

盈利触底回升，龙头强者恒强 --电动车25Q2财报总结

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4日

- ◆ **25Q2行业整体高景气，电池、整车利润占主导：** 25Q2全球电动车销量525万辆，同环比+29%/+23%，储能Q2产量135.5GWh，同环比+60%/+32%，行业整体景气度高，板块营收9317亿元，同环比+10%/+18%，归母净利润444亿元，同环比+1%/+9%，电池占利润比重42%（同+7pct），整车33%（-12pct），中游材料9%（+3pct），碳酸锂2%（+0pct），核心零部件10%（+2pct）。
- ◆ **25Q2三元正极、铜箔同比高增。25Q2归母净利润环比增速排序：** 三元正极407%>铜箔325%>正极169%>添加剂150%>负极34%>锂电设备31%>汽车核心零部件25%>隔膜23%>电池19%>三元前驱体0%>整车-3%>六氟磷酸锂及电解液-3%>铁锂正极-9%>结构件-15%>铝箔-29%>碳酸锂-36%。**25Q2归母净利润同比增速排序：** 正极127%>锂电设备123%>铜箔117%>添加剂66%>铁锂正极65%>负极36%>汽车核心零部件24%>锂电池中游23%>电池22%>隔膜19%>三元正极18%>结构件15%>三元前驱体13%>碳酸锂7%>六氟磷酸锂及电解液-8%>整车-26%>铝箔-65%。
- ◆ **25Q2碳酸锂板块盈利同增环降，资金现金流改善明显。** 25Q2毛利率24%，同环比-8/-2pct；归母净利率3.9%，同环比+0.5/-3pct。25Q2末存货282亿元，较年初同增7.19%，环比降低。25Q2经营活动净现金流99.2亿元，同环比+70%/+981%。25Q2营运资本539亿元，较年初增长7%。
- ◆ **投资建议：** 首推格局和盈利稳定龙头电池（**宁德时代、比亚迪、亿纬锂能**）、结构件（**科达利**）；并看好具备盈利改善的材料龙头，首推（**湖南裕能、璞泰来、尚太科技、天奈科技、震裕科技、富临精工、天赐材料**），其次看好（**新宙邦、容百科技、华友钴业、中伟股份、星源材质、恩捷股份**）；同时碳酸锂价格已见底，看好具备优质资源龙头，推荐（**中矿资源、永兴材料、赣锋锂业、雅化集团**）等；并看好优质零部件（**浙江荣泰、中熔电气、威迈斯等**）。
- ◆ **风险提示：** 价格竞争超市场预期、原材料价格波动、投资增速下滑

■ PART1 终端需求：国内动力稳健增长，储能25Q2产量高增

■ PART2 电动车板块：Q2总体利润持续改善

■ PART3 上中游环节盈利改善，电池、整车盈利调整

■ PART4 投资建议与风险提示

终端需求：国内动力稳健增长，储能25Q2产量高增

动力：25Q2全球电动车销量同增29%，国内同增35%

- ◆ Marklines数据，全球电动车25年H1累计销952万辆，同比增长30.4%，累计电动化率22%。25年Q2电动车销量525万辆，同环比+29%/+23%。
- ◆ 中汽协数据，国内电动车25年H1累计销693.5万辆，同比增长40.3%，累计电动化率46%。25年Q2电动车销量386万辆，同环比+35%/+26%。

图：Marklines口径全球分区域电动乘用车年度和季度销量（辆）

	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025年Q1	2025年Q2	2024全年	2025年H1
中国	2,709,878	3,219,337	4,290,611	2,866,063	3,588,168	12,204,719	6,454,231
同比	31.46%	34.20%	43.01%	44.39%	32.41%	36.09%	37.48%
环比	36.53%	18.80%	33.28%	-33.20%	25.20%	-	-14.06%
美国	401,785	400,222	447,955	392,573	402,782	1,605,222	795,355
同比	8.16%	2.86%	15.33%	10.50%	0.25%	9.34%	5.06%
环比	13.10%	-0.39%	11.93%	-12.36%	2.60%	-	-6.23%
欧洲	737,156	679,128	822,347	764,596	945,181	2,915,057	1,709,777
同比	1.04%	-8.68%	5.50%	11.15%	28.22%	1.05%	19.98%
环比	7.16%	-7.87%	21.09%	-7.02%	23.62%	-	13.87%
其他国家	224,040	238,244	261,708	248,151	312,377	866,022	560,528
同比	24.20%	22.25%	23.45%	24.25%	39.43%	16.10%	32.28%
环比	12.18%	6.34%	9.85%	-5.18%	25.88%	-	12.12%
全球	4,072,859	4,536,931	5,822,621	4,271,383	5,248,508	17,660,180	9,519,891
同比	21.84%	21.74%	32.93%	32.33%	28.87%	23.33%	30.40%
环比	26.18%	11.39%	28.34%	-26.64%	22.88%	-	-8.11%

储能：25H1全球储能电池产量同增90%

- ◆ SNE数据，25年H1全球动力电池装机量504.4GWh，同环比增长37.3%/-5%；其中Q2装机量282.6GWh同环比+36%/+27%。
- ◆ 鑫椤咨询数据，25年Q2全球储能电池产量135.5GWh，同环比+60%/+32%；25H1产量238GWh，同环比+90%/+9%。

图：全球动力电池装机数据（GWh）

	2024Q4	环比	2025Q1	同比	环比	2025Q2	同比	环比	2025H1	同比	环比
全球动力电池装机量	297.98	27%	221.80	39%	-26%	282.60	36%	27%	504.4	37.3%	-5%

图：全球储能电池产量数据（GWh）

	2024Q4	环比	2025Q1	同比	环比	2025Q2	同比	环比	2025H1	同比	环比
全球储能电池产量	117.5	+15.87%	102.5	+150.12%	-12.75%	135.5	60%	32%	238.0	90%	9%

电动车板块：Q2总体利润持续改善

1 营收及利润：板块25Q2总体利润持续改善

- ◆ 2025年H1新能源汽车板块实现营业收入达17219亿元，同环比+10%/-12%，归母净利润853.3亿元，同环比+16%/+24%。我们共选取了101家上市公司，划分为碳酸锂、锂电池中游（含隔膜、六氟磷酸锂及电解液、电池、三元正极、铁锂正极、三元前驱体、负极、铜箔、铝箔、添加剂、结构件十二个细分板块）、核心零部件、电机电控、整车五个子板块，进行了统计分析。
- ◆ 2025年Q2新能源汽车板块实现营业收入达9317亿元，同环比+10%/+18%，归母净利润444亿元，同环比+1%/+9%。2025Q2收入同比下降的公司共有46家，增幅为0-30%的公司共有20家，增幅为30%以上的公司共有35家。归母净利润25Q2同比下降的公司共有28家，增幅为0-30%的公司共有55家，增幅为30%以上的公司有18家。

图表：新能源汽车板块25年Q1、Q2增速分布情况

	25Q1收入增速（家）	25Q1归属母公司净利润增速（家）	25Q2收入增速（家）	25Q2归属母公司净利润增速（家）
同比负增长	30	37	46	28
同比增长幅度在0%-30%	44	26	20	55
同比增长超过30%	27	38	35	18

2 盈利水平： 25Q2盈利水平小幅下降

- ◆ **25Q2新能源汽车板块整体盈利能力小幅下降**： 25年Q2毛利率为16.1%， 同比-1.2pct， 环比-0.2pct； 归母净利润率4.8%， 同比-0.4pct， 环比-0.7pct。
- ◆ **25年Q2费用率同环比减少**： 25年Q2费用率10.6%， 同比-0.7pct， 环比-0.4pct。

图表： 新能源汽车板块2024年及25年Q1-2全板块情况

	2024	2024同比	2024Q4	Q4同比	Q4环比	2025Q1	Q1同比	Q1环比	2025Q2	Q2同比	Q2环比
毛利率	16.7%	-0.5pct	14.9%	-2.2pct	-3.4pct	16.3%	-0.6pct	+1.4pct	16.1%	-1.2%	-0.2%
归母净利润率	4.0%	-1.1pct	2.8%	-0.8pct	-2.0pct	5.5%	+0.9pct	+2.7pct	4.8%	-0.4%	-0.7%
费用率	11.24%	+0.49pct	9.2%	-2.5pct	-3.1pct	11.03%	-1.8pct	+1.8pct	10.6%	-0.7%	-0.4%

3 产业景气度高，现金流改善，资本开支提升

- ◆ **25年Q2新能源汽车板块净现金回升明显**：25年Q2新能源汽车板块经营活动净现金流为1442亿元，同比增长46%，环比增长991%。
- ◆ **25年Q2新能源汽车板块存货较年初环比增加**：25Q2末新能源汽车板块应收账款为4789亿元，较年初增长0%；预收款项为1691亿元，较年初增长15%；存货为6043亿元，较年初增长12%；营运资本为4703亿元，较年初增长11%；无息在手现金（减去长短期借款）为6151亿元，较年初增长4%
- ◆ **25Q2资本开支有所回升**：25年Q2资本开支为970亿元，同比上升33%，环比上升2%，资本开支有所回升。

图表： 新能源汽车板块2025年Q1-2全板块情况

	2024	2024同比	2024Q4	Q4同比	Q4环比	2025Q1	Q1同比	Q1环比	2025Q2	Q2同比	Q2环比
经营活动现金流量净额 (亿元)	4847	-5%	2418	9%	120%	132.2	-62%	-95%	1,442.4	46%	991%
资本开支 (亿元)	3315	-16%	1032	-1%	42%	950	15%	-8%	969.6	33%	2%

	24Q4末的情况	24Q4末较年初增长	25Q1末的情况	25Q1末较年初增长	25Q2末的情况	25Q2末较年初增长
应收账款 (亿元)	4603	7%	4657	1%	4789	0%
预收款项 (亿元)	1464	13%	1616	10%	1,691	15%
存货 (亿元)	5374	6%	6048	13%	6,043	12%
在手类现金-长短期借款 (亿元)	5931	29%	5393	-9%	6151	4%
营运资本 (亿元)	4231	-4%	4823	14%	4703	11%
在建工程 (亿元)	2472	-8%	2676	8%	2775	12%

上中游环节盈利改善，电池、整车盈利调整

1 25Q2：新能源汽车各子板块利润分配

- ◆ 从利润分配来看：25Q2锂电池中游占比同比显著提升，整车占比同比减少。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）

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

1 25Q2：新能源汽车各环节收入、归母净利润增速

- ◆ 25Q2归母净利润同比增速看：正极>锂电设备>铜箔>添加剂>铁锂正极>负极>汽车核心零部件>锂电池中游>电池>隔膜>三元正极>结构件>三元前驱体>碳酸锂>整车>铝箔。
- ◆ 25Q2归母净利润环比增速看：三元正极>铜箔>正极>添加剂>负极>锂电设备>汽车核心零部件>隔膜>电池>锂电池中游>三元前驱体>整车>六氟磷酸锂及电解液>铁锂正极>结构件>铝箔>碳酸锂。

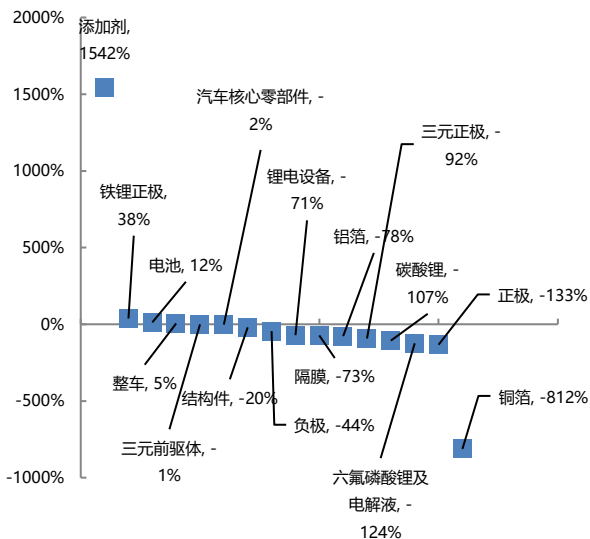
图表：新能源汽车板块各环节收入、归母净利润

各个环节	营业收入（亿元）								归属母公司股东净利润（亿元）							
	2024年	24年同比	2025Q1	25Q1同比	25Q1环比	2025Q2	25Q2同比	25Q2环比	2024年	24年同比	2025Q1	25Q1同比	25Q1环比	2025Q2	25Q2同比	25Q2环比
新能源汽车板块	35301.3	2%	7902	9%	-26%	9,316.9	10%	18%	1423.9	-21%	409.1	38%	41%	444.3	1%	9%
碳酸锂	953.3	-40%	211.4	-3%	-17%	239.0	-6%	13%	-20.2	-107%	14.6	174%	177%	9.4	7%	-36%
锂电池中游	11293.2	-8%	2763.2	13%	-12%	3,098.9	9%	12%	671.8	-10%	205.6	31%	63%	241.6	23%	18%
隔膜	543.9	-8%	130.4	17%	-15%	166.3	22%	28%	20.6	-73%	9.5	-1%	230%	11.7	19%	23%
六氟磷酸锂及电解液	433.7	-15%	113.9	23%	3%	122.3	8%	7%	-8	-124%	3.9	29%	124%	3.7	-8%	-3%
电池	6194.7	-6%	1439.4	8%	-18%	1,653.6	8%	15%	585.8	12%	157.2	26%	3%	186.6	22%	19%
正极	1000	-38%	252	17%	-7%	294.8	16%	17%	-22.6	-133%	-1.1	45%	93%	0.8	127%	169%
铁锂正极	565.3	-36%	156.7	39%	1%	171.7	11%	10%	-24.8	38%	-1.6	36%	88%	-1.8	65%	-9%
三元正极	434.8	-40%	95.3	-7%	-17%	123.0	23%	29%	2.3	-92%	0.5	-1%	123%	2.6	18%	407%
三元前驱体	1374.8	2%	386.1	16%	11%	386.1	8%	0%	54.9	-1%	19.7	56%	153%	19.7	13%	0%
添加剂	193.3	7%	42.7	-9%	-12%	43.3	-13%	1%	4.3	1542%	0.7	-8%	-58%	1.7	66%	150%
负极	593.7	-17%	151.9	19%	-10%	178.0	19%	17%	29.1	-44%	10.7	40%	489%	14.3	36%	34%
铜箔	213	27%	60.3	57%	-8%	66.2	26%	10%	-8.3	-812%	-0.1	95%	96%	0.3	117%	325%
铝箔	306	25%	79.2	24%	-4%	80.9	0%	2%	1.1	-78%	0.8	506%	199%	0.6	-65%	-29%
结构件	574.4	11%	139.5	16%	-14%	146.2	6%	5%	26.7	-20%	9.3	38%	114%	7.9	15%	-15%
汽车核心零部件	1641.8	14%	418.2	19%	-8%	477.0	12%	14%	127	-2%	37.3	31%	36%	46.5	24%	25%
整车	21413	10%	4509.1	7%	-35%	5,502.0	11%	22%	645.3	5%	151.6	16%	-2%	146.8	-26%	-3%
锂电产业链（上游+中游）	12246.5	-12%	2974.6	11%	-12%	3,337.9	8%	12%	651.6	-38%	220.2	61%	106%	251.0	23%	14%
锂电设备	449.7	-21%	102.1	-7%	-1%	139	14%	36%	12.1	-71%	10.5	-9%	204%	13.8	123%	31%

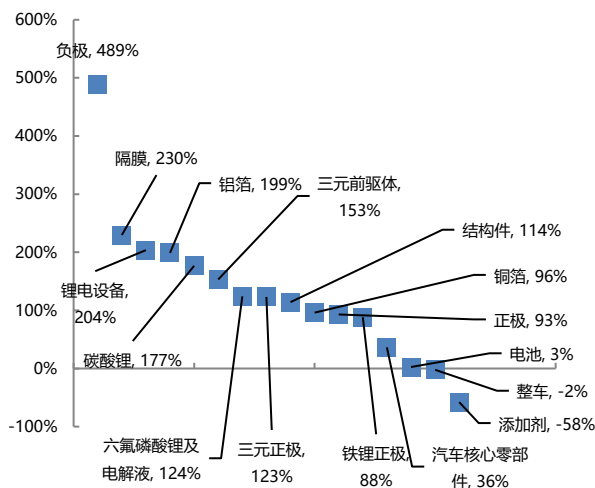
1 分子板块：触底环节同比改善明显，包括设备、铜箔、正极等

- ◆ **25Q2归母净利润环比增速排序**为三元正极407%>铜箔325%>正极169%>添加剂150%>负极34%>锂电设备31%>汽车核心零部件25%>隔膜23%>电池19%>三元前驱体0%>整车-3%>六氟磷酸锂及电解液-3%>铁锂正极-9%>结构件-15%>铝箔-29%>碳酸锂-36%。
- ◆ **25Q2归母净利润同比增速排序**为正极127%>锂电设备123%>铜箔117%>添加剂66%>铁锂正极65%>负极36%>汽车核心零部件24%>锂电池中游23%>电池22%>隔膜19%>三元正极18%>结构件15%>三元前驱体13%>碳酸锂7%>六氟磷酸锂及电解液-8%>整车-26%>铝箔-65%。

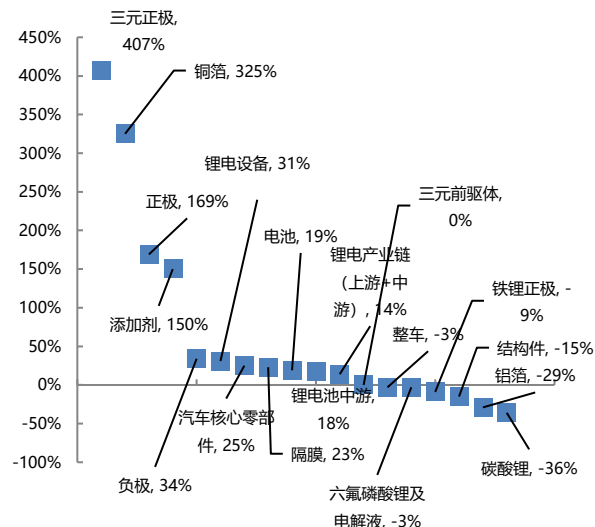
图：24年各子板块归母净利润同比增速表现



图：25Q1各子板块归母净利润环比增速表现



图：25Q2各子板块归母净利润环比增速表现



2 碳酸锂：25H1盈利同比大幅提升，Q2锂价下行利润环比下降

- ◆ 25H1碳酸锂板块归母净利润提升，费用控制优异，但25Q2盈利环比下滑；Q2资金压力有所缓解，资本开支同环比双降。
- 1) 收入和归母净利润：25H1碳酸锂板块营收450亿元，同减5%，归母净利润24亿元，同增319%，25Q2板块营收239亿元，同减6%，环增13%；归母净利润9.4亿元，同增7%，环减36%。2) 毛利率和净利率：25H1毛利率25.1%，同减3pct；归母净利率5.3%，同增7.6pct，25Q2毛利率24%，同降8pct，环减2.3pct；归母净利率3.9%，同增0.5pct，环减3pct。3) 费用率控制：25H1期间费用率11.6%，同降0.4pct；25Q2期间费用率10.5%，同减0.3pct，环减2.3pct。4) 存货：25H1末存货为282亿元，较年初增加7%；5) 现金流：25H1经营活动净现金流87.9亿元，同减28%，25Q2经营活动净现金流99.2亿元，同增70%，环增981%；6) 资金压力：25Q2末无息在手现金-10亿元，较年初减少168%，而24Q2营运资本158亿元。7) 资本开支：Q2资本开支54.1亿，同环比-22%/-22%。

图表：2025年H1碳酸锂板块情况（亿元）

	2025Q2	25Q2同比	25Q2环比	25H1	25H1同比	25H1环比
营业收入（亿元）	239	-6%	13%	450	-5%	-6%
归母净利润（亿元）	9.4	7%	-36%	24.0	319%	360%
毛利率	24.0%	-8.0%	-2.3%	25.1%	-3.0%	-1.1%
归母净利率	3.9%	0.5%	-3.0%	5.3%	7.6%	7.2%
费用率	10.5%	-0.3%	-2.3%	11.6%	-0.4%	-1.1%
经营活动净现金流（亿元）	99.2	70%	981%	87.9	-28%	-30%

	2024Q4	2025Q1	2025Q2	25Q2较年初增长
应收账款（亿元）	101	99	106	5%
预收款项（亿元）	39	43	44	13%
存货（亿元）	263	284	282	7%
无息在手现金（亿元）	15	-50	-10	-168%
营运资本（亿元）	504	536	539	7%

2 碳酸锂：25Q2锂矿企业持续降本，下半年价格中枢上移

◆ 25Q2锂价下行盈利承压，下半年价格中枢上移。天齐锂业25H1归母净利0.8亿元，同增102%，25Q2归母净利-0.2亿元，同增98%，环减119%。赣锋锂业25H1归母净利-5.3亿元，同增30%，25Q2归母净利2.1亿元，同增30%，环减9%，主要是非经常性损益波动。永兴材料降本成效显著，25Q2归母净利2.1亿，同环比-30%/+9%。中矿资源受铜冶炼业务亏损影响，25Q2归母净利-0.5亿，同环比-121%/-134%。预计25H2碳酸锂价格8万元/吨左右震荡，价格弹性可观。

图表：2025年H1碳酸锂主要厂商营收和利润情况（亿元）

新能源汽车板块		收入					归母净利润				
上游材料		2025H1	同比	2025Q2	同比	环比	2025H1	同比	2025Q2	同比	环比
002466.SZ	天齐锂业	48	-25%	22	-41%	-13%	0.8	102%	-0.2	98%	-119%
002460.SZ	赣锋锂业	84	-13%	46	2%	22%	-5.3	30%	-1.8	45%	51%
002497.SZ	雅化集团	34	-13%	19	-9%	23%	1.4	33%	0.5	-39%	-35%
002176.SZ	江特电机	10	36%	5	13%	-5%	-1.1	-78%	-0.7	-111%	-65%
002756.SZ	永兴材料	37	-18%	19	-13%	7%	4.0	-48%	2.1	-30%	9%
600499.SH	科达制造	82	49%	44	51%	17%	7.5	64%	4.0	178%	15%
002240.SZ	盛新锂能	16	-37%	9	-32%	35%	-8.4	-350%	-6.9	-1487%	-344%
300390.SZ	天华新能	35	-7%	18	-10%	5%	-1.6	-119%	-1.6	-148%	-4977%
000762.SZ	西藏矿业	1	-66%	1	-73%	-3%	-0.2	-114%	0.0	-102%	86%
002738.SZ	中矿资源	33	35%	17	34%	13%	0.9	-81%	-0.5	-121%	-134%
000792.SZ	盐湖股份	68	-6%	37	-19%	17%	25.2	14%	13.7	7%	20%
002192.SZ	融捷股份	3	21%	2	24%	119%	0.9	-49%	0.7	-53%	226%
合计		450	-5%	239	-6%	13%	24.0	319%	9.4	7%	-36%

3 锂电池中游： Q2盈利能力持续改善

- ◆ 锂电池中游板块：25Q2盈利能力持续改善。1) 收入和归母净利润：25Q2锂电池中游板块实现营业收入3099亿元，同比上升9%，归母净利润241.6亿元，同比增长23%/18%；2) 毛利率和净利率：25Q2毛利率18%，同比降低0.6pct，净利率8%，同比增长0.9pct；3) 费用率控制：25Q2期间费用率8.7%，同比降低1.2pct，环比降低0.6pct；4) 存货增加：25Q2末存货2428亿元，较年初增长14%。5) 现金流：25Q2经营活动净现金流488.6亿元，同比增长56%，环比增长52%。6) 资金压力：25Q2末营运资本3498亿元，较年初增长14%。

图表： 25Q1、25Q2锂电池中游板块情况 (亿元)

	2024年	24年同比	25Q1	25Q1同比	25Q1环比	25Q2	25Q2同比	25Q2环比
营业收入 (亿元)	11293	-8%	2763	13%	-12%	3,099	9%	12%
归母净利润 (亿元)	672	-10%	206	31%	63%	241.6	23%	18%
毛利率	17%	0%	17%	-1%	4%	18.0%	-0.6%	0.6%
归母净利率	6%	-0%	8%	1%	4%	7.8%	0.9%	-0.2%
费用率	10%	-0%	9%	2%	3%	8.7%	-1.2%	-0.6%
经营活动净现金流 (亿元)	1614	-4%	321	27%	-51%	488.6	56%	52%

	24Q4末的情况	24Q4末较年初增长	25Q1末的情况	25Q1末较年初增长	25Q2末的情况	25Q2末较年初增长
应收账款 (亿元)	2375	4%	2453	3%	2581	2%
合同负债 (亿元)	416	8%	531	28%	515	24%
存货 (亿元)	2128	11%	2287	7%	2,428	14%
无息在手现金 (亿元)	939	3%	945	1%	1178	26%
营运资本 (亿元)	3318	15%	3243	-2%	3498	14%

3 锂电池中游：Q2盈利能力持续改善

- ◆ **锂电池中游板块：25Q2盈利持续改善：**25Q2三元前驱体盈利相对稳定；隔膜、电池、负极板块盈利保持韧性，正极、铜箔板块盈利同环比高增，铝箔、六氟及电解液环节盈利同环比降低。

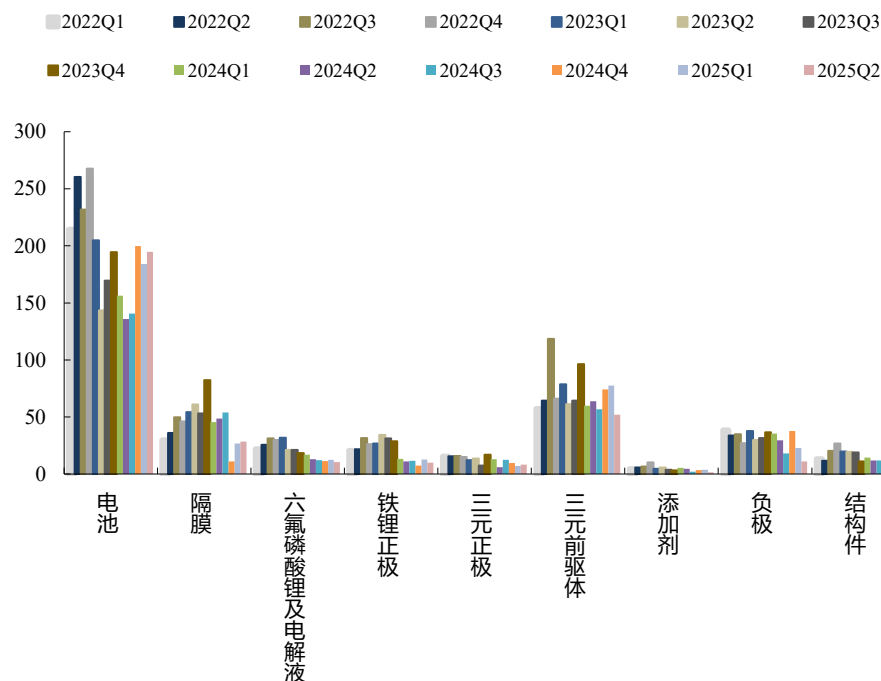
图表：25Q1、25Q2锂电池中游分板块情况（亿元）

分项	25Q1营收 (亿元)	同比增速 (%)	环比增速 (%)	归母净利润 (亿元)	同比增速 (%)	环比增速 (%)	25Q2营收 (亿元)	同比增速 (%)	环比增速 (%)	归母净利润 (亿元)	同比增速 (%)	环比增速 (%)
锂电池中游	2763	13%	-12%	206	31%	63%	3,098.9	9%	12%	241.6	23%	18%
隔膜	130	17%	-15%	10	-1%	230%	166.3	22%	28%	11.7	19%	23%
六氟磷酸锂及电解液	114	23%	3%	4	29%	124%	122.3	8%	7%	3.7	-8%	-3%
电池	1439	8%	-18%	157	26%	3%	1,653.6	8%	15%	186.6	22%	19%
正极	252	17%	-7%	-1	45%	93%	294.8	16%	17%	0.8	127%	169%
铁锂正极	157	39%	1%	-2	36%	88%	171.7	11%	10%	-1.8	65%	-9%
三元正极	95	-7%	-17%	1	-1%	123%	123.0	23%	29%	2.6	18%	407%
三元前驱体	386	16%	11%	20	56%	153%	386.1	8%	0%	19.7	13%	0%
添加剂	43	-9%	-12%	1	-8%	-58%	43.3	-13%	1%	1.7	66%	150%
负极	152	19%	-10%	11	40%	489%	178.0	19%	17%	14.3	36%	34%
铜箔	60	57%	-8%	0	95%	96%	66.2	26%	10%	0.3	117%	325%
铝箔	79	24%	-4%	1	506%	199%	80.9	0%	2%	0.6	-65%	-29%
结构件	139	16%	-14%	9	38%	114%	146.2	6%	5%	7.9	15%	-15%

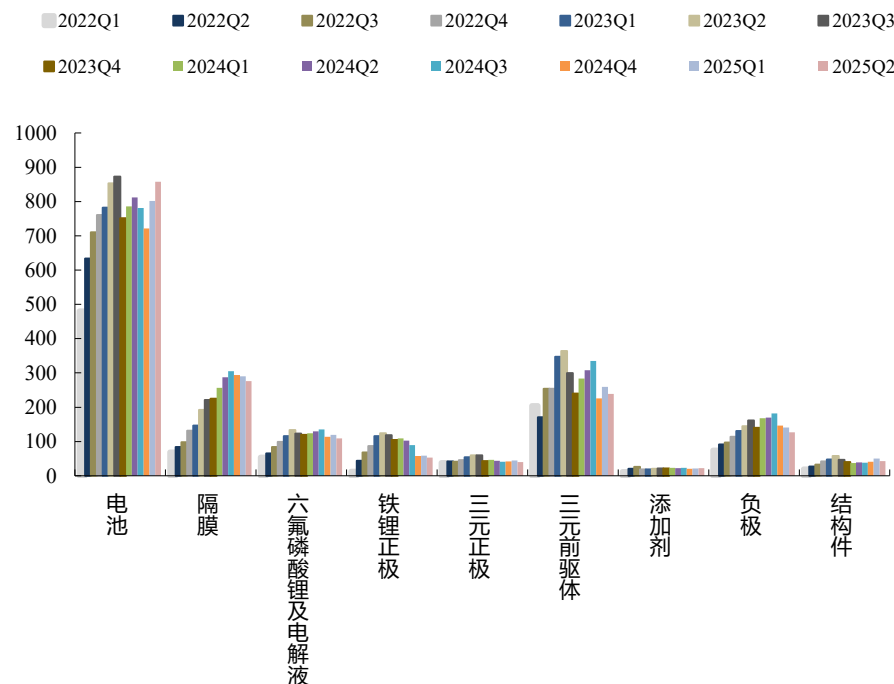
3 锂电池中游：电池等环节资本开支有所恢复，中游材料缩减资本开支

- 最近2季度电池、隔膜资本开支有所恢复，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。
- 盈利改善和转固节奏影响下，部分环节在建工程阶段性增加。25Q2铁锂正极、三元前驱体、负极等环节在建工程环比降幅较大，且均较高点明显下降，电池环比增加。

图：各环节22Q1-25Q2资本开支变化



图：各环节22Q1-25Q2在建工程变化



分板块2025H1业绩总结

- ◆ **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

4 电池：盈利能力表现亮眼，锂电环节中最为稳健

- ◆ 锂电环节中，电池盈利相对亮眼，龙头厂商盈利稳定，二线厂商盈利有所恢复。电池板块25年H1实现营收3093亿元，同增8%，归母净利润343.8亿元，同增24%；25年Q2营收1654亿元，同环比8%/15%，归母净利润186.6亿元，同环比22%/19%。其中宁德时代对板块贡献最大，25年H1归母净利润304.9亿元，在电池板块中占比88.7%。
- ◆ 25年H1原材料价格下行，电池价格企稳，盈利能力稳中有升。25年H1毛利率21.3%，同比-1.1pct，归母净利率11.1%，同比1.4pct，费用率9.1%，同比-2.7pct；25年Q2毛利率21.4%，同环比-1.0/+0.3pct，归母净利率11.3%，同环比+1.3/+0.4pct，费用率8.6%，同环比-2.0/-1.0pct。
- ◆ 25Q2在建工程较年初增长19%，无息在手现金增加18%。25年Q2末应收账款1334亿元，较年初增长1%；预收款420亿元，较年初增长31%；存货1222亿元，较年初增加19%；在建工程858亿元，较年初增长19%；无息在手现金2366亿元，较年初增长18%；运营资本2541亿元，较年初增加18%。

表：2025年H1电池板块情况（亿元）

	2025H1	2025H1同比	2025H1环比	2025Q1	2025Q2	2025Q2同比	2025Q2环比
营业收入（亿元）	3,093	8%	-7%	1,439	1,654	8%	15%
归母净利润（亿元）	343.8	24%	12%	157.2	186.6	22%	19%
毛利率	21.3%	-1.1%	1.6%	21.1%	21.4%	-1.0%	0.3%
归母净利率	11.1%	1.4%	1.9%	10.9%	11.3%	1.3%	0.4%
费用率	9.1%	-2.7%	-1.5%	9.7%	8.6%	-2.0%	-1.0%
经营活动净现金流（亿元）	663.3	33%	-6%	345.3	318.0	62%	-8%
资本开支（亿元）	378.9	30%	11%	184.2	194.7	43%	6%

	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q2较年初增长
应收账款（亿元）	1317	1265	1334	1%
预收款项（亿元）	321	422	420	31%
存货（亿元）	1,031	1,107	1,222	19%
在建工程（亿元）	721	802	858	19%
无息在手现金（亿元）	2013	2185	2366	18%
营运资本（亿元）	2152	2330	2541	18%

4 电池：龙头盈利优势维持，二线电池厂盈利有所改善

◆ 宁德时代Q2单wh盈利0.09元，二三线盈利有所改善。宁德时代25年H1收入1789亿元，同增7%，25年Q2收入942亿元，同增8%；25年H1归母净利润304.9亿元，同增33%，25年Q2归母净利润165.2亿元，同环比+34%/+18%。25年H1对应单wh利润0.09元，盈利水平相对稳定；二线电池厂中，部分厂商动力电池盈利恢复，亿纬锂能25年H1归母净利润16.1亿元，同减25%，25年Q2归母净利润5.0亿元，同环比-53%/-54%，25年Q2单Wh利润0.02-0.03元；其余二三线电池厂盈利也有所改善。

表：2025年H1电池板块情况（亿元）

新能源汽车板块		收入					归母净利润				
电池		2025H1	同比	2025Q2	同比	环比	2025H1	同比	2025Q2	同比	环比
300750.SZ	宁德时代	1,789	7%	942	8%	11%	304.9	33%	165.2	34%	18%
300068.SZ	南都电源	39	-32%	28	1%	144%	-2.3	-225%	0.3	-67%	113%
002074.SZ	国轩高科	194	15%	103	11%	14%	3.7	35%	2.7	32%	164%
300014.SZ	亿纬锂能	282	30%	154	25%	20%	16.1	-25%	5.0	-53%	-54%
300207.SZ	欣旺达	270	13%	147	14%	20%	8.6	4%	4.7	-7%	22%
688567.SH	孚能科技	44	-38%	20	-50%	-13%	-1.6	15%	-0.1	-135%	94%
688772.SH	珠海冠宇	61	14%	36	29%	44%	1.2	15%	1.4	53%	693%
688063.SH	派能科技	11	34%	8	60%	93%	0.1	-30%	0.5	228%	236%
002245.SZ	蔚蓝锂芯	37	22%	20	22%	16%	3.3	99%	1.9	98%	35%
300438.SZ	鹏辉能源	43	14%	26	20%	54%	-0.9	-312%	-0.4	-271%	4%
688819.SH	天能股份	209	-3%	107	-13%	4%	8.7	-27%	4.5	-35%	7%
301327.SZ	华宝新能	16	43%	9	65%	29%	1.2	68%	0.4	-14%	-56%
000049.SZ	德赛电池	98	9%	54	12%	23%	1.0	-9%	0.5	-23%	0%
合计		3093	8%	1654	8%	15%	343.8	24%	186.6	22%	19%

4 电池：龙头经营性现金流亮眼，二线电池厂现金流分化

◆ 宁德时代现金流持续亮眼，二三线厂商整体增长，资本开支同比增长。宁德时代25年H1经营性现金流净额586.9亿元，同增31%，现金流持续充沛，资本开支202.1亿元，同比46%，扩产稳健推进；亿纬锂能25年H1经营性现金流净额23.7亿元，同增661%，资本开支44.3亿元，同增104%；国轩高科、孚能科技、蔚蓝锂芯、南都电源、珠海冠宇、德赛电池25年H1现金流增长，华宝新能、鹏辉能源现金流为负，整体看二三线厂商消费类支撑现金流，动储类现金流仍有部分压力。

表：2025年H1电池板块情况（亿元）

新能源汽车板块		经营性现金流净额					资本开支				
电池		2025H1	同比	2025Q2	同比	环比	2025H1	同比	2025Q2	同比	环比
300750.SZ	宁德时代	586.9	31%	258.2	58%	-21%	202.1	46%	98.7	46%	-5%
300068.SZ	南都电源	5.9	234%	8.9	496%	400%	6.8	-27%	3.5	111%	7%
002074.SZ	国轩高科	3.2	80%	2.0	83%	55%	39.3	-1%	22.0	69%	26%
300014.SZ	亿纬锂能	23.7	661%	14.8	-28%	66%	44.3	104%	24.1	89%	20%
300207.SZ	欣旺达	10.4	-40%	-4.9	-149%	-132%	41.7	28%	22.3	69%	15%
688567.SH	孚能科技	1.3	123%	2.5	-55%	300%	1.4	-86%	-0.4	-105%	-124%
688772.SH	珠海冠宇	8.5	2%	3.5	58%	-32%	19.1	43%	10.6	54%	26%
688063.SH	派能科技	3.0	-36%	1.5	-41%	2%	1.9	-21%	1.2	25%	77%
002245.SZ	蔚蓝锂芯	7.4	86%	4.1	926%	23%	4.9	59%	2.1	270%	-24%
300438.SZ	鹏辉能源	-1.5	47%	0.7	134%	130%	3.1	9%	1.5	12%	-4%
688819.SH	天能股份	14.2	-24%	28.0	1578%	302%	8.4	-29%	6.6	37%	263%
301327.SZ	华宝新能	-5.6	-521%	-1.3	-209%	71%	0.6	148%	0.5	188%	543%
000049.SZ	德赛电池	6.0	65%	0.1	102%	-99%	5.3	-13%	2.0	-48%	-39%
合计		663.3	33%	318.0	62%	-8%	378.9	30%	194.7	43%	6%

4 电池：龙头在手现金充足，二三线部分公司持续恶化

◆ 在建工程有所增长，龙头厂商无息现金充足，而二线电池厂有一定资金压力。龙头厂商无息现金与营运资本双高，反映其流动性好、短期财务风险低，而部分二线电池厂存在营运资本高、现金为负的情况，可能是短期应收账款、存货过多的结果。宁德时代25年Q2末在建工程350.9亿元，较年初增长18%，无息现金2596.3亿元，较年初增长27%，运营资本1929.7亿元，较年初增长20%；亿纬锂能25年Q2末在建工程122.7亿元，较年初增长32%，无息现金-115.7亿元，亏损较年初扩大103%，运营资本14.1亿元，较年初压力缓解。

表：2025年H1电池板块情况（亿元）

新能源汽车板块		在建工程				无息在手现金				运营资本			
电池		2024Q4	2025Q1	2025Q2	25Q2较年初增长	2024Q4	2025Q1	2025Q2	25Q2较年初增长	2024Q4	2025Q1	2025Q2	25Q2较年初增长
300750.SZ	宁德时代	297.5	352.2	350.9	18%	2049.4	2302.2	2596.3	27%	1929.7	2020.9	2317.0	20%
300068.SZ	南都电源	10.6	12.2	13.9	31%	-52.4	-53.9	-53.7	2%	-5.3	-9.1	-11.3	113%
002074.SZ	国轩高科	148.0	159.0	178.6	21%	-166.4	-191.2	-229.3	38%	-68.1	-55.4	-67.1	-2%
300014.SZ	亿纬锂能	93.1	110.0	122.7	32%	-57.1	-87.3	-115.7	-103%	-18.5	39.9	14.1	+176%
300207.SZ	欣旺达	81.3	91.8	103.7	28%	23.3	16.2	-14.7	-163%	47.7	52.8	39.9	-16%
688567.SH	孚能科技	28.9	12.5	10.0	-66%	35.8	38.0	27.4	-23%	15.8	15.9	13.2	-16%
688772.SH	珠海冠宇	18.8	21.6	38.2	103%	-28.5	-27.6	-40.2	41%	11.9	10.1	-5.5	-146%
688063.SH	派能科技	2.8	2.4	0.2	-93%	62.7	64.3	63.9	2%	67.4	67.5	67.3	0%
002245.SZ	蔚蓝锂芯	15.0	16.0	16.6	11%	0.7	2.0	2.6	269%	21.4	21.8	22.1	4%
300438.SZ	鹏辉能源	8.4	6.0	10.9	29%	-8.7	-14.3	-14.9	71%	-1.8	8.0	-0.4	-76%
688819.SH	天能股份	15.1	16.3	9.4	-38%	111.9	96.7	113.0	1%	55.0	59.6	60.1	9%
301327.SZ	华宝新能	0.1	0.0	0.2	47%	51.8	46.6	42.5	-18%	59.8	60.7	59.2	-1%
000049.SZ	德赛电池	1.9	2.2	2.8	42%	-9.7	-6.6	-11.1	15%	37.1	37.2	31.9	-14%
合计		721.5	802.0	857.8	-	2012.7	2185.4	2366.0	-	2152.2	2330.0	2540.7	-

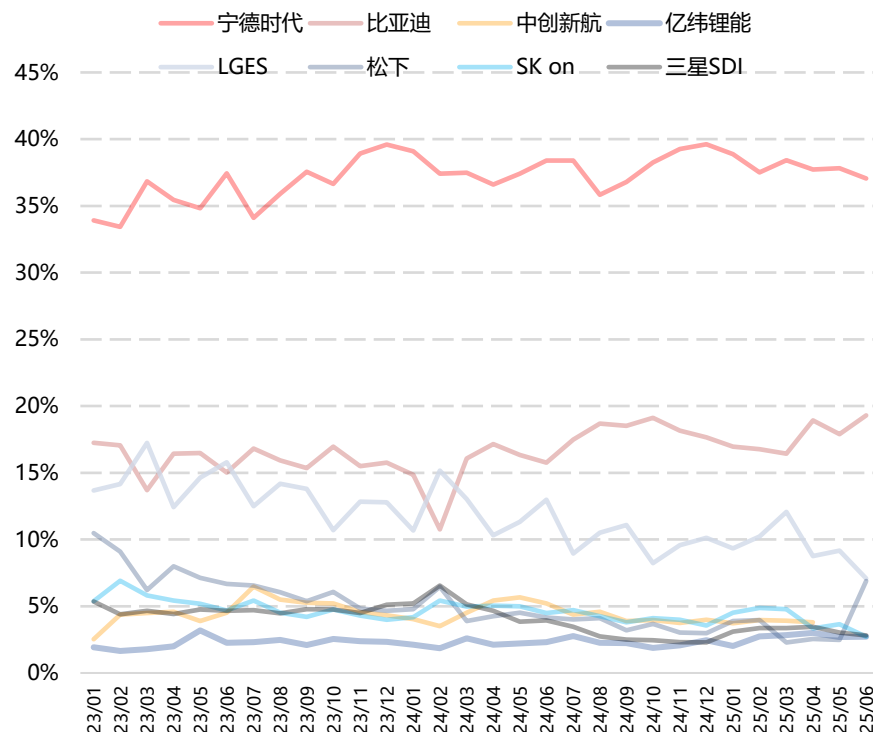
4 电池-全球份额：宁德时代竞争优势突出，二线动力份额稳定

- ◆ **宁德时代龙头地位稳固，25年H1全球市占率37.8%，同增0.1pct。**25年H1宁德时代全球装机190.9GWh，份额37.8%，同增0.1pct，龙头地位稳固；比亚迪位列第二，装机89.9GWh，份额17.8%，同比2.4pct，受益于新平台+智驾车型推出，销量持续亮眼；LG新能源装机47.2GWh，份额9.4%，同减2.9pct；二线电池厂中，中创新航、亿纬锂能、国轩高科等份额基本稳定。

表：动力电池厂商全球装机量 (GWh)

Top10	简写	25年6月	占比	环比 (pct)	25年累计	占比	同比 (pct)
1	宁德时代	38.2	37.1%	-0.8	190.9	37.8%	0.1
2	比亚迪	19.9	19.3%	1.4	89.9	17.8%	2.4
3	LG新能源	7.3	7.1%	-2.1	47.2	9.4%	-2.9
4	中创新航	4.9	4.8%	-0.6	21.8	4.3%	-0.5
5	SK on	2.8	2.7%	-0.9	19.6	3.9%	-0.9
6	松下	7.1	6.9%	4.4	18.8	3.7%	-0.8
7	国轩高科	4.1	4.0%	0.5	17.9	3.5%	0.9
8	三星SDI	2.9	2.8%	-0.2	16.0	3.2%	-1.6
9	亿纬锂能	2.8	2.7%	0.0	13.6	2.7%	0.5
10	蜂巢能源	2.4	2.3%	-0.3	12.9	2.6%	0.9
全球总量		103.1	100.0%	-	504.4	100.0%	-

图：动力电池厂商全球市占率



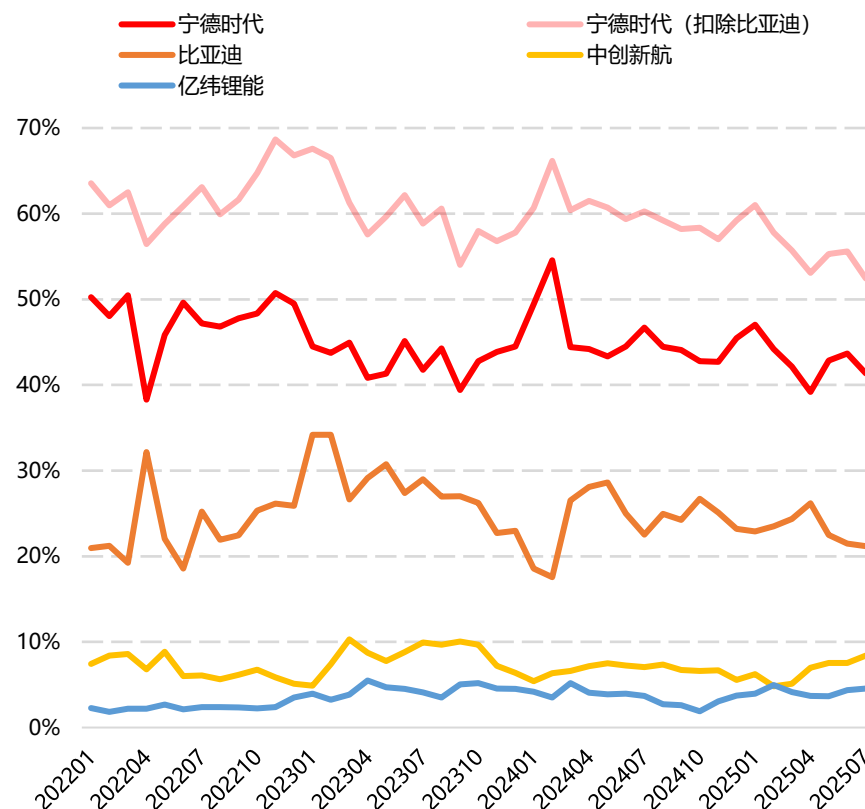
4 电池-国内份额：宁德时代占率43%，比亚迪略降，二线份额上升

- ◆ 宁德时代25年装机份额近43%，比亚迪份额同减1.5pct，二线份额有所上升。25年1-7月宁德时代国内装机151.7GWh，份额42.8%，同减3.7pct；比亚迪位列第二，装机82.2GWh，份额23.2%，同减1.5pct；二线电池厂中，国轩高科份额5.1%，同增1.5pct，正力新能源份额2.1%，同增0.5pct，吉曜通行份额2.0%，同增0.8pct。

表：动力电池厂商国内装机量 (GWh，不含出口)

Top10	简写	25年7月	占比	环比 (pct)	25年累计	占比	同比 (pct)
1	宁德时代	23.11	41.34%	-2.33	151.72	42.8%	-3.7
2	比亚迪	11.83	21.16%	-0.31	82.19	23.2%	-1.5
3	中创新航	4.69	8.39%	0.84	24.15	6.8%	-0.1
4	国轩高科	2.70	4.83%	-0.19	18.18	5.1%	1.5
5	亿纬锂能	2.54	4.54%	0.19	14.75	4.2%	0.1
6	欣旺达	2.24	4.01%	0.29	11.31	3.2%	0.2
7	蜂巢能源	1.70	3.04%	0.98	10.11	2.8%	-0.2
8	瑞浦能源	1.25	2.24%	0.04	7.84	2.2%	+0.4
9	正力新能	1.57	2.81%	0.60	7.52	2.1%	+0.5
10	吉曜通行	1.05	1.88%	-	7.17	2.0%	+0.8
国内总量		55.9	100.0%	-	355.4	100.0%	-

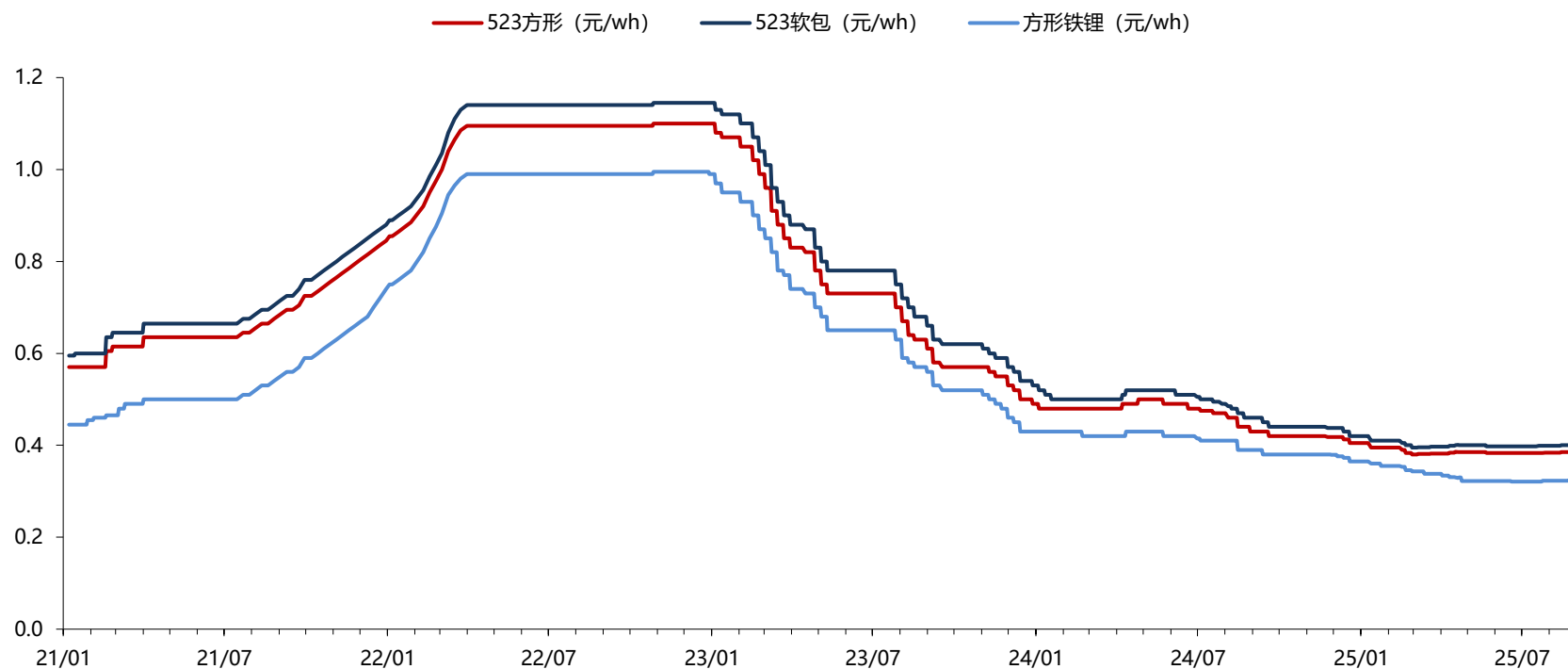
图：动力电池厂商国内市占率 (%，不含出口)



4 电池：动储电芯价格已企稳，电池价格底部明确

- ◆ **动储电芯价格已企稳，电池价格底部明确。** 25年8月，国内报价来看，523方形电芯价格维持0.38元/Wh，方形铁锂电芯价格维持0.32元/Wh，价格基本稳定，龙头产品价格仍有溢价5-15%。二季度看，宁德时代盈利0.09元/Wh，亿纬锂能预计盈利0.02-0.03元/Wh，中创新航、国轩高科均略有提升，主要系原材料价格下行，产能利用率提升。

图 国内三元电芯及铁锂电芯均价变化（含税，元/Wh）



4 电池：龙头具备产品和成本优势，二三线盈利有所改善

◆ 宁德时代Q2单wh盈利0.09元，二三线盈利有所改善。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，孚能科技亏损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。

表：宁德时代与二线电池企业盈利水平差异

公司	项目	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	2024年
宁德时代	收入 (亿)	798	870	923	1030	847	942	3621
	电池收入 (亿)	688	727	805	884	723	857	3104
	出货量 (gwh)	95	110	123	146	122	148	474
	均价 (含税, 元/wh)	0.82	0.75	0.74	0.69	0.69	0.65	0.74
	毛利率	27.5%	27.1%	30.9%	22.8%	22.3%	23.5%	24.50%
	单瓦净利 (元/wh)	0.09	0.10	0.12	0.08	0.08	0.09	0.10
亿纬锂能	收入 (亿)	93	123	124	146	128	154	486
	电池收入 (亿)	72	96	97	117	106	125	382
	出货量 (gwh)	13.5	21.0	21.9	24.3	22.5	27.3	80.7
	均价 (含税, 元/wh)	0.60	0.52	0.50	0.54	0.53	0.52	0.54
	毛利率	17.6%	15.6%	19.0%	17.5%	17.2%	17.5%	17.41%
	单瓦净利 (元/wh)	0.02	0.01	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
欣旺达	收入 (亿)	110	129	144	177	123	147	560
	动力收入 (百万)	24	38	40	49	33	43	151
	出货量 (gwh)	4	5	5	7	7	9	21
	均价 (含税, 元/wh)	0.8	0.8	0.6	0.5	0.4	0.4	0.82
	毛利率	16.5%	16.6%	15.1%	13.4%	12.8%	9.6%	15.20%
	单瓦净利 (元/wh)	-0.10	-0.08	-0.08	-0.03	-0.07	-0.05	-0.08
国轩高科	收入 (亿)	75	93	84	102	91	103	354
	动力收入 (亿)	73	90	81	99	88	100	343
	出货量 (gwh)	12	15	16	21	18	22	64
	均价 (含税, 元/wh)	0.69	0.68	0.60	0.59	0.55	0.52	0.61
	毛利率	17.9%	17.8%	18.3%	18.1%	18.3%	14.8%	18.0%
	单瓦利润 (元/wh)	0.00	0.01	0.01	0.01	0.005	0.011	0.01
孚能科技	收入 (亿)	29	41	22	25	23	20	117
	动力收入 (亿)	29	41	22	25	23	20	117
	出货量 (gwh)	4	4	3	3	4	6	14
	均价 (含税, 元/wh)	0.94	0.90	0.87	0.90	0.73	0.36	0.95
	毛利率	11.9%	14.6%	14.2%	2.6%	12.0%	14.0%	-6.2%
	单瓦利润 (元/wh)	-0.05	0.00	-0.05	-0.02	-0.04	-0.01	-0.03
派能科技	收入 (亿)	4	5	6	6	4	8	20
	单价 (含税, 元/wh)	1.74	1.67	1.48	1.27	1.11	0.92	1.49
	毛利率	35.8%	38.5%	33.0%	13.0%	14.2%	20.6%	28.94%
	-出货量 (Mmh)	250	321	421	529	401	927	1521
	-单wh利润 (wh/元)	0.02	0.03	0.02	0.01	-0.10	0.06	0.02

4 海外电池厂：盈利有所提升，剔除IRA补贴后，仍处于微利或亏损水平

- ◆ 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%	4.2%	2.3%
LGES	320	309	289	-9.7%	-11.2%	10	18	26	152.0%	31.3%	3.2%	6.0%	8.8%	5.7%	2.9%
三星SDI	201	147	154	-23.5%	-0.6%	11	-22	-22	-307.2%	4.7%	5.4%	-15.2%	-14.6%	-19.9%	0.6%
松下	95	110	106	3.5%	-3.8%	10	12	15	46.8%	25.9%	10.2%	11.1%	14.5%	4.3%	3.4%
SKI	81	79	110	36.0%	38.5%	-24	-15	-3	85.5%	76.6%	-29.6%	-18.6%	-3.2%	26.5%	15.5%

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%	3.3%	1.1%
LGES	-13	-4	0	152.0%	31.3%	-4.1%	-1.3%	0.0%	4.1%	1.3%
三星SDI	11	-22	-22	转亏	4.7%	5.4%	-15.2%	-14.6%	-19.9%	0.6%
松下	2	0	4	49.0%	1794.1%	2.4%	0.2%	3.1%	0.7%	2.9%
SKI	-30	-23	-18	40.5%	23.8%	-36.8%	-29.3%	-16.1%	20.7%	13.2%

5 结构件：竞争格局稳定，龙头盈利稳健，二线盈利改善

- ◆ 2025H1结构件龙头延续稳健增长，行业盈利整体改善。结构件板块上半年实现营收286亿元，同比增长10%；归母净利润17亿元，同比增长27%。2025H1毛利率16.0%，同比+0.5pct；归母净利率6.0%，同比+0.8pct。
- ◆ 二季度收入环比回升，毛利率环比稳定。25Q2结构件行业实现营收146亿元，同比增长6%，环比增长5%；归母净利润8亿元，同比增长15%，环比-15%。25Q2毛利率16.0%，同比+0.7pct，环比+0.1pct；归母净利率5.4%，同比+0.4pct，环比-1.2pct。

图表：2025年H1及Q2结构件板块情况（亿元）

	2025H1	25H1同比	25Q1	25Q2	25Q2同比	25Q2环比
营业收入（亿元）	285.7	10.4%	139.5	146.2	5.6%	4.8%
归母净利润（亿元）	17.2	26.5%	9.3	7.9	15.1%	-14.7%
毛利率	16.0%	0.5%	16.0%	16.0%	0.7%	0.1%
归母净利率	6.0%	0.8%	6.6%	5.4%	0.4%	-1.2%
经营活动净现金流（亿元）	41.6	13.1%	19.9	21.7	3.3%	9.2%
费用率	8.7%	0%	8.5%	9.0%	0%	0.5%

	2024年底	25Q1末	25Q2末	25Q2末较年初增长
应收账款（亿元）	151.7	140.1	142.4	-6.1%
预收账款（亿元）	3.5	3.3	4.0	14.7%
存货（亿元）	89.1	92.5	93.3	4.7%
无息现金（亿元）	-52.3	-29.5	-26.0	50.2%
营运资本	108.3	111.7	116.0	7.2%

5 结构件：竞争格局稳定，龙头盈利稳健，二线盈利改善

◆ 龙头降本增效对冲降价影响，Q2盈利稳定，龙二盈利持续改善。科达利25Q2营收36亿元，同环比+23%/+20%，归母净利润4亿元，同环比+13%/-1%；震裕科技25Q2营收23亿元，同环比+33%/+26%，归母净利润1亿元，同环比+75%/+90%；斯莱克25Q2营收4亿元，同环比+19%/-27%，归母净利润-0.3亿元，同环比-1059%/-375%；东山精密25Q2实现营收84亿元，同环比-6%/-3%，归母净利润3亿元，同环比+11%/-34%。

表：2025年H1及Q2结构件板块主要厂商营收情况

新能源汽车板块		收入						归母净利润					
结构件		25H1	25H1同比	25Q1	25Q2	Q2同比	Q2环比	25H1	25H1同比	25Q1	25Q2	Q2同比	Q2环比
002850.SZ	科达利	66.4	22.0%	30.2	36.2	23.3%	19.9%	7.7	18.7%	3.9	3.8	12.5%	-1.4%
300953.SZ	震裕科技	40.5	29.2%	17.9	22.5	33.4%	25.7%	2.1	60.5%	0.7	1.4	74.7%	90.1%
300382.SZ	斯莱克	9.2	37.6%	5.3	3.9	19.4%	-27.3%	-0.2	-215.0%	0.1	-0.3	-1058.5%	-374.9%
002384.SZ	东山精密	169.6	2.0%	86.0	83.5	-6.0%	-2.9%	7.6	35.2%	4.6	3.0	11.4%	-33.7%
合计		285.7	10.4%	139.5	146.2	5.6%	4.8%	17.2	26.5%	9.3	7.9	15.1%	-14.7%

表：主要厂商利润拆分情况

代表公司	单位	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
科达利	收入	22.3	19.9	44.7	86.5	105.1	25.1	29.4	31.5	34.4	30.2	36.2
	毛利率	28%	28%	26%	24%	24%	22%	24%	23%	27%	22%	23%
	净利率	10%	9%	12%	11%	12%	12%	12%	12%	13%	13%	10%
震裕科技	收入	7.5	11.9	30.3	57.5	60.2	14.4	16.9	18.8	21.1	17.9	22.5
	毛利率	27%	26%	18%	12%	12%	13%	16%	11%	16%	13%	16%
	净利率	10%	11%	6%	2%	1%	4%	5%	2%	4%	4%	6%
	结构件业务收入	2.2	5.7	16.5	32.6	32.7	8.1	9.4	11.5	13.4	10.9	14.2
	结构件业务毛利率	13%	22%	17%	9%	9%	10%	14%	11%	11%	10%	15%
	结构件业务净利率					-12%	2%	2%	2%	3%	3%	5%
斯莱克	结构件业务收入				2.5	6.6	2.0	2.0	3.0	3.0	3.0	3.2
	结构件业务毛利率				3%	3%	0%	0%	-2%	-2%	0%	0%

5 结构件：龙头在手现金高增，二线整体承压

◆ **龙头现金流情况良好，二线仍承压。**科达利25Q2无息在手现金21.4亿元，较年初+66.9%，营运资本61.1亿元，较年初+9.9%；震裕科技25Q2无息在手现金-21.2亿元，较年初+17.6%，营运资本7.2亿元，较年初+14.0%；斯莱克25Q2无息在手现金-9.4亿元，较年初+13.0%，营运资本10.0亿元，较年初-11.2%；东山精密25Q2无息在手现金-16.8亿元，较年初+41.1%，营运资本37.8亿元，较年初+7.5%。整体来看，行业无息在手现金从24Q4的-52.3亿元回升至25Q2的-26.0亿元，营运资本则增至116亿元，较年初+7.2%。

图表：2025年H1及Q2结构件板块现金及营运资本情况（亿元）

新能源汽车板块		无息在手现金				营运资本			
结构件		24Q4	25Q1	25Q2	25Q2 较年初增长	24年Q4	25Q1	25Q2	25Q2 较年初增长
002850.SZ	科达利	12.8	20.7	21.4	66.9%	55.5	62.7	61.1	9.9%
300953.SZ	震裕科技	-25.7	-19.2	-21.2	17.6%	6.3	4.7	7.2	14.0%
300382.SZ	斯莱克	-10.9	-9.7	-9.4	13.0%	11.3	11.9	10.0	-11.2%
002384.SZ	东山精密	-28.5	-21.4	-16.8	41.1%	35.1	32.4	37.8	7.5%
合计		-52.3	-29.5	-26.0	-50.2%	108.3	111.7	116.0	7.2%

6 铁锂正极：龙头盈利稳中有升，二线维持亏损

- ◆ 2025H1铁锂亏损幅度同环比收窄。磷酸铁锂正极板块25年上半年实现营收329亿元，同比增长23%；归母净利润-3亿元，同比+55%。2025H1毛利率6.7%，同比+0.2pct；归母净利率-1.0%，同比+1.8pct。
- ◆ 二季度收入环比提升，盈利水平基本稳定。2025Q2实现营收172亿元，同比增长11%，环比增长10%；归母净利润-2亿元，同比+65%，环比-9%。25Q2毛利率7.0%，同比持平，环比+0.5pct；归母净利率-1.0%，同比+2.2pct，环比持平。

图表：2025年H1及Q2铁锂正极板块情况（亿元）

	2025H1	25H1同比	25Q1	25Q2	25Q2同比	25Q2环比
营业收入（亿元）	328.5	23.1%	156.7	171.7	11.2%	9.6%
归母净利润（亿元）	-3.4	54.9%	-1.6	-1.8	64.6%	-9.0%
毛利率	6.7%	0.2%	6.4%	7.0%	0.0%	0.5%
归母净利率	-1.0%	1.8%	-1.0%	-1.0%	2.2%	0.0%
经营活动净现金流（亿元）	-13.8	-192.1%	-18.1	4.4	-71.3%	124.1%
费用率	7.3%	-1.9%	7.8%	6.9%	-1.2%	-0.8%

	2024年底	25Q1末	25Q2末	25Q2末较年初增长
应收账款（亿元）	131.2	131.7	139.9	6.6%
预收账款（亿元）	2.5	3.1	2.2	-14.9%
存货（亿元）	74.4	82.9	83.0	11.6%
无息现金（亿元）	-115.5	-125.0	-136.6	18.3%
营运资本	-50.4	-26.9	-43.7	13.3%

6 铁锂正极：龙头盈利稳中有升，二线维持亏损

◆ 铁锂正极板块Q2龙头盈利好转，二线厂商维持亏损。湖南裕能25Q2营收76亿元，同环比+21%/+12%，归母净利润2.1亿元，同环比-9%/+124%；富临精工25Q2营收31亿元，同环比+49%/+16%，归母净利润0.5亿元，同环比-45%/-59%。德方纳米、万润新能、龙蟠科技、合纵科技等维持亏损，盈利承压。

表： 2025年H1及Q2铁锂正极板块主要厂商营收情况（亿元）

新能源汽车板块		收入						归母净利润					
铁锂正极		25H1	25H1同比	25Q1	25Q2	Q2同比	Q2环比	25H1	25H1同比	25Q1	25Q2	Q2同比	Q2环比
300769.SZ	德方纳米	38.8	-10.6%	20.0	18.8	-23.3%	-6.3%	-3.9	24.2%	-1.7	-2.2	32.5%	-33.8%
300432.SZ	富临精工	58.1	61.7%	27.0	31.2	48.5%	15.6%	1.7	32.4%	1.2	0.5	-44.9%	-59.0%
603906.SH	龙蟠科技	36.2	1.5%	15.9	20.3	-3.1%	27.5%	-0.9	61.5%	-0.3	-0.6	58.6%	-128.2%
300477.SZ	合纵科技	7.4	-49.0%	3.4	4.0	-46.6%	16.2%	-0.8	41.6%	-0.3	-0.5	38.3%	-44.7%
688275.SH	万润新能	44.4	50.5%	22.8	21.6	20.3%	-5.3%	-2.7	34.3%	-1.6	-1.1	59.9%	29.5%
301358.SZ	湖南裕能	143.6	33.2%	67.6	76.0	21.3%	12.3%	3.1	-21.6%	0.9	2.1	-8.5%	123.6%
合计		328.5	23.1%	156.7	171.7	11.2%	9.6%	-3.4	54.9%	-1.6	-1.8	64.6%	-9.0%

6 铁锂正极：行业资金压力加大，25Q2进一步承压

◆ 铁锂正极板块25Q2现金压力进一步加剧。湖南裕能25Q2无息现金缺口-61.2亿元，较年初+29.7%，营运资本5.4亿元，较年初-29.7%；德方纳米25Q2无息现金缺口-21.8亿元，较年初+460.0%，营运资本-6.6亿元，较年初-30.6%；富临精工25Q2无息现金-0.1亿元，较年初-44.1%，营运资本12.5亿元，较年初+176.7%。龙蟠科技与万润新能无息现金缺口维持高位，合纵科技现金与营运资本双负。整体来看，板块25Q2无息现金为-136.6亿元，较年初+18.3%，营运资本-43.7亿元，较年初-13.3%。

图表：2025年H1及Q2铁锂正极板块现金及营运资本情况（亿元）

新能源汽车板块		无息在手现金				营运资本			
铁锂正极		24年Q4	25Q1	25Q2	25Q2 较年初增长	24年Q4	25Q1	25Q2	25Q2 较年初增长
300769.SZ	德方纳米	-3.9	-19.4	-21.8	460.0%	-9.5	-4.4	-6.6	-30.6%
300432.SZ	富临精工	-0.2	0.0	-0.1	-44.1%	4.5	10.5	12.5	176.7%
603906.SH	龙蟠科技	-29.2	-20.8	-20.6	-29.3%	-13.8	4.4	-12.2	-11.1%
300477.SZ	合纵科技	-14.8	-13.6	-17.5	18.4%	-21.2	-22.2	-18.6	-12.0%
688275.SH	万润新能	-20.2	-13.9	-15.3	-24.4%	-18.1	-20.4	-24.1	33.1%
301358.SZ	湖南裕能	-47.2	-57.3	-61.2	29.7%	7.7	5.3	5.4	-29.7%
合计		-115.5	-125.0	-136.6	18.3%	-50.4	-26.9	-43.7	-13.3%

6 铁锂正极：龙头盈利稳中有升，二线维持亏损

◆ 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。

表：铁锂正极主流厂商季度盈利情况

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

7 负极：Q2价格涨价落地对冲原材料影响，行业盈利稳定

- ◆ 2025H1负极行业价格上涨对冲原材料影响，行业盈利稳定。行业上半年实现营收330亿元，同比+19%；归母净利润25亿元，同比+38%。2025H1毛利率22.6%，同比+1.8pct；归母净利率7.6%，同比+1.0pct。
- ◆ 二季度收入环比增长显著，盈利水平改善。2025Q2实现营收178亿元，同比+19%，环比+17%；归母净利润14亿元，同比+36%，环比+34%。25Q2毛利率22.8%，同比+2.5pct，环比+0.6pct；归母净利率8.0%，同比+1.0pct，环比+1.0pct。

图表： 2025年H1及Q2负极板块情况（亿元）

	2025H1	25H1同比	25Q1	25Q2	25Q2同比	25Q2环比
营业收入（亿元）	329.8	19.4%	151.9	178.0	19.4%	17.2%
归母净利润（亿元）	25.0	37.5%	10.7	14.3	35.5%	33.6%
毛利率	22.6%	1.8%	22.3%	22.8%	2.5%	0.6%
归母净利率	7.6%	1.0%	7.0%	8.0%	1.0%	1.0%
经营活动净现金流（亿元）	9.7	191.0%	-20.0	29.7	177.5%	248.4%
费用率	11.5%	-0.3%	11.7%	11.2%	0.5%	-0.5%

	2024年底	25Q1末	25Q2末	25Q2末较年初增长
应收账款（亿元）	193.1	189.2	199.1	3.1%
预收账款（亿元）	36.5	36.9	35.8	-1.9%
存货（亿元）	223.8	248.7	251.7	12.5%
无息现金（亿元）	-168.4	-191.4	-177.9	5.6%
营运资本	213.6	232.2	225.1	5.4%

7 负极：Q2价格涨价落地对冲原材料影响，行业盈利稳定

◆ 负极龙头公司Q2单位盈利稳定，贝特瑞、杉杉等环比明显改善。璞泰来25Q2营收39亿元，同环比+18%/+21%，归母净利润6亿元，同环比+37%/+16%；尚太科技25Q2营收18亿元，同环比+43%/+8%，归母净利润2.4亿元，同环比+15%/+0%；中科电气25Q2营收20亿元，同环比+68%/+26%，归母净利润1.4亿元，同环比+203%/+3%。杉杉股份利润开始释放，贝特瑞收入稳健增长，负极受涨价+海外提升影响改善明显；信德新材和翔丰华盈利规模较小，波动较大。

图表： 2025年H1及Q2负极板块营收及利润情况（亿元）

新能源汽车板块		收入						归母净利润					
负极		25H1	25H1同比	25Q1	25Q2	25Q2同比	25Q2环比	25H1	25H1同比	25Q1	25Q2	25Q2同比	25Q2环比
603659.SH	璞泰来	70.9	11.9%	32.2	38.7	17.5%	20.5%	10.6	23.0%	4.9	5.7	37.4%	16.4%
301349.SZ	信德新材	5.1	41.3%	2.4	2.7	17.9%	10.2%	0.1	169.3%	0.1	0.0	209.7%	-65.1%
300890.SZ	翔丰华	6.9	-2.8%	3.1	3.8	1.9%	24.7%	0.0	-107.7%	-0.1	0.1	-79.5%	163.9%
001301.SZ	尚太科技	33.9	61.8%	16.3	17.6	42.8%	8.1%	4.8	34.4%	2.4	2.4	15.4%	0.3%
600884.SH	杉杉股份	98.6	11.8%	48.0	50.5	-0.3%	5.2%	2.1	1079.6%	0.3	1.7	91.7%	425.5%
300035.SZ	中科电气	36.1	59.6%	16.0	20.2	68.2%	26.1%	2.7	293.1%	1.3	1.4	202.9%	2.5%
835185.BJ	贝特瑞	78.4	11.4%	33.9	44.5	26.7%	31.1%	4.8	-2.9%	1.8	3.0	10.1%	71.2%
合计		329.8	19.4%	151.9	178.0	19.4%	17.2%	25.0	37.5%	10.7	14.3	35.5%	33.6%

7 负极：行业整体营运资本环比提升

◆ **负极板块25Q2营运资本小幅增加。**璞泰来25Q2无息现金15.5亿元，较年初+940.4%，营运资本60.1亿元，较年初-8.3%；尚太科技无息现金缺口-23.9亿元，较年初+130.1%，营运资本51.8亿元，较年初+29.5%；贝特瑞无息现金-48.4亿元，较年初+16.5%，营运资本47.2亿元，较年初+64.1%。杉杉股份25Q2现金缺口仍大，达-91.2亿元，营运资本14.9亿元，同比降幅较大；中科电气现金持续为负，营运资本维持在22.6亿元。整体来看，板块25Q2无息现金为-177.9亿元，较年初+5.6%，营运资本225.1亿元，较年初+5.4%。

图表：2025年H1及Q2负极板块现金及营运资本情况（亿元）

新能源汽车板块		无息在手现金				营运资本			
负极		24年Q4	25Q1	25Q2	25Q2 较年初增长	24年Q4	25Q1	25Q2	25Q2 较年初增长
603659.SH	璞泰来	1.5	12.2	15.5	940.4%	65.6	65.4	60.1	-8.3%
301349.SZ	信德新材	14.3	13.3	12.8	-10.2%	19.3	19.4	19.2	-0.1%
300890.SZ	翔丰华	-7.8	-9.8	-12.2	56.3%	9.7	10.2	9.3	-4.0%
001301.SZ	尚太科技	-10.4	-23.5	-23.9	130.1%	40.0	50.8	51.8	29.5%
600884.SH	杉杉股份	-106.6	-102.0	-91.2	-14.5%	32.9	14.6	14.9	-54.8%
300035.SZ	中科电气	-17.9	-29.0	-30.6	71.1%	17.5	22.1	22.6	29.5%
835185.BJ	贝特瑞	-41.5	-52.6	-48.4	16.5%	28.8	49.7	47.2	64.1%
合计		-168.4	-191.4	-177.9	5.6%	213.6	232.2	225.1	5.4%

7 负极：Q2价格涨价落地对冲原材料影响，行业盈利稳定

- ◆ **龙头盈利能力稳定，部分厂商环比改善。**Q2负极行业稼动率普遍提升，带动单吨盈利总体向好，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。预计25年尚太、中科盈利可基本维持，璞泰来新产能可实现降本，盈利逐步好转。

图表：负极主流公司盈利拆分

代表公司	单位	2019A	2020A	2021A	2022A	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
尚太	出货	1.1	1.9	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	3.53	2.91	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	0.58	0.62	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	5.9	7.5	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	5.61	4.73	4.56	5.00	4.77	3.76	3.12	4.11	3.25	2.66	2.47	2.34	-	-
	单位净利	0.98	0.76	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	4.6	6.3	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	7.54	6.51	5.96	6.20	5.59	4.39	3.99	3.72	-	-	-	-	-	-
	单位净利	0.98	1.02	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	1.8	2.4	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	4.70	3.56	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	0.85	0.62	0.53	0.40	-0.54	0.07	0.21	0.29	0.09	0.11	0.17	0.20	0.19	0.18

8 电解液及六氟：主流厂商扩产明显放缓，行业供需逐步改善

- ◆ **2025H1行业需求回暖，整体收入增长但盈利承压。** 电解液及六氟行业上半年实现营收236亿元，同比增长15%；归母净利润8亿元，同比增长8%。2025H1毛利率16.1%，同比+0.4pct；归母净利率3.2%，同比-0.2pct。
- ◆ **二季度收入环比改善，盈利水平环比小幅下滑。** 2025Q2实现营收122亿元，同比增长8%，环比增长7%；归母净利润4亿元，同比下降8%，环比下降3%。25Q2毛利率15.8%，同比-0.4pct，环比-0.5pct；归母净利率3.1%，同比-0.5pct，环比-0.3pct。

图表：2025H1及Q2电解液及六氟板块情况（亿元）

	2025H1	25H1同比	25Q1	25Q2	25Q2同比	25Q2环比
营业收入（亿元）	236.2	14.9%	113.9	122.3	8.2%	7.4%
归母净利润（亿元）	7.6	7.8%	3.9	3.7	-7.9%	-3.3%
毛利率	16.1%	0.4%	16.3%	15.8%	-0.4%	-0.5%
归母净利率	3.2%	-0.2%	3.4%	3.1%	-0.5%	-0.3%
经营活动净现金流（亿元）	9.2	148.8%	-8.0	17.2	8844.7%	315.2%
费用率	9.6%	-2.6%	13.0%	12.1%	0.6%	-0.9%

	2024年底	25Q1末	25Q2末	25Q2末较年初增长
应收账款（亿元）	131.6	135.2	141.7	7.7%
预收账款（亿元）	7.8	6.5	4.4	-43.8%
存货（亿元）	57.9	62.6	60.3	4.1%
无息现金（亿元）	-6.6	-26.8	-39.2	490.4%
营运资本	161.1	158.6	165.0	2.4%

8 电解液及六氟：主流公司盈利Q2进一步承压，二线厂亏损

- ◆ **电解液龙头25Q2盈利稳定，其余厂商单位盈利进一步承压。**天赐材料25Q2营收35亿元，同环比+19%/+2%，归母净利润1.2亿元，同环比-4%/-21%；新宙邦25Q2营收23亿元，同环比+9%/+12%，归母净利润2.5亿元，同环比+1%/+11%。永太科技收入回暖，净利润环比大幅改善；多氟多由盈转亏，利润承压；瑞泰新材盈利小幅修复，华盛锂电、天际股份、胜华新材等维持亏损。

图表：2025年H1及Q2电解液及六氟板块情况（亿元）

新能源汽车板块		收入						归母净利润					
六氟磷酸锂及电解液		25H1	25H1同比	25Q1	25Q2	25Q2同比	25Q2环比	25H1	25H1同比	25Q1	25Q2	25Q2同比	25Q2环比
300037.SZ	新宙邦	42.5	18.6%	20.0	22.5	8.6%	12.2%	4.8	16.4%	2.3	2.5	1.3%	10.5%
301238.SZ	瑞泰新材	9.7	-7.4%	4.7	5.1	2.8%	9.5%	0.8	-24.2%	0.3	0.6	-14.8%	111.7%
688353.SH	华盛锂电	3.5	72.0%	1.7	1.8	81.5%	10.6%	-0.7	-0.3%	-0.4	-0.3	50.3%	31.2%
002709.SZ	天赐材料	70.3	29.0%	34.9	35.4	18.5%	1.5%	2.7	12.8%	1.5	1.2	-3.9%	-20.9%
002759.SZ	天际股份	10.7	19.2%	5.2	5.5	22.0%	6.2%	-0.5	59.0%	-0.2	-0.3	4.7%	-39.4%
002407.SZ	多氟多	43.3	-6.1%	21.0	22.3	-10.1%	6.3%	0.5	-27.0%	0.6	-0.1	-143.6%	-120.7%
002326.SZ	永太科技	26.1	22.0%	10.6	15.5	17.6%	46.2%	0.6	56.2%	0.1	0.5	165.8%	355.9%
603026.SH	胜华新材	30.1	14.9%	15.9	14.2	1.6%	-10.4%	-0.6	-248.0%	-0.3	-0.3	-368.1%	2.6%
合计		236.2	14.9%	113.9	122.3	8.2%	7.4%	7.6	7.8%	3.9	3.7	-7.9%	-3.3%

8 电解液及六氟：部分公司资金压力较大

◆ 部分公司现金缺口继续扩大。25Q2，新宙邦无息现金-4亿元，较年初-241.1%，营运资本39.4亿元，较年初+8.8%；瑞泰新材无息现金41.3亿元，较年初-4.8%，营运资本51.4亿元，较年初-8.9%；天赐材料无息现金-46.8亿元，较年初+7.4%，营运资本49.1亿元，较年初-0.4%。华盛锂电现金降至9.8亿元，较年初-35.7%，营运资本15.4亿元，较年初-9.3%；天际股份现金转负至-1亿元，营运资本2亿元，较年初-11.0%；多氟多现金大幅下降至5.3亿元，较年初-72.1%，营运资本37.5亿元，较年初+41.2%。永太科技和胜华新材现金及营运资本均维持在低位，持续承压。

图表：2025年H1及Q2电解液及六氟板块现金及营运资本情况（亿元）

新能源汽车板块		无息在手现金				营运资本			
六氟磷酸锂及电解液		24年Q4	25Q1	25Q2	25Q2 较年初增长	24年Q4	25Q1	25Q2	25Q2 较年初增长
300037.SZ	新宙邦	2.8	-5.4	-4.0	-241.1%	36.2	38.2	39.4	8.8%
301238.SZ	瑞泰新材	43.4	43.7	41.3	-4.8%	56.5	51.4	51.4	-8.9%
688353.SH	华盛锂电	15.3	12.7	9.8	-35.7%	17.0	16.6	15.4	-9.3%
002709.SZ	天赐材料	-43.5	-49.7	-46.8	7.4%	49.3	52.9	49.1	-0.4%
002759.SZ	天际股份	3.2	1.0	-1.0	-131.7%	2.3	1.9	2.0	-11.0%
002407.SZ	多氟多	19.0	16.7	5.3	-72.1%	26.6	24.4	37.5	41.2%
002326.SZ	永太科技	-24.1	-28.3	-27.3	13.6%	-28.9	-30.0	-31.5	8.8%
603026.SH	胜华新材	-22.7	-17.4	-16.5	27.3%	2.3	3.1	1.6	-29.3%
合计		-6.6	-26.8	-39.2	490.4%	161.1	158.6	165.0	2.4%

8 电解液及六氟：盈利已底部企稳，26年迎来拐点

- ◆ **龙头盈利稳定，二线厂维持亏损。**当前天赐单吨盈利维持0.08万元，下半年预计稳中有升，新宙邦单吨转亏，六氟行业看，多氟多Q2盈利有所下滑，天际新产能降本，但当前价格仍难盈利。
- ◆ **行业产能陆续出清，26年有望迎来价格拐点。**当前仅头部厂商能实现满产，小厂由于盈利压力陆续关停退出，过剩产能预计在26年陆续出清，价格有望出现拐点。

图表：电解液及六氟主流公司季度盈利拆分

代表公司	单位	2019A	2020A	2021A	2022A	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
天赐	出货	4.8	7.3	14.4	31.5	7.9	8.8	11.7	11.2	9.0	11.1	13.6	16.1	14.8	16.4
	单价	4.00	3.80	6.96	7.08	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	单位净利	0.30	0.53	1.44	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	2.9	3.8	7.6	10.5	2.2	3.0	4.3	3.9	3.3	4.6	5.6	6.1	5.8	6.7
	单价	4.18	4.18	6.99	7.33	5.58	4.14	3.77	4.14	3.93	2.82	-	-	-	-
	单位净利	0.23	0.35	0.94	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	0.6	0.8	1.4	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	0.4	0.6	0.9	1.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	
	单价	9.25	7.81	22.01	27.75	16.08	12.37	10.54	10.54	5.56	5.56	6.13	6.79	-	
	单位净利	0.70	0.67	8.69	5.36	0.70	0.40	0.60	0.40	0.00	-0.15	-0.50	-0.10	-0.03	

9 隔膜：行业价格基本见底，龙头仅维持微利

- ◆ 2025H1隔膜行业过剩格局延续，价格竞争仍在，行业盈利进一步承压。行业上半年实现营收297亿元，同比增长20%；归母净利润21亿元，同比增长9%。2025H1毛利率22.1%，同比-0.3pct；归母净利率7.2%，同比-0.7pct。
- ◆ 二季度收入环比改善，行业龙头仅维持微利。2025Q2实现营收166亿元，同比增长22%，环比增长28%；归母净利润12亿元，同比增长20%，环比增长23%。25Q2毛利率22.3%，同比+0.8pct，环比+0.6pct；归母净利率7.1%，同比-0.1pct，环比-0.3pct。

图表：2025年H1及Q2隔膜板块情况（亿元）

	2025H1	25H1同比	25Q1	25Q2	25Q2同比	25Q2环比
营业收入（亿元）	296.7	19.7%	130.4	166.3	21.8%	27.6%
归母净利润（亿元）	21.3	9.1%	9.5	11.7	19.5%	22.9%
毛利率	22.1%	-0.3%	21.7%	22.3%	0.8%	0.6%
归母净利率	7.2%	-0.7%	7.3%	7.1%	-0.1%	-0.3%
经营活动净现金流（亿元）	38.7	197.9%	3.7	35.0	-11.8%	854.4%
费用率	13.2%	-1.1%	13.7%	12.8%	-1.4%	-0.9%

	2024年底	25Q1末	25Q2末	25Q2末较年初增长
应收账款（亿元）	200.3	195.0	210.6	5.2%
预收账款（亿元）	42.5	41.0	40.5	-4.6%
存货（亿元）	159.4	172.8	173.4	8.8%
无息现金（亿元）	-259.8	-283.0	-267.9	3.1%
营运资本	93.3	93.5	67.2	-28.0%

9 隔膜：行业价格基本见底，龙头仅维持微利

◆ 隔膜板块25Q2龙头仅维持微利，行业整体承压。恩捷股份25Q2营收30亿元，同环比+24%/+11%，归母净利润-1.2亿元，同环比-190%/-558%；星源材质25Q2营收10亿元，同环比+7%/+13%，归母净利润0.5亿元，同环比-60%/+15%；璞泰来25Q2营收39亿元，同环比+18%/+21%，归母净利润5.7亿元，同环比+37%/+16%。

图表：2025年H1及Q2隔膜板块情况（亿元）

新能源汽车板块		收入						归母净利润					
隔膜		25H1	25H1同比	25Q1	25Q2	25Q2同比	25Q2环比	25H1	25H1同比	25Q1	25Q2	25Q2同比	25Q2环比
002108.SZ	沧州明珠	13.2	6.9%	5.8	7.4	2.1%	27.9%	0.8	-6.2%	0.5	0.3	21.6%	-28.6%
002080.SZ	中材科技	133.3	26.5%	55.1	78.3	28.1%	42.1%	10.0	114.9%	3.6	6.4	156.2%	75.8%
300568.SZ	星源材质	19.0	14.8%	8.9	10.1	7.4%	13.4%	1.0	-58.5%	0.5	0.5	-60.2%	15.0%
002812.SZ	恩捷股份	57.6	20.5%	27.3	30.3	23.6%	11.2%	-0.9	-132.0%	0.3	-1.2	-189.6%	-558.3%
688733.SH	壹石通	2.7	13.5%	1.2	1.5	20.8%	26.4%	-0.2	-400.0%	-0.2	0.0	-102.9%	95.9%
603659.SH	璞泰来	70.9	11.9%	32.2	38.7	17.5%	20.5%	10.6	23.0%	4.9	5.7	37.4%	16.4%
合计		296.7	19.7%	130.4	166.3	21.8%	27.6%	21.3	9.1%	9.5	11.7	19.5%	22.9%

9 隔膜：头部公司现金压力较大，营运资本环比下降

◆ 隔膜板块25Q2资金状况依旧紧张，龙头无息现金持续为负。恩捷股份25Q2无息现金-109.7亿元，较年初+0.9%，营运资本-5.4亿元，较年初-396.6%；星源材质无息现金-63.3亿元，较年初+24.5%，营运资本3.9亿元，较年初-73.6%；璞泰来无息现金15.5亿元，较年初+940.4%，营运资本60.1亿元，较年初-8.3%。沧州明珠、中材科技资金缺口仍大。

图表：2025年H1及Q2隔膜板块现金及营运资本情况（亿元）

新能源汽车板块		无息在手现金				营运资本			
隔膜		24年Q4	25Q1	25Q2	25Q2 较年初增长	24年Q4	25Q1	25Q2	25Q2 较年初增长
002108.SZ	沧州明珠	-5.9	-7.9	-11.0	87.6%	9.7	11.9	8.1	-16.8%
002080.SZ	中材科技	-97.5	-112.0	-101.4	3.9%	-6.1	-9.2	-7.8	27.7%
300568.SZ	星源材质	-50.8	-56.7	-63.3	24.5%	14.8	10.0	3.9	-73.6%
002812.SZ	恩捷股份	-110.7	-121.5	-109.7	0.9%	1.8	6.7	-5.4	-396.6%
688733.SH	壹石通	3.6	2.8	2.0	-43.8%	7.5	8.7	8.3	9.9%
603659.SH	璞泰来	1.5	12.2	15.5	940.4%	65.6	65.4	60.1	-8.3%
合计		-259.8	-283.0	-267.9	3.1%	93.3	93.5	67.2	-28.0%

9 隔膜：行业价格基本见底，龙头仅维持微利

- ◆ **湿法价格仍处于下行阶段，当前龙头仅维持微利，二线企业面临亏损。** 25Q2湿法价格仍在下行，湿法二线企业已面临亏损，价格触底明确。25Q2恩捷股份单位盈利小幅反弹，星源材质单平盈利下降至0.01元/平，当前主流公司盈利下行空间已较小，25年盈利承压，后续随着海外客户占比提升及海外工厂投产，单位盈利有望修复。

图表：隔膜板块主流公司季度盈利拆分

代表公司	单位	2019A	2020A	2021A	2022A	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
恩捷股份	出货	8.3	12.3	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	2.65	2.33	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	1.04	0.75	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	3.5	6.4	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	1.94	1.42	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	0.22	0.13	0.25	0.45	0.40	0.33	0.33	0.05	0.15	0.08	0.08	0.08	0.03	0.01

10 三元正极：25H1归母净利同比提升，Q2环比增长显著

- ◆ **25H1归母净利同比提升，Q2归母净利环比显著提升。** 2025H1实现营收218亿元，同比增加8%；归母净利润3.1亿元，同比增加14%。其中，25Q1营收123亿元，同环比23%/29%，归母净利润2.6亿元，同环比+18%/+407%。25H1毛利率为9.1%，同比上升0.5pct；归母净利率1.4%，同比上升0.1pct。25Q2毛利率10.3%，同减0.4pct，环增2.8pct；归母净利率2.1%，同减0.1pct，环增1.5pct。
- ◆ **25H1经营活动净现金流大幅增长，25Q2环比显著好转。** 25H1经营活动净现金流19.9亿元，同增212%，25Q2经营活动净现金流18.7亿元，同增8%，环增1547%。Q2末存货为89亿元，较年初增加14%；Q2末无息在手现金92亿元，较年初增加5%，而25Q2营运资本243亿元，较年初增加8%。

图表：2025年H1三元正极板块情况（亿元）

	2025Q2	25Q2 同比	25Q2 环比	25H1	25H1 同比	25H1 环比
营业收入（亿元）	123	23%	29%	218	8%	-6%
归母净利润（亿元）	2.6	18%	407%	3.1	14%	849%
毛利率	10.3%	-0.4%	2.8%	9.1%	0.5%	0.9%
归母净利率	2.1%	-0.1%	1.5%	1.4%	0.1%	1.6%
费用率	6.9%	0.1%	-7.3%	6.5%	-1%	-0.9%
经营活动净现金流（亿元）	18.7	8%	1547%	19.9	212%	-56%

	2024Q4	2025Q1	2025Q2	25Q2较年初增长
应收账款（亿元）	119	95	111	-7%
预收款项（亿元）	1	4	3	337%
存货（亿元）	78	83	89	14%
无息在手现金（亿元）	87	92	92	5%
营运资本（亿元）	226	237	243	8%

10三元正极：25Q2业绩分化明显

◆ 25Q2盈利分化，长远、当升、厦钨业绩环比大幅增长，容百、振华盈利承压。容百科技25年Q2营收32.8亿元、同增3%、环增11%，归母净利-0.5亿元、同减211%、环减243%；当升科技25年Q2营收25.2亿元、同增25%、环增32%，归母净利2亿元、同增14%、环增81%；厦钨新能25年Q2营收46亿，同增52%，环增53%，归母净利1.9亿，同增49%，环增63%；长远锂科25Q2营收15亿，同增5%，环增6%，归母净利0.4亿，同环比扭亏为盈。

表：2025年H1三元正极板块主要厂商营收及利润情况（亿元）

新能源汽车板块		收入					归母净利润				
三元正极		2025H1	同比	2025Q2	同比	环比	2025H1	同比	2025Q2	同比	环比
688005.SH	容百科技	62.5	-9%	32.8	3%	11%	-0.7	-765%	-0.5	-211%	-243%
300073.SZ	当升科技	44.3	25%	25.2	25%	32%	3.1	8%	2.0	14%	81%
688707.SH	振华新材	7.1	-27%	4.4	31%	62%	-2.2	-7%	-1.2	-81%	-23%
688779.SH	长远锂科	29.0	16%	15.0	5%	6%	-0.3	59%	0.4	154%	158%
688778.SH	厦钨新能	75.3	20%	45.6	52%	53%	3.1	28%	1.9	49%	63%
合计		218.3	8%	123.0	23%	29%	3.1	13%	2.6	16%	410%

10三元正极：25Q2容百受新业务及减值影响，当升盈利恢复

- ◆ 容百科技25H1扣除钠电、前驱体、锰铁锂等新产业上的投入后，三元业务实际盈利约7700万元，单吨净利约0.15万元，其中25Q2三元业务盈利约900万元，若加回资产及信用减值损失0.6亿，单吨净利约0.28万元，环比持平。下半年销量逐步恢复，且韩国二期提升产线能效及自动化水平，我们预计盈利水平将进一步提升。
- ◆ 当升科技25Q2三元正极单吨扣非利润1万元+，环增60%+，主要由于国际客户占比由Q1的50%提升至Q2的60%，且原材料涨价带来正向影响，随着下半年LGES放量，国际客户占比保持增长态势，我们预计盈利水平稳步提升。

图表：三元正极行业主流厂商利润拆分情况

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

10 三元正极：行业营运资本普遍增长，在手现金分化明显

◆ 25Q2 行业营运资本普遍增长，在手现金分化明显。容百科技25Q2在手现金-10.6亿元，较年初下降55%；营运资本34亿元，较年初+6%。当升科技25Q2在手现金83.5亿元，较年初增长12%；营运资本100.9亿元，较年初增长11%。振华新材25Q2在手现金5.5亿元，较年初减少39%；营运资本19.9亿元，较年初增长12%。长远锂科25Q2在手现金-5.9亿元，较年初降低11%；营运资本50.6亿元，较年初增长3%。厦钨新能25Q2在手现金19.1亿元，较年初增长25%；营运资本37.2亿元，较年初增长4%。

图表：2025Q2三元正极板块现金及营运资本情况（亿元）

新能源汽车板块		无息在手现金				营运资本			
三元正极		2024Q4	2025Q1	2025Q2	Q2较年初增长	2024Q4	2025Q1	2025Q2	Q2较年初增长
688005.SH	容百科技	-6.8	-7.4	-10.6	-55%	32.1	40.2	34.0	6%
300073.SZ	当升科技	74.7	79.1	83.5	12%	91.0	94.4	100.9	11%
688707.SH	振华新材	9.1	12.4	5.5	-39%	17.8	16.7	19.9	12%
688779.SH	长远锂科	-5.3	-8.6	-5.9	-11%	49.0	47.9	50.6	3%
688778.SH	厦钨新能	15.4	16.5	19.1	25%	35.8	38.1	37.2	4%
合计		87.0	91.9	91.7	5%	225.6	237.3	242.7	8%

11 三元前驱体：25Q2行业盈利环比持平，经营性现金流环比好转

- ◆ 25H1行业归母净利同环比增长，Q2净利润环比持平。2025H1实现营收772亿元，同比增加12%；归母净利润39.4亿元，同比增加31%。其中，25Q2营收386亿元，同环比+8%/0%，归母净利润19.7亿元，同环比+13%/0%。25H1毛利率为13.7%，同比减少0.7pct；归母净利率5.1%，同比增加0.7pct。25Q2毛利率13.9%，同减2.1pct，环增0.4pct；归母净利率5.1%，同增0.2pct，环比不变。
- ◆ Q2经营性现金流环比增长，存货、营运资本较年初上升，无息在手现金缺口较Q1有所缩小。25年经营活动净现金流43.2亿元，同减20%，25Q2经营活动净现金流26.5亿元，同减20%，环增58%。Q2末存货为406亿元，较年初增加10%；Q1末无息在手现金-573亿元，较年初减少14%，营运资本91亿元，较年初增长18%。

表：2025H1三元前驱体板块情况（亿元）

	2025Q2	25Q2同比	25Q2环比	25H1	25H1同比	25H1环比
营业收入（亿元）	386	8%	0%	772	12%	13%
归母净利润（亿元）	19.7	13%	0%	39.4	31%	59%
毛利率	13.9%	-2.1%	0.4%	13.7%	-0.7%	-1.1%
归母净利率	5.1%	0.2%	0.0%	5.1%	0.7%	1.5%
费用率	7.6%	-0.7%	0.4%	7.4%	-0.8%	-1.6%
经营活动净现金流（亿元）	26.5	-20%	58%	43.2	-20%	-68%

	2024Q4	2025Q1	2025Q2	25Q2较年初增长
应收账款（亿元）	184	189	197	7%
预收款项（亿元）	34	48	36	7%
存货（亿元）	370	386	406	10%
无息在手现金（亿元）	-503	-604	-573	-14%
营运资本（亿元）	77	95	91	18%

11 三元前驱体：25Q2业绩分化明显，一体化布局企业盈利稳健

◆ 25Q2业绩分化明显，一体化布局企业盈利稳健。华友钴业25年Q2营收194亿，同增28%，环增8%，归母净利14.6亿，同增27%，环增17%。中伟股份25年Q2营收105亿、同减2%、环减2%，归母净利4.3亿、同减12%、环增38%。格林美25Q2营收81亿元，同减10%，环减15%；归母净利润2.9亿元，同增17%，环减44%。

图表： 2025年H1三元前驱体板块主要厂商营收及利润情况

新能源汽车板块		收入（亿元）					归母净利润（亿元）				
三元前驱体		2025H1	同比	2025Q2	同比	环比	2025H1	同比	2025Q2	同比	环比
603799.SH	华友钴业	372	24%	194	28%	8%	27.1	62%	14.6	27%	17%
300919.SZ	中伟股份	213	6%	105	-2%	-2%	7.3	-15%	4.3	-12%	38%
002340.SZ	格林美	176	1%	81	-10%	-15%	8.0	14%	2.9	17%	-44%
688148.SH	芳源股份	9	-13%	5	-21%	21%	-1.5	-125%	-1.0	-35%	-100%
688184.SH	帕瓦股份	2	-59%	2	-45%	99%	-1.6	3%	-1.0	-71%	-83%
合计		772	12%	386	8%	0%	39.4	31%	19.7	13%	0%

11 三元前驱体：Q2华友、中伟受益于钴涨价，镍价下跌有所影响

- ◆ 华友钴业Q2起释放钴业绩弹性，镍湿法项目持续超产。25年公司印尼湿法镍冶炼项目有2万吨钴副产品，对应权益1.2万吨+。25Q2钴均价上涨至24万，预计Q2贡献2亿左右利润增量。若钴价上涨至30万+，对应公司业绩具备15-20亿弹性。镍项目25H1华越、华飞贡献净利润合计12.6亿元，MHP镍成本1.2万美金，按Q2镍均价1.55万美金，预计25年镍利润30-35亿。
- ◆ 中伟股份Q2受益于钴涨价，四钴贡献利润弹性，金属镍微利。我们预计25H1四钴单吨利润1万左右，且Q3钴价格进一步涨价，盈利持续性可期。Q2镍价进一步走低，同时火法矿成本价格上涨20%、NNI处于爬坡中，因此二季度金属镍利润预计微利，全年预计贡献2-3亿利润。

表：前驱体行业主流厂商利润拆分情况

中伟股份	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25
前驱体 (百万, 四钴和三元)	335	330	315	210	240	420
-出货量 (万吨)	6.20	5.50	5.25	3.50	4.80	6.40
-单吨利润 (万元/吨)	0.54	0.60	0.60	0.60	0.50	0.66
磷酸铁 (百万)	-15	-23	-40	-80	-25	-23
-出货量 (万吨)	0.40	1.10	1.70	4.20	2.80	4.10
镍产品 (百万)	20	120	80	10	100	0
-出货量 (万吨金属)	1.46	2.04	2.30	2.90	3.30	2.60
归属于母公司所有者的净利润 (百万元)	379	485	460	143	308	425
华友钴业	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25
前驱体 (百万)	81	120	72	90	21	21
-出货量 (万吨)	2.70	4.00	2.40	3.00	2.10	2.10
-单吨利润 (万元/吨)	0.30	0.30	0.30	0.30	0.10	0.10
正极 (巴莫)	0	0	0	0	21	30
-出货量 (万吨)	2.40	2.90	2.00	1.70	1.90	2.70
-单吨利润 (万元/吨)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.30	0.30
铜产品 (百万)	126	250	220	220	160	190
钴产品 (百万, 含资产减值损失)	60	75	85	75	65	365
硫酸镍 (百万)	352	536	396	300	321	268
-出货量 (万金吨)	1.60	1.80	1.80	1.80	1.80	1.80
-单吨利润 (万元/吨)	2.20	2.98	2.20	1.67	1.79	1.49
金属镍 (百万)	475	644	1,050	589	1,083	928
-出货量 (万金吨)	1.90	2.30	4.20	3.00	5.20	5.20
-单吨利润 (万美金/吨)	0.36	0.40	0.36	0.28	0.30	0.26
归属于母公司所有者的净利润 (百万元)	522	1,148	1,350	1,134	1,252	1,459

数据来源：Wind、公司公告，东吴证券研究所

11 三元前驱体：一体化布局加大资金压力，营运资本普遍下降

◆ 一体化布局资金需求大，行业厂商无息现金普遍为负，营运资本普遍下降。华友钴业25Q2无息现金缺口296.9亿元，较年初-9%，营运资本13.8亿元，较年初-21%。中伟股份25Q2无息在手现金-93.5亿元，较年初-33%，营运资本74.4亿元。格林美25Q2无息现金缺口170.6亿元，较年初-16%，营运资本0.5亿元，较年初+101%。芳源股份无息在手现金-14.4亿元，较年初-3%；营运资本持续下降至-1.4亿元。帕瓦股份维持正向现金流，25Q2在手现金2.2亿元，较年初+12%；营运资本减少至3.8亿元，较年初-50%。

表：2025H1三元前驱体板块现金及营运资本情况（亿元）

新能源汽车板块		无息在手现金				营运资本			
三元前驱体		2024Q4	2025Q1	2025Q2	Q2较年初增长	2024Q4	2025Q1	2025Q2	Q2较年初增长
603799.SH	华友钴业	-273.6	-309.4	-296.9	-9%	17.6	21.6	13.8	-21%
300919.SZ	中伟股份	-70.2	-106.0	-93.5	-33%	96.8	102.4	74.4	-23%
002340.SZ	格林美	-146.6	-177.4	-170.6	-16%	-45.3	-36.6	0.5	101%
688148.SH	芳源股份	-14.0	-13.7	-14.4	-3%	0.6	0.1	-1.4	-333%
688184.SH	帕瓦股份	1.9	2.1	2.2	12%	7.7	7.3	3.8	-50%
合计		-503	-604	-573	14%	77	95	91	18%

12 导电剂：Q2归母净利润同环比提升，经营性现金流好转

- ◆ 25H1归母净利润同比增长，Q2归母净利润同环比大幅提升，盈利指标向好。25Q2收入43亿，同环比-13%/+1%，归母净利润1.7亿元，同环比+66%/+150%。25H1毛利率为12.6%，同比增长0.9pct；归母净利率2.7%，同比增加0.9pct。25Q2毛利率14.1%，同增1.7pct，环增3pct；归母净利率3.8%，同增1.8pct，环增2.3pct。
- ◆ 25Q2经营性现金流提升显著，无息在手现金缺口有所改善。25H1经营活动净现金流6.9亿元，同增328%，25Q2经营活动净现金流5.5亿元，同增275%，环增285%。Q2末存货为39亿元，较年初增6%；Q2末无息在手现金-26亿元，较年初增加24%，而24Q2营运资本55亿元，较年初+7%。

图表： 2025年H1导电剂板块情况（亿元）

	2025Q2	25Q2同比	25Q2环比	25H1	25H1同比	25H1环比
营业收入（亿元）	43	-13%	1%	86	-11%	-11%
归母净利润（亿元）	1.7	66%	150%	2.3	35%	-11%
毛利率	14.1%	1.7%	3.0%	12.6%	0.9%	-0.4%
归母净利率	3.8%	1.8%	2.3%	2.7%	0.9%	0.0%
经营活动净现金流（亿元）	5.5	275%	285%	6.9	328%	3%
资本开支（亿元）	1.5	-67%	-59%	5.2	-49%	-6%

	2024Q4	2025Q1	2025Q2	25Q2较年初增长
应收账款（亿元）	34	34	30	-13%
预收款项（亿元）	1	1	1	-37%
存货（亿元）	37	38	39	6%
在建工程（亿元）	20	21	23	12%
无息在手现金（亿元）	-34	-32	-26	24%
营运资本（亿元）	52	49	55	7%

12 导电剂：龙头Q2产品结构调整盈利提升，单壁碳管放量在即

◆ 龙头25Q2产品升级提升单吨盈利，单壁碳管放量在即。天奈科技25Q2出货量1.8万吨，环减5%+，预计全年一二三代出货量预计8-9万吨，同比持平。单壁方面，25H1单壁浆料出货约1000吨，其中Q2出货约800吨；公司25年产能40吨粉体（对应1万吨浆料），年底将扩产至100吨粉体，Q3单壁浆料有望达到1500-2000吨，全年单壁浆料6000-7000吨。盈利方面，25Q2高价产品占比提升，公司产品均价2万/吨，环比提升3%，单吨扣非利润近0.3万，环比提升10%+。下半年一二三代产品盈利有望维持0.3万/吨左右，而单壁和四代产品国内仅公司可实现大批量出货，预计单吨利润可达1万/吨。

图表：2025年H1添加剂主要厂商营收情况（亿元）

新能源汽车板块		收入					归母净利润				
添加剂		2025H1	同比	2025Q2	同比	环比	2025H1	同比	2025Q2	同比	环比
688116.SH	天奈科技	7	1%	3	-6%	-5%	1.2	1%	0.6	-5%	1%
300409.SZ	道氏技术	37	-12%	19	-11%	8%	2.3	108%	1.9	94%	327%
002068.SZ	黑猫股份	43	-13%	21	-16%	-3%	-1.1	-111%	-0.8	-36%	-124%
合计		86	-11%	43	-13%	1%	2.3	35%	1.7	66%	150%

表：天奈科技季度盈利拆分

天奈科技	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25
碳纳米管粉体（百万元）	52	60	65	61	52	52
-出货量（吨）	15,000	21,000	23,000	26,000	19,500	18,000
-单吨利润（万元/吨）	0.34	0.28	0.28	0.24	0.27	0.29
减值损失（百万元）	2	1	-1	-4	2	5
其他经营收益（百万元）	2.14	1.97	2.30	6.43	6.46	6.60
归属于母公司所有者的净利润（百万元）	54	62	67	68	58	59
-同比	35%	23%	-6%	-50%	8%	-5%
-环比	-60%	15%	9%	1%	-14%	1%

12 导电剂：Q2龙头现金较年初增加，营运资本分化

- ◆ Q1末龙头在手现金较年初显著增加，营运资本分化。天奈科技25Q2在手现金5.9亿元，较年初上升4667%；营运资本22.9亿元，较年初增50%。道氏技术25Q2在手现金-5.1亿元，较年初增67%；营运资本32.7亿元，较年初降1%。黑猫股份25Q2在手现金-27亿元，较年初降45%；营运资本-0.3亿元，较年初下降109%。

表：2025年H1添加剂板块现金及营运资本情况（亿元）

新能源汽车板块		无息在手现金				营运资本			
添加剂		2024Q4	2025Q1	2025Q2	Q2较年初增长	2024Q4	2025Q1	2025Q2	Q2较年初增长
688116.SH	天奈科技	-0.1	-1.4	5.9	4667%	15.2	15.8	22.9	50%
300409.SZ	道氏技术	-15.6	-7.4	-5.1	67%	33.0	32.1	32.7	-1%
002068.SZ	黑猫股份	-18.7	-23.3	-27.0	-45%	3.4	0.9	-0.3	-109%
合计		-34	-32	-26	24%	52	49	55	7%

13 铝箔：25Q2盈利承压，经营性现金流同环比大增

- ◆ **25Q2归母净利润同环比双降。**2025H1实现营收160亿元，同比增加11%；归母净利润1.3亿元，同比降23%。其中，25Q2营收81亿元，同环比0%/+2%，归母净利润0.6亿元，同环比-65%/-29%。25H1毛利率为8.2%，同比降0.8pct；归母净利率0.8%，同比降0.4pct。25Q2毛利率7.3%，同减1.8pct，环减1.8pct；归母净利率0.7%，同减1.3pct，环减0.3pct。
- ◆ **25Q2经营活动净现金流同环比大增，无息在手现金及营运资本提升。**25H1经营活动净现金流5.1亿元，同增397%，25Q2经营活动净现金流9.8亿元，同增76%，环增309%。Q2末存货为54亿元，较年初减少4%；Q2末无息在手现金1亿元，较年初增加107%，而25Q2营运资本23亿元，较年初增48%。

表： 2025年H1铝箔板块情况（亿元）

	2025Q2	25Q2同比	25Q2环比	25H1	25H1同比	25H1环比
营业收入（亿元）	81	0%	2%	160	11%	-1%
归母净利润（亿元）	0.6	-65%	-29%	1.3	-23%	306%
毛利率	7.3%	-1.8%	-1.8%	8.2%	-0.8%	1.0%
归母净利率	0.7%	-1.3%	-0.3%	0.8%	-0.4%	1.2%
费用率	6.4%	0.5%	-0.4%	6.6%	0.1%	0.4%
经营活动净现金流（亿元）	9.8	76%	309%	5.1	397%	1196%
资本开支（亿元）	1.7	-40%	5%	3.3	-30%	-24%

	2024Q4	2025Q1	2025Q2	25Q2较年初增长
应收账款（亿元）	51	55	53	3%
预收款项（亿元）	1	1	1	-21%
存货（亿元）	56	60	54	-4%
在建工程（亿元）	14	15	13	-7%
无息在手现金（亿元）	-8	-7	1	107%
营运资本（亿元）	15	18	23	48%

数据来源：Wind、公司公告，东吴证券研究所

13 铝箔：龙头盈利能力远超二线，盈利保持稳定

- ◆ 鼎胜新材Q2各产品盈利稳中有升。鼎胜新材25Q2营收69亿元，同增8%，环增6%；归母净利润1.0亿元，同减33%，环增20%。万顺新材25Q2营收12亿元，同减28%，环减16%；归母净利润-0.5亿元，同减668%，环减599%。

图表： 2025年H1铝箔板块主要厂商营收情况

新能源汽车板块		收入					归母净利润				
铝箔		2025H1	同比	2025Q2	同比	环比	2025H1	同比	2025Q2	同比	环比
300057.SZ	万顺新材	27	-10%	12	-28%	-16%	-0.5	-469%	-0.5	-668%	-599%
603876.SH	鼎胜新材	133	16%	69	8%	6%	1.9	2%	1.0	-33%	20%
合计		160	11%	81	0%	2%	1.3	-23%	0.6	-65%	-29%

13 铝箔：Q2龙头在手现金、营运资本情况显著改善

- ◆ 25Q2龙头在手现金、营运资本情况显著改善。万顺新材25Q2在手现金-12.8亿元，较年初降2%；营运资本12.3亿元，较年初降5%。鼎胜新材25Q2在手现金13.4亿元，较年初增190%；营运资本10.3亿元，较年初增长331%。

表：2025年H1铝箔板块现金及营运资本情况

新能源汽车板块		无息在手现金				营运资本			
铝箔		2024Q4	2025Q1	2025Q2	Q2较年初增长	2024Q4	2025Q1	2025Q2	Q2较年初增长
300057.SZ	万顺新材	-12.5	-14.8	-12.8	-2%	12.9	12.8	12.3	-5%
603876.SH	鼎胜新材	4.6	7.7	13.4	190%	2.4	4.8	10.3	331%
合计		-8	-7	1	107%	15	18	23	48%

14 铜箔：25Q2行业盈利大幅好转，经营性现金流提升

- ◆ **25Q2归母净利润同环比扭亏。**2025年H1实现营收127亿元，同比增长39%；归母净利润0.1亿元，同比增长104%，其中，25Q2营收66亿元，同比+26%，归母净利润0.3亿元，同比增长117%；25年H1毛利率5.8%，同比上升3.3pct；归母净利率0.1%，同比上升4.2pct。25Q2毛利率6.2%，同增2.9pct，环增0.7pct；归母净利率0.4%，同增3.4pct，环增0.6pct。
- ◆ **25Q2经营性现金流显著提升，在手现金减少。**25H1经营活动净现金流-2.4亿元，同增87%，25Q2经营活动净现金流9.0亿元，同增173%，环增179%。Q2末存货为39亿元，较年初增加11%；Q2末无息在手现金-17亿元，较年初减少48%，25Q2营运资本75亿元，较年初增2%。

表：2025年H1铜箔板块情况（亿元）

	2025Q2	25Q2同比	25Q2环比	25H1	25H1同比	25H1环比
营业收入（亿元）	66	26%	10%	127	39%	4%
归母净利润（亿元）	0.3	117%	325%	0.1	104%	103%
毛利率	6.2%	2.9%	0.7%	5.8%	3.3%	2.9%
归母净利率	0.4%	3.4%	0.6%	0.1%	4.2%	3.8%
费用率	6.1%	0.2%	0.1%	6.1%	-0.6%	-0.2%
经营活动净现金流（亿元）	9.0	173%	179%	-2.4	87%	-126%
资本开支（亿元）	2.4	-58%	-38%	6.2	-49%	-18%

	2024Q4	2025Q1	2025Q2	25Q2较年初增长
应收账款（亿元）	62	60	63	1%
预收款项（亿元）	0	0	1	200%
存货（亿元）	35	36	39	11%
在建工程（亿元）	25	25	19	-25%
无息在手现金（亿元）	-12	-21	-17	-48%
营运资本（亿元）	74	82	75	2%

14 铜箔：25Q2业绩普遍高增，主流厂商均实现盈利

◆ 25Q2业绩普遍高增，主流厂商均实现盈利。嘉元科技25Q2营收20亿元，同增33%，环比0%；归母净利润0.1亿元，同增121%，环减50%。诺德股份25Q2营收16亿元，同增20%，环增14%；归母净利润-0.3亿元，同增46%，环增8%。中一科技、铜冠铜箔Q2均实现盈利。

图表： 2025年H1铜箔行业主流厂商营收及利润情况

新能源汽车板块		收入						归母净利润					
铜箔		25H1	25H1同比	25H2同比	25Q2	25Q2同比	25Q2环比	25H1	25H1同比	25H2同比	25Q2	25Q2同比	25Q2环比
688388.SH	嘉元科技	40	64%	-3%	20	33%	0%	0.4	135%	128%	0.1	121%	-50%
301150.SZ	中一科技	27	21%	4%	14	14%	14%	0.2	129%	148%	0.2	945%	675%
301217.SZ	铜冠铜箔	30	45%	13%	16	36%	15%	0.3	159%	136%	0.3	197%	536%
600110.SH	诺德股份	30	26%	4%	16	20%	14%	-0.7	54%	62%	-0.3	46%	8%
合计		127	39%	4%	66	26%	10%	0.1	104%	103%	0.3	117%	325%

14 铜箔：在手现金较Q1好转，后续扩产能力较弱

◆ 25Q2铜箔厂商在手现金较年初普遍下滑，扩产能力较弱。嘉元科技25Q2在手现金-19.8亿元，较年初降2%；营运资本35.6亿元，较年初增8%。诺德股份25Q2在手现金-11.4亿元，较年初增24%；营运资本-9.5亿元，较年初降60%。中一科技25Q2在手现金15.5亿元，较年初下降20%；营运资本22.8亿元，较年初增3%。铜冠铜箔25Q2在手现金-1.6亿元，较年初降147%；营运资本26.6亿元，较年初增7%。

表：2025年H1铜箔板块现金及营运资本情况

新能源汽车板块		在手现金类资产-长短期借款				营运资本			
铜箔		2024Q4	2025Q1	2025Q2	Q2较年初增长	2024Q4	2025Q1	2025Q2	Q2较年初增长
688388.SH	嘉元科技	-19.5	-21.1	-19.8	-2%	32.9	38.8	35.6	8%
301150.SZ	中一科技	19.3	16.1	15.5	-20%	22.1	22.3	22.8	3%
301217.SZ	铜冠铜箔	3.5	-1.6	-1.6	-147%	24.9	28.5	26.6	7%
600110.SH	诺德股份	-15.0	-14.2	-11.4	24%	-5.9	-7.9	-9.5	-60%
合计		-12	-21	-17	-48%	74	82	75	2%

投资建议和风险提示

投资建议：筑底完成，龙头率先复苏

- ◆ **投资建议：**首推格局和盈利稳定龙头电池（**宁德时代、比亚迪、亿纬锂能**）、结构件（**科达利**）；并看好具备盈利改善的材料龙头，首推（**湖南裕能、璞泰来、尚太科技、天奈科技、震裕科技、富临精工、天赐材料**），其次看好（**新宙邦、容百科技、华友钴业、中伟股份、星源材质、恩捷股份**）；同时碳酸锂价格已见底，看好具备优质资源龙头，推荐（**中矿资源、永兴材料、赣锋锂业、雅化集团**）等；并看好优质零部件（**浙江荣泰、中熔电气、威迈斯**等）。

表 相关公司估值表（截至2025年9月3日收盘价）

板块		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		
锂电&机器人	电池	300750.SZ	宁德时代	14,088	309	507	657	787	927	24	21	18	15	4.9	买入
		002594.SZ	比亚迪	9,775	107	403	491	620	754	24	20	16	13	4.6	买入
		300014.SZ	亿纬锂能	1,309	64	41	48	69	86	25	27	19	15	3.4	买入
		300207.SZ	欣旺达	460	25	15	22	28	34	28	21	17	14	1.9	买入
		002245.SZ	蔚蓝锂芯	201	17	5	8	9	11	39	27	21	18	2.8	买入
	结构件	688772.SH	珠海冠宇	246	22	4	7	13	17	56	34	19	15	3.6	买入
		002850.SZ	科达利	363	133	15	18	22	26	19	20	17	14	3.0	买入
	电解液	002709.SZ	天赐材料	418	22	5	10	15	21	79	43	28	20	3.2	买入
		300037.SZ	新宙邦	335	45	9	12	15	18	31	28	22	18	3.5	买入
	负极	603659.SH	璞泰来	514	24	12	24	30	38	22	21	17	14	2.7	买入
		835185.BJ	贝特瑞	308	27	9	11	15	18	23	27	21	17	2.5	买入
		001301.SZ	尚太科技	150	57	8	10	13	16	24	14	11	9	2.3	买入
		301349.SZ	信德新材	39	38	0	1	1	1	-129	60	37	27	1.4	买入
	隔膜	002812.SZ	恩捷股份	317	33	-6	2	7	13	38	149	46	25	1.3	买入
		300568.SZ	星源材质	171	13	4	4	6	8	51	45	31	22	1.7	买入
		688733.SH	壹石通	51	25	0	1	1	2	158	71	39	28	2.3	增持
	正极	603799.SH	华友钴业	808	48	42	56	64	75	15	14	13	11	2.2	买入
		300919.SZ	中伟股份	364	39	15	19	24	29	18	19	15	13	1.8	买入
		300769.SZ	德方纳米	106	38	-13	-3	2	5	-7	-38	43	20	2.1	增持
		688005.SH	容百科技	181	25	3	5	8	11	187	35	22	17	2.2	买入
		300073.SZ	当升科技	266	49	5	7	9	12	23	37	29	23	1.9	买入
		301358.SZ	湖南裕能	278	37	6	16	23	29	65	17	12	10	2.3	买入
		300432.SZ	富临精工	250	15	4	10	14	19	110	26	18	13	5.6	买入
		688116.SH	天奈科技	185	51	3	4	6	8	42	45	30	23	5.0	买入
	导电剂	603876.SH	鼎胜新材	97	10	3	5	6	7	27	20	16	13	1.3	买入
	铝箔	301325.SZ	曼恩斯特	92	64	0	2	2	3	50	58	39	31	3.2	买入
		688392.SH	骄成超声	98	85	1	1	2	3	420	69	42	29	5.6	买入
	设备	002466.SZ	天齐锂业	691	42	-79	13	21	28	-8	54	33	25	1.6	买入
		002460.SZ	赣锋锂业	823	40	-21	7	17	30	-41	126	48	28	2.0	买入
		002756.SZ	永兴材料	182	34	10	9	12	16	15	20	15	11	1.5	买入
		000408.SZ	鑫格矿业	869	55	26	33	48	59	19	26	18	15	5.5	买入
		002738.SZ	中矿资源	288	40	8	6	13	21	37	45	23	14	2.4	买入
		002497.SZ	雅化集团	154	13	3	7	10	12	-22	23	16	13	1.4	买入
		002240.SZ	盛新锂能	154	17	-6	1	4	6	-15	255	44	26	1.4	买入
		603119.SH	浙江荣泰	327	90	2	3	5	6	37	101	72	52	17.4	买入
	零部件	301031.SZ	中熔电气	108	110	2	3	4	5	46	35	26	20	8.3	买入
		688612.SH	威迈斯	172	41	4	6	8	10	19	27	21	17	5.1	买入

- ◆ **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。
- ◆ **投资增速下滑：**各板块投资开始逐渐放缓，对行业发展和核心技术的突破有直接影响。

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