0	36.0
泰丰先行	2.0	6.0	8.0	12.0	14.0
比亚迪	2.0	4.0	4.0	4.0	4.0
国轩高科	7.0	10.0	15.0	20.0	20.0
万润新能	12.0	18.7	34.0	48.0	52.0
湖南裕能	34.8	55.3	75.3	105.0	145.0
贵州安达	9.0	14.0	15.0	15.0	15.0
斯特兰	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
富临精工	6.0	20.5	14.5	25.0	50.0
重庆特瑞	7.0	10.0	10.0	10.0	10.0
厦钨新能		0.1	1.6	2.0	4.0
中伟与当升		0.2	4.0	6.0	12.0
长远锂科		0.5	4.8	6.0	6.0
天原股份				5.0	5.0
泰和科技		0.3	1.0	1.0	0.0
川发龙蟒			2.0	2.0	2.0
光华科技	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
丰元股份	1.0	3.5	10.0	10.0	10.0
司尔特		1.0	2.0	2.0	2.0
圣钒科技	5.0	7.5	10.0	30.0	40.0
融通高科	9.5	18.0	35.0	43.0	43.0
万华化学			5.0	10.0	10.0
金堂时代		10.0	15.0	20.0	20.0
湖南鹏博			3.0	5.0	5.0
协鑫锂能			9.0	15.0	15.0
其他			70.0	70.0	70.0
湖南邦普					30.0
合计	127.3	225.7	401.1	532.9	679.9

- ◆ **25年行业产能出清，当前需求超预期已满产满销。**25年产能利用率73%，但由于需求下半年超预期，预计25H2产能利用率已超80%，头部满产满销，行业供需到反转临界点。
- ◆ **预计26年行业供需达76%，头部厂商维持满产状态。**26年行业产能利用率76%，考虑产品结构、工艺结构、客户配套，实际产能利用率高于测算利用率，且旺季产能利用率有望达到90%+，预计拐点已至。

表 磷酸铁锂正极供需测算

	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
供给 (万吨)	24.7	43.1	114.6	225.7	401.1	532.9	679.9
-同比	145%	75%	166%	97%	78%	33%	28%
需求 (万吨)	12.7	39.2	100.3	163.8	248.8	390.8	516.8
-同比	48%	208%	156%	63%	52%	57%	32%
过剩 (万吨)	11.9	3.9	14.2	61.9	152.3	142.1	163.1
产能利用率	52%	91%	88%	73%	62%	73%	76%

单位: 万吨	2023年	同比	2024年	同比	2025年	同比	2026年	同比
德方	21.4	19%	24.0	12%	28.0	17%	35.0	25%
裕能	50.0	53%	72.0	44%	107.0	49%	145	35%
安达	6.2	-6%	5.0	-19%	8.0	60%	11.0	38%
比亚迪	3.5	0%	3.5	0%	3.5	0%	3.5	0%
国轩	7.6	17%	12.0	58%	15.0	25%	17.0	13%
富临精工	4.8	0%	12.0	150%	25.0	108%	50.0	100%
龙蟠科技	11.1	11%	18.0	62%	20.0	11%	26.0	30%
金堂时代	6.3		8.0	27%	10.0	25%	12.0	20%
华友控股	9.6	170%	10.0	4%	30.0	200%	40.0	33%
山东丰元	3.7	164%	4.5	22%	6.0	33%	6.0	0%
融通高科	12.0	20%	6.0	-50%	6.0	0%	6.0	0%
万润	22.0	139%	20.0	-9%	35.0	75%	42.0	20%
主流厂商合计	158.2	49%	195.0	23%	293.5	51%	388.5	32%

- ◆ **大客户通过长协锁定供应商，督促供应商扩产，充分彰显行业高景气。** Q1末B客户铁锂正极涨价2000元/吨左右对冲原材料磷、铁成本上涨，C客户高端产品小幅提价，总体经营性盈利小幅提升。宁德时代增资获得升华51%股权，进一步加速扩产计划，此外与万润新能签订2025-2030供132万吨的铁锂供货协议，与龙蟠签订海外13.2万吨供货协议，叠加宁德子公司邦普产能投产，宁德通过合作协议锁定部分需求，充分说明行业高景气。
- ◆ **高端产品供不应求，加工费预计进一步上涨。** 25年头部电池厂2.6压实铁锂渗透率快速提升，且当前仅富临和裕能可供货，高端产品供不应求，Q1涨价落地，预计26年高端产品供需依然紧张，价格有望二次上涨，龙头厂商通过高端产品放量，预计盈利可显著改善。

图：宁德铁锂长协供应比例

	2025	2026	2027
宁德时代总出货 (GWh)	630	800	1000
其中：铁锂电池出货 (GWh)	441	560	700
宁德时代磷酸铁锂需求 (万吨)	116	148	185
富临精工供应量 (万吨)	20	40	72
万润新材供应量 (万吨)	8	15	18
龙蟠科技长单供应量 (万吨)		2	3
湖南邦普供应量 (万吨)		15	20
长协供应比例	24%	49%	61%

图：储能需求上修拉动铁锂需求弹性明显

储能产量 (GWh)	600	700	800	900	1000
铁锂需求 (万吨)	188	219	250	281	313
铁锂总需求 (万吨)	464	495	526	589	682
同比	19%	27%	35%	51%	75%

盈利：除龙头外均亏损，加工费已见底，挺价意愿强

- ◆ **25Q2裕能、富临盈利好转，其余厂商亏损Q2有所扩大。** 25年Q2裕能单吨利润0.11万元，环比Q1大幅提升，富临高压实产品赚取技术溢价，Q2单吨盈利0.10万元，表现亮眼。德方、万润单吨亏损扩大，受碳酸锂跌价影响，整体承压。
- ◆ **头部挺价意愿明显，铁锂正极加工费将迎来拐点，预计上涨1000元/吨+。** 扩产放缓，产能利用率提升，盈利底部，接近全行业亏损，且当前产能利用率超70%，头部铁锂厂挺价意愿强，希望产品价格上行，涨价幅度1-2千/吨，已有部分客户落地。

表：铁锂正极主流厂商季度盈利情况（万元/吨）

代表公司	单位	2019A	2020A	2021A	2022A	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
裕能	出货	1.3	3.1	12.1	32.4	10.3	11.6	15.1	13.7	13.6	17.3	16.7	23.5	22.3	25.8
	单价	5.02	3.35	6.46	14.89	14.52	9.74	8.34	5.79	3.76	4.09	3.45	3.24	3.43	3.33
	单位净利	0.44	0.12	0.98	0.93	0.27	0.83	0.20	0.03	0.10	0.13	0.06	0.04	0.04	0.11
德方	出货	1.8	2.7	9.1	17.2	4.0	5.0	6.9	5.5	4.5	6.1	6.2	5.8	6.1	6.1
	单价	4.99	3.34	5.96	14.78	13.97	8.92	8.87	5.49	4.75	4.54	3.99	2.12	3.71	3.48
	单位净利	0.21	-0.07	0.91	1.56	-2.11	-0.76	0.07	-1.29	-0.55	-0.69	-0.64	-1.12	-0.37	-0.50
万润	出货	1.5	1.9	4.0	9.2	2.2	4.0	5.6	4.6	3.1	4.7	5.6	9.0	7.4	7.5
	单价	5.35	3.72	6.12	14.91	15.91	7.57	8.52	5.32	4.21	4.31	3.59	3.35	3.49	3.27
	单位净利	-0.54	-0.27	0.85	1.04	-0.15	-2.01	-0.20	-1.20	-0.42	-0.58	-0.30	-0.30	-0.22	-0.26
龙蟠	出货	-	-	3.1	9.5	1.2	2.5	3.3	3.8	2.7	5.2	5.6	4.3	3.5	4.3
	单价	-	-	6.95	14.54	14.96	9.74	4.31	5.14	3.69	3.47	3.37	2.91	-	-
	单位净利	-	-	0.74	1.05	-0.43	-1.90	-0.15	-0.67	-0.68	-0.30	-0.26	-0.44	-0.28	-0.28
富临	出货	0.1	0.2	1.0	4.4	0.3	1.2	1.6	1.5	1.7	3.0	3.5	4.4	4.5	6.0
	单价	1.47	2.55	6.48	10.99	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	单位净利	-9.62	-	0.21	0.65	-9.33	-2.33	-1.56	-1.70	-0.35	-0.10	0.08	0.00	0.07	0.10

◆ **龙头挺价意愿强烈，希望铁锂产品普涨，行业盈利弹性显著。**若铁锂加工费反弹0.15万元，且考虑磷矿自供带来利润弹性，预计裕能单吨利润达到0.24万，对应35亿利润；富临考虑涨价+自身降本，单吨利润0.3万元，考虑股权比例，对应利润13亿；预计涨价后德方、龙蟠可实现盈利，按照单吨利润0.1万，分别对应4/5亿利润。

图：主流铁锂公司盈利预测

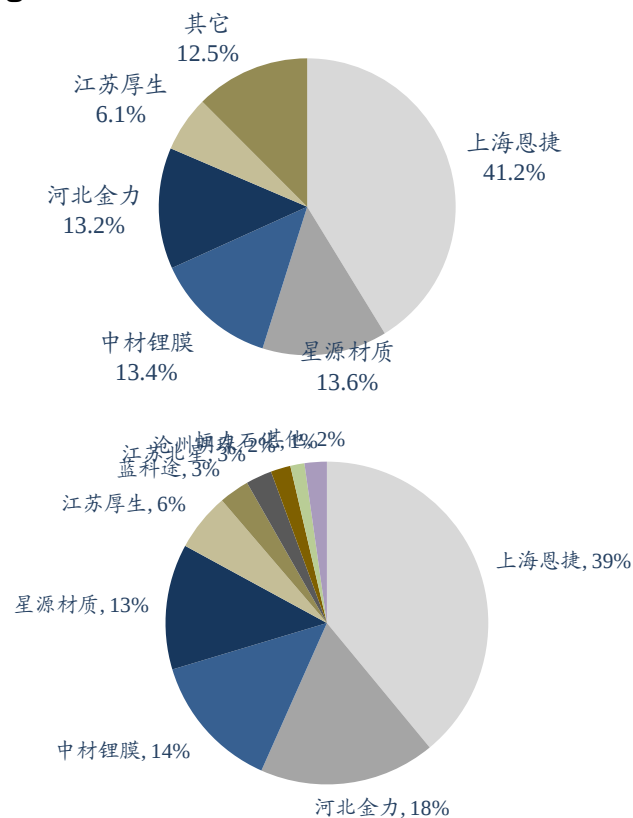
	市值 (亿元)	26年出货 (万吨)	产能利用率	26E（原预期）			26E（涨价）			
				单位盈利 (万元)	业绩 (亿元)	估值(亿)	涨价预期	单位盈利 (万元)	业绩 (亿元)	估值
湖南裕能	487	145	100%	0.13	19	26	0.15	0.24	35	14
富临精工	335	50	100%	0.20	10	34	0.15	0.31	13	26
德方纳米	117	36	80%	0.00	0	-	0.15	0.11	4	29
龙蟠科技	102	32	91%	0.00	2	51	0.15	0.11	5	20
万润新能	84	45	90%	0.00	0	-	0.15	0.11	5	16

隔膜：龙头仅微利，低价订单有望反弹

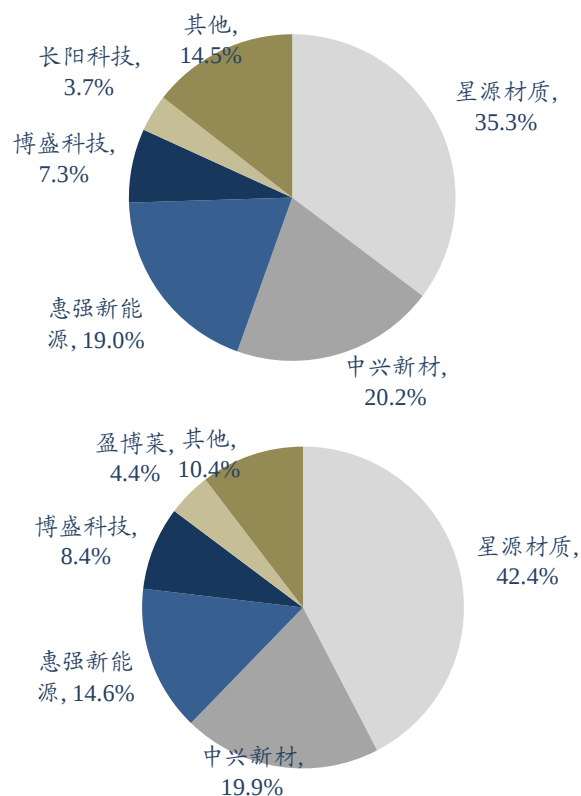
隔膜：二线厂商起量明显，龙头份额小幅压缩

- ◆ **25年前9月龙头恩捷份额小跌，金力、中材等份额明显提升。** 25年1-9月隔膜出货208亿平，同比+39%，其中湿法隔膜167亿平，同比+47%。湿法方面，25年1-9月龙头恩捷份额相比24年下滑2pct，河北金力份额增长较快，占据18%，中材份额微增，星源基本持平。干法方面，25年1-9月龙头星源市占率相比24年增加7.1pct，市场地位进一步增强，中兴、惠强等二线厂商份额下滑。

图：24年（上）&25年1-9月（下）分企业湿法份额变化



图：24年（上）&25年1-9月（下）分企业隔膜干法份额变化 (%)



供给：行业新增产能明显放缓，26年扩产主要集中海外

- ◆ 行业扩产明显谨慎，26年新增产能主要来自投产项目爬坡+海外项目投产。恩捷、星源当前湿法产能满产满销，26年新增产能主要来自25年投产基地爬坡+海外产能投产，龙三中材产能利用率不高，当前60亿平无扩产计划，其余二三线厂商扩产速度明显放缓。

表：全球隔膜市场供给

企业名称	技术路线	2022有效产能（基膜成品）（亿平）	2023有效产能（基膜成品）（亿平）	2024有效产能（基膜成品）（亿平）	2025有效产能（基膜成品）（亿平）	2026有效产能（基膜成品）（亿平）
上海恩捷	合计	55.8	72.3	86.8	124.8	135.8
星源材质	合计	16.9	27.8	50.8	60.8	74.8
中材科技	合计	14.8	20.8	44.8	60.0	60.0
沧州明珠	合计	2.8	3.3	4.9	9.9	12.4
璞泰来	合计	1.2	3.0	10.0	20.0	23.0
比亚迪	湿法	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
北大先行	湿法	1.0	4.0	12.0	12.0	12.0
天津东皋	湿法	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
鸿图隔膜	湿法	2.5	2.5	3.5	5.5	6.5
中科科技	合计	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
金辉高科	湿法	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
恒力石化	湿法			4.4	10.0	19.0
河北金力	湿法	14.7	28.0	32.0	50.0	50.0
东航光科	干法	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
中兴新材	干法	10.7	20.0	25.0	30.0	30.0
南通天丰	干法	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
美联新材	湿法		1.0	3.5	3.5	3.5
中科华联	湿法	1.5	3.0	8.0	25.0	32.0
厚生新能源	湿法	5.0	10.0	20.0	20.0	20.0
博盛新材	干法		6.0	9.4	12.4	15.4
盈博莱	干法	1.2	1.2	7.0	10.0	10.0
长阳科技	干法		4.0	8.0	9.6	9.6
武汉惠强	干法	6.0	10.0	15.0	20.0	23.0
其他产能		2.0	5.0	8.0	12.0	15.0
产能合计	干法	31.5	63.8	93.0	118.6	129.6
	湿法	110.1	160.2	233.5	321.1	358.2
	合计	144.1	230.0	361.1	503.5	560.1

◆ 隔膜行业25年产能利用率底部企稳，龙头厂商满产满销，26年预计实现供需拐点。我们测算26年隔膜需求469亿平，增长23%，26年供给636亿平，增长10%，产能利用率预计从2025年的66%提升至2026年的74%。当前头部厂商湿法产能已满产，中材产能利用率提升至60%+，新进入者产能已基本投产，暂无新增产能大幅投产，干法产能联合挺价，26年供需拐点明确。

图：隔膜行业供需测算

隔膜	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
全行业有效供给（亿平）	78.8	110.9	188.7	282.3	421.8	579.8	636.4
-同比		41%	70%	50%	49%	37%	10%
需求（亿平）	57.8	103.0	159.9	209.8	274.8	381.4	469.1
-同比		78%	55%	31%	31%	39%	23%
产能利用率	73%	93%	85%	74%	65%	66%	74%

图：主流厂商出货量（亿平）

	25年产能	25年出货	产能利用率	26年产能	26年出货	产能利用率
恩捷股份	125	110	88%	135	130	96%
星源材质	60	50	83%	75	60	80%
中材科技	60	40	67%	60	50	83%
璞泰来	20	15	75%	22	22	100%

- ◆ **湿法25年价格触底，当前低价订单低于龙头成本线，价格有望修复，海外产能独立定价可获取超额盈利。**
25年Q1湿法价格小幅下跌，当前龙头公司均微利，其余厂商亏损，预计当前价格已到底部，头部厂商挺价意愿显著，低价订单期望谈价上涨，此外海外产能对标海外客户，独立定价，可获取超额盈利，预计26年逐步贡献盈利弹性。
- ◆ **干法25Q1、Q3价格两次上行，行业内盈利修复。**干法隔膜历经2024年的全面亏损，叠加成本上升，25Q1厂商报价普遍上涨，上涨幅度平均在10%-20%，个别最高涨幅超过20%，Q3干法价格进一步上行10%左右，对应行业内龙头厂商单位净利提升0.05-0.1元/平。

表 主流厂商隔膜厂商单平盈利对比（亿平，元/平）

代表公司	单位	2021A	2022A	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
恩捷股份	出货	30.1	46.5	10.0	12.0	15.0	12.5	12.2	15.3	20.0	20.5	21.0	25.2
	单价	2.38	2.33	2.90	2.83	2.66	2.67	2.16	1.82	1.52	1.48	1.47	1.36
	单位净利	0.85	0.84	0.60	0.60	0.50	0.30	0.13	0.09	0.08	-0.25	0.01	0.04
星源材质	出货	11.3	17.0	4.2	6.0	7.8	7.3	6.4	10.0	11.5	12.6	11.0	11.5
	单价	1.71	1.90	1.79	1.30	1.24	1.25	1.27	1.06	0.94	0.88	0.91	0.99
	单位净利	0.25	0.45	0.40	0.33	0.33	0.05	0.15	0.08	0.08	0.08	0.03	0.01

- ◆ **若隔膜价格上行10%，行业盈利有望明显改善：**26年头部厂商海外产能落地，单平净利可达0.5元+，恩捷、星源均有海外产能落地，预计盈利明显修复，且考虑国内隔膜低价订单已低于成本线，假设价格上涨10%左右，涂覆膜价格对应上涨0.1元/平左右，龙头盈利弹性明显。

表：主流厂商利润空间测算（亿平，亿元）

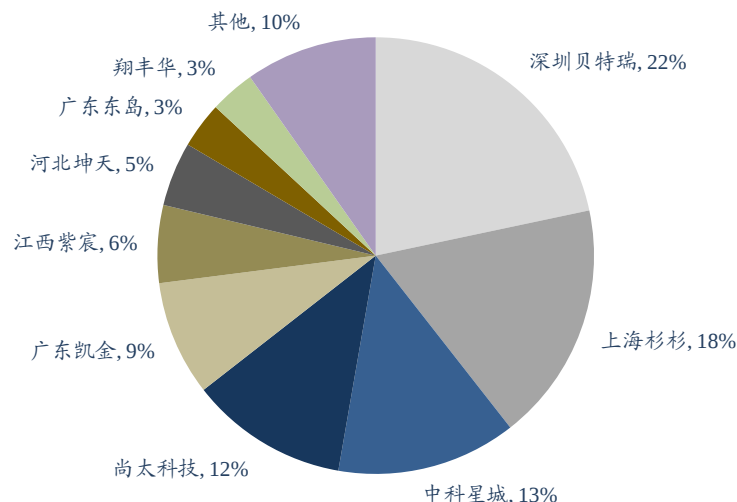
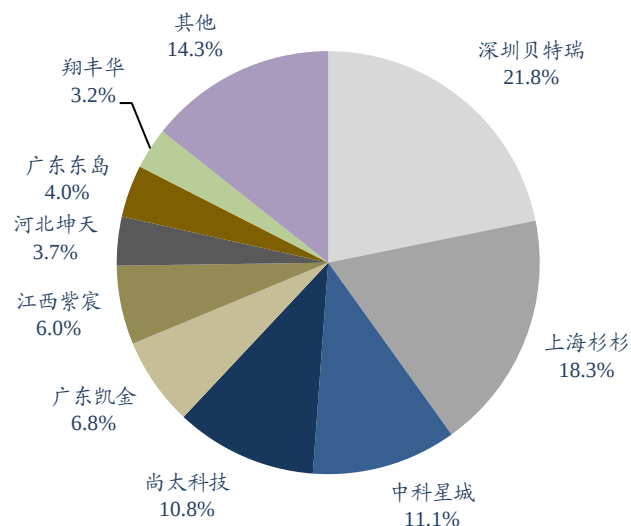
	市值 (亿元)	26年出货 (亿平)	产能利用率	26E（原预期）			26E（涨价）			
				单位盈利	业绩	估值	涨价预期	单位盈利	业绩	估值
恩捷股份	397	130	100%	0.08	10	38	0.1	0.16	20	20
星源材质	167	60	100%	0.08	5	35	0.1	0.16	9	18

负极：价格见底，盈利有梯度差异

负极：行业需求稳步增长，市场份额向龙头集中

- ◆ **负极需求稳步增长，25年1-9月产量同增30%。**25年1-9月行业产量达195万吨，同增30%，当前主要龙头公司已满产，预计全年产量达270万吨+，同增30%。
- ◆ **负极厂商市占率分化，龙头份额稳定，中科、尚太份额提升，行业向头部集中。**25年前9月贝特瑞份额22%，同比持平，仍居第一，上海杉杉以18%保持第二；二线厂商继续分化，中科星城、尚太科技份额达13%/12%，较24年+2pct/1pct，璞泰来基本持平，头部厂商份额进一步提升；尾部厂商开始洗牌，广东东岛、翔丰华等份额都略降，大部分厂商份额进一步降低。

图：24年（左） & 25年前9月（右） 负极份额占比



- ◆ **行业扩产集中头部，且头部厂商扩产倾向海外。**尚太、中科、贝特瑞26年稳步扩产，26年分别新增产能10万吨左右，杉杉受公司管理影响扩产放缓，行业扩产基本集中于头部，国内扩产基本放缓，后续贝特瑞、尚太扩产主要集中于海外，26年海外新增产能落地。

表：全球负极产能集中于国内，海外产能近20万吨，后续国内厂商扩产倾向于海外

企业名称	2023有效产能 (万吨)	2024有效产能 (万吨)	2025有效产能 (万吨)	2026有效产能 (万吨)
璞泰来	18	20	25	30
杉杉股份	27.0	35.0	45.0	45.0
贝特瑞	39.0	49.5	58.0	68.0
东莞凯金	15.5	21.5	22.5	22.5
中科电气	17.4	25.7	30.7	40.0
翔丰华	6.0	8.0	9.0	15.0
江西正拓	2.4	2.4	2.4	2.4
深圳斯诺	3.0	5.0	10.0	10.0
尚太科技	20.0	20.0	30.0	40.0
四川金泰	1.0	1.0	1.0	1.0
安徽美锦碳材	0.5	0.5	0.5	0.5
坤天新能源	5.0	12.0	15.0	20.0
国轩高科	5.0	5.0	5.0	5.0
中晟新材	1.0	10.0	13.0	13.0
碳一新能源			15	30
索通发展	1.5	5.0	7.5	7.5
金汇能	5.0	10.0	20.0	20.0
广东东岛	10.0	15.0	15.0	15.0
杰瑞股份	3.0	6.5	6.5	10.0
广东宏宇	1.0	2.0	2.0	2.0
海螺创业	0.5	2.0	2.0	2.0
贵州辉阳		5.0	10.0	10.0
内蒙古欣源	6.0	10.0	12.0	12.0
科达新材	2.0	7.0	12.0	12.0
青岛新泰和		2.0	5.0	5.0
其他厂商	10.0	20.0	30.0	30.0
合计	219.8	318.6	432.1	495.9

- ◆ **负极行业25年产龙头厂商满产满销，26年预计实现供需拐点。**我们测算26年负极需求378万吨，增长24%，26年供给507万吨，增长14%，产能利用率预计从25年的69%提升至75%。当前头部厂商已满产，尚太订单供不应求寻找外协，26年尚太、中科、贝特瑞有效产能新增10万吨产能，其余主流厂商扩产稳健，预计龙头可维持满产状态，行业供需改善。

表：供需格局预测

负极	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
全行业有效供给（万吨）	57	96	137	233	331	444	507
同比	40%	69%	43%	70%	42%	34%	14%
需求（万吨）	46	81	125	171	219	305	378
同比	30%	76%	54%	37%	28%	39%	24%
产能利用率	81%	85%	91%	74%	66%	69%	75%

表：主流厂商产能利用率

	25年产能（万吨）	25年出货（万吨）	产能利用率	26年产能（万吨）	26年出货（万吨）	产能利用率
尚太科技	30	33	110%	40	42	105%
中科电气	30	30	100%	40	40	100%
贝特瑞	60	58	97%	66	65	98%
璞泰来	25	15	58%	30	25	83%

- ◆ **龙头盈利能力稳定，部分厂商环比改善。** 25Q2负极行业稼动率普遍提升，且原材料上涨成功顺价，其中尚太、中科单吨盈利基本稳定，贝特瑞提升至0.18万元/吨，璞泰来得到明显改善，基本实现盈亏平衡。25H2尚太以价换量，Q3单吨盈利预计略降，贝特瑞、中科盈利可基本稳定，璞泰来新产能可实现降本，盈利逐步好转。
- ◆ **负极价格基本稳定，考虑海外产能弹性+自身降本，行业盈利有望逐步改善：** 26年头部厂商维持满产满销，随着海外产能落地，单位盈利明显高于国内，且尚太、璞泰来等新产能成本进一步降低，预计盈利可持续提升，行业盈利逐步改善。

图表：负极主流公司盈利拆分（万吨，万元/吨）

代表公司	单位	2021A	2022A	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
尚太	出货	6.5	10.7	2.4	2.9	4.3	4.6	3.3	5.1	6.4	6.9	7.0	7.2
	单价	3.29	4.43	4.58	3.98	3.16	3.02	2.95	2.74	2.70	2.65	2.64	2.77
	单位净利	0.81	1.18	0.95	0.60	0.38	0.35	0.38	0.37	0.33	0.35	0.35	0.34
贝特瑞	出货	16.0	33.0	7.5	9.5	10.8	8.2	9.0	11.0	10.5	12.5	10.8	15.4
	单价	4.56	5.00	4.77	3.76	3.12	4.11	3.25	2.66	2.47	2.34	-	-
	单位净利	0.55	0.31	0.23	0.35	0.33	0.27	0.24	0.25	0.16	0.25	0.15	0.18
璞泰来	出货	9.7	13.9	3.0	3.8	4.2	4.5	3.1	3.6	3.3	3.2	3.1	3.9
	单价	5.96	6.20	5.59	4.39	3.99	3.72	-	-	-	-	-	-
	单位净利	1.14	1.19	0.90	0.35	-0.55	-0.62	-0.05	-0.30	-0.30	-1.10	-0.10	0.00
中科	出货	5.9	11.4	2.5	3.4	4.0	4.2	3.8	5.0	6.5	7.0	7.0	8.7
	单价	3.69	3.95	4.71	3.97	3.64	3.72	3.17	2.69	2.82	2.73	2.58	2.62
	单位净利	0.53	0.40	-0.54	0.07	0.21	0.29	0.09	0.11	0.17	0.20	0.19	0.18

盈利：自身降本+海外产能落地贡献盈利弹性

- ◆ 负极龙头厂商满产满销，小客户涨价已逐步落地，预计26年有望实现大客户价格上涨。当前头部厂商产能满产满销，且小客户涨价落地10%，Q4逐步体现，大客户价格谈价中，有望26年落地。
- ◆ 考虑海外产能弹性+自身降本，行业盈利有望逐步改善：26年头部厂商维持满产满销，随着海外产能落地，单位盈利明显高于国内，且尚太、璞泰来等新产能成本进一步降低，预计盈利可持续提升，行业盈利逐步改善。

表：主流厂商利润空间测算（万吨，万元/吨）

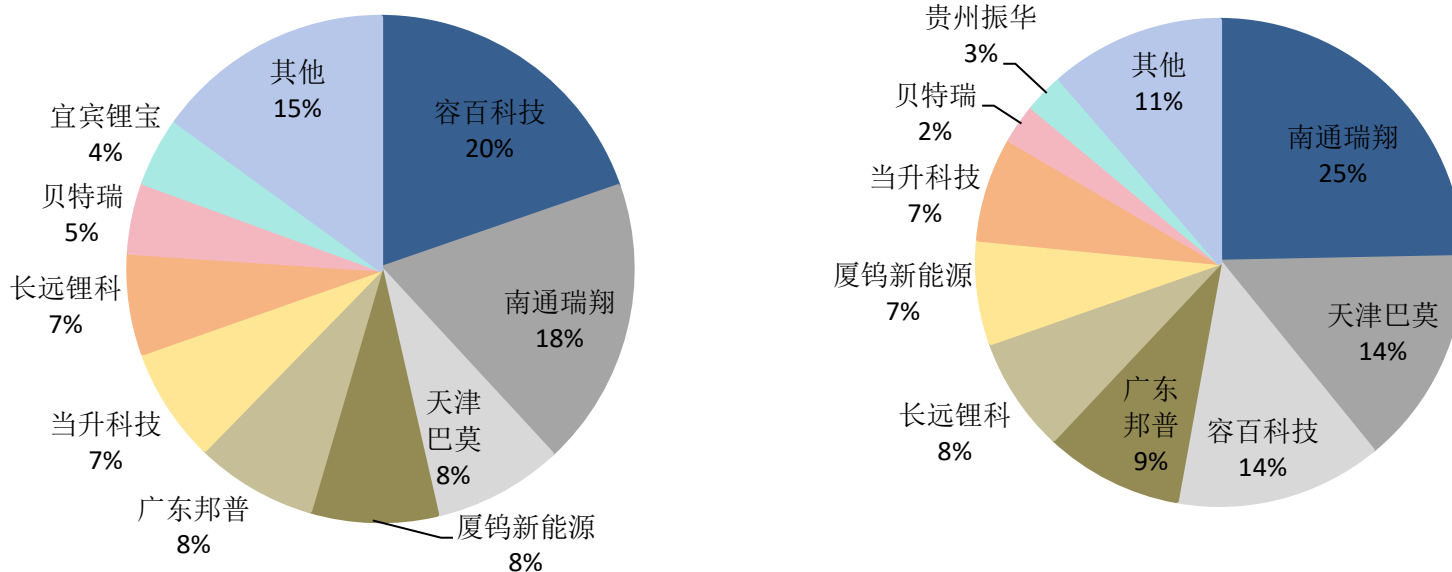
	市值 (亿元)	26年出货 (万吨)	产能利用率	26E（原预期）			26E（涨价乐观）			
				单位盈利	业绩（亿元）	估值	涨价预期	单位盈利	业绩（亿元）	估值
尚太科技	217	42	100%	0.33	14	16	0.15	0.44	19	12
中科电气	174	40	100%	0.20	8	22	0.15	0.31	13	14
贝特瑞	333	65	100%	0.20	13	26	0.15	0.31	20	16
璞泰来	592	25	83%	0.20	30	20	0.15	0.31	33	18

三元正极：加工费基本见底，盈利分化

三元：25Q1-3行业份额前三格局变化

- ◆ **三元需求稳步增长，25年Q1-3产量同增15%。**25年Q1-3行业产量达53万吨，同增15%，预计全年产量同增15%。
- ◆ **25Q1-3行业前三格局变化，容百份额下降，南通瑞翔、天津巴莫份额提升明显。**25年前9月南通瑞翔份额25%，位列第一，较24年提升7pct；天津巴莫份额14%，位列第二，较24年提升6pct；容百科技份额14%，位列第三，较24年下降6pct。

图：24年（左）&25年前9月（右）三元份额占比



三元：26年供给过剩持续，加工费基本见底

- ◆ **产能利用率维持低位，后续产能增量主要落地欧洲，加工费基本见底。**我们预计25年全球三元材料新增供给21万吨，26年新增供给10万吨左右，且后续行业扩产主要集中在欧洲，行业产能利用率维持55%左右。目前中镍加工费1.4万元左右，高镍加工费2.1万元左右，进一步下降空间有限。

图：三元正极厂商产能规划（万吨）

	2023有效产能	2024有效产能	2025有效产能	2026有效产能
杉杉股份	7.0	7.0	7.0	7.0
长远锂科	10.0	12.0	12.0	12.0
天津巴莫	12.0	15.0	15.0	15.0
厦门钨业	6.5	6.5	7.5	11.0
当升科技	6.8	10.8	11.8	11.8
容百	23.0	27.0	29.0	31.0
格林美	2.5	2.5	2.5	2.5
振华新能源	6.6	8.2	8.2	8.2
贝特瑞	6.0	6.0	6.0	6.0
桑顿新能源	1.1	1.1	1.1	1.1
新乡天力	2.0	2.0	2.0	2.0
南通瑞翔	8.0	12.0	15.0	15.0
广东邦普	5.0	10.0	15.0	15.0
青岛乾运	0.5	0.5	0.5	0.5
科恒股份	1.1	1.1	1.1	1.1
其他	10.0	10.0	10.0	10
合计	73.9	108.0	143.6	149.1

图：全球三元正极供需平衡测算

三元正极	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
全行业有效供给（万吨）	42	69	111	162	179	196	209
-同比		66%	61%	46%	10%	10%	7%
需求（万吨）	41	68	85	90	103	116	123
-同比		64%	26%	5%	14%	13%	6%
产能利用率	99%	98%	77%	55%	57%	59%	59%

◆ **25H2受益于欧洲电动化加速，部分厂商具备钴库存收益。** 25年当升三元正极受益于欧洲电动化加速，单吨利润预计恢复至1.2万/吨，钴酸锂受益于金属钴涨价，盈利大幅提升至近1万/吨。我们预计25年厦钨钴酸锂单吨盈利提升至1万+，三元单吨盈利维持0.2-0.3万。

表 三元正极行业主流厂商利润拆分（万吨，万元/吨）

代表公司	单位	2021A	2022A	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
当升	出货	4.4	6.2	1.4	1.6	1.8	1.2	1.0	1.2	1.0	1.0	1.0	1.4
	单位净利	1.55	4.10	2.98	3.95	3.00	2.80	1.10	0.96	1.00	-0.50	0.60	1.00
容百	出货	5.2	8.9	2.6	1.9	2.7	2.7	2.6	2.7	3.5	3.1	2.5	2.5
	单位净利	1.48	1.37	1.20	0.36	0.88	-0.12	-0.12	0.20	0.41	0.60	0.27	0.28
厦钨 (含钴酸锂)	出货	7.2	8.0	1.1	1.7	2.0	2.4	2.4	2.1	2.6	2.8	2.5	3.0
	单位净利	0.71	1.22	0.92	0.75	0.70	0.42	0.42	0.57	0.55	0.40	0.40	0.70

投资建议与风险提示

投资建议：动储产销两旺，量利双升

- ◆ **投资建议：**锂电动储产销两旺，26年龙头指引大超市场预期，预期差明显，电池一线盈利持续向好、二线盈利拐点，继续强推电池板块（**宁德时代、亿纬锂能、欣旺达、中创新航**等，关注鹏辉能源、派能科技）；同时材料各环节价格拐点明确，六氟、铁锂等环节涨价超预期，盈利弹性大，看好材料龙头（**天赐材料、湖南裕能、科达利、当升科技、尚太科技、璞泰来、华友钴业、富临精工、恩捷股份、星源材质、容百科技、德方纳米**等，关注天际股份、多氟多、万润新能、龙蟠科技）；同时看好价格反弹的碳酸锂（**赣锋锂业、天齐锂业、中矿资源、盛新锂能、永兴材料**等）；并强推Q4催化剂密集落地的固态板块（**厦钨新能、当升科技、上海洗霸、纳科诺尔**等）。

板块		证券代码	名称	总市值 (亿元)	股价 (元)	归母净利润 (亿元)			PE			评级	总股本 (亿股)
						2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E		
锂电	电池	300750.SZ	宁德时代	17,283	379	661	802	966	26	22	18	买入	45.63
		002594.SZ	比亚迪	9,316	106	450	589	710	21	16	14	买入	91.17
		300014.SZ	亿纬锂能	1,706	83	47	75	105	36	23	16	买入	20.46
		300207.SZ	欣旺达	586	32	21	25	30	29	23	19	买入	18.47
		002245.SZ	蔚蓝锂芯	214	19	8	10	13	28	21	16	买入	11.54
		688063.SH	派能科技	166	68	3	5	8	60	32	22	买入	2.45
		688772.SH	珠海冠宇	253	22	7	12	16	39	21	16	买入	11.32
	结构件	002850.SZ	科达利	476	174	18	22	26	26	22	18	买入	2.74
	电解液	002709.SZ	天赐材料	714	37	8	15	23	89	48	31	买入	19.14
		300037.SZ	新宙邦	368	49	12	16	20	31	23	18	买入	7.48
	负极	603659.SH	璞泰来	588	28	25	31	40	23	19	15	买入	21.36
		920185.BJ	贝特瑞	345	31	12	15	18	29	23	19	买入	11.27
		001301.SZ	尚太科技	208	80	10	14	17	20	15	12	买入	2.61
		301349.SZ	信德新材	40	39	0	1	1	99	45	36	买入	1.02
	隔膜	002812.SZ	恩捷股份	444	46	2	8	18	213	55	24	买入	9.68
		300568.SZ	星源材质	187	14	4	5	7	46	37	27	买入	13.42
		688733.SH	壹石通	52	26	1	1	2	100	41	27	增持	2.00
	正极	603799.SH	华友钴业	1,339	70	60	67	82	22	20	16	买入	18.99
		300919.SZ	中伟股份	444	47	17	20	27	26	22	16	买入	9.38
		300769.SZ	德方纳米	120	43	-4	3	5	-29	44	23	增持	2.80
		688005.SH	容百科技	211	30	0	5	7	795	42	29	买入	7.15
		300073.SZ	当升科技	370	68	8	11	14	46	35	27	买入	5.44
		688778.SH	厦钨新能	404	80	8	9	11	50	43	36	买入	5.05
		301358.SZ	湖南裕能	456	60	11	20	30	43	23	15	买入	7.61
		300432.SZ	富临精工	331	19	6	12	16	52	27	20	买入	17.10
	导电剂 铝箔	688116.SH	天奈科技	222	61	4	6	8	63	39	29	买入	3.67
		603876.SH	鼎胜新材	105	11	4	6	8	23	17	14	买入	9.29

- ◆ **价格竞争超市场预期：**新能源汽车市场迅速发展，市场竞争日趋激烈。动力电池作为新能源汽车核心部件之一，吸引众多投资者通过产业转型、收购兼并等方式参与市场竞争，各大厂商产能扩大迅速，市场竞争十分激烈，市场平均价格逐年走低，压缩了公司的盈利水平。
- ◆ **原材料价格不稳定，影响利润空间：**原材料成本在整体成本中占比较高，原材料价格波动将会直接影响各板块的毛利水平。

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证50指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园