

证券研究报告
固收深度报告
2025年9月30日

“反内卷”背景下的锂电行业债券梳理 系列报告（一）上游锂、钴产业篇

证券分析师：贾晓庆
执业证书编号：S0370525030001

目录

- 1、锂电产业链.....
- 2、上游锂行业格局.....
- 3、上游钴行业格局.....
- 风险提示.....



1、锂电产业链



www.jyzq.cn



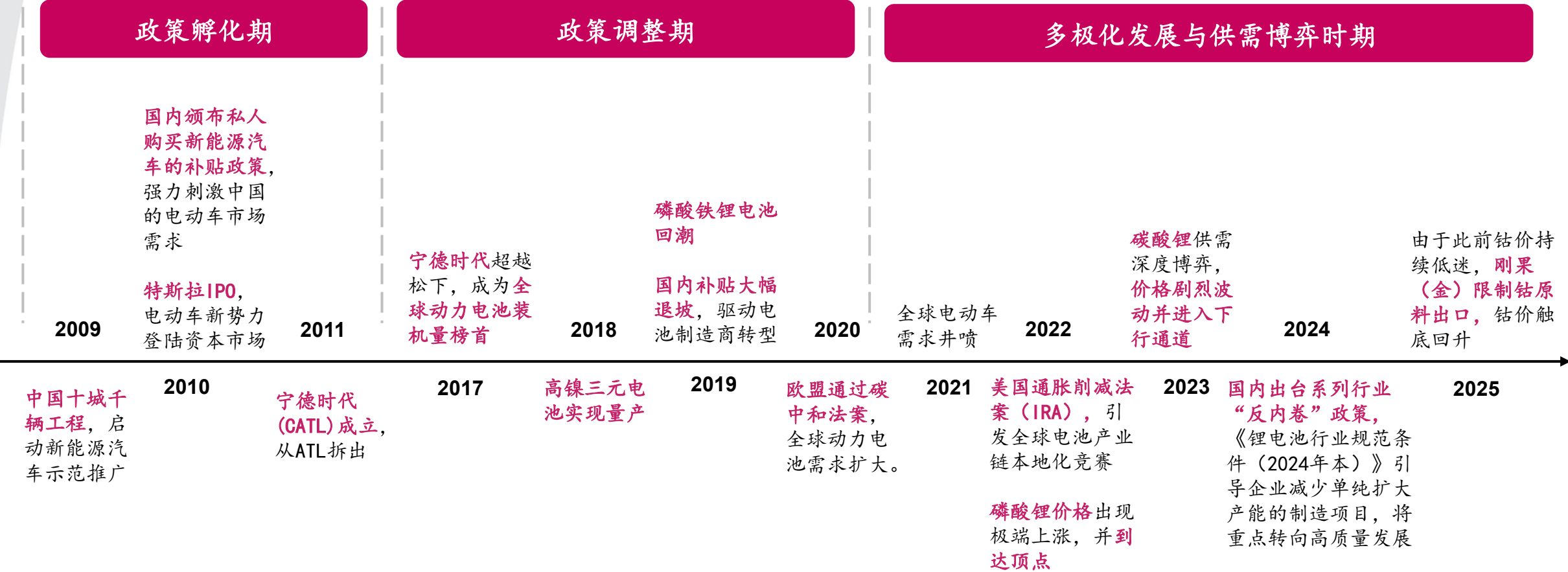
全国统一客服电话：95372

此文件版权归金元证券股份有限公司所有，未经许可任何单位或个人不得复制、翻印。



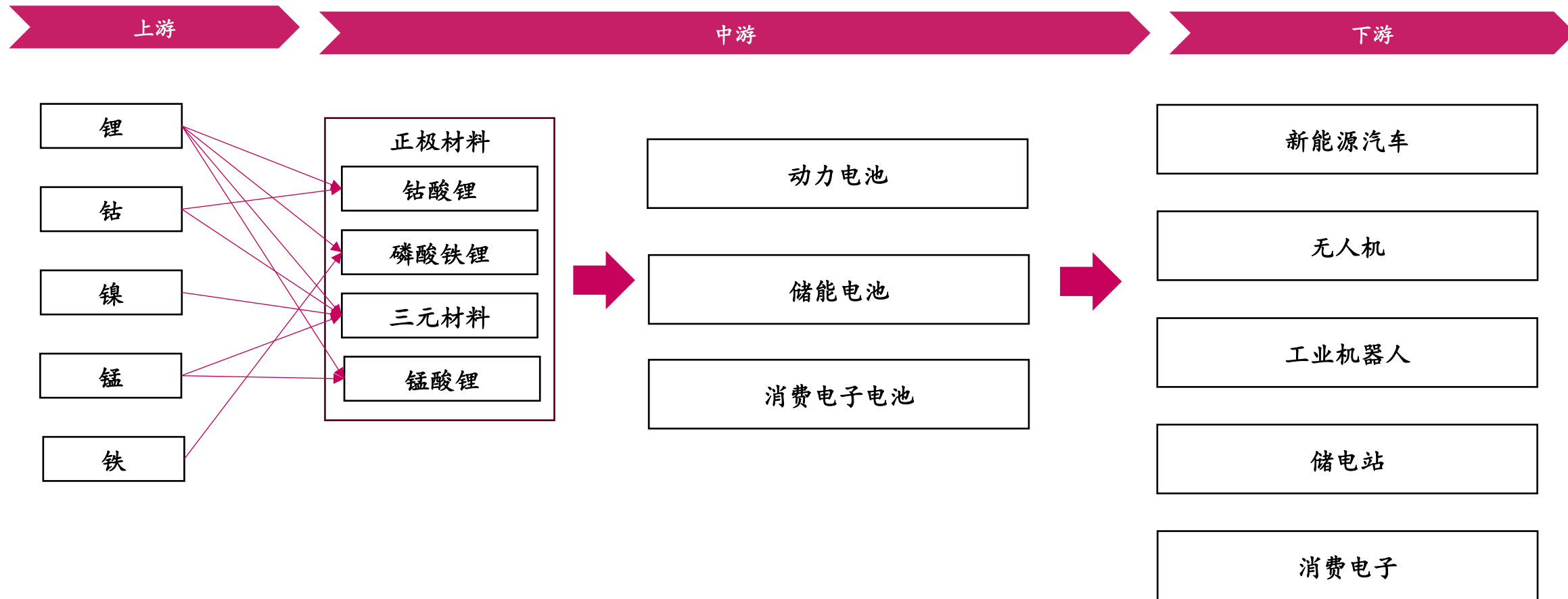
金元证券股份有限公司
GOLDSTATE SECURITIES CO., LTD.

1.1 锂电行业发展历程



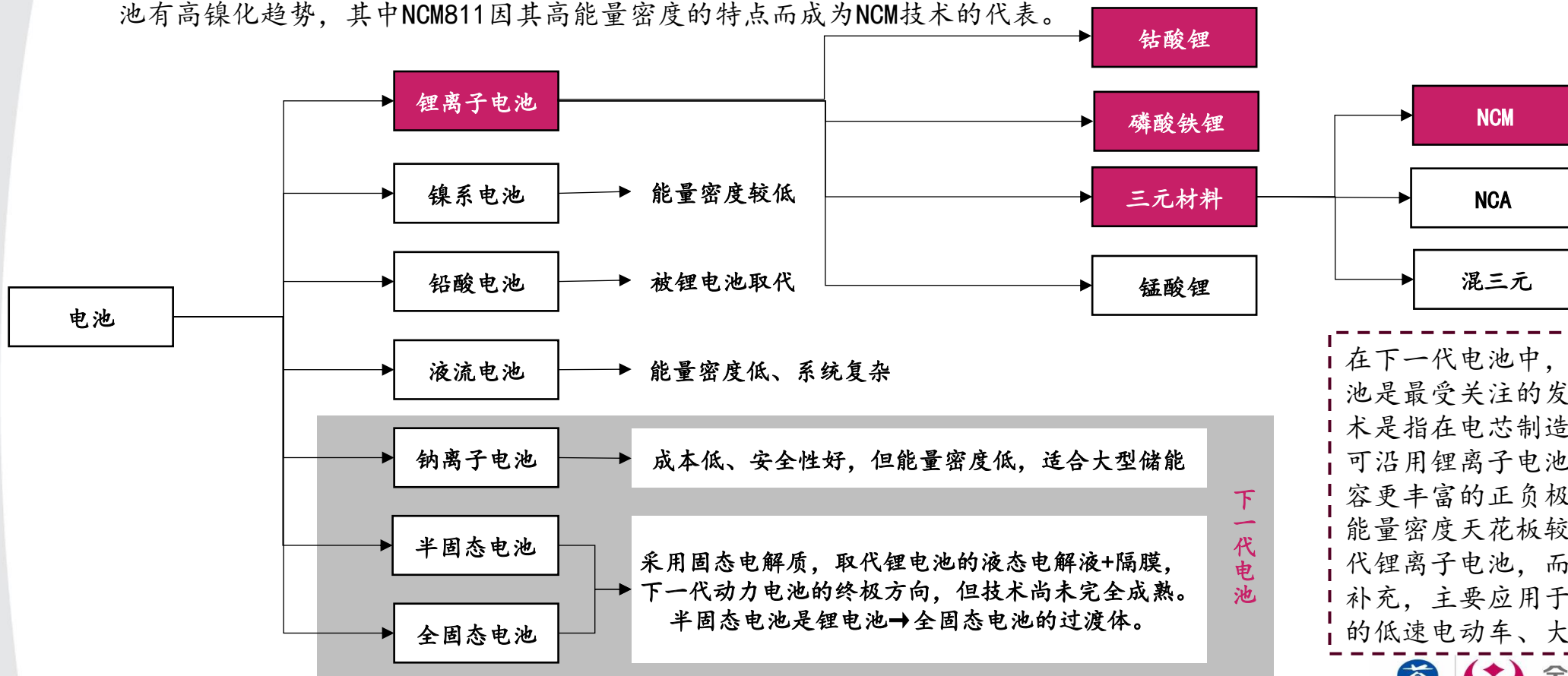
1.2 锂电产业链上、中、下游

锂电产业链上、中、下游



1.3 锂电行业发展方向

- **锂离子电池**仍然在电池市场中**占据绝对主导**地位，按正极材料可主要分为四种类型：钴酸锂、磷酸铁锂、三元材料以及锰酸锂。
- 其中，**磷酸铁锂电池**和**三元材料电池**是目前动力电池的主流发展方向，**钴酸锂电池**则由于其高能量密度的特点在消费电子市场占据稳固地位。在三元材料电池中，镍钴锰三元锂（NCM）电池技术最为成熟，性能最为均衡。为了进一步提升电池的能量密度，三元材料电池有高镍化趋势，其中NCM811因其高能量密度的特点而成为NCM技术的代表。



在下一代电池中，固态电池和钠离子电池是最受关注的发展方向。**固态电池**技术是指在电芯制造时采用固态电解液，可沿用锂离子电池的正极材料，也可兼容更丰富的正负极材料。**钠离子电池**的能量密度天花板较低，因此，其不能取代锂离子电池，而是作为锂电池的重要补充，主要应用于对能量密度要求不高的低速电动车、大规模储能等领域。



1.4 “反内卷” 行业政策梳理

颁布时间	文件名	颁布单位	重点内容
2019. 01	《锂离子电池行业规范条件（2018年本）》	工信部	加强锂离子电池行业管理，引导产业转型升级，大力培育战略性新兴产业，推动锂离子电池产业健康发展。
2022. 11	《关于做好锂离子电池产业链供应链协同稳定发展工作的通知》	工信部、国家市场监督管理总局	意在平抑当时剧烈的原材料价格波动，引导行业健康有序发展。：1. 引导锂电池上下游企业加强合作，避免无序扩张和恶性竞争。2. 加强锂电产能、价格等监测预警，保障高质量产品供给。3. 严格查处锂电产业上下游囤积居奇、哄抬价格等行为。
2023. 12	《锂离子电池综合标准化技术体系》	工信部	提出了未来一段时期锂离子电池标准化的重点发展方向和关键技术标准项目。旨在引导产业技术迭代升级，保障产品质量安全，推动高效协同发展。这是指导未来锂电池标准制定的顶层文件，对行业长远发展至关重要。
2024. 06	《锂电池行业规范条件（2024年本）》 《锂离子电池行业规范公告管理办法（2024年本）》	工信部	对2021年版本进行了全面修订。引导企业减少单纯扩大产能的制造项目，淘汰落后产能。明确了能量密度、循环寿命、智能制造和能耗标准等关键技术指标，并强化了碳足迹管理要求。
2025. 09	《电子信息制造业2025-2026年稳增长行动方案》	工信部、市场监督管理总局	引导地方有序布局光伏、锂电池产业，指导地方梳理产能情况。破除“内卷式”竞争，实现光伏、锂电池等领域高质量发展。

第一阶段：建立规范（2019年）

《锂离子电池行业规范条件（2018年本）》首次建立了行业准入和管理的框架，国家开启系统性行业引导。

第二阶段：应对危机（2022年）

2022年，上游原材料价格暴涨严重威胁产业链安全。《通知》的核心目标是“保供稳价”，打击囤积居奇，强调的是产业链的“协同”与“稳定”。

第三阶段：提升质量（2023年）

《综合标准化技术体系》是面向未来的顶层设计，旨在通过统一和高要求的标准，为高质量发展奠定基础。

第四阶段：主动优化（2024年及以后）

《规范条件（2024年本）》通过设定技术、能耗、产能利用率等硬性指标，主动淘汰落后产能。《稳增长行动方案》则首次明确提出破除“内卷式”竞争，标志着政策从“规范发展”升级到“高质量发展”。



2、上游锂行业格局



www.jyzq.cn



全国统一客服电话：95372

此文件版权归金元证券股份有限公司所有，未经许可任何单位或个人不得复制、翻印。



金元证券股份有限公司
GOLDSTATE SECURITIES CO., LTD.

2.1 “反内卷”系列政策带来的影响

“反内卷”系列政策背景下

中下游供给端

限制锂电中下游企业盲目扩产、提升技术标准、淘汰落后产能

头部企业份额提升

价格战被抑制

企业盈利能力修复

中下游对上游的需求和采购行为改变

需求更稳定，减少恐慌性囤货和踩踏性去库存

采购更理性，高质量发展需上游企业稳定的供应链支持

需求订单向上游头部企业集中

中下游需求端

下游应用场景日趋丰富，政策明确未来几年内锂电池仍是主流技术路线

锂电池需求持续高速扩张

上游供需格局改善

上游锂价、钴价触底回升

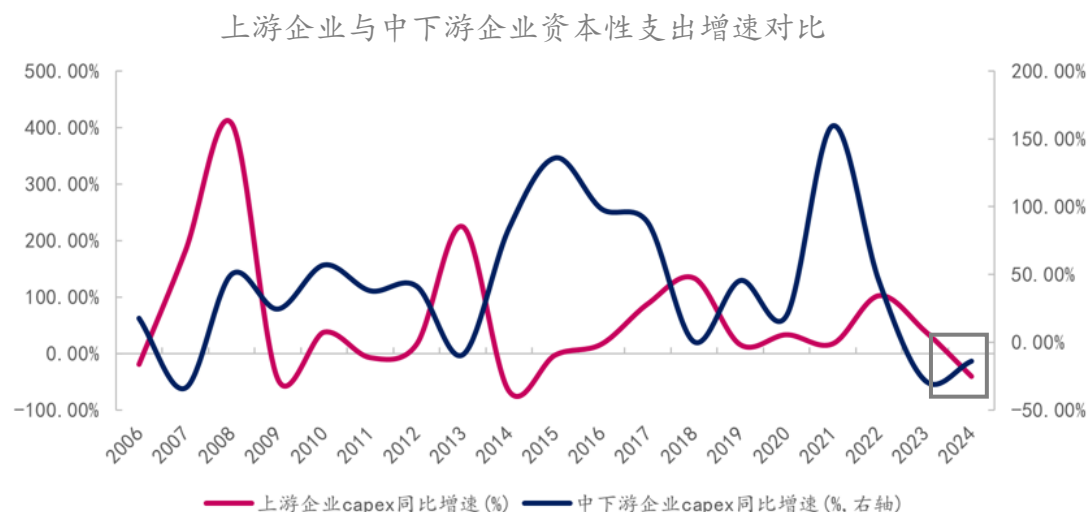
具备成本优势的上游龙头企业效益改善，相应债券价格上涨



2.1 “反内卷”系列政策带来的影响

中下游企业资本性支出增速与上游企业形成“剪刀差”，产能利用率回升为新一轮扩张周期预热：

- 2021年，受前期产能集中投放与市场竞争加剧影响，锂电行业中下游企业投资增速率先放缓。
- 2022年，随着供需格局松动及原材料价格见顶回落，上游企业投资扩张节奏也随之减速。
- 2023年，全产业链前期积累的产能进入释放期，叠加需求增速不及预期，行业进入阶段性产能过剩阶段，产品价格大幅回调，企业盈利普遍承压，投资活动明显收缩，部分产能闲置。这一阶段也成为锂电行业“内卷”最为激烈的时期。
- 2024年以来，随着系列“反内卷”政策的提出及落地，中下游行业竞争秩序得到优化，头部企业盈利能力有所修复，投资负增长幅度收窄，对上游材料的需求也趋于稳定。

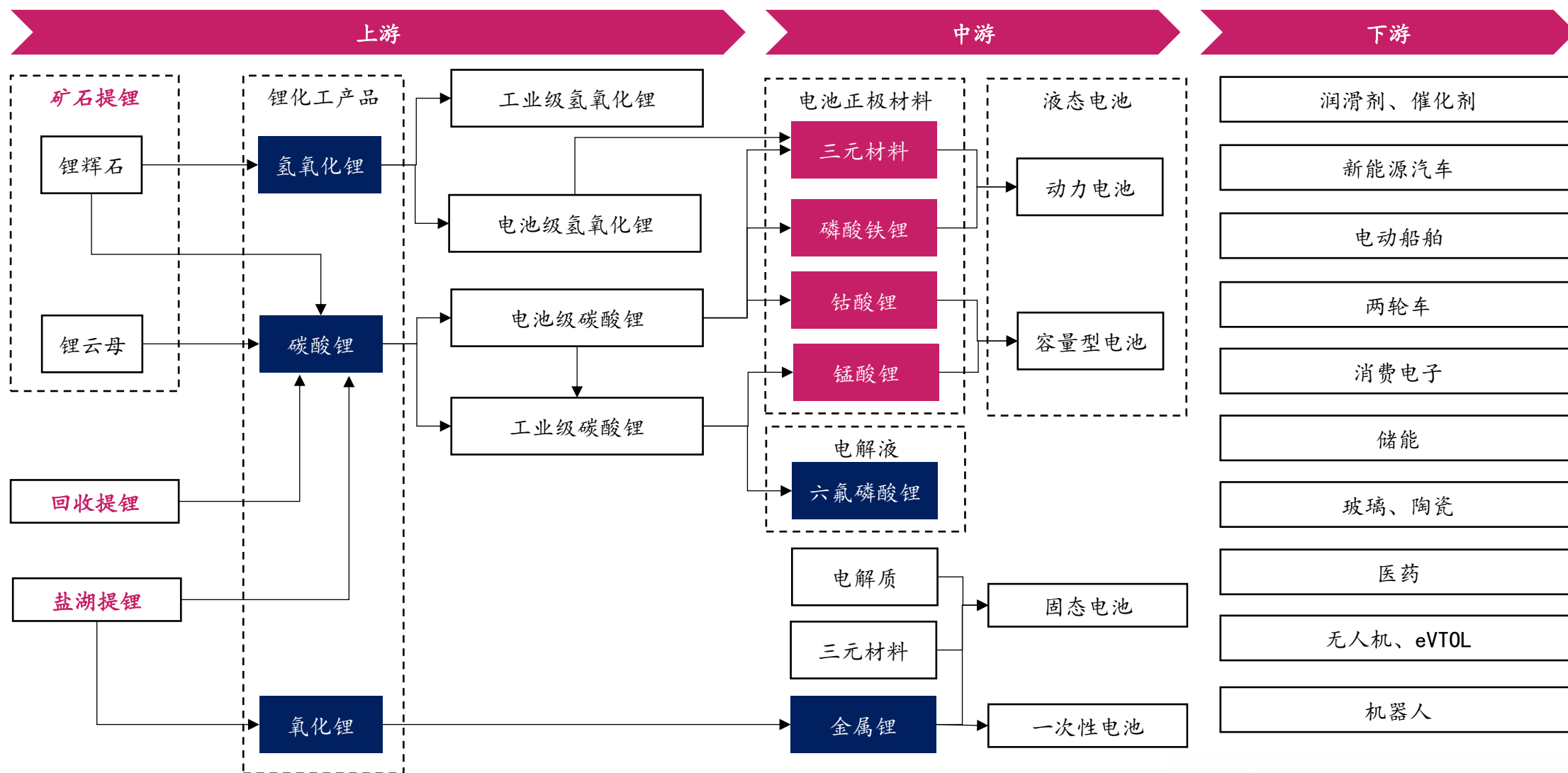


从产业链传导规律来看，中下游企业的资本开支周期通常领先上游1-2年。

随着中下游企业绩效逐步向好，其资本性支出将进一步扩大，并加速推动上游锂、钴产能利用率回升。我们预测，上游企业绩效即将随之改善，并有望在未来半年至一年内逐步扭转投资颓势，开启新一轮有序扩张周期。



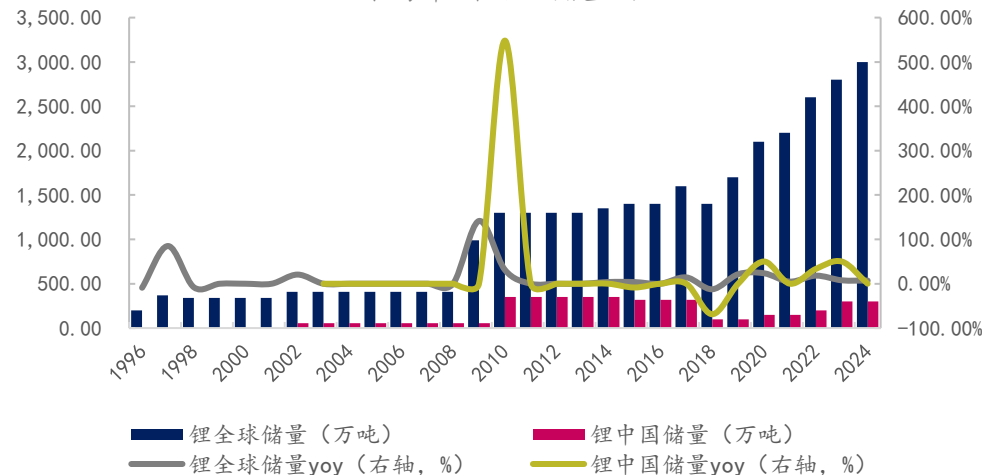
2.2 锂的产业链



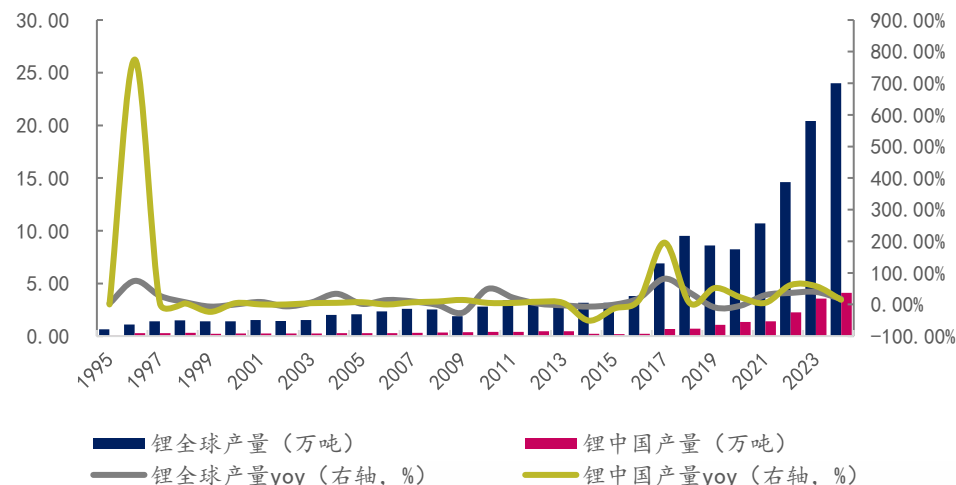
2.3 锂资源储量丰富，国内产量有所提升

- 锂原料储量丰富、广泛分布，但高品质、容易开采的锂资源高度集中于澳大利亚、智利、阿根廷、玻利维亚等地。
- 获取锂原料的方式主要分为3种：矿石提锂、盐湖提锂、回收提锂。锂矿石主要位于澳大利亚，可用于提锂的盐湖则主要分布在南美锂三角智利、阿根廷、玻利维亚。
- 中国锂矿储量不低，但面临高海拔、环保和开采技术等多重挑战，因此，国内锂电行业上游企业需通过**进口**或**回收**来获取锂原料。但近年来，中国在盐湖提锂技术和硬岩开采上已取得重大突破，因此，中国锂资源的产量有所提升。

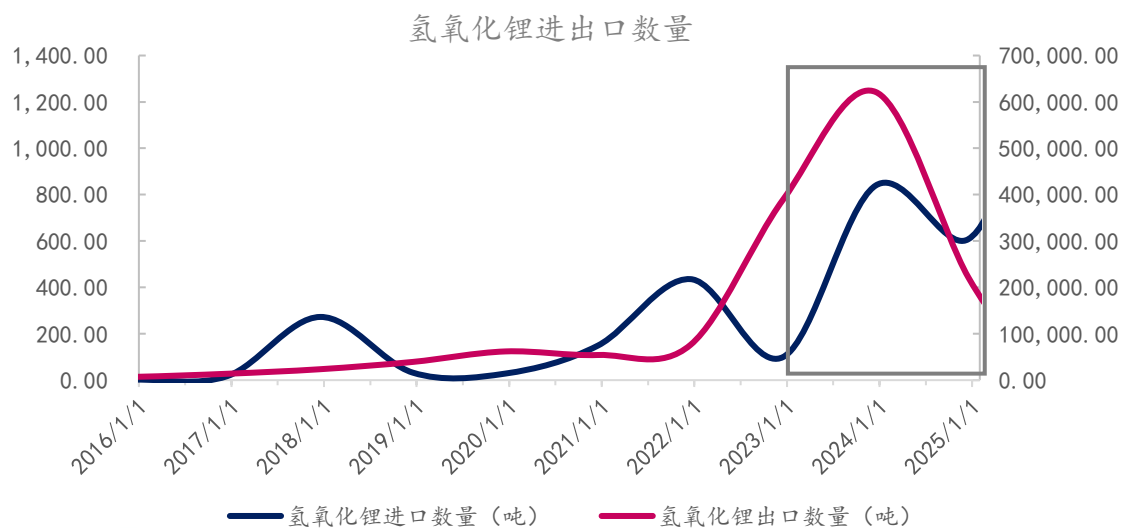
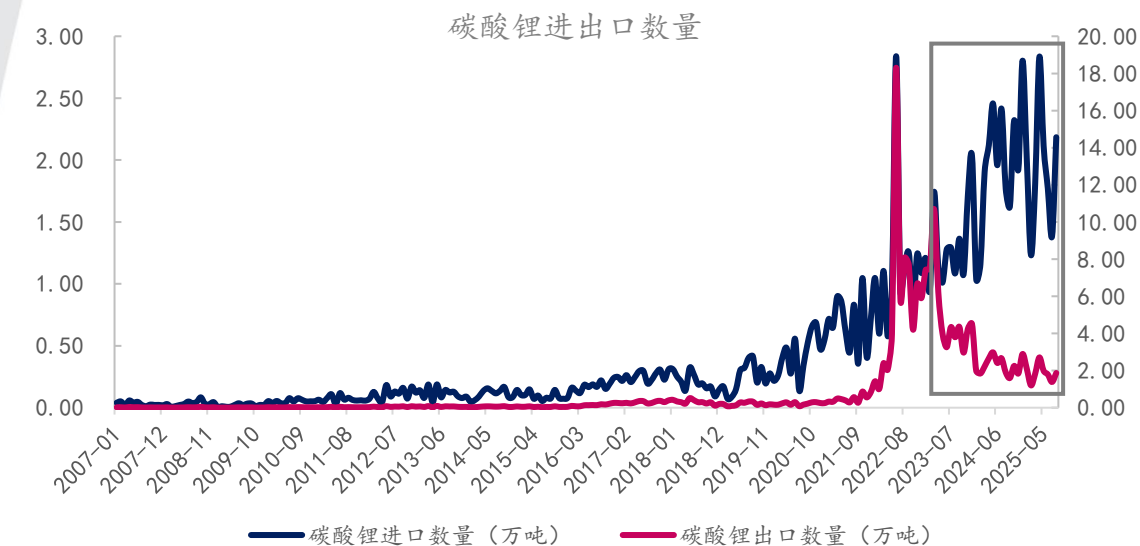
全球与中国的锂储量对比



全球与中国的锂产量对比



2.4 全球供需错配下锂价的激增与回落

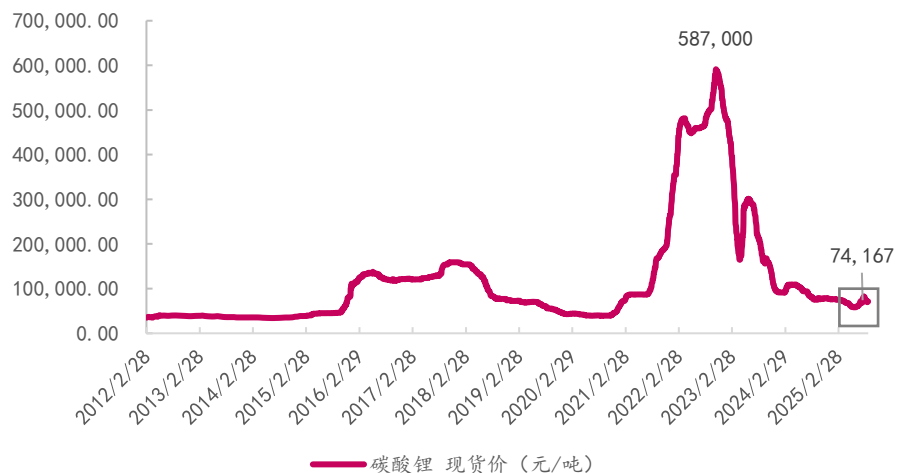


- 碳酸锂和氢氧化锂是生产电池正极材料最重要的两大原料。碳酸锂可用于三元材料电池、磷酸铁锂电池和钴酸锂电池，氢氧化锂则主要被应用于三元材料电池。
- 2022年，锂盐出口量大幅攀升，是海外需求、国内供给与市场价差三方因素共振的结果。从需求侧看，欧洲等地新能源汽车市场爆发式增长，而其本土锂盐产能建设滞后，形成了巨大的供应缺口，强力拉动了对碳酸锂和氢氧化锂的需求。从供给侧看，锂云母提锂技术突破带来产量快速增长，生产锂盐的企业也迅速扩大投资，中国锂盐产能处于集中释放期。需求差将锂价推至历史极值。
- 2023年初，锂的供应增速远超需求增速，碳酸锂和氢氧化锂的出口数量急剧下滑，严重的产能过剩导致库存积压，锂价开始崩盘，跌幅接近90%。

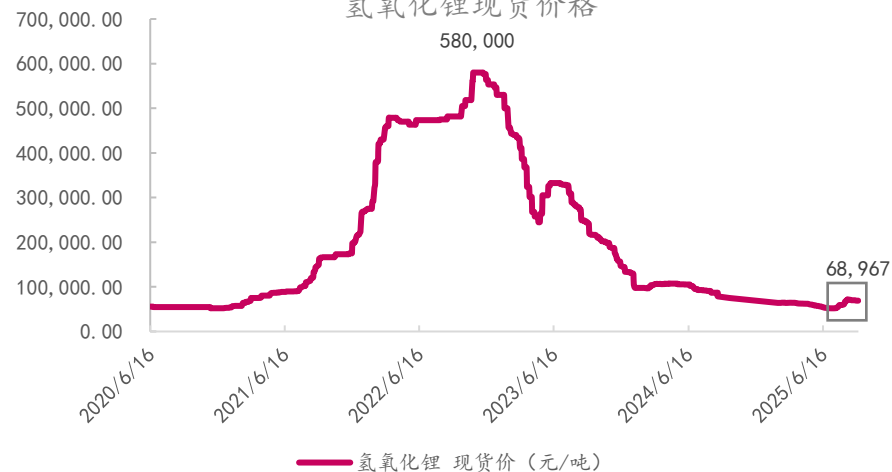


2.5 库存出清与“反内卷”支持锂价探底回升

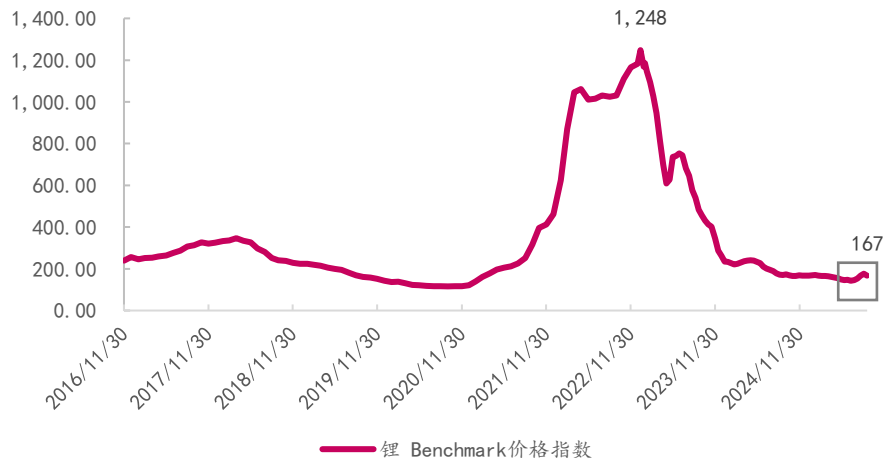
碳酸锂现货价格



氢氧化锂现货价格



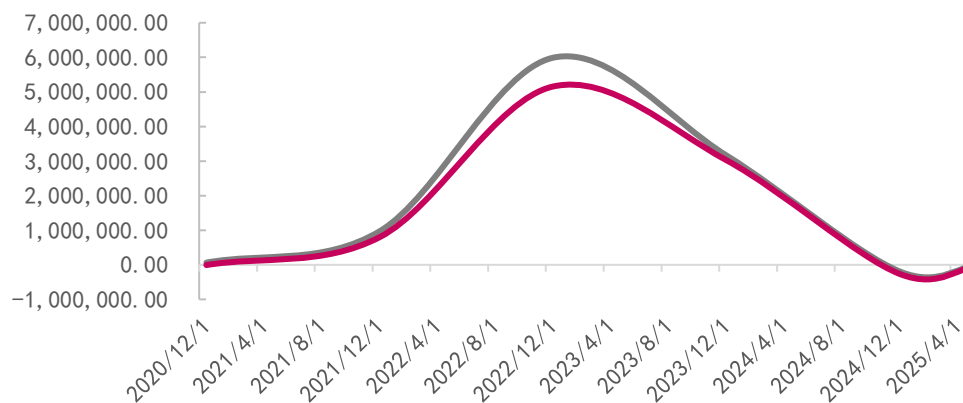
锂benchmark价格指数



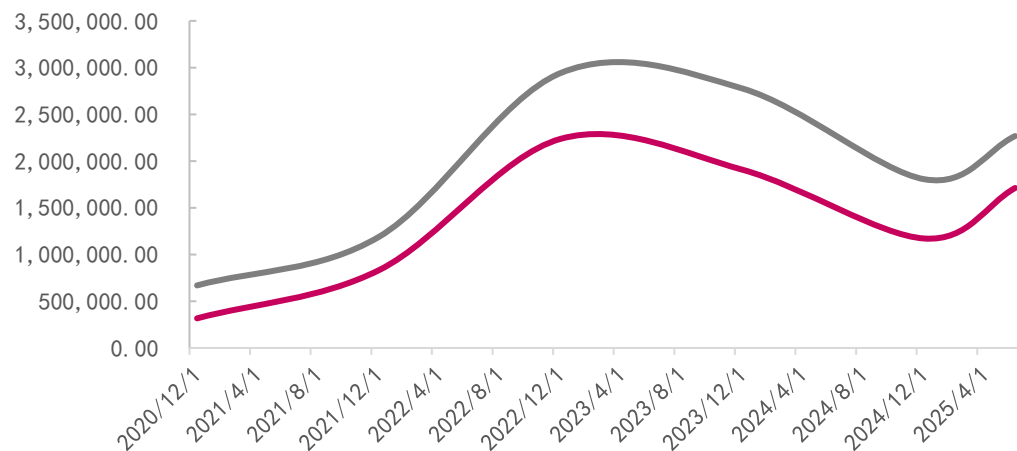
- 2025年初，锂价开始呈现抬头趋势。一方面，经过近两年的市场出清与供需再平衡，库存已逐步消化至合理水平。另一方面，随着“反内卷”系列政策的落地，中游电池及材料厂商的扩产节奏趋于理性，采购策略也从恐慌性囤货转变为按需采购，推动产业链供需结构实现实质性改善，共同支撑锂价走出底部区间，步入复苏通道。



2.6 锂企业经营状况显著改善

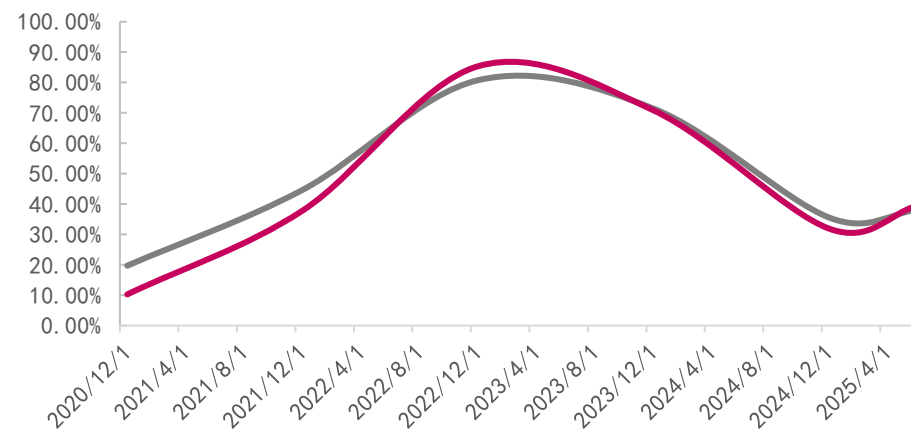


—— 锂行业净利润 (万元) —— 锂头部企业净利润 (万元)



—— 锂行业货币资金 (万元) —— 锂头部企业货币资金 (万元)

- 国内市场中，以天齐锂业、赣锋锂业为代表的头部公司垄断大部分市场，对全球优质锂资源拥有强大的控制力，掌握了国内锂电行业上游核心原材料。
 - **供给端**：在库存出清与“反内卷”的背景下，锂价探底回升，企业盈利能力得到显著改善。锂行业利润回升，企业在手现金增加，短债覆盖率有所改善。
 - **需求端**：未来一段时间内，锂电池仍是主流电池技术，对锂的需求具有刚性。
- 因此，我们预测未来一段时间内，处于锂行业的企业，盈利能力将持续改善。



—— 锂行业短债覆盖率 (%) —— 锂头部企业短债覆盖率 (%)



3、上游钴行业格局



www.jyzq.cn



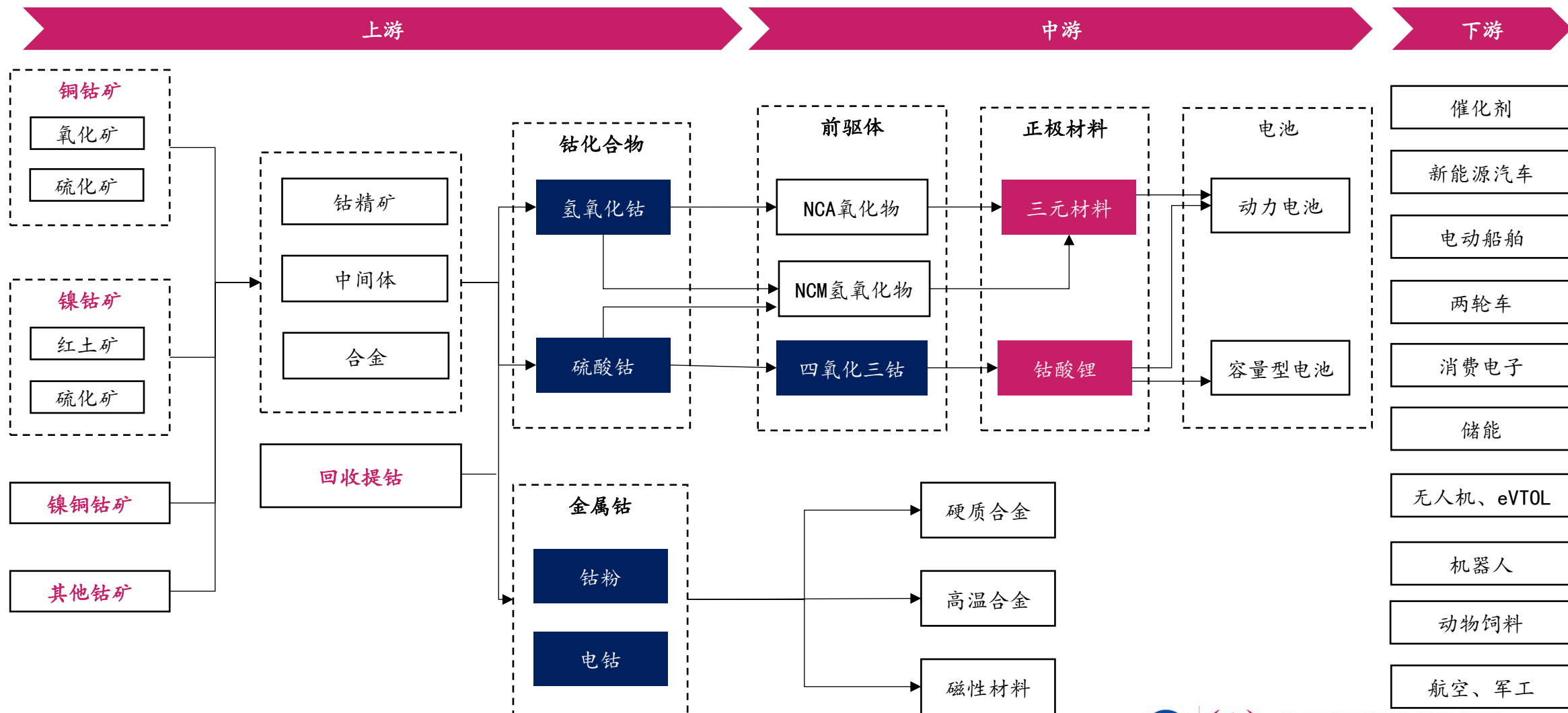
全国统一客服电话：95372

此文件版权归金元证券股份有限公司所有，未经许可任何单位或个人不得复制、翻印。



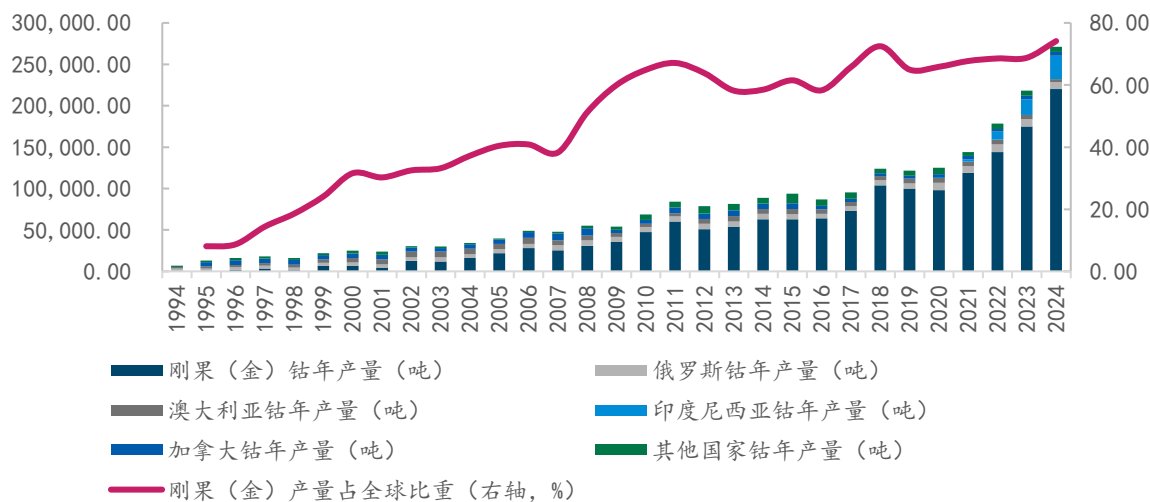
金元证券股份有限公司
GOLDSTATE SECURITIES CO., LTD.

3.1 钴的产业链



3.2 钴资源分布极度不均，出口政策收紧推动钴价快速回升

- 钴原料主要从**矿石**中开采提取，分布极度不均衡，供应链脆弱，易受地缘政治影响。
- 根据美国地质勘探局（USGS）数据，2024年全球钴矿产量达到29.0万吨，同比增长了21.8%。其中，**刚果（金）的钴矿产量为22.0万吨，同比增长25.7%，占全球钴总产量的76%**，连续多年占据全球钴供应的头部地位。2025年2月以来，刚果（金）实施了七个月的钴出口禁令。由于钴出口高度集中于刚果（金），钴出口禁令导致全球钴供应明显收紧，钴价由历史最低价16.02万元/吨快速攀升至25.61万元/吨。



- 随着印度尼西亚的湿法镍项目逐步投产，钴的供应能力持续增强。2024年，印度尼西亚的钴原料产量快速增长至2.8万吨，同比增加47.4%，**全球占比9.66%**，在全球钴供应市场中位居第二。刚果（金）的出口禁令促使企业进一步拓展印尼等地的钴矿，主动对抗由于钴原料过度集中带来的不确定性。



3.3 出口禁令改为配额制，四季度钴原料依然短缺

- 电池是钴最大的下游应用领域，消费占比超过70%。其中，约50%-60%用于三元电池，约40%用于钴酸锂电池。在锂电池产业链中，硫酸钴是制备三元和钴酸锂正极的关键原料。此前，由于刚果（金）颁布钴出口禁令，钴原料市场价格随之快速上涨，导致下游接受度下降，部分企业通过削减对钴需求来平衡供应缺口，国内硫酸钴产量显著下滑。
- 根据新华财经消息，刚果（金）将于10月15日起结束钴出口禁令，转为实施出口配额管理。尽管禁令解除有助于缓解长期供应压力，但从配额分配到货物运抵中国港口，预计仍需2-3个月时间。此外，配额总量有限，难以在短期内完全弥补市场缺口。对国内市场而言，四季度钴原料供应偏紧的格局预计仍将延续。目前现货库存集中度较高，定价主导权掌握在持有现货的贸易商及生产企业手中。综合来看，我们预计第四季度钴价存在进一步上行的可能。



www.jyzq.cn



全国统一客服电话：95372

此文件版权归金元证券股份有限公司所有，未经许可任何单位或个人不得复制、翻印。

数据来源：iFind, 金元证券研究所



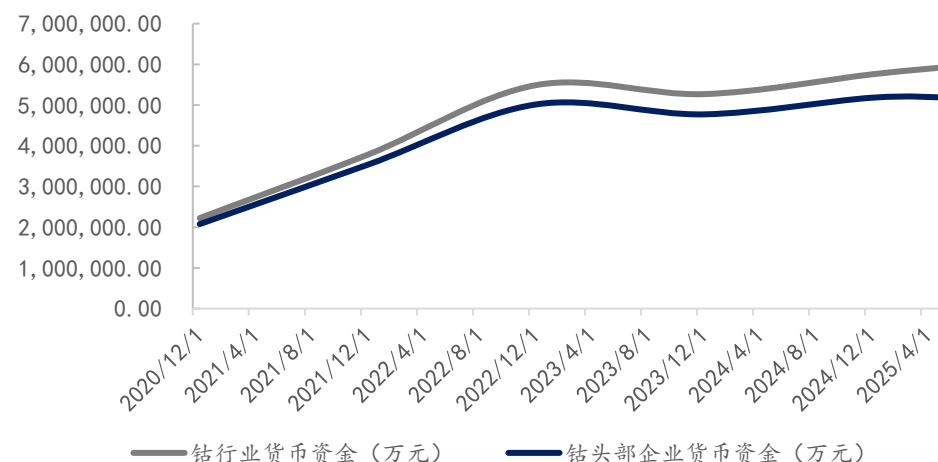
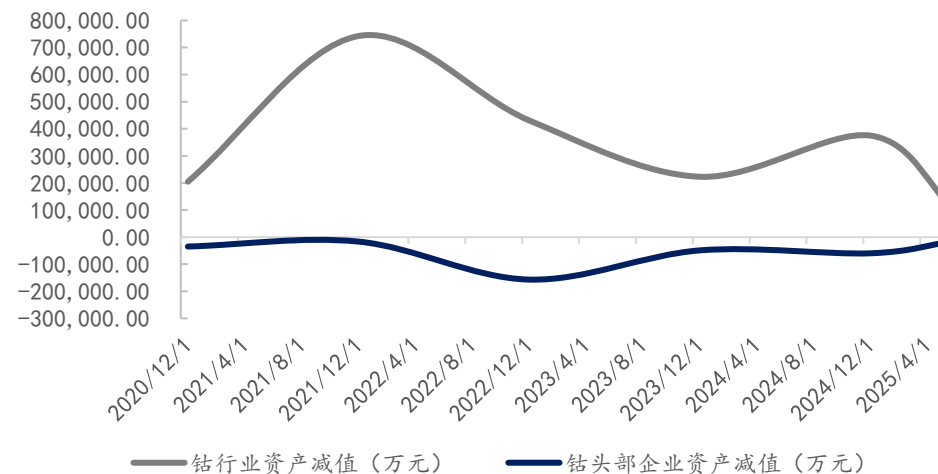
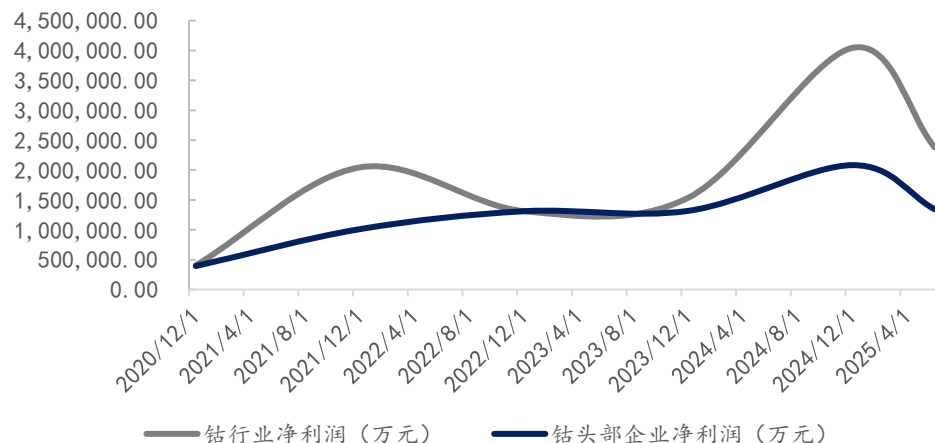
首都机场集团
Capital Airport Group



金元证券股份有限公司
GOLDSTATE SECURITIES CO., LTD.

3.4 钴企业资产减值下降，现金状况良好

- **洛阳钼业、华友钴业和寒锐钴业**是国内钴产业的头部企业。洛阳钼业是全球最大的钴生产商，华友钴业和寒锐钴业也具有稳定的供应能力。
- **供给端：**由于下游市场对钴的整体需求有所放缓，对钴企业利润造成了普遍冲击，但行业内部呈现出分化态势，中小型企业承压明显，而头部企业则凭借库存优势，展现了更强的抗风险能力。受益于钴价走高，钴企业的资产减值下降，在手现金也在不断增加。
- **需求端：**值得注意的是，硫酸钴作为三元电池和钴酸锂电池正极材料的核心原料，其在一定时期内的技术壁垒与不可替代性依然稳固。**因此，预期钴企业盈利能力在中期来看将得到改善。**



www.jyzq.cn



全国统一客服电话：95372

此文件版权归金元证券股份有限公司所有，未经许可任何单位或个人不得复制、翻印。

数据来源：iFind, 金元证券研究所



金元证券股份有限公司
GOLDSTATE SECURITIES CO., LTD.

风险提示

- 1. 政策与需求风险

新能源汽车补贴持续退坡及下游需求不及预期，可能压制锂、钴价格。

- 2、供应与地缘风险

如果刚果（金）出口限制政策变动将加剧钴供应波动，显著影响钴价。

- 3、技术迭代风险

磷酸铁锂份额提升、钠电池与固态电池等技术发展，可能削弱锂和钴的需求。

- 4、企业经营风险

如果未来锂、钴价格下跌可能引发存货减值，过度扩张则可能导致现金流压力与债务风险。



投资评级说明

金元证券行业投资评级标准：

增持：行业股票指数在未来6 个月内超越大盘；

中性：行业股票指数在未来6 个月内基本与大盘持平；

减持：行业股票指数在未来6 个月内明显弱于大盘。

金元证券股票投资评级标准：

买入：股票价格在未来6个月内超越大盘15%以上；

增持：股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为5%~15%；

中性：股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-5%~+5%；

减持：股票价格在未来6 个月内相对大盘变动幅度为-5%~-15%； 。



免责声明

本报告由金元证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被金元证券认为可靠，但金元证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，金元证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，金元证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

金元证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。金元证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。金元证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，金元证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到金元证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为金元证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

