

电池深度：龙头恒强，二线改善，全面看好电池板块

电新首席证券分析师：曾朵红

执业证书编号：S0600516080001

联系邮箱：zengdh@dwzq.com.cn

电动车首席证券分析师：阮巧燕

执业证书编号：S0600517120002

联系邮箱：ruanqy@dwzq.com.cn

联系电话：021-60199793

2025年9月17日

- ◆ **经营对比：龙头各项指标全方位领先，二线企业底部改善明显。** 25Q2电池占产业链利润42%，尽管宁德时代利润确认极其保守，但贡献电池利润最高。出货端，龙头全球份额保持稳定，产能利用率打满，订单外溢至二三线，因此二三线销量25H1增速高。价格端，动储价格底部已企稳，宁德受益于产品和客户结构，均价高于同行。盈利端，动力电池整体盈利水平较好，二线毛利率普遍15-20%，同比改善明显；储能盈利低位，二线储能毛利率10-12%，而宁德时代盈利仍维持高水平，在保守确认情况下，单wh毛利较二线厂商高0.08-0.1元，单wh利润高0.06-0.08元。从财务指标看，25H1宁德研发费用率6%高于二线2pct；折旧速度是二线的2倍；质保金和返利激进计提，年新增100亿；同时经营净现金流和自由现金流长期靓丽，二线自由现金流有压力，但较24年有所改善。同时估值看，龙头优势明显。
- ◆ **需求展望：储能电池需求持续性超预期，价格底部企稳开始回升。** 我们预计全球25年动储需求预计1877GWh，同增35%，同时26年预计动储需求2309gwh，同比增23%，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。其中，25年全球储能电池需求上修至521gwh，同比增60%，26年预计全球储能需求上修至36%增长。供给端看，龙头25年新增产能减少，行业产能利用率提升至72%，26年维持72%，但一二线公司产能利用率80-90%，而海外及小厂商产能利用率低。价格端，储能价格底部回升，盈利改善明显，动力预计保持平稳，持续性可期。
- ◆ **产业趋势：电池出海加速，加速固态等新技术布局，龙头引领。** 为满足本土化配套，宁德、亿纬等二线厂商纷纷加速欧洲和东南亚产能布局，配套海外客户，价格和盈利较国内市场具备溢价，预计26-27年海外产能密集投放。技术上，储能电芯大电芯化，同时重视稳定性、循环寿命等性能，且独立储能追求irr，龙头电芯稳定性强，同等情况下irr可高6-8pct，预计份额可持续提升；动力将继续CTP，并提升快充、低温等性能。此外，厂商全面布局固态新技术，龙头引领，二线追随，预计27年小批量、30年大规模量产。
- ◆ **投资建议：旺季来临储能电芯涨价落地超预期，锂电三年通缩结束，头部满产，二三线产能利用率提升明显，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（首推宁德时代，其次亿纬锂能、欣旺达、中创新航、派能科技等）、看好低估值结构件龙头（科达利），继续强推固态方向（厦钨新能、上海洗霸、纳科诺尔等）、同时也看好估值低位具备盈利弹性的材料龙头（天赐材料、湖南裕能、尚太科技、璞泰来、富临精工、德方纳米、华友钴业、容百科技、当升科技、恩捷股份、星源材质等，关注天际股份、多氟多、万润新能、龙蟠科技）及盈利稳健具备机器人弹性的结构件（科达利）；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）。**
- ◆ **风险提示：国内电动化率短期面临瓶颈、海外政策风险**

■ PART1 经营对比：龙头全方位领先，二线底部改善明显

■ PART2 需求展望：储能需求持续性超预期，价格企稳回升

■ PART3 产业趋势：技术创新持续迭代，龙头引领

■ PART4 估值对比投资建议：龙头具备估值优势

PART 1：经营对比：龙头全方位领先，二线底部改善明显

- ◆ **25Q2电池板块在产业链中利润占比进一步扩张，宁德贡献绝大部分。** Q2电池占利润比重42%（同环+7/+4pct），整车33%（同环比-12/-4pct），中游材料9%（+3/+1pct），碳酸锂2%（+0/-1pct），核心零部件10%（+2/+1pct）。其中Q2宁德贡献电池板块利润近90%，由于宁德利润确认极其保守，实际利润预计占比近100%。

图表：各版块净利润占新能源汽车板块比重

	23年	24年	同比变化	2024Q4	同比变化	环比变化	2025Q1	同比变化	环比变化	2025Q2	同比变化	环比变化
碳酸锂	17%	-1%	-18pct	-7%	-5pct	-9pct	4%	10pct	10pct	2%	0pct	-1pct
锂电池中游	42%	47%	5pct	44%	-6pct	-5pct	50%	-3pct	7pct	54%	10pct	4pct
电池	29%	41%	12pct	53%	7pct	14pct	38%	-4pct	-15pct	42%	7pct	4pct
中游材料	11%	3%	-8pct	-12%	-12pct	-19pct	8%	0pct	21pct	9%	3pct	1pct
隔膜	4%	1%	-3pct	-3%	-6pct	-5pct	2%	-1pct	5pct	3%	0pct	0pct
六氟磷酸锂及电解液	2%	-1%	-2pct	-6%	-5pct	-6pct	1%	0pct	7pct	1%	0pct	0pct
正极	-1%	-2%	-1pct	-6%	1pct	-5pct	0%	0pct	5pct	0%	1pct	0pct
添加剂	0%	0%	0pct	1%	0pct	0pct	0%	0pct	0pct	0%	0pct	0pct
负极	3%	2%	-1pct	1%	-1pct	-2pct	3%	0pct	2pct	3%	1pct	1pct
铜箔	0%	-1%	-1pct	-1%	-1pct	-1pct	0%	1pct	1pct	0%	0pct	0pct
铝箔	0%	0%	0pct	0%	0pct	0pct	0%	0pct	0pct	0%	0pct	0pct
结构件	2%	2%	0pct	1%	-2pct	-1pct	2%	0pct	1pct	2%	0pct	0pct
汽车核心零部件	7%	9%	2pct	9%	0pct	1pct	9%	0pct	0pct	10%	2pct	1pct
整车	34%	45%	11pct	54%	11pct	13pct	37%	-7pct	-17pct	33%	-12pct	-4pct
新能源汽车 (不含充电桩)	100%	100%	0pct	100%	0pct	0pct	100%	0pct	0pct	100%	0pct	0pct

- ◆ **国产厂商出货增速高于海外电池厂，其中部分二三线厂商出货高增。** 25H1，国内厂商出货整体维持高速增长趋势，宁德时代、亿纬锂能出货量为270/50GWh，同比+32%/+45%；二三线厂商中，中创新航、欣旺达（动储）、国轩高科、瑞浦兰钧出货量为45/16/40/32GWh，同比+80%/+93%/+48%/+100%；正力新能出货量7.8GWh，同比+30%；孚能科技出货量降低，为6GWh，同比-19%。珠海冠宇、蔚蓝锂芯出货量为2/3亿只，同比+19%/+75%。
- ◆ **海外电池厂25H1出货增速相对较低，份额持续萎缩。** 其中松下、LG新能源、SKI出货量分别为19/51/20GWh，同比+12%/+9%/+11%，三星SDI出货量18GWh，同比-4%。

表：23、24、25H1全球电池厂动力+储能出货量对比(GWh)

	2023	2024	2025H1	25H1同比增速
宁德时代	390	474	270	32%
亿纬锂能	54	81	50	45%
欣旺达（动储）	12	25	16	93%
国轩高科	45	61	40	48%
孚能科技	16	14	6	-19%
中创新航	47	70	45	80%
瑞浦兰钧	19	44	32	100%
正力新能	5.4	12	7.8	30%
松下	45	36	19	12%
三星SDI	2	6	18	-4%
LG新能源	96	101	51	9%
SK Innovation	34	39	20	11%
珠海冠宇（亿只）	3.3136	3.8122	2	19%
蔚蓝锂芯（亿只）	2	4	3	75%

- ◆ **宁德时代份额维持第一，二线厂商动力份额略有提升，日韩电池厂全球份额有所下滑。** 25H1宁德时代动力出货191GWh，份额为38%，维持第一；二线厂商亿纬锂能、国轩高科、中创新航H1动力出货14/18/22GWh，份额为3%/4%/5%，份额较24年+0.5pct/+1pct/-0.5pct。
- ◆ **日韩厂商中**，松下、LGES、SKI出货量提升，H1动力出货19/47/20GWh，同比+13.9%/+4.4%/+10.7%，份额为4%/9%/4%，同比-0.8pct/-2.9pct/-0.9pct，三星SDI H1出货16GWh，同比-8%，份额为3%，同比-1.5pct。

表：主流厂商23、24、25H1动力出货量（GWh）

	2023	2024	2025H1	25H1同比增速
宁德时代	257	341	191	37.8%
亿纬锂能	16	20	14	65.9%
欣旺达（锂威）	11	18	11	32%
国轩高科	16	28	18	84.5%
孚能科技	16	14	6	12%
中创新航	33	39	22	22.5%
瑞浦兰钧	19	44	14	78%
正力新能	5	11	8	41%
松下	45	35	19	13.9%
三星SDI	2	2	16	-8.0%
LG新能源	96	97	47	4.4%
SK Innovation	34	39	20	10.7%

表：全球动力电池份额变化

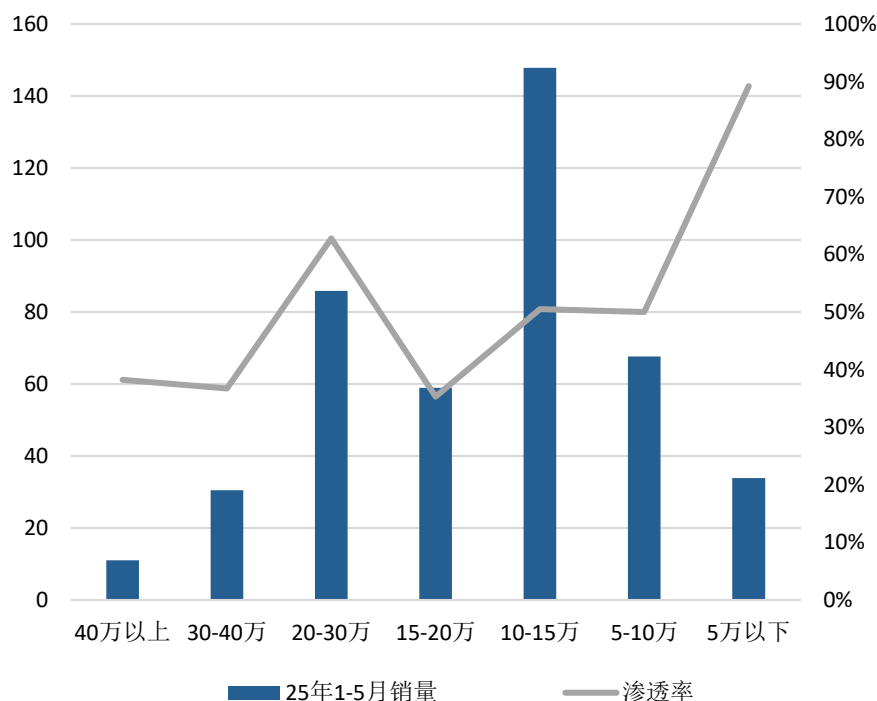
	2023	2024	2025H1	25H1同比增速
宁德时代	37%	38%	38%	0.2pct
亿纬锂能	2%	2%	3%	0.5pct
国轩高科	2%	3%	4%	1pct
中创新航	5%	4%	5%	-0.5pct
瑞浦兰钧	3%	5%	3%	-
正力新能	1%	1%	2%	-
松下	6%	4%	4%	-0.8pct
三星SDI	5%	3%	3%	-1.5pct
LG新能源	14%	11%	9%	-2.9pct
SK Innovation	5%	4%	4%	-0.9pct

- ◆ **国内市场：龙头市维持第一，二线三分化。** 25年H1，宁德时代为国内动力电池龙头，市占率第一，25年1-6月装机量128.6GWh，市占率43%，同比-3.3pct，由于经济车型放量影响宁德份额；比亚迪次之，25年1-6月装机量70.4GWh，市占率23.5%，同比-1.6pct。二线电池厂中，中创新航动力电池装机19.5GWh，市占率6.5%，同比-0.4pct。国轩、欣旺达、正力新能、瑞浦兰钧份额提升，25H1国内出货15.5/9.1/6/6.6GWh，份额为5.2%/3%/2%/2%，同比+1.6pct/0.1pct/0.4pct/0.4pct。
- ◆ **宁德时代在高端车型份额优势显著，25H2高端新车密集量产，宁德份额进一步提升。** 近期小米、华为等高端新车密集发布，宁德为主供，预计25H2高端车增速恢复，同时宁德下沉布局经济车型，预计长期国内市占率可维持45%。

表：25H1国内厂商动力份额变化（GWh）

简写	25年 6月	占比	环比(pct)	25年 1-6月	占比	同比 (pct)
宁德时代	25.4	43.70%	0.8	128.6	43.00%	-3.3
比亚迪	12.5	21.50%	-1	70.4	23.50%	-1.6
中创新航	4.4	7.60%	0	19.5	6.50%	-0.4
国轩高科	2.9	5.00%	-0.2	15.5	5.20%	1.6
亿纬锂能	2.5	4.40%	0.7	12.2	4.10%	-0.1
欣旺达	2.2	3.70%	-0.2	9.1	3.00%	0.1
蜂巢能源	1.2	2.10%	0	8.4	2.80%	-0.2
正力新能	1.3	2.20%	-1	6	2.00%	0.4
瑞浦兰钧	1.3	2.20%	0	6.6	2.20%	0.4
因湃电池	1.1	1.90%	1.3	3.3	1.10%	1

表：各价格带电动车销量（万辆）及增速



动力盈利：价格企稳、盈利改善，宁德全面领先

- ◆ **动力电池价格企稳，龙头盈利保持领先，二线改善明显。**动力价格企稳，25H1宁德均价0.78元/wh（客户、产品结构优势）远高于同行；盈利端，宁德稳定，单wh毛利0.15元（质保金计入成本导致下降，若不考虑折旧加速计提和质保金，盈利更高），二线企业动力毛利率提升至15-20%，单wh毛利基本为0.07-0.1元/wh。

表：23-25年H1国内厂商动力盈利情况

		2023	2024	25H1
宁德时代	收入(亿元)	2853	2530	1316
	毛利(亿元)	679	606	295
	毛利率	24%	24%	22%
	出货(GWh)	257	341	191
	单价(元/Wh)	1.25	0.84	0.78
	单位毛利(元/Wh)	0.26	0.18	0.15
亿纬锂能	收入(亿元)	240	192	127
	毛利(亿元)	34	27	22
	毛利率	14%	14%	17%
	出货(GWh)	28	30	22
	单价(元/Wh)	0.97	0.72	0.66
	单位毛利(元/Wh)	0.12	0.09	0.10
国轩高科	收入(亿元)	308	343	188
	毛利(亿元)	50	62	31
	毛利率	16%	18%	16%
	出货(GWh)	45	64	40
	单价(元/Wh)	0.77	0.61	0.53
	单位毛利(元/Wh)	0.11	0.10	0.08
中创新航	收入(亿元)	222	196	107
	毛利(亿元)	28	34	21
	毛利率(估)	15%	12%	20%
	出货(GWh)	33	45	24
	单价(元/Wh)	0.75	0.49	0.50
	单位毛利(元/Wh)	0.08	0.08	0.09
正力新能	收入(亿元)	42	51	30
	毛利(亿元)	5	8	5
	毛利率(估)	12%	16%	18%
	出货(GWh)	5	10	8
	单价(元/Wh)	0.87	0.59	0.43
	单位毛利(元/Wh)	0.09	0.08	0.07
欣旺达	收入(亿元)	108	151	76
	毛利(亿元)	12	13	8
	毛利率	11%	13%	12%
	出货(GWh)	12	21	16
	单价(元/Wh)	1.03	0.81	0.53
	单位毛利(元/Wh)	0.10	0.06	0.05
瑞浦兰钧	收入(亿元)	43.07	73.84	40.27
	毛利(亿元)	1.35	1.87	-
	毛利率	3%	3%	-
	出货(GWh)	4	22	13.5
	单价(元/Wh)	1.08	0.34	0.30
	单位毛利(元/Wh)	0.03	0.01	-

储能出货：宁德份额维持第一，二线放量显著

- ◆ **25年1-6月全球储能厂商整体出货量翻倍增长，宁德维持高增，二线份额有所提升。** 25H1宁德时代维持第一，近30%，受限产能不足，预计25H2产能释放后，增长将进一步提速。25H1亿纬锂能、瑞浦能源市占率分别为11.1%/7.3%。25H1比亚迪、海辰储能、中创新航、远景能源、赣锋锂电市占率提升，分别为11.4%/11.4%/8.8%/5.3%/2.8%，同比+4.3/4.7/2.1/2.4/1.1pct。
- ◆ **海外厂商除松下外，整体储能出货增长，但市占率同比下滑。** 25年1-6月，LGES、三星SDI、松下、SKI储能出货3.4/2.3/0.1/0.1GWh，同比+78%/+41%/-57%/+67%，市占率同比-0.2pct/-0.4pct/-0.2pct/0pct。

表：24-25年H1全球厂商储能出货量及份额变动（GWh）

	24	25Q1	25Q2	25年H1	25年累计同比
宁德时代	110.5	31	36.5	67.5	61%
亿纬锂能	42.8	10.7	16.5	27.2	57%
瑞浦能源	25.2	6.6	11.4	18.0	66%
中创新航	23.6	7.7	13.8	21.5	169%
比亚迪	25.6	10.4	17.6	28.0	229%
海辰储能	25.7	9.5	18.5	28.0	246%
国轩高科	17	5.6	8.9	14.5	123%
远景能源	11	4.6	8.4	13.0	271%
鹏辉能源	7.3	2.2	3.9	6.1	91%
赣锋锂电	4.5	1.8	5.0	6.8	240%
LGES	4.5	1.5	1.9	3.4	78%
三星SDI	3.7	1	1.3	2.3	41%
南都电源	1.5	0.5	0.5	0.9	38%
力神电池	2.8	0.6	1.4	2.0	233%
派能科技	1.6	0.2	1.1	1.2	150%
松下	0.7	0.1	0.1	0.1	-57%
SKI	0.1	0	0.1	0.1	67%
中天储能	0.1	0.1	0.1	0.1	200%
全球合计	328.1	97.9	147.3	245.2	104%

◆ 储能价格见底，二线盈利底部，龙头维持领先优势。25H1行业电芯均价0.3元/wh已企稳，其中宁德25H1单价较24年有所降低，但直流侧和海外客户占比高，价格为0.59元/Wh，仍远高于同业。亿纬锂能、中创新航、瑞浦兰钧单价均较24年有所下滑，分别为0.42、0.31、0.3元/Wh，已经见底。盈利端，25H1，宁德时代毛利率维持26%、单wh毛利0.13元/wh（扣除质保金计入成本影响，略微下降），二线电池储能毛利率基本为12%，单wh毛利0.03-0.04元，基本微利。

表：23-25年H1国内厂商储能盈利情况

		2023	2024	25H1
宁德时代	收入(亿元)	599	573	284
	毛利 (亿元)	143	154	72
	毛利率	24%	27%	26%
	出货(GWh)	69	93	54
	单价(元/Wh)	0.98	0.70	0.59
	单位毛利(元/Wh)	0.21	0.17	0.13
亿纬锂能	收入(亿元)	163	190	103
	毛利 (亿元)	28	28	12
	毛利率	17%	15%	12%
	出货(GWh)	26.29	50.45	28
	单价(元/Wh)	0.70	0.43	0.42
	单位毛利(元/Wh)	0.11	0.06	0.04
中创新航	收入(亿元)	48	82	58
	毛利 (亿元)	7	10	7
	毛利率 (估)	15%	12%	13%
	出货(GWh)	8	25	21
	单价(元/Wh)	0.67	0.37	0.31
	单位毛利(元/Wh)	0.09	0.04	0.04
海辰储能	收入(亿元)	102	129	
	毛利 (亿元)	12	23	
	毛利率	12%	18%	
	出货(GWh)	17.8	33.6	
	单价(元/Wh)	0.65	0.43	
	单位毛利(元/Wh)	0.07	0.07	
瑞浦兰钧	收入(亿元)	70	73	51
	毛利 (亿元)	3	4	6
	毛利率	5%	5%	12%
	出货(GWh)	15	22	18.87
	单价(元/Wh)	0.53	0.37	0.30
	单位毛利(元/Wh)	0.02	0.02	0.03

动储总体盈利：宁德维持稳定，遥遥领先

◆ 宁德时代Q2单wh盈利0.09元，二三线盈利略有改善。单wh净利来看，25年Q2宁德时代盈利0.09元，亿纬锂能盈利0.02元，国轩高科、中创新航盈利0.01元，欣旺达亏损0.05元，**龙头与二三线电池厂盈利差距维持，若不考虑宁德加速折旧和质保金超额计提，领先优势进一步扩大。**

表：宁德时代与二线电池企业盈利水平差异

公司	项目	2023年	2024年	1Q25	2Q25	25H1
宁德时代	出货量 (gwh)	390	474	122	148	270
	均价 (含税, 元/wh)	1	0.74	0.69	0.65	0.66
	毛利率	23.10%	24.50%	22.30%	23.50%	22.93%
	单瓦净利 (元/wh)	0.101	0.1	0.08	0.09	0.09
亿纬锂能	出货量 (gwh)	54.4	80.7	22.5	27.3	49.8
	均价 (含税, 元/wh)	0.84	0.54	0.53	0.52	0.57
	毛利率	15.45%	17.41%	17.20%	17.50%	17.36%
	单瓦净利 (元/wh)	0.032	0.02	0.02	0.02	0.02
欣旺达	出货量 (gwh)	11.8	21	7	9	16
	均价 (含税, 元/wh)	1.03	0.82	0.4	0.4	1.69
	毛利率	11.22%	15.20%	12.80%	9.60%	11.06%
	单瓦净利 (元/wh)	-0.13	-0.08	-0.07	-0.05	-0.06
国轩高科	出货量 (gwh)	45	64	18	22	40
	均价 (含税, 元/wh)	0.77	0.61	0.55	0.52	0.49
	毛利率	16.39%	18.00%	18.30%	14.80%	16.44%
	单瓦利润 (元/wh)	0.01	0.01	0.005	0.011	0.01
孚能科技	出货量 (gwh)	16.2	14	3.2	3.2	6.4
	均价 (含税, 元/wh)	1.15	0.95	0.82	0.72	0.77
	毛利率	6.84%	11.32%	11.96%	14.16%	12.99%
	单瓦利润 (元/wh)	-0.11	-0.03	-0.05	0.00	-0.03
中创新航	出货量 (gwh)	41.4	70	20	25	45
	均价 (含税, 元/wh)	0.74	0.45	0.35	0.38	0.36
	毛利率	13%	16%	17%	13%	17.70%
	单瓦利润 (元/wh)	0.007	0.008	0.006	0.01	0.01
瑞浦兰钧	出货量 (gwh)	19.48	43	15	18	32.29
	均价 (含税, 元/wh)	0.80	0.47	-	-	0.33
	毛利率	2%	4%	-	-	8.74%
	单瓦利润 (元/wh)	-0.076	-0.027	-	-	-0.002

◆ 海外电池企业Q2营收水平有所提升，财务剔除IRA补贴后，平均营业利润率-0.06%，与宁德时代差距较大。25年Q2看，宁德时代/LGES/三星SDI/松下/SKI营业利润率22.8%/8.8%/-14.6%/14.5%/-3.2%，剔除IRA补贴后，LGES/三星/松下/SKI营业利润率分别为0.0%/-14.6%/3.1%/-16.1%，除三星外，同环比均处于上升水平。25年Q2看，LGES通过成本控制、北美产能优化实现盈利（Q2约26亿RMB，Q1约18亿RMB），但剔除IRA补贴，Q2仍处于微利状态，而SKI亏损大幅缩窄（Q2约-3亿RMB，Q1约-15亿RMB），三星SDI亏损扩大（Q2约-22亿RMB，Q1约-22亿RMB）。

表：海外电池厂盈利水平

公司	电池业务营收（亿人民币）					营业利润（亿人民币）					营业利润率				
	24Q2	25Q1	25Q2	同比	环比	24Q2	25Q1	25Q2	同比	环比	24Q2	25Q1	25Q2	同比	环比
宁德时代	870	847	942	8.3%	11.2%	162	173	215	32.4%	23.9%	18.6%	20.5%	22.8%	4.2pct	2.3pct
LGES	320	309	289	-9.7%	-11.2%	10	18	26	152.0%	31.3%	3.2%	6.0%	8.8%	5.7pct	2.9pct
三星SDI	201	147	154	-23.5%	-0.6%	11	-22	-22	-307.2%	4.7%	5.4%	-15.2%	-14.6%	-19.9pct	0.6pct
松下	95	110	106	3.5%	-3.8%	10	12	15	46.8%	25.9%	10.2%	11.1%	14.5%	4.3pct	3.4pct
SKI	81	79	110	36.0%	38.5%	-24	-15	-3	85.5%	76.6%	-29.6%	-18.6%	-3.2%	26.5pct	15.5pct

表：海外电池厂盈利水平（剔除IRA补贴）

公司	营业利润(剔除IRA补贴，亿人民币)					营业利润率(剔除IRA补贴)				
	24Q2	25Q1	25Q2	同比	环比	24Q2	25Q1	25Q2	同比	环比
宁德时代	162	173	215	32.4%	23.9%	14.2%	16.5%	17.5%	3.3pct	1.1pct
LGES	-13	-4	0	152.0%	31.3%	-4.1%	-1.3%	0.0%	4.1pct	1.3pct
三星SDI	11	-22	-22	转亏	4.7%	5.4%	-15.2%	-14.6%	-19.9pct	0.6pct
松下	2	0	4	49.0%	1794.1%	2.4%	0.2%	3.1%	0.7pct	2.9pct
SKI	-30	-23	-18	40.5%	23.8%	-36.8%	-29.3%	-16.1%	20.7pct	13.2pct

25H1财务对比：归母净利润均明显改善，二线增长提速

- ◆ **收入端，25年H1主流储能厂商收入整体同比提升，二线厂商增长提速。**25年H1，宁德时代营收1789亿元，同比+7%。二线厂商亿纬锂能、国轩高科、中创新航、瑞浦兰钧营收为282/194/164/95亿元，同比增长30%/15%/32%/25%。
- ◆ **利润端，25年H1亿纬锂能归母净利润下滑，中创新航、瑞浦兰钧盈利增速较高。**25年H1，亿纬锂能归母净利润为16亿元，同比-25%，主要受股权激励费用和减值计提影响；宁德时代盈利305亿元，同比+33%，中创新航盈利高增，为5亿元，同比+87%，瑞浦兰钧亏损大幅收窄，为-1亿元，同比+94%。

表：21-24年、25H1主流储能厂商收入、归母利润（亿元）及同比增速

	收入					同比增速				
	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年H1	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年H1
宁德时代	1,304	3,286	4,009	3,620	1,789	159%	152%	22%	-10%	7%
亿纬锂能	169	363	488	486	282	107%	115%	34%	0%	30%
国轩高科	104	231	316	354	194	54%	123%	37%	12%	15%
中创新航	68	204	270	278	164	141%	199%	33%	3%	32%
瑞浦兰钧	21	146	137	178	95	133%	594%	-6%	29%	25%
正力新能	15	33	42	51	32		119%	26%	23%	
海辰储能	0	36	102	129				182%	27%	

	归母净利润					同比增速				
	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年H1	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年H1
宁德时代	159	307	441	507	305	185%	93%	44%	15%	33%
亿纬锂能	29	35	41	41	16	76%	21%	15%	1%	-25%
国轩高科	1	3	9	12	4	-32%	206%	201%	29%	35%
中创新航	1	7	3	6	5	2615%	394%	-57%	101%	87%
瑞浦兰钧	-7	-4	-15	-12	-1	1656%	51%	-316%	21%	94%
正力新能	-4	-17	-6	1	2		-328%	66%	115%	
海辰储能	0	-18	-20	3				-11%	113%	

- ◆ **盈利能力方面，宁德时代领先同业，瑞浦兰钧减亏显著。** 25年H1，宁德时代毛利率25%，同比-2pct，归母净利率17%，同比+3pct。瑞浦兰钧减亏显著，上半年毛利率9%，同比+5pct，归母净利率-1%，同比+5pct。正力新能盈利高速增长，上半年毛利率19%，归母净利率7%。国轩高科、中创新航盈利能力相对稳定，上半年毛利率16%、18%，同比-1pct、2pct，归母净利率为2%、3%，同比+0pct/+1pct。亿纬锂能上半年毛利率17%，同比+1pct，归母净利率为6%，同比-4pct。

表：21-24年、25H1毛利率和净利率及同比增速

	毛利率					同比增速				
	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年H1	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年H1
宁德时代	26%	20%	23%	24%	25%	-1pct	-6pct	3pct	2pct	-2pct
亿纬锂能	22%	16%	17%	17%	17%	-7pct	-5pct	1pct	0pct	1pct
国轩高科	19%	18%	17%	18%	16%	-7pct	-1pct	-1pct	1pct	-1pct
中创新航	6%	10%	13%	16%	18%	-8pct	5pct	3pct	3pct	2pct
瑞浦兰钧	-15%	7%	2%	4%	9%	-28pct	23pct	-5pct	2pct	5pct
正力新能	7%	9%	12%	16%	19%		2pct	3pct	4pct	
海辰储能		11%	12%	18%				1pct	6pct	

	归母净利率					同比增速				
	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年H1	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年H1
宁德时代	12%	9%	11%	14%	17%	1pct	-3pct	2pct	3pct	3pct
亿纬锂能	17%	10%	8%	8%	6%	-3pct	-8pct	-1pct	0pct	-4pct
国轩高科	1%	1%	3%	3%	2%	-1pct	0pct	2pct	0pct	0pct
中创新航	2%	3%	1%	2%	3%	2pct	1pct	-2pct	1pct	1pct
瑞浦兰钧	-34%	-2%	-11%	-7%	-1%	-30pct	32pct	-8pct	4pct	5pct
正力新能	-27%	-52%	-14%	2%	7%		-25pct	38pct	16pct	
海辰储能		-49%	-19%	2%				30pct	21pct	

25H1财务对比：龙头控费能力强，且研发投入高

- ◆ **费用端，宁德时代控费能力强，研发投入遥遥领先。**销售费用方面，瑞浦兰钧销售费用率高于同业，25年H1为3%，中创新航为2%，宁德时代、亿纬锂能、国轩高科、正力新能为1%。**管理费用方面**，宁德时代始终领先同业，体现较强的控费能力，25H1为3%，亿纬锂能、国轩高科、正力新能相对较高，为5%。**研发费用方面**，正力新能高于同业，25H1为8%，宁德时代为6%，亿纬锂能、瑞浦兰钧相对较低，为4%。

表：21-24年、25H1储能厂商三费（亿元）及费用率对比

	销售费用					销售费用率				
	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年H1	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年H1
宁德时代	44	25	30	36	16	3%	1%	1%	1%	1%
亿纬锂能	4	3	5	6	4	2%	1%	1%	1%	1%
国轩高科	3	5	7	3	2	3%	2%	2%	1%	1%
中创新航	2	3	3	6	4	2%	1%	1%	2%	2%
瑞浦兰钧	0.7	3.2	3.8	5.4	2.7	3%	2%	3%	3%	3%
正力新能	0.1	0.2	0.6	0.4	0.2	1%	1%	1%	1%	1%
海辰储能		0.7	2.4	3.0			2%	2%	2%	
	管理费用					管理费用率				
	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年H1	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年H1
宁德时代	34	70	85	97	51	3%	2%	2%	3%	3%
亿纬锂能	6	14	16	13	14	3%	4%	3%	3%	5%
国轩高科	6	13	17	19	9	5%	6%	5%	5%	5%
中创新航	4	6	7	13	5	6%	3%	3%	5%	3%
瑞浦兰钧	2	3	6	6	2	8%	2%	4%	3%	3%
正力新能	1	2	3	3	2	9%	7%	6%	6%	5%
海辰储能	-	7	7	8	-	-	18%	7%	6%	-
	研发费用					研发费用率				
	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年H1	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年H1
宁德时代	77	155	184	186	101	6%	5%	5%	5%	6%
亿纬锂能	13	22	27	29	13	8%	6%	6%	6%	4%
国轩高科	6	18	21	21	10	6%	8%	7%	6%	5%
中创新航	2	7	10	14	9	3%	3%	4%	5%	5%
瑞浦兰钧	2	8	10	8	4	12%	5%	7%	4%	4%
正力新能	2	3	4	6	3	15%	10%	10%	11%	8%
海辰储能	-	2	5	5	-	-	5%	5%	4%	-

25H1财务对比：龙头加速折旧、超额计提质保金返利

- ◆ **预计负债口径看，宁德时代计提最为严格，金额与增速显著高于同行。**2025H1达到801亿元，每年新增200亿左右，保证利润稳健性，为后续利润释放预留空间。二线厂商计提规模明显较低。25H1国轩高科、中创新航为6、17亿元。
- ◆ **折旧方面，宁德时代折旧率相对同业较高，利润确认保守。**宁德时代采用5年加速折旧方法，而二线企业采用10年折旧方式，同时宁德在建工程转固时间短，而二线电池在建工程规模大。

表：21-24年、25H1预计负债、折旧、折旧率及同比增速（亿元）

	预计负债					增量				
	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年H1	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年H1
宁德时代	100	197	516	719	801	32	97	319	203	82
国轩高科	3	4	5	6	6	0	1	1	1	0
中创新航	1	5	10	13	17		4	5	3	4
	折旧与摊销					同比增速				
	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年H1	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年H1
宁德时代	64	133	226	249	124	32%	106%	71%	10%	1%
亿纬锂能	9	12	17	28	15	60%	37%	39%	62%	23%
国轩高科	8	11	19	25	18	33%	35%	72%	31%	50%
中创新航	6	10	18	25	0	76%	73%	82%	41%	
瑞浦兰钧	2	5	10	14		86%	209%	85%	50%	
正力新能	2	3	4	6			58%	41%	47%	
海辰储能		1	4	8				234%	93%	
	折旧率					同比增速				
	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年H1	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年H1
宁德时代	16%	15%	20%	22%	10%	-9pct	-1pct	5pct	3pct	0pct
亿纬锂能	11%	11%	8%	9%	5%	2pct	1pct	-3pct	1pct	0pct
国轩高科	9%	9%	9%	8%	6%	1pct	0pct	-1pct	0pct	1pct
中创新航	9%	6%	8%	6%			-3pct	2pct	-2pct	
瑞浦兰钧	4%	6%	6%	8%		-3pct	2pct	0pct	3pct	
正力新能	12%	6%	7%	10%			-6pct	1pct	3pct	
海辰储能		3%	4%	7%				1pct	3pct	

- ◆ **经营性现金流方面，龙头遥遥领先，二线分化。**宁德时代维持龙头优势，上半年现金流达587亿元，同比+31%。上半年亿纬锂能现金流高增，系去年同期基数较小。瑞浦兰钧现金流同减，上半年为10亿元，同比-22%。国轩高科H1现金流为3亿元，同比+80%。
- ◆ **自由现金流方面，二线存在缺口。**宁德时代现金储备充足，上半年达385亿元，同比+25%。国轩高科、瑞浦兰钧自由现金缺口减少，上半年分别为-36、-1亿元，同比+5%、+80%。亿纬锂能现金流亏损扩大，上半年为-21亿元，同比-11%。

表：主流厂商23、24、25H1经营性现金流及自由现金流（亿元）

	经营性净现金流					同比增速				
	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年H1	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年H1
宁德时代	429	612	928	970	587	133%	43%	52%	4%	31%
亿纬锂能	19	29	87	44	24	20%	54%	203%	-49%	661%
国轩高科	11	8	24	27	3	54%	-24%	202%	12%	80%
中创新航	16	21	29	31	-	-18%	33%	38%	7%	-
瑞浦兰钧	-20	-22	11	12	10	-1209%	-14%	148%	8%	-22%
正力新能	-2	14	3	-4			918%	-79%	-227%	
海辰储能		-3	-17	1				-572%	106%	

	自由现金流					同比增速				
	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年H1	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年H1
宁德时代	-9	130	592	658	385	-117%	1611%	356%	11%	25%
亿纬锂能	-44	-110	37	-11	-21	-799%	-149%	133%	-130%	-11%
国轩高科	-34	-126	-107	-64	-36	-141%	-272%	15%	41%	5%
中创新航	-93	-295	-172	-135	-	-607%	-216%	42%	22%	-
瑞浦兰钧	-45	-62	-46	-28	-1	-703%	-39%	26%	39%	80%
正力新能	-11	-14	-5	-10			-27%	61%	-86%	
海辰储能		-27	-59	-24				-118%	60%	

- ◆ **龙头资本开支恢复，25H2新增产能密集释放，二三线扩产分化。**资本开支方面，25年上半年宁德时代资本开支达202亿元，同比+46%，系公司扩产及全球布局加快。亿纬锂能资本开支翻倍，达44亿元，同比+104%，系公司深化海外布局，公司6月底宣布在马来西亚 Kulim 投资约8.65亿元用于建设第二期能源存储电池厂，增强国际市场竞争力。国轩高科资本开支同比降低1%，为39亿元，扩产节奏相对平缓。瑞浦兰钧资本开支下滑36%，为11亿元，聚焦提升现有产能利用率。

表：21-24年、25H1资本开支（亿元）及同比

	资本开支					同比增速				
	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年H1	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年H1
宁德时代	438	482	336	312	202	229%	10%	-30%	-7%	46%
亿纬锂能	63	138	50	55	44	208%	121%	-64%	11%	104%
国轩高科	44	134	131	91	39	112%	201%	-2%	-31%	-1%
中创新航	109	316	201	166		235%	190%	-36%	-17%	
瑞浦兰钧	25	40	57	40	11	243%	58%	43%	-30%	-36%
正力新能	9	27	8	6			202%	-70%	-23%	
海辰储能		25	42	25				70%	-40%	

PART 2: 需求展望：储能需求持续性超预期，价格企稳回升

动力需求：26年全球电动车销量同增16%

- ◆ 预计全球电动车25年销量2061万辆，同增21%，预计26年销量2400万辆，同增16%。25年国内销量（包含出口）预计增长25.4%，欧洲25%+增长，美国持平，其他国家35%增长。

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	546	668	812	999	1,219	1,488	1,816
YoY	30%	7%	22%	22%	23%	22%	22%	22%
-海外电动化率	9.7%	9.8%	11.9%	14.2%	17.2%	20.6%	24.8%	29.7%
-欧洲新能源车销量（万辆）	289	295	385	500	600	720	850	1,000
-YoY	15%	2%	30%	30%	20%	20%	18%	18%
-欧洲电动化率	19%	19%	25%	32%	38%	45%	53%	61%
-美国	147	158	158	150	198	247	309	386
-YoY	50%	8%	0%	-5%	32%	25%	25%	25%
-美国电动化率	9%	10%	10%	9%	12%	15%	19%	24%
-其他国家	75	93	125	162	201	252	329	429
-YoY	76%	24%	35%	29.7%	24.4%	25.2%	30.6%	30.7%
-其他国家电动化率	3.4%	3.8%	5.0%	6.3%	7.6%	9.3%	11.8%	14.9%
国内：新能源车合计销量（万辆，本土销量）	829	1,158	1,393	1,589	1,734	1,888	2,031	2,149
YoY	34%	40%	20%	14.0%	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	1,613	1,853	2,051	2,268	2,488	2,697
YoY	38%	36%	25.4%	15%	11%	11%	10%	8%
-国内电动化率	31.6%	41.9%	52%	59.2%	64.9%	71.0%	77.1%	82.8%
全球新能源车销量（万辆）	1,339	1,704	2,061	2,400	2,733	3,107	3,519	3,965
YoY	33%	27%	21%	16%	14%	14%	13%	13%

- ◆ **纯电占比提升，且混动带电量提升，同时专用车快速增长，带动行业单车带电量上行。**2025H1国内新能源车单车带电量为50.8kWh，提升3.92kWh。其中，乘用车单车带电量为44.68kWh，较24H1提升0.77kWh，纯电乘用车单车带电量维持在55.4kWh，同比小幅下滑1.8%，系A0/A00级车型出货占比回升；插电乘用车单车带电量为26.9kWh，同比+5.6%，呈稳步提升态势，系插混车型电池容量优化及高续航车型渗透率提高。
- ◆ **商用车领域，纯电客车单车带电量显著领先，2025H1均值达207.9kWh，同比+6.1%；纯电专用车表现亮眼，H1单车带电量高达165.0kWh，同比大幅+89.7%，系重卡、物流车等高电量车型快速放量。**插电客车单车带电量下滑至79.8kWh，同比-11.6%；插电专用车为39.8kWh，同比+39.24%。

表：单车带电量变化 (kwh)

	2022	2023	2024	2025.1	2025.2	2025.3	2025.4	2025.5	2025.6	2025H1	25H1累计同比
纯电乘用	51.39	54.76	55.87	58.50	53.36	54.66	55.52	55.80	55.39	55.44	-1.76%
纯电客车	216.27	205.26	201.72	213.14	174.56	233.65	195.83	193.83	211.34	207.91	6.05%
纯电专用	73.07	79.23	109.81	165.76	147.64	158.04	163.85	167.70	179.99	164.98	89.70%
插电乘用	21.18	25.59	25.34	26.18	25.26	25.73	27.12	28.45	27.50	26.87	5.61%
插电客车	45.51	54.11	72.55	65.13	120.57	63.66	-	70.45	64.18	79.79	-11.58%
插电专用	48.30	21.06	32.03	38.62	42.99	39.09	42.11	39.39	36.89	39.78	39.24%
纯电+插电乘用	44.13	45.48	43.27	44.19	43.51	45.01	45.24	45.04	44.65	44.68	1.97%
合计	47.06	47.42	47.41	48.81	48.59	51.10	52.37	51.30	51.31	50.78	9.1%

- ◆ 预计25年全球储能电池出货量521gwh，同比增60%，26年预计全球储能出货量上修至36%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42%增长，26年维持30%增长。预计25年欧洲储能出货70%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

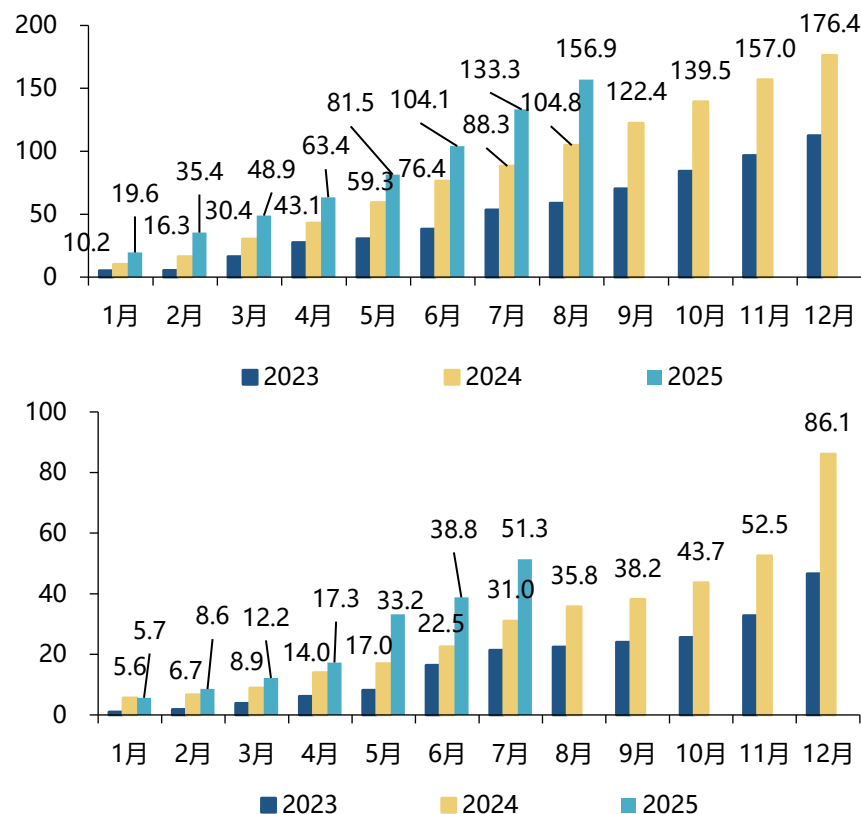
全球市场	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
全球储能装机需求 (Gwh)	126.8	210.3	310.1	426.4	529.7	649.5	783.4	939.9
-储能装机增速	106%	66%	47%	38%	24%	23%	21%	20%
-放大比例	161%	155%	168%	166%	163%	160%	160%	160%
全球储能出货量 (Gwh)	204	325	521	710	862	1,041	1,250	1,500
-储能出货增速	61%	59%	60%	36%	21%	21%	20%	20%
其中储能出货量：分区域								
美国 (Gwh)	59	79	116	129	141	167	200	244
-增速	31%	34%	48%	11%	9%	19%	19%	22%
-占比	29%	24%	22%	18%	16%	16%	16%	16%
中国 (Gwh)	77	139	197	255	303	351	400	449
-增速	99%	79%	42%	30%	19%	16%	14%	12%
-占比	38%	43%	38%	36%	35%	34%	32%	30%
欧洲 (Gwh)	31	46	79	118	154	183	215	261
-增速	33%	48%	70%	48%	31%	19%	18%	21%
-占比	15%	14%	15%	17%	18%	18%	17%	17%
其他地区 (Gwh)	36	61	128	208	265	340	434	546
-增速	91%	68%	110%	62%	27%	28%	28%	26%
-占比	18%	19%	25%	29%	31%	33%	35%	36%

- ◆ **国内储能需求有望超预期释放。**随着地方政府陆续出台容量电价补充政策，独立储能项目收益率显著改善。以内蒙为例，若10年补贴维持，则前十年年均收入1-1.2亿，irr 可达10-20%。
- ◆ **实际落地层面，国内储能招标与并网节奏明显加快：**截至7月累计并网容量达到51.3GWh，同比增长65%；8月累计招标容量达156.9GWh，同比增长50%。政策驱动叠加项目收益率改善，推动国内储能装机需求加速释放，行业需求有望超预期。

图：容量电价补偿后储能项目收益率测算

	普通厂商
固定成本合计(万/gwh)	73464
运营规模(MW)	250
储能时长 (h)	4
循环寿命	7500
一天充放电次数	1
运营年限 (年)	20.55
首年衰减率	2.00%
年衰减率	1.50%
放电深度	90.00%
逆变器折旧年限	10
年通胀率	3.00%
年运营费用 (万元)	1101.96
容量出租比例	0%
租金 (元/kw*年)	330
容量电价补偿 (元/kwh)	0.35
调峰补偿 (元/Mwh)	0
调峰数量 (Mwh/年)	0
购电电价 (元/kwh)	0.20
售电电价 (元/kwh)	0.40
峰谷价差 (元/kwh)	0.20
充放电额外税费 (元/kwh)	0.02
年运行天数	280
每天放电容量比重	100%
项目内部收益率	12%

图：招标（上）及并网（下）累计装机容量（GWh）



动储需求：26年需求20-25%增长，持续性可期

- ◆ 全球25年动储需求预计1877GWh，同增35%，同时26年预计动储需求2309gwh，同比增23%，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	372.9	423.4	500.6	603.4	727.3	876.7
-海外平均单车带电量 (kwh)	61.1	58.3	55.9	52.2	50.1	49.5	48.9	48.3
国内：动力电池装机需求 (Gwh)	389	533	706	827	919	1,014	1,109	1,199
-国内平均单车带电量 (kwh)	46.9	46.0	50.7	52.1	53.0	53.7	54.6	55.8
全球动力电池装机需求 (gwh)	715	870	1,112	1,311	1,502	1,730	1,990	2,285
YoY	39%	22%	28%	17.9%	14.6%	15.1%	15.1%	14.8%
-全球平均单车带电量 (kwh)	53.4	51.1	53.9	54.6	55.0	55.7	56.6	57.6
全球动力电池实际需求 (gwh)	873	1,062	1,356	1,599	1,833	2,110	2,428	2,788
YoY	25%	22%	28%	17.9%	14.6%	15.1%	15.1%	14.8%
全球储能电池合计 (gwh)	204	325	521	710	862	1,041	1,250	1,500
YoY	62%	59%	60%	36%	21%	21%	20%	20%
国内储能电池 (gwh)	77	139	197	255	303	351	400	449
海外储能电池 (gwh)	127	186	289	366	458	573	699	856
全球动力+储能电池实际需求合计 (gwh)	1,077	1,387	1,877	2,309	2,695	3,152	3,678	4,288
YoY	31%	29%	35%	23.0%	16.7%	16.9%	16.7%	16.6%

- ◆ **扩产有序，且后续新产能多集中海外：**电池厂商2024-2026年有效产能预计将由2168GWh提升至3213GWh，三年复合增速约22%。23-24年扩产放缓，25年新增有效产能减少，25年开始扩大资本开支，但扩产有序且集中海外。
- ◆ 其中宁德时代保持每年100-200gwh新增资本开支，25H1新增有限产能少，25H2-26年逐步释放，预计26年有效产能1000gwh。其他二线厂商保持每年20-40%的新增产能计划，且资本开支往欧洲、东南亚转移。

图：全球主要厂商产能 (GWh)

	2023有效	同比	2024有效	同比	2025有效	同比	2026有效	同比
宁德时代	552	42%	680	23%	780	15%	1,000	28%
LG新能源	172	35%	225	31%	267	19%	344	29%
比亚迪	242	86%	313	29%	370	18%	415	12%
中创新航	73	146%	110	51%	140	28%	170	21%
松下	55	8%	86	56%	106	23%	107	1%
三星SDI	42	37%	51	22%	70	36%	98	40%
亿纬锂能	80	50%	117	46%	152	30%	200	32%
国轩高科	91	40%	120	32%	130	8%	150	15%
SKI	81	129%	81	0%	112	38%	136	22%
欣旺达	40	135%	60	50%	60	0%	80	33%
蜂巢能源	30	100%	50	67%	60	20%	80	33%
瑞浦兰钧	60	50%	80	33%	90	13%	100	11%
孚能科技	19	46%	26	39%	38	43%	43	13%
主流厂商合计	1,536	54%	1,998	30%	2,374	19%	2,923	23%
全部产能	1,623	57%	2,168	34%	2,610	20%	3,213	23%

注：2025、2026年为预测值

- ◆ **电池产能持续扩张**，预计2026年有效供给将达3,213GWh，而需求约2,309GWh，行业过剩量近904GWh，对应整体产能利用率72%，行业阶段性供给过剩，但好于2024年产能利用率，同时若考虑库存，实际利用率更高。
- ◆ **龙头及头部二线厂商凭借技术优势、客户绑定及海外基地落地，产能利用率维持在较高水平**：宁德时代、比亚迪、亿纬锂能、中创新航等核心玩家普遍70%以上，且呈改善趋势；日韩厂商（LG新能源、SKI、松下等）以及部分二三线厂商利用率偏低，徘徊在50%以下，产能消化能力较弱。

图：主流电池企业产能、产能利用率（不考虑库存，若考虑，实际产能利用率更高）

	销量 (gwh)					产能利用率				
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2022	2023	2024	2025E	2026E
宁德时代	289	390	485	650	850	74%	71%	71%	83%	85%
LG新能源	110	130	140	150	160	86%	76%	62%	56%	47%
比亚迪	92	175	220	270	330	71%	72%	70%	73%	80%
中创新航	25	42	60	110	150	85%	58%	55%	79%	88%
松下	26	45	50	55	60	50%	82%	58%	52%	56%
三星SDI	24	30	40	50	60	78%	71%	78%	72%	61%
亿纬锂能	37	59	80	130	180	68%	74%	68%	86%	90%
国轩高科	30	44	64	90	110	46%	48%	53%	69%	73%
SKI	65	58	45	50	55	182%	72%	56%	45%	40%
欣旺达	12	13	24	40	60	71%	33%	40%	67%	75%
蜂巢能源	9	8	27	45	60	60%	27%	54%	75%	75%
瑞浦兰钧	17	19	44	70	80	42%	32%	55%	78%	80%
孚能科技	11	17	15	20	30	85%	89%	57%	53%	70%
主流厂商合计	745	1030	1294	1,730	2,185	75%	67%	65%	73%	75%

图：电池全行业供需平衡表

电池	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025E	2026E
供给 (gwh)	365	530	1032	1623	2168	2610	3213
-同比		45%	95%	57%	34%	20%	23%
需求 (动力+储能, gwh)	208	462	821	1077	1387	1877	2309
-同比		123%	78%	31%	29%	35%	23%
过剩 (gwh)	157	68	211	547	781	733	904
产能利用率	57%	87%	80%	66%	64%	72%	72%

◆ 全球储能供需格局看，需求端保持高增速，供给端产能虽快速扩张，但利用率维持高位，整体供给相对紧缺。25年全球储能装机需求预计310.1GWh，同比增长47%；对应出货量约521GWh，同比增长60%。同期全球储能产能约607GWh，产能利用率高达86%，26年新增产能释放，行业总体产能利用率预计仍在80%，头部公司可达到85%-90%。

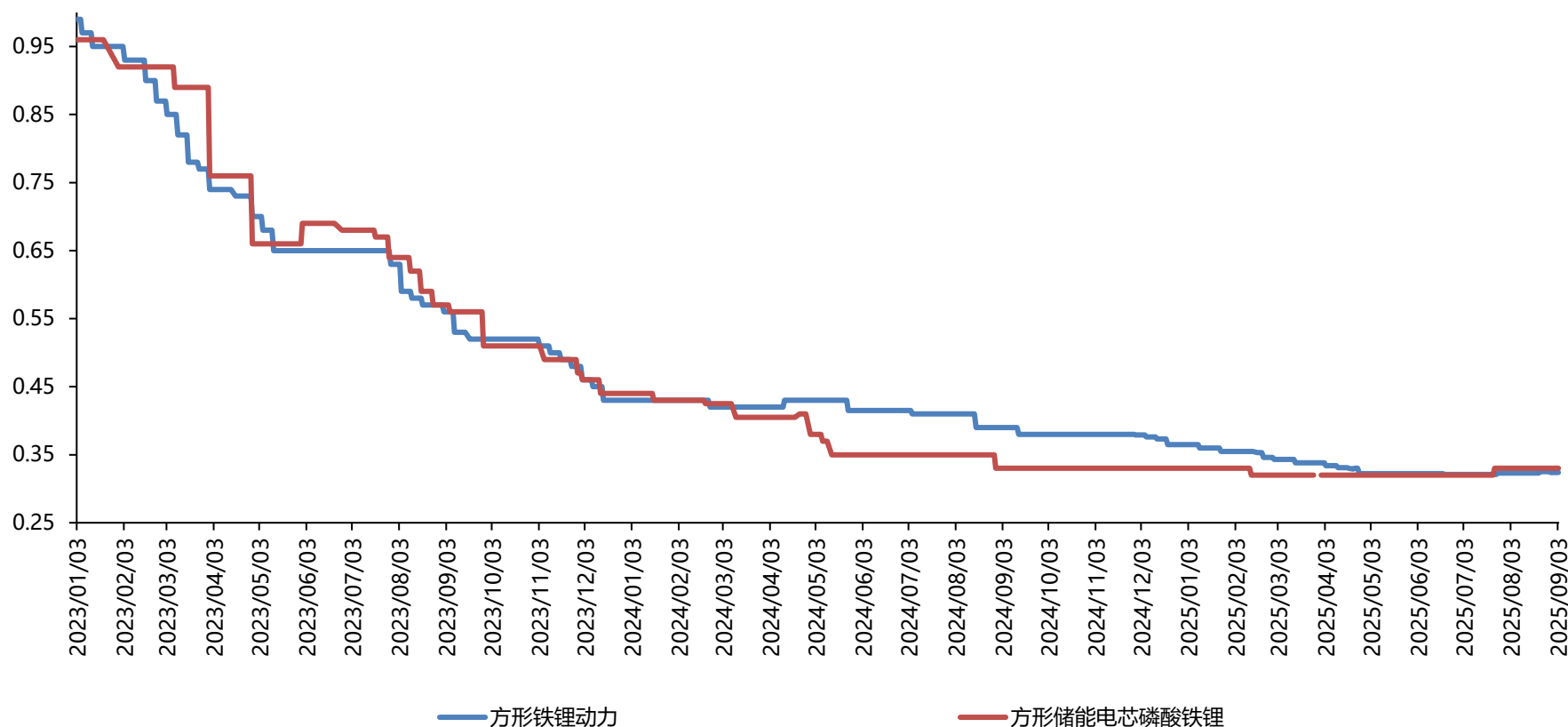
图：全球储能主流厂商的产能利用率及总体产能利用率（GWh）

	产能		产能利用率	
	2025E	2026E	2025E	2026E
宁德时代	160	220	91%	80%
亿纬锂能	80	130	100%	88%
欣旺达	10	15	100%	67%
中创新航	50	70	96%	93%
海辰新能源	75	102	93%	98%
瑞浦兰钧	37	45	95%	89%
国轩高科	40	55	79%	76%
湖北楚能	100	150	60%	53%
合计	552	787	87%	80%

全球市场	2023	2024	2025E	2026E
全球储能装机需求（Gwh）	126.8	210.3	310.1	426.4
-储能装机增速	106%	66%	47%	38%
-放大比例	161%	155%	168%	166%
全球储能出货量（Gwh）	204	325	521	710
-储能出货增速	61%	59%	60%	36%
全球储能产能（Gwh）	300	420	607	866
全球储能产能利用率	68%	77%	86%	82%

- ◆ **动力电池价格相对平稳：**厂商盈利尚可，方形铁锂动力价格相对稳定，约为0.32元/wh，动力电池厂商收入和毛利有望维稳，盈利确定性强。
- ◆ **储能电池价格底部抬升：**7月以来，储能电芯磷酸铁锂价格小幅上升，由24年底部0.25元/wh提升至0.27-0.28元/wh，其中1分反应碳酸锂涨价，其余为价格超跌反弹，同时储能质量要求提升，对应价格改善。

图：储能价格变化（元/wh）



- ◆ 储能电池2026年盈利具备改善弹性：一是独立储能更重视电池性能，直接影响其收益率，电池要求将提升；二是价格战结束，底部价格抬升；三是电池厂商一体化加深，龙头从电芯到直流侧到交流侧一体化布局。
- ◆ 龙头储能全面收益。产能加速释放，份额再提升；其次，电池运行稳定，循环寿命、首效等优势凸显，年利用天数超330天，高于其他厂商25%，对应irr可高8-10pct，将受益于国内独立储能高增，份额将显著提升；第三，龙头储能系统出货占比提升，贡献弹性。
- ◆ 二线厂商底部盈利改善。24年价格触底，25年底部价格有所抬升，对应盈利有所改善。

表：核心标的盈利弹性测算

2026年				储能			合计			
储能盈利不变	出货量(GWh)	单位盈利(元/wh)	利润(亿元)	出货量(GWh)	单位盈利(元/wh)	利润(亿元)	出货量(GWh)	单位盈利(元/wh)	利润(亿元)	储能利润占比
宁德时代	605	0.09	544.5	175	0.09	157.5	780	0.09	802.0	20%
亿纬锂能	85	0.03	25.5	115	0.02	23	200	0.02	75.5	30%
欣旺达	45	-0.005	-0.9	10	-0.02	-0.8	55	0.00	25.8	-3%
中创新航	85	0.018	15.3	65	0.01	6.5	150	0.15	21.8	30%
瑞浦兰钧	40	0.01	4.0	40	0.005	2	80	0.08	6.0	33%

PART 3：产业趋势：技术创新持续迭代，龙头引领

◆ **日韩厂商欧洲动力份额下降，美国动力增长放缓，战略重心放在美国储能市场。**一方面，欧洲市场份额持续被本地及中国厂商侵蚀，呈现下行趋势；另一方面，美国动力电池市场虽然受益于IRA补贴曾一度快速放量，但近期增长动能有所放缓，叠加关税与政策不确定性，对日韩厂商的边际贡献趋弱。**海外厂商普遍集中资源在北美落地 LFP 产线、签署大额 BESS 合同，并通过整包与系统化解解决方案提升盈利能力。**

图：海外电池企业对储能的战略规划

公司	欧洲储能布局	美国储能战略	战略焦点 / 调整
LGES	已与波兰 PGE 签订约 981 MWh 的网格级 ESS 电池供应协议 (2026–2027)，支持本地化生产	正在大力扩展美国 ESS 能力：已于 2025 年在密歇根启动 LFP 电池生产，计划从今年 17 GWh 增至 2026 年超 30 GWh (Reuters, 电池科技在线, Energy-Storage.News)；与 Tesla 签约价值 43 亿美元的 LFP 电池 ESS 供应协议 (2027–2030) 在美国产出	面对美国关税与补贴结束带来的 EV 电池需求疲软，LGES 转变重点，推动 ESS 产能扩张并将部分 EV 产线转为 ESS 使用，以提升利润与产能利用率
三星 SDI	赢得德国商用 ESS 龙头企业 Tesvolt 的订单，提供 “SBB” 供应，并持续在欧洲推广 ESS 产品 (如 CES 展示) (三星SDI, 新浪财经, DIGITIMES-首页)	在美调整 EV 产线为储能用途，拓展北美 ESS 市场	强化高安全性产品 (如 SBB、UPS 用电池) 在 ESS、AI 数据中心、网网稳定化市场的竞争力，部分缓解 EV 需求疲软影响
松下	曾具备 ESS 能力，但于 2025 年 4 月正式宣布退出北美太阳能及储能业务	虽然在美国堪萨斯投资电池工厂 (40 亿美元，计划产能 30 GWh)，但储能业务退出；电芯业务继续推进	存在北美 EV 与补贴政策变动带来的不确定性。选择集中资源在动力电池 (尤其电芯) 与高利润业务上，主动放弃竞争激烈且利润低的 ESS 与太阳能储能市场
SKI	Europe 投资过多，但整体市场回报未达预期，战略有所收缩	与美国 Flatiron Energy 达成 ESS LFP 电池供货协议 (2026–2030, 7.2 GWh)，预计 2026 年下半年启动 ESS 专用 LFP 电池量产，并改造佐治亚 EV 产线 (Reuters)；签订国内氢氧化锂供货协议，支持美国产能	面对 EV 不确定性，转向 ESS，强化北美供应链；通过上下游整合 (原料到制造) 增强竞争力

◆ **海外营收占比：25年上半年，电池企业海外营收占比整体减少，而宁德时代增长，并将持续扩张。** H1宁德时代海外营收占比34%，同比+4pct，主要受益于欧洲电动化超预期和份额提升，同时受益于海外储能高增长。国轩高科海外营收占比27%，同比+1pct。亿纬锂能、中创新航海外营收占比持平，为25%、2%，欣旺达海外营收占比40%，同比-1pct。

图：各电池企业 22-25H1海外收入占比变化

	海外营收占比				同比增速			
	2022年	2023年	2024年	2025年H1	2022年	2023年	2024年	2025年H1
宁德时代	23%	33%	30%	34%	2pct	10pct	-2pct	4pct
亿纬锂能	35%	27%	24%	25%	-16pct	-8pct	-3pct	0pct
欣旺达	43%	43%	42%	40%	-4pct	-1pct	-1pct	-1pct
国轩高科	10%	17%	24%	27%	7pct	6pct	8pct	1pct
中创新航	2%	1%	2%	2%	-1pct	0pct	1pct	0pct
瑞浦兰钧	1%	8%	15%			7pct	7pct	
海辰储能		1%	29%				28pct	

注：欣旺达、亿纬包括非动储业务

- ◆ **海外产能规划看，宁德时代扩张积极，2030年合计达到约130GWh，且建设进度快。**规划产能遍布德国、匈牙利、西班牙与印尼，在匈牙利和西班牙项目逐年爬坡。亿纬锂能重点放在匈牙利与马来西亚，预计到2030年海外产能将达50GWh，形成欧洲与东南亚双支点。中创新航以葡萄牙为核心，规划2030年产能20GWh。欣旺达在匈牙利与泰国同步布局，2030年产能约15GWh，覆盖欧洲与东南亚。海辰则选择美国市场，2030年产能规划10GWh组装产能，契合IRA政策带来的本土化机遇。

图：电池厂海外产能 (GWh)

	产能规划	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
宁德时代	德国	14	14	14	14	14	14	14
	匈牙利	100		10	30	30	60	60
	西班牙	50			10	25	40	50
	印尼	6.9		3	6.9	6.9	6.9	6.9
	合计	170.9	14	14	27	60.9	120.9	130.9
亿纬锂能	匈牙利	20			10	20	20	20
	马来西亚	30		15	15	20	30	30
	合计	50		15	25	40	50	50
中创新航	葡萄牙	20				5	15	20
欣旺达	匈牙利						5	5
	泰国	15		5	10	15	15	15
	合计			5	10	15	20	20
海辰	美国	10		2	10	10	10	10
	合计		14	14	49	105.9	210.9	220.9

◆ **26年储能电芯将从314ah向600ah切换，大电芯化趋势确立：**中国厂商全面进入300–600Ah代际，26年起600ah左右电芯开始放量，预计将与314长期并存。其中，宁德时代587ah，卷绕工艺，综合性能优异；亿纬锂能“Mr.Big” 628Ah 电芯率先量产；日韩厂商储能电芯循环寿命和能效劣于国内产品，且铁锂电芯量产进度慢，成本高。中国厂商在容量、工艺（叠片）、寿命三方面领先，预计2026年将加速全球市占率提升。

表：国内外厂商储能电芯技术进展

厂商	最大电芯容量	技术路线 / 结构	尺寸	最大电芯产品性能
宁德时代	587Ah	LFP，卷绕	73.05mm×274.6mm×218.1mm（长×宽×高）	25年6月量产交付，高能量密度（434Wh/L）、长循环寿命、高安全性和低衰减，集成于“天恒”储能系统，优化集装箱空间利用和PCS电压匹配，单GWh储能电站电芯数量减少40%，整站效率提升1%-2%。
亿纬锂能	628Ah	LFP，叠片	长352.3mm、宽71.7mm、高207.2mm（含端子）	“MR.BIG”电芯采用极简集成方案，相比主流314Ah电芯，减少50%的电芯数量、连接点和系统配件量，降低系统复杂度和运维成本。
中创新航	625Ah	LFP，叠片	54mm×470mm×182mm（长×宽×高）	能量密度超440Wh/L，为20尺标准集装箱提供6.8MWh的电量，还推出500Ah+卷绕电芯和600Ah+叠片电芯，实现12,000次和15,000次循环寿命
国轩高科	688Ah	LFP，JTM集成技术	72mm×320mm×215mm（长×宽×高）	能量密度435Wh/L以上，循环寿命超过10,000次，日历寿命超20年。配套20尺标准舱，系统容量可提升至6.9MWh以上，节省约20%占地面积、减少约20%零部件数量，降低约8%初始成本
欣旺达	684Ah	LFP，叠片	501.5mm×175.5mm×55.5mm（长×宽×高）	能量密度超440Wh/L，融合热电分离设计与三维散热结构，循环寿命超20年，减少27%的集装箱部署数量，全生命周期度电成本降低8%，预计25Q4量产
蜂巢能源	770Ah	短刀+叠片	53mm×500mm×215mm（长×宽×高）	第三代叠片技术，能量密度达435Wh/L，循环寿命10,000-15,000次，系统成本降低28%，产品已通过头部储能集成商验证，预计25大批量出货
瑞浦兰钧	688Ah	“问顶”技术	72mm×320mm×215mm（长×宽×高）	能量密度达190Wh/kg，循环寿命8000次以上，应用于7.03MWh储能系统，实现“一柜顶两柜”，显著降低度电成本
海辰储能	1175Ah	LFP，卷绕	580.22mm×75.22mm×216.31mm（长×宽×高）	标称电压3.20V，标称能量3760Wh，质量能量密度≥180Wh/kg，体积能量密度≥400Wh/L，循环寿命≥11,000次，最大放电倍率1C/30s，最大电流≤752A

- ◆ 储能电芯的技术迭代方向正从单纯追求容量，转向容量与质量、寿命、稳定性的平衡。国内主流厂商普遍采用叠片工艺，在能量密度、热管理和一致性上表现优异，大电芯循环寿命已突破12,000–15,000次，可覆盖储能系统10–15年全生命周期需求，同时在安全性、倍率性能和高温环境稳定性上持续优化。
- ◆ 龙头储能大电芯稳定性、循环性更优，考虑电芯售价高于同行15-20%情况下，由于一年利用天数可高达330天以上、首效高、衰减低，在内蒙高强度补贴下，irr高于小厂商电芯8-10pct，预计份额将提升。

表：独立储能对电芯性能要求提升

维度	储能电池（独立储能 BESS 应用）
电芯尺寸	逐渐采用大电芯（300Ah+），降低系统集成成本
能量密度	相对较低（<200 Wh/kg），优先考虑安全性与寿命
循环寿命	6000–10000 次甚至更高，需覆盖电站长期运行
安全性 / 稳定性	高稳定性要求，需适应长周期、环境波动，热管理更严格
一致性要求	独立储能对电芯一致性要求更高，否则会缩短系统寿命
成本敏感度	强调全生命周期度电成本（LCOE），看重寿命和可靠性
化学体系选择	LFP 占主流，兼顾安全与长寿命，部分尝试钠电

表：龙头电芯对应储能irr更高

	小厂商	龙头
固定成本合计(万/gwh)	73,464	80,284
运营规模(MW)	250	250
储能时长 (h)	4	4
循环寿命	6000	8000
一天充放电次数	1	1
运营年限 (年)	20.55	20.55
首年衰减率	2.00%	1.80%
年衰减率	1.50%	1.20%
放电深度	90.00%	92.00%
逆变器折旧年限	10	10
年通胀率	3.00%	3.00%
年运营费用 (万元)	1101.96	1043.69
容量出租比例	0%	0%
租金 (元/kw*年)	330	330
容量电价补偿 (元/kwh)	0.35	0.35
调峰补偿 (元/Mwh)	0	0
调峰数量 (Mwh/年)	0	0
购电电价 (元/kwh)	0.2	0.2
售电电价 (元/kwh)	0.4	0.4
峰谷价差 (元/kwh)	0.2	0.2
充放电额外税费 (元/kwh)	0.02	0.02
年运行天数	270	330
每天放电容量比重	100%	100%
项目内部收益率	10%	18%

- ◆ **头部厂商的全固态研发已从实验室走向中试及示范装车，27年将迎来小批量产业化拐点，龙头引领。**宁德时代25年实现60Ah车规级电芯下线，目标27年小批量量产，技术进展行业领先；比亚迪完成20Ah/60Ah电芯中试，计划27年开展示范性装车，30年实现大规模应用；国轩高科建成0.2GWh中试线并规划2GWh产线，加快星纪元ET装车测试；亿纬锂能“龙泉二号”电芯于25年9月下线，已展现较强技术落地能力；三星SDI计划27年量产并率先切入丰田雷克萨斯等高端车型。

表：主流厂商固态进展情况

厂商	路线/体系	研发进展	技术指标	产业化节奏/应用
宁德时代	硫化物全固态	已研发7-8年，研发团队>1000人，25年实现60Ah车规级电芯下线	目标能量密度500Wh/kg（凝聚态电池），全固态目前处于成熟度4/9，目标27年达7-8	27年实现小批量量产，凝聚态电池已车规级量产并应用于航空（eVTOL、民用飞机）
比亚迪	硫化物全固态	13年启动研发，23年启动产业可行性验证，20Ah/60Ah电芯已下线	60Ah电芯：400Wh/kg，800Wh/L；正极单晶高镍，负极硅碳	27年示范性装车，30年大规模应用；已实现高温快充，目标27年室温快充
国轩高科	氧化物+聚合物准固态；硫化物全固态（金石电池）	准固态：197Ah方形电芯量产送样；全固态：70Ah中试下线，良品率90%	准固态：300Wh/kg；全固态：350Wh/kg，800Wh/L，循环寿命1000次+	已建成0.2GWh中试线，规划2GWh产线；“星纪元ET”装车测试中
亿纬锂能	全固态	“龙泉二号”全固态电池下线（2025.9）	电芯质量能量密度约300Wh/kg、体积能量密度约700Wh/L，具备-20℃~60℃宽温适用能力，在45℃、1C条件下循环寿命超过2000圈	已进入下线阶段，产业化节奏待明确
三星SDI	硫化物全固态	2023年建试验线，首批产品交付车企测试（6个月+）	能量密度500Wh/kg，900Wh/L，循环寿命1000次+，快充9分钟20-80%	27年量产，首先应用于丰田雷克萨斯等高端车型

估值对比与投资建议

- ◆ **PE：宁德时代PE低于日韩及二线电池企业，且利润确定性更高。**预计宁德时代25-27年PE为24.5/20.5/17.3倍；二线电池厂业绩预期相对较高，PE相应较高，预计25年亿纬锂能、欣旺达、国轩高科、孚能科技、珠海冠宇、蔚蓝锂芯、中创新航、瑞浦兰钧PE为31.8/24.3/56.6/-109.9/36.8/27.2/35.9/1994.9倍。日韩电池厂除松下外，业绩预期较高，预计25年松下/三星SDI/LG新能源/SK Innovation的PE分别为11.9/-38.3/154.5/-9.7倍。
- ◆ **EV/EBITDA：预计宁德时代25-27年EV/EBITDA为7.35/5.66/4.24倍，总体低于二线和海外电池厂。**预计25年亿纬锂能、欣旺达、国轩高科、孚能科技、珠海冠宇、蔚蓝锂芯、中创新航EV/EBITDA分别为12.64/9.98/25.31/16.48/10.98/12.96/6.08倍。日韩电池厂中，LGES的EV/EBITDA高于其他厂商，体现市场预期较高，预计25年松下/三星SDI/LG新能源/SK Innovation的EV/EBITDA分别为4.76/1.31/14.59/2.93倍。

表：宁德与国际电池厂PE及EV/EBITDA（截至2025年9月16日）

	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
	PE			EV/EBITDA		
宁德时代	24.5	20.5	17.3	7.35	5.66	4.24
亿纬锂能	31.8	21.9	17.4	12.64	8.70	6.93
欣旺达	24.3	19.3	15.8	9.98	7.97	6.57
国轩高科	56.6	36.9	27.8	25.31	17.55	13.60
孚能科技	(109.9)	91.2	56.4	16.48	8.57	6.29
珠海冠宇	36.8	19.5	14.8	10.98	7.38	6.13
蔚蓝锂芯	27.2	21.7	17.8	12.96	11.52	9.43
中创新航	35.9	23.2	16.4	6.08	5.08	4.04
瑞浦兰钧	1994.9	48.8	23.8	-	-	-
松下	11.9	11.3	8.4	4.76	4.60	3.97
三星SDI	(38.3)	17.4	10.5	1.31	0.48	0.35
LG新能源	154.5	51.6	31.7	14.59	10.45	7.85
SK Innovation	(9.7)	27.8	11.5	2.93	1.74	1.48

注：国内企业PE为9月16日市值除以25-27年wind一致预期净利润，EV/EBITDA为wind一致预期；海外企业PE为9月16日总市值除以Market screener 25-27年净利润预测，EV/EBITDA为9月16日市值除以Market screener上25-27年EBITDA预测，使用的中日汇率为0.0485，中韩汇率为0.0052。

投资建议：首推龙头，并看好二线电池企业

◆ **投资建议：**旺季来临储能电芯涨价落地超预期，锂电三年通缩结束，头部满产，二三线产能利用率提升明显，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（首推**宁德时代**，其次**亿纬锂能**、**欣旺达**、**中创新航**、**派能科技**等）、看好低估值结构件龙头（**科达利**），继续强推**固态方向**（**厦钨新能**、**上海洗霸**、**纳科诺尔**等）、同时也看好估值低位具备盈利弹性的材料龙头（**天赐材料**、**湖南裕能**、**尚太科技**、**璞泰来**、**富临精工**、**德方纳米**、**华友钴业**、**容百科技**、**当升科技**、**恩捷股份**、**星源材质**等，关注**天际股份**、**多氟多**、**万润新能**、**龙蟠科技**）及盈利稳健具备机器人弹性的结构件（**科达利**）；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）；

表：估值表（截止2025年9月16日收盘价）

	证券代码	名称	总市值 (亿元)	股价	归母净利润 (亿元)				PE				PB现值	评级
					2024	2025E	2026E	2027E	2024E	2025E	2026E	2027E		
电池	300750.SZ	宁德时代	16,121	353	507	657	788	932	24	25	20	17	5.5	买入
	002594.SZ	比亚迪	9,828	108	403	479	605	739	24	21	16	13	4.7	买入
	300014.SZ	亿纬锂能	1,509	74	41	47	69	87	25	32	22	17	3.9	买入
	300207.SZ	欣旺达	531	29	15	22	27	34	28	24	19	16	2.2	买入
	002245.SZ	蔚蓝锂芯	205	18	5	8	9	12	39	27	22	18	2.8	买入
	688772.SH	珠海冠宇	255	23	4	7	13	17	56	37	19	15	3.7	买入
结构件	002850.SZ	科达利	449	164	15	18	22	26	19	25	20	17	3.7	买入
电解液	002709.SZ	天赐材料	572	30	5	9	15	20	79	61	39	28	4.4	买入
	300037.SZ	新宙邦	361	48	9	12	15	18	31	31	24	20	3.7	买入
负极	603659.SH	璞泰来	568	27	12	24	30	38	22	23	19	15	3.0	买入
	835185.BJ	贝特瑞	358	32	9	12	15	18	23	31	24	20	2.9	买入
	001301.SZ	尚太科技	179	69	8	10	13	16	24	17	13	11	2.7	买入
	301349.SZ	信德新材	43	42	0	1	1	1	-129	71	40	30	1.6	买入
隔膜	002812.SZ	恩捷股份	429	44	-6	2	7	12	38	230	65	35	1.7	买入
	300568.SZ	星源材质	192	14	4	4	5	7	51	51	35	26	2.0	买入
	688733.SH	壹石通	52	26	0	1	1	2	158	84	43	30	2.4	增持
正极	603799.SH	华友钴业	958	52	42	56	64	75	15	17	15	13	2.3	买入
	300919.SZ	中伟股份	401	43	15	19	24	28	18	21	17	14	2.0	买入
	300769.SZ	德方纳米	114	41	-13	-3	2	5	-7	-34	49	22	2.2	增持
	688005.SH	容百科技	207	29	3	5	8	10	187	43	26	20	2.5	买入
	300073.SZ	当升科技	300	55	5	7	9	12	23	41	32	25	2.1	买入
	301358.SZ	湖南裕能	326	43	6	15	22	27	65	22	15	12	2.7	买入
	300432.SZ	富临精工	272	16	4	10	14	19	110	28	19	14	6.1	买入
	导电剂	688116.SH	天奈科技	206	56	3	4	6	42	51	34	26	5.6	买入
	铝箔	603876.SH	鼎胜新材	105	11	3	5	6	27	22	17	14	1.4	买入
设备	301325.SZ	曼恩斯特	100	69	0	1	2	3	50	72	44	33	3.5	买入
	688392.SH	骄成超声	99	86	1	1	2	3	420	70	43	29	5.7	买入
锂	002466.SZ	天齐锂业	730	44	-79	12	20	27	-8	60	36	27	1.7	买入
	002460.SZ	赣锋锂业	994	48	-21	6	17	30	-41	155	59	33	2.4	买入
	002756.SZ	永兴材料	188	35	10	9	12	16	15	20	15	12	1.5	买入
	000408.SZ	藏格矿业	872	56	26	33	48	59	19	26	18	15	6.2	买入
	002738.SZ	中矿资源	314	44	8	6	13	21	37	51	25	15	2.6	买入
	002497.SZ	雅化集团	161	14	3	7	10	12	-22	24	17	13	1.5	买入
	002240.SZ	盛新锂能	165	18	-6	-1	3	6	-15	-283	50	30	1.5	买入
零部件	603119.SH	浙江荣泰	390	107	2	3	5	6	37	121	85	61	20.7	买入
	301031.SZ	中熔电气	104	106	2	3	4	5	46	33	25	19	8.0	买入
	688612.SH	威迈斯	166	40	4	6	8	10	19	27	20	16	5.0	买入

- ◆ 1) **国内电动化率短期面临瓶颈**，市场预期26年国内销量仍有15%增长，若低于预期则影响总体需求增速。
- ◆ 2) **欧洲政策风险**，若提高关税或对本土化生产要求提高，则影响电池厂需求及盈利

免责声明

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