



新能源车及锂电板块2025年中报业绩总结

——终端景气支撑，步入向上拐点

2025/9/1

国金电新团队 专注产业链深度研究

分析师：姚遥

执业编号：S1130512080001

01

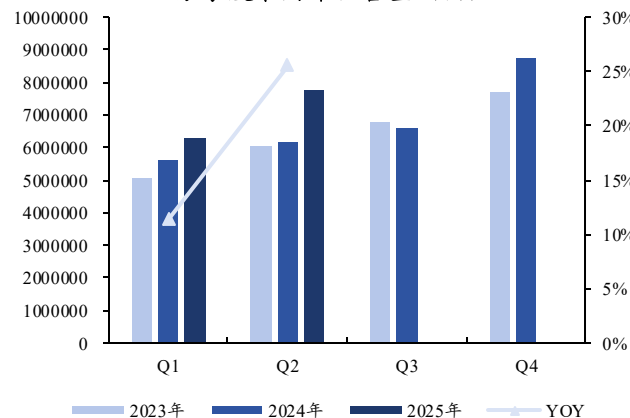
整车：市场竞争加剧，整车公司经营分化

- ✓ **整车板块2024&1Q25业绩总结：市场竞争加剧，整车公司经营分化明显。**Q2市场表现上销量表现强势，25Q2国内新能源车批售359.9万辆，同比+33.5%，环比+26.4%；25H1国内乘用车总计批售644.6万辆，同比+37.7%；但受价格战影响竞争加剧，如我们所强调的，油电替代、自主替代均已进入深水区，市场在转向零和博弈竞争，同时由于市场竞争激烈和终端消费者需求在不断变化，市场竞争格局出现松动——汽车的消费属性在快速加强，同时逐步拥有科技属性，因而对消费者对舒适性配置和产品设计两个方面的产品力追求在快速提升。25H1整车车企财报来看，市场部分公司的压力在持续加大，车企经营呈现出明显的分化特征；如今的情形类似于16-18年，市场或短期出现竞争格局的变化。
- ✓ 长期以来，市场进攻方获取市场份额的利器便是新车周期，在当下的市场环境中也不例外：强新车周期是后续车企获取阿尔法成长的核心，并将引导车企度过26年市场需求不足的窘境。在这一角度上看，我们推荐25-26年处于强新车周期、产品打造能力强劲的吉利汽车，边际关注低成本路线的零跑汽车、小鹏汽车，此外，建议关注品牌力强劲的华为系及小米集团。

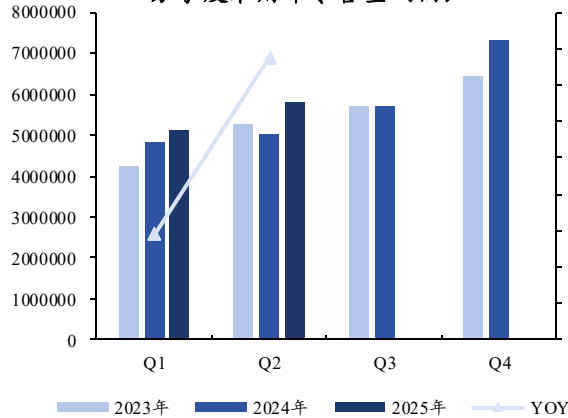
1.1 乘用车概况：Q2国内景气度仍高企

- 25Q2国内乘用车市场需求仍呈高景气。乘联会口径看（不含进口*），多项数据创造历史同期新高：
- 1) 批发：25Q2国内乘用车批售776.4万辆，同比+25.5%，环比+23.7%；25H1国内乘用车总计批售1404万辆，同比+18.8%；以旧换新拉动市场需求旺盛，景气度高企，25H1批售数据创造汽车销售历史新高。
- 2) 零售：25Q2国内乘用车零售578.5万辆，同比+15.5%，环比+13.0%；25H1国内乘用车累计零售1090.4万辆，同比+10.8%；25H1零售销量仅次于2018年的1097.9万辆位居历史次高。
- 3) 出口：25Q2国产乘用车出口135.0万辆，同比+11.2%，环比+20.8%；25H1国产乘用车累计出口246.8万辆，同比+6.4%；出口伴随俄罗斯市场回暖恢复稳健增长，持续创造历史新高。

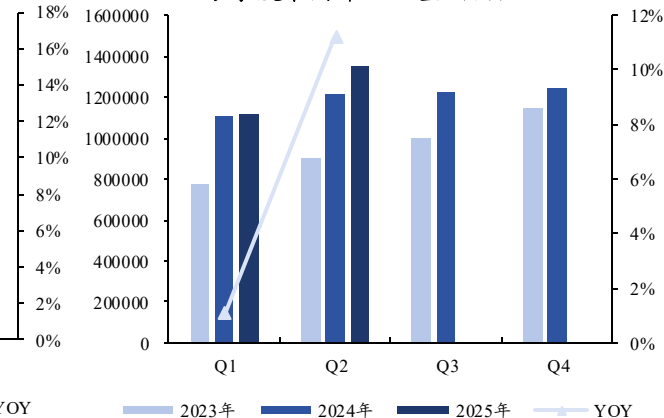
分季度乘用车批售量（辆）



分季度乘用车零售量（辆）



分季度乘用车出口量（辆）

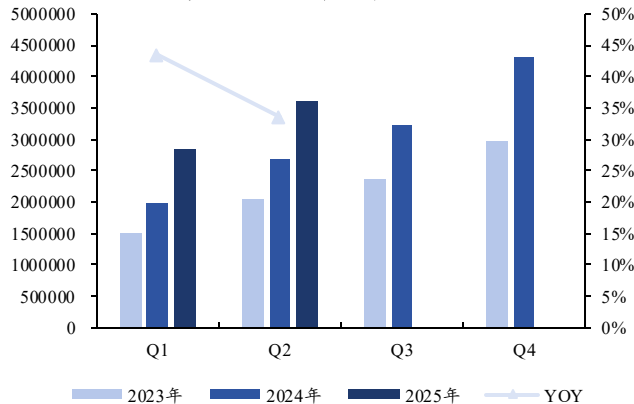


1.1 新能源概况：新能源车亦维持较高景气度

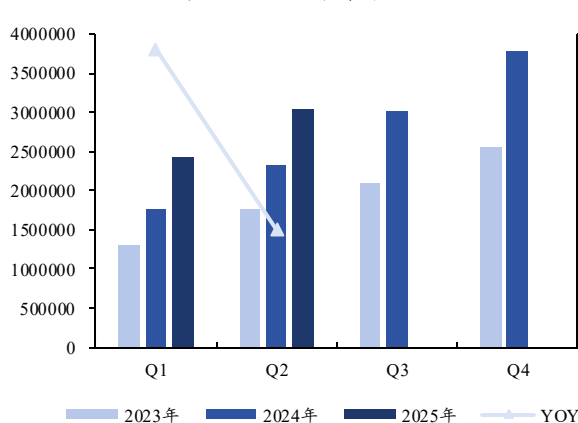
■ 25Q2国内新能源车销量仍旺盛，仍维持较高景气度。乘联会口径：

- 1) 批发：25Q2国内新能源车批售359.9万辆，同比+33.5%，环比+26.4%；25H1国内乘用车总计批售644.6万辆，同比+37.7%；批售口径由于新能源车出口表现强势，叠加零售表现稳健，批售量仍维持强势增长；
- 2) 零售：25Q2国内乘用车零售305.0万辆，同比+30.7%，环比+26%；25H1国内乘用车累计零售547.1万辆，同比+33.2%；以旧换新延续情形下，电车Q2零售表现仍稳健。
- 3) 出口：25Q2国产乘用车出口58.6万辆，同比+76.2%，环比+46.2%；25H1国产乘用车累计出口98.6万辆，同比+47.9%；虽然特斯拉海外销量下行，但比亚迪凭借插混&海外地域扩张表现强势，引领国产新能源车出口量仍维持高位增长。

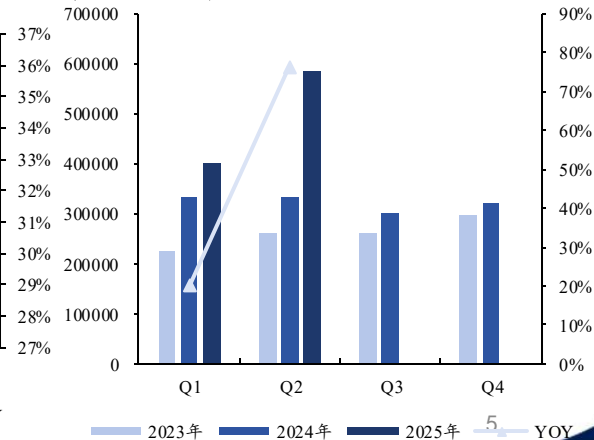
分季度新能源车批售量（辆）



分季度新能源车零售量（辆）



分季度新能源车出口量（辆）

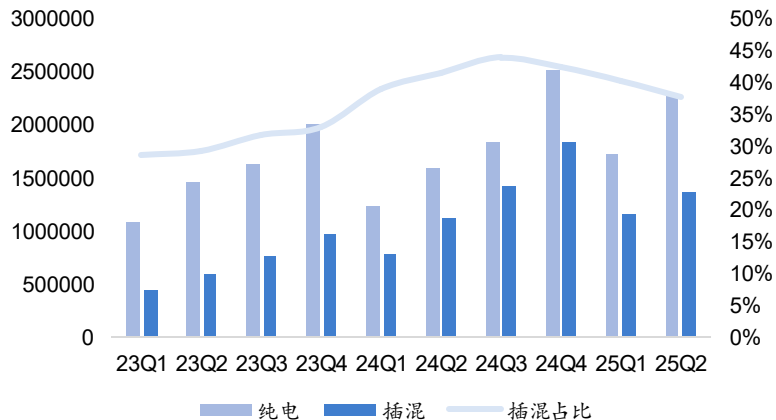


1.1 电车结构：补贴拉动纯电比例增长，电车渗透率增速放缓

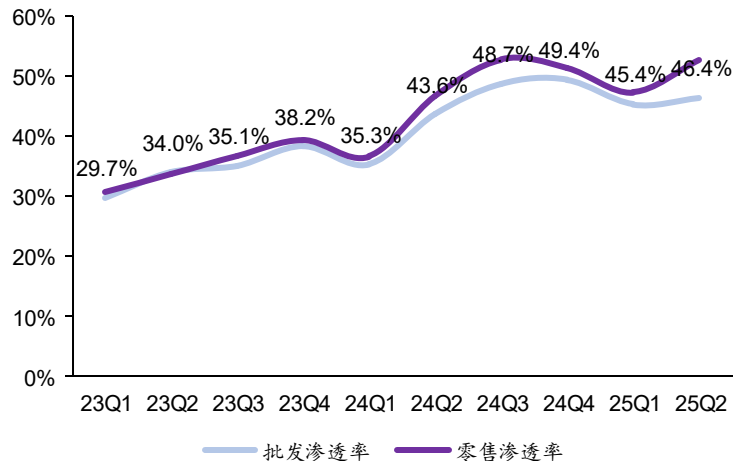
■ 从电车的结构上来看：

- 1、纯电占比仍在提升：虽然市场供给似乎偏向插电混动新车，但由于以旧换新政策对中低端市场有提振，其中的纯电代步小车受益明显，如吉利星愿等已成为市场爆款车型，插混车占比反而出现下降，Q2进一步下滑至37.4%，已回退至2023年水平。
- 2、电车渗透率增速仍处放缓：如我们在中期策略中讲到的，当前市场自主对新能源、油电替代已经处于中后段，电车替代空间变小，渗透率出现顿挫，Q2批售口径电车渗透率46.4%，零售口径为52.7%，与2024年Q3水平接近，整体看渗透率仍在50-55%之间摇摆。

分季度插混纯电占比示意图（辆）

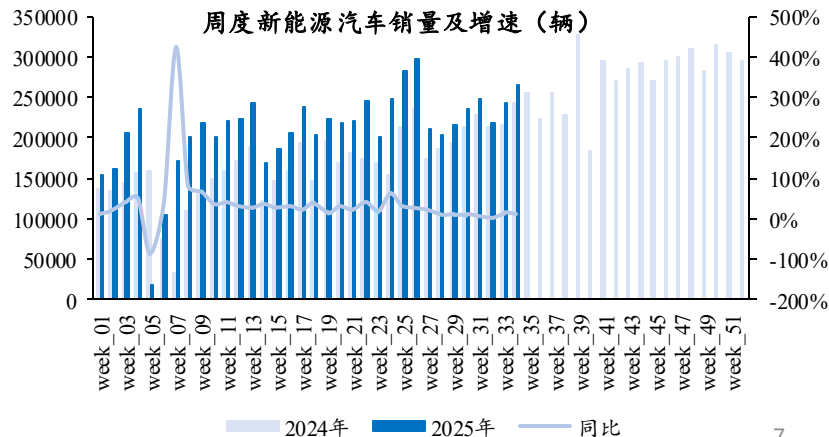
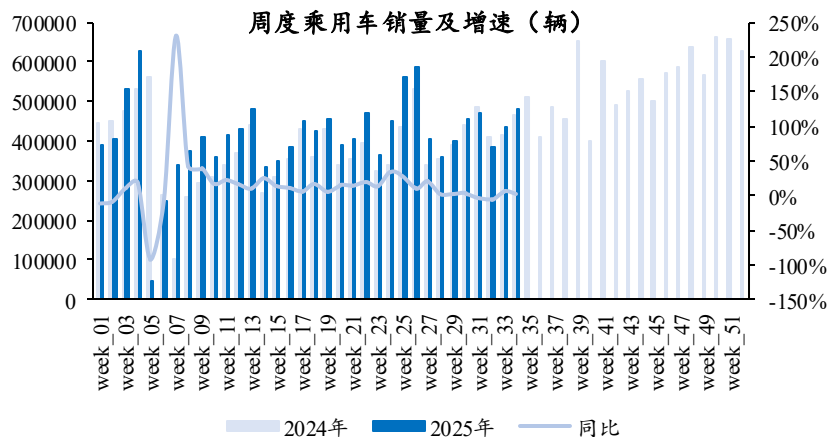


分季度新能源车渗透率



1.2 展望：Q3淡季车市销量承压，需求忧虑显现

- Q3看市场进入常规夏季淡季，虽然接近金九银十但整体逐渐承压，电车增速进一步下行，周度数据角度：
- 1、至8月总销量增速下行至0%上下甚至一度为负：地方补贴的退坡对市场形成严重干扰，目前全国绝大多数省市区已无地方补贴，导致市场观望情绪加重，消费者会持币观望等待地方补贴恢复；叠加24年同期国家以旧换新报废金额已翻倍，同期市场基数处于高位，销量增速承压，甚至一度触及负增长。
- 2、电车增速亦出现放缓：同时和我们在中期策略中所预期的一致，由于电车替代空间狭窄，电车渗透率8月仍在55%上下波动，全年看并无大幅增长，因而电车销量便转向和市场总销量挂钩，由于行业零售总销量增速承压，电车增速下滑至10%附近，一度接近0%；
- 虽然近期市场销量环比7月回暖，总量电车增速在地方补贴退坡的大背景下仍显增长，市场有向金九银十旺季靠拢的趋势，但市场销量增速承压这一事实是基本不变的。



1.2 展望：反内卷影响市场竞争，市场格局进入剧变期

- **反内卷政策持续影响市场：**原本Q2市场竞争呈现加剧趋势，价格战愈发激烈，但反内卷政策的落地会影响市场，Q3市场老款车型降价得到遏制。
- **反内卷下电车市场竞争格局将发生变化：**1) 我们此前在强调，油电替代、自主替代均已进入深水区，市场在转向零和博弈。2) 我们重申，由于市场竞争激烈和终端消费者需求在不断变化，2022年的产品打造策略在2025年的市场已不适用。在理想、华为、小米的影响下，汽车的消费属性在快速加强，同时逐步拥有科技属性，#因而对消费者对舒适性配置和产品设计两个方面的产品力追求在快速提升。3) 同时反内卷又进一步限制了车企采用价格工具，市场部分公司的压力在持续加大；如今的情形类似于16-18年，市场或短期出现竞争格局的变化。

23Q1-25Q2市场车企批发销量（辆）

公司	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	同比	环比
比亚迪	547917	700244	822094	942651	622088	982747	1129256	1513969	986098	1127173	14.7%	14.3%
吉利汽车	322453	371592	461233	531238	475720	480010	533960	686877	703824	703900	46.6%	0.0%
大众集团	608854	743593	797419	915154	648112	618491	637759	844588	608921	629720	1.8%	3.4%
奇瑞汽车	307465	387123	484199	604551	510324	547382	630713	826830	600113	613775	12.1%	2.3%
长安汽车	392307	369696	411752	418688	432059	376906	332954	504696	446410	393262	4.3%	-11.9%
丰田汽车	373209	438582	453056	485260	290781	353877	388798	482647	319617	399099	12.8%	24.9%
上通五菱	98502	166134	225593	345209	145098	186242	192852	380843	230002	268589	44.2%	16.8%
长城汽车	171151	245268	294635	316793	231710	235682	253720	334123	206770	266719	13.2%	29.0%
特斯拉中国	229322	247217	222517	248686	220876	205747	249135	240902	172754	191720	-6.8%	11.0%
本田汽车	257883	256588	331358	396977	253163	191495	170587	282481	168395	135184	-29.4%	-19.7%
上汽乘用车	195108	207628	233990	328292	162530	172309	164673	240702	163841	203933	18.4%	24.5%
华晨宝马	172766	161335	184954	190945	161111	154894	127657	170740	128217	133787	-13.6%	4.3%
北京奔驰	150006	151206	161601	127777	137828	140870	143802	140556	125303	115422	-18.1%	-7.9%
东风日产	165620	174423	171446	217667	169367	158905	131470	169162	120965	131825	-17.0%	9.0%
一汽红旗	61077	80202	109114	100384	100524	101108	110988	99722	109892	115688	14.4%	5.3%
上汽通用	185958	265000	273301	276758	111500	114079	52906	156522	108996	136070	19.3%	24.8%
起亚-现代集团	87609	94578	103901	123422	97511	103328	102387	114517	100770	117423	13.6%	16.5%

1.2 展望：抢装效应下，25年后续预计国内需求仍将稳健

- 而在总量角度，我们预计市场后续至年底，国内需求仍是旺盛的，电车有望创新高：
- 年底市场或出现大规模抢装：1) 新能源车购置税减免政策将在2025年退坡，26-27年退坡为减半，28年起全额征收，购置税的征收对低端电车市场将会形成较大冲击（车价低市场消费能力弱，所以税收的弹性大），预计年底消费市场会有抢装动作；
- 2) 补贴政策延续的不确定性，市场此前高度担忧补贴政策是否可延续，我们认为，纵使补贴政策延续，但若未在年底前出台，则消费端依旧会默认国补、地补政策退坡，而接近年底旺季车8年底消费者决策周期变短，会刺激市场观望情绪释放，参考2024年年底，最终在11-12月市场出现大规模抢装。
- 基于此，虽然24年同期是高基数的，但在抢装效应的刺激下，我们预计市场需求仍将是旺盛的，我们预计销量同比持平或小幅增长，增速在0-5%左右，结合上半年约8%的增速，全年零售增速约在5%左右，和我们年初的预测基本相符。
- 其中新能源车板块：年底电车极大概率出现抢装冲量情形，届时电车仍有希望以透支26年需求的形式恢复渗透率的高增长。

1.3 分车企：主机厂经营呈现分化态势

- 市场竞争加剧的情形下，主机厂经营压力持续加大，并呈现出明显的分化态势，从净利润角度看：
- 1) 业绩超预期：小鹏汽车；
- 2) 符合预期但经营表现强势：吉利汽车，零跑汽车，长城汽车等；
- 3) 符合预期：理想汽车，赛力斯，北汽蓝谷等；
- 4) 低于预期：比亚迪；
- 其中比亚迪、理想汽车因市场竞争加剧，销量业绩双双承压；而出于强新车周期的小鹏汽车、吉利汽车、零跑汽车则普遍表现强势。我们维持原有观点，市场竞争格局震荡变化的阶段，建议关注市场次龙头主机厂。

主机厂23Q1—25Q2归母净利润一览（亿元）

公司	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	同比	环比
比亚迪	41.3	68.2	104.1	86.7	45.7	90.6	116.1	150.2	91.5	63.6	-29.8%	-30.5%
吉利汽车	7.1	8.6	12.8	24.6	15.6	90.4	24.6	35.8	34.9	31.5	-65.2%	-9.7%
长安汽车	69.7	6.8	22.3	14.5	11.6	16.7	7.5	37.4	13.5	9.4	-44.0%	-30.7%
长城汽车	1.7	11.9	36.3	20.3	32.3	38.5	33.5	22.6	17.5	45.9	19.2%	162.3%
小鹏汽车	-23.4	-28.1	-38.9	-13.5	-13.7	-12.9	-18.1	-13.3	-6.6	-4.8	/	/
理想汽车	14.1	27.3	34.7	45.9	12.8	15.0	38.5	40.4	10.0	14.7	-2.3%	46.8%
零跑汽车	-11.3	-11.4	-9.9	-9.5	-10.1	-12.0	-6.9	0.8	-1.3	1.6	/	/
赛力斯	-6.3	-7.2	-9.5	-1.6	2.2	14.1	24.1	19.1	7.5	21.9	56.1%	193.3%
北汽蓝谷	-8.9	-10.9	-12.7	-21.5	-10.2	-15.6	-19.2	-24.6	-9.5	-13.6	/	/
江淮汽车	1.5	0.1	0.3	-0.3	1.1	2.0	3.2	-24.1	-2.2	-5.5	/	/
蔚来汽车	-41.5	-54.5	-39.5	-48.0	-49.0	-45.4	-44.1	-66.2	-67.5	/	/	/

02

锂电：终端景气支撑，步入向上拐点

- ✓ **锂电板块2024&1Q25业绩总结：终端景气支撑，步入向上拐点。**从总量看，“以旧换新”政策对电车有偏向性（单车补贴金额更大），叠加电车出海加速放量，拉动25H1电车销量呈现稳定增长态势，新能源车表观维持高景气。乘联会口径，25H1新能源车批售644.7万辆，同比+37.4；H1电车批发渗透率51.5%，零售渗透率49.8%。从周期角度看，自1Q24板块触底以来，收入、库存均处于向上阶段，对应锂电板块库存周期中“复苏-繁荣”阶段。行业库存水平改善，1Q25~2Q25，电动车、动力、储能电池库存系数分别由2.4、4.9、7.0下降至2.1、4.7、6.9，其中电动车库存位于合理水平下方（2.5），动力、储能电池库存水平较高。
- ✓ **具体子板块业绩总结如下：**
 1. **电池：龙头强者恒强，宁德一马当先。**1H25宁德时代、比亚迪继续席卷国内外动力市场，份额双双走高。1H25、2Q25，宁德时代收入1789、942亿元，同比分别+7%、+8%，收入规模遥遥领先于全球其他电池厂。从盈利看，电池厂毛利率普遍集中在15%~25%，扣非净利率集中在-5%~15%，宁德时代盈利水平强于行业。
 2. **隔膜：仍处下行周期，干法触底反弹。**隔膜价格自2025年初以来已基本走稳，除湿法、涂覆膜价格小幅下滑外，干法隔膜已出现价格上涨。1H25、2Q25，恩捷股份收入58、30亿元，同比+21%、+24%，二线1H25平均收入同比+10%~100%。行业出现增收不增利现象，1H25行业平均收入同增背景下，平均毛利率为14%、平均扣非净利率为2%。行业整体面临着价格下行周期下的大面积亏损。
 3. **铁锂正极：行业推动反内卷，高压实铁锂高景气。**行业发布关于健康有序发展的倡议，反内卷驱动下行业孕育新一轮挺价；碳酸锂价下行对行业Q2盈利构成不利影响，而高压实磷酸铁锂凭借性能优势，具备溢价能力；格局上，富临精工、万润新能等提升；盈利上，25Q2富临精工、湖南裕能维持盈利，其中湖南裕能受益挺价落地，扣非归母净利率环比提升。
 4. **结构件：龙头盈利高韧性，二线盈利有改善。**龙头企业科达利已连续7个季度维持扣非归母净利率10%以上，其他企业25Q1扣非净利率均在6%以下，龙头与二线的差距仍然明显，二线中震裕科技受益规模效益和降本增效，净利率环比提升显著；结构件企业积极拓宽机器人赛道，科达利、震裕科技、金杨股份等均有良好布局。

✓ **锂电电子板块2024&1Q25业绩总结：终端景气支撑，步入向上拐点。**从总量看，“以旧换新”政策对电车有偏向性（单车补贴金额更大），叠加电车出海加速放量，拉动25H1电车销量呈现稳定增长态势，新能源车表现维持高景气。乘联会口径，25H1新能源车批售644.7万辆，同比+37.4；H1电车批发渗透率51.5%，零售渗透率49.8%。从周期角度看，自1Q24板块触底以来，收入、库存均处于向上阶段，对应锂电板块库存周期中“复苏-繁荣”阶段。行业库存水平改善，1Q25~2Q25，电动车、动力、储能电池库存系数分别由2.4、4.9、7.0下降至2.1、4.7、6.9，其中电动车库存位于合理水平下方（2.5），动力、储能电池库存水平较高。

✓ **具体子板块业绩总结如下：**

5. 6F：成本上升驱动价格回弹，供需改善H2有望延续提价。8月碳酸锂价格带动下，6F向上突破5.5万元/吨，根据鑫铈锂电，6F现有月度名义产能3.66万吨，月度有效产能2.45万吨，预计9月开始全球6F需求超2.46万吨，6F或出现供不应求；格局上强者恒强，集中度持续提升，天赐材料、多氟多、天际股份占据第一梯队；盈利上Q2仍承压，后续有望跟随价格回升。

6. 负极：份额向成本低者集中。H1人造负极材料市占率同比提升6个点至92%，硅基负极及硬碳负极表现较好，尤其CVD新型硅负极出货量增量明显；格局上，TOP5厂家市占率仍有窄幅提升，中小规模企业生存空间持续收窄；盈利上，具备成本优势的尚太科技、中科电气净利率继续稳健，璞泰来甩掉减值包袱，邛崃新基地逐步放量，H2负极盈利有望进一步提升。

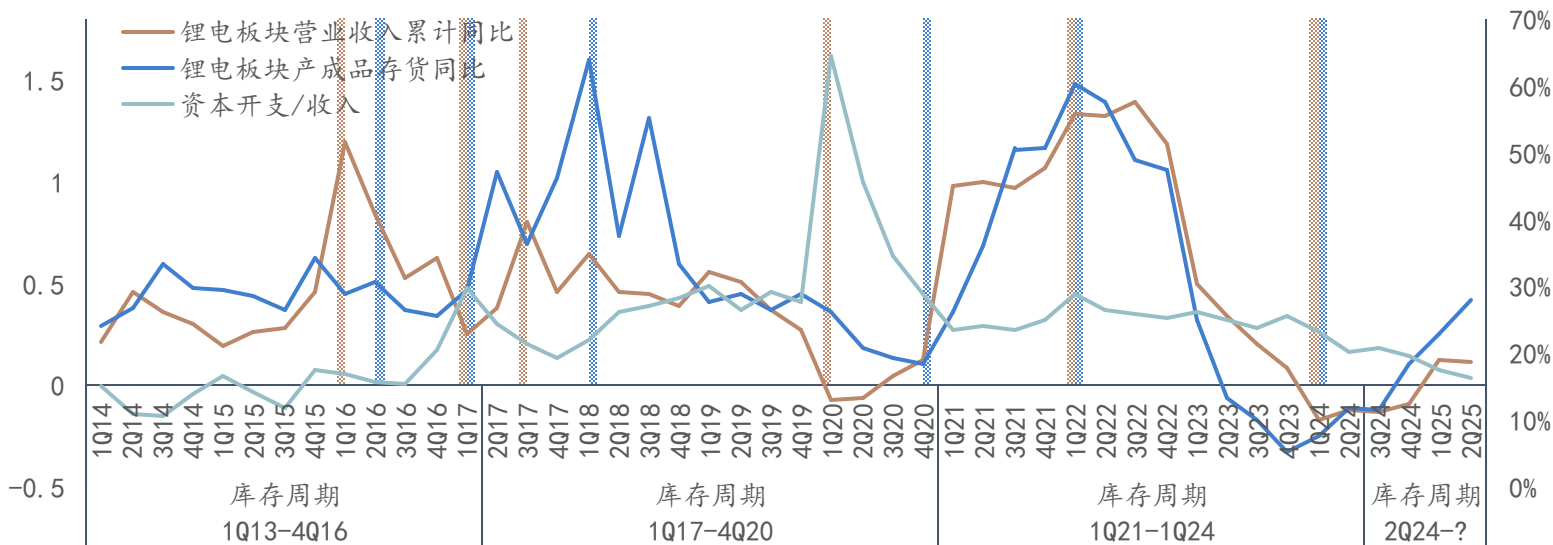
7. 三元及前驱体：价格波动上行，盈利同比改善。三元及前驱体价格受到上游原材料镍钴锰锂等价格波动，呈现震荡上行，带动板块公司收入、盈利改善。1H25、2Q25，龙头容百科技毛利率、扣非净利率分别9%、-1%，二三线平均-15%~-13%、-31%~7%，振华新材亏损较严重，部分公司盈利改善主要系库存收益等加持。1H25、2Q25，前驱体龙头中伟股份毛利率、扣非净利率分别12%、3%，二三线平均13%~16%、4%~9%。三元前驱体整体盈利优于三元材料。

- **投资策略：新技术与供需景气共振。**2025年，固态电池技术突破驱动行业Capex加速，叠加2023~2025年连续供给侧改革与产能收敛，行业供需格局或开始出现反转，部分环节呈现涨价潮，产业链景气度多元开花。
- **周期：2024~2025年锂电中游步入“复苏-繁荣”阶段，对应板块补库。**自1Q24板块触底以来，收入、库存均处于向上阶段，对应锂电板块库存周期中“复苏-繁荣”阶段。本轮库存周期为产能中周期中嵌套第二轮弱补库周期，根据历史补库时长1~2年判断，2025年底~2026年或结束补库转入去库。
- **成长：新技术与新场景共振，锂电开启第二增长极。**新技术构成板块主旋律，固态电池作为长期技术方向，具备重要战略发展意义，将带来工艺&材料体系的重塑，2025年起开启固态中试线搭建，并逐步向量产线过渡，路线/供应链逐步明晰；复合铜箔作为颠覆性技术，历经多年技术攻克和打磨，有望于25H2看到真正的产业化落地，量产节奏、渗透率空间及在固态的应用均有望超市场预期。此外，新场景培育未来增长极，数据中心、低空经济、人形机器人及出海等催生新领域市场需求。伴随锂电主业企稳，板块公司布局第二成长曲线。
- **格局：差异化细分赛道龙头仍是优选配置策略。**龙头产品和成本竞争优势明显，行业将维持龙头作为行业最优质产能的产能利用率率先打满的态势，业绩兑现度最确定、弹性也最强。伴随2H25开始锂电各环节供需步入新一轮拐点，推荐6F、储能电池、铁锂，及干法隔膜等预期涨价高景气赛道。
- **投资框架再梳理，我们按照新技术、新场景，及传统核心三大主要分类，梳理锂电20条细分景气度赛道，当前时点我们重点推荐以下主线：**
 - 半固态电池量产线/全固态电池中试线搭建，核心设备及材料定点
 - 全固态电池新技术，如锂金属负极、干法电极、及硫化锂等
 - 细分涨价赛道，如6F、储能电池、铁锂，及干法隔膜等
 - 数据中心需求爆发，储能、BBU，及UPS电池核心供应商
 - 钠离子电池在储能、二轮车场景放量，电池及材料定点
 - 复合集流体迎接产业化0-1阶段，领先产品方、设备厂

行业库存：锂电板块当前处于库存周期向上阶段

✓ 2025，锂电池板块公司累计收入同比增长为12%、产成品存货同比增长为42%，自1Q24板块触底以来，收入、库存均处于向上阶段，对应锂电板块库存周期中“复苏-繁荣”阶段。本轮库存周期为产能中周期中嵌套第二轮弱补库周期，根据历史补库时长1~2年判断，2025年底~2026年或结束补库转入去库。

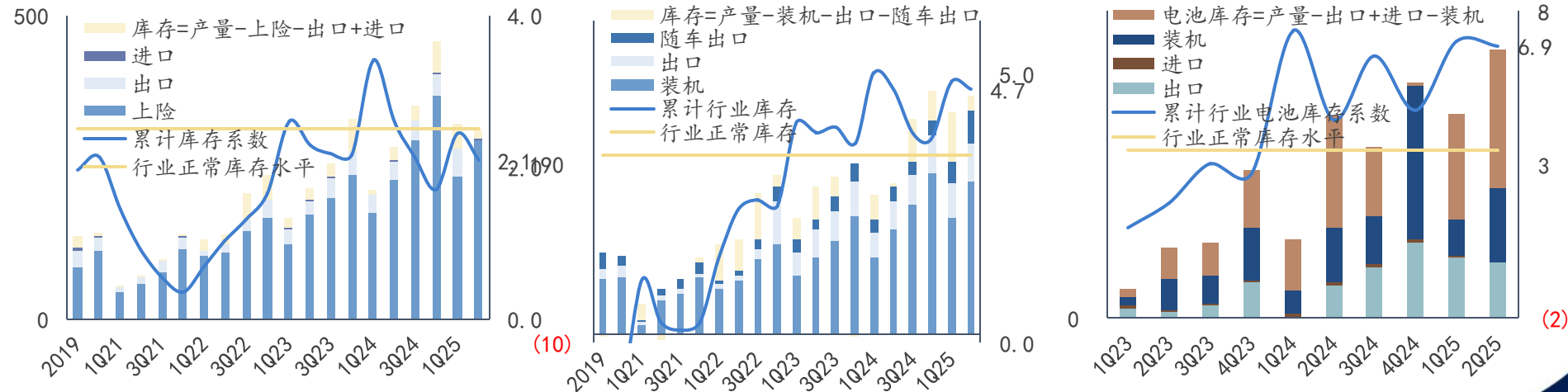
图表：利用锂电板块产成品存货同比划分库存周期（2014~2025年）



行业库存：电动车及动力储能电池库存环比改善

✓ **2025库存水平均改善，电动车较低，动力、储能电池高于合理值。**1Q25~2Q25，电动车、动力、储能电池库存系数分别由2.4、4.9、7.0下降至2.1、4.7、6.9，其中电动车库存位于合理水平下方（2.5），动力、储能库存水平仍较高。分析行业库存水平变化，主要原因系：1. 电动车：国内新能源车出口水平高增（2025年1-6月累计出口106万辆，YoY+75%，叠加新能源车销量环比增速高于产量。2. 动力：出口、随车出口及装机环比增长均高于产量，库存整体改善。3. 储能：受到海外新能源政策波动影响，出口环比下滑，装机环比高增带动整体库存改善。

图表：左/国内电动车季度行业库存（2019~2025年；万辆）；中/国内动力电池季度行业库存（2019~2025年；GWh）；右/国内储能电池季度行业库存（2023~2025年；GWh）



资料来源：乘联会、国金证券研究所

- ✓ (1) 从营业收入同比增速看，铁锂显著领先。25H1电池板块细分子行业营收同比增速由高至低依次为：LFP正极(+31%)>结构件(+24%)=负极(+24%)>隔膜(17%)>电解液(14%)>正极-三元前驱体(+13%)>电池(+9%)>正极-三元(+3%)=设备(+3%)>辅材(-10%)。
- ✓ 单25Q2同比增速看，负极、结构件、LFP正极环节居前。2Q25电池板块细分子行业营收同比增速由高至低依次为：负极(+31%)>结构件(+26%)>设备(+18%)>LFP正极(+17%)>隔膜(+16%)>正极-三元前驱体(+9%)=电池(+9%)>电解液(+6%)>正极-三元(5%)>辅材(-14%)。

图表：25H1锂电细分子板块业绩对比（亿元）

细分板块	营业收入	同比(%)	扣非归母净利润	同比(%)	毛利率	同比pct	扣非归母净利润率	同比pct	期间费用率	同比pct	研发费率	存货周转天数	同比(天)	应收账款周转天数	同比(天)	经营性现金流/收入	同比pct
电池	2,621	9%	287	29%	22.2%	-1.2%	10.9%	1.7%	9%	-3%	6%	169	26	161	-2	24%	5%
隔膜	90	17%	0.18	-97%	17.2%	-4.7%	0.2%	-6.5%	16%	0%	5%	194	-54	363	-56	8%	-16%
正极-三元	143	3%	-1	增亏	8.6%	-0.3%	-0.7%	-0.1%	8%	1%	4%	151	14	229	-37	9%	26%
正极-三元前驱体	761	13%	40	23%	14.0%	-0.8%	5.2%	0.4%	7%	-1%	2%	211	12	90	-8	6%	-2%
正极-LFP	285	31%	-4	减亏	5.9%	-0.6%	-1.2%	0.8%	6%	-1%	2%	82	6	145	-12	-5%	-14%
负极	219	24%	22	26%	25.9%	1.8%	10.0%	0.2%	11%	1%	5%	370	-83	235	6	-1%	2%
电解液	156	14%	7	10%	18.6%	0.0%	4.5%	-0.2%	12%	0%	6%	101	-18	214	-2	6%	11%
结构件	114	24%	9	21%	19.3%	0.0%	8.1%	-0.2%	9%	0%	5%	82	-22	245	42	15%	-2%
辅材	52	-10%	-1	转亏	7.4%	-1.5%	-1.1%	-1.7%	8%	1%	2%	102	8	172	16	0%	转平
设备	159	3%	13	46%	29.8%	-2.6%	8.4%	2.5%	19%	-1%	10%	807	-58	429	-67	19%	38%

- ✓ (2) 从扣非归母净利润同比增速看，设备、电池、负极环节显著领先。25H1细分子行业扣非归母净利润增速由高至低依次为：设备（46%）>电池（+29%）>负极（+26%）>三元前驱体（+23%）>结构件（+21%）>电解液（+10%）> LFP正极（减亏）>辅材（转亏）>正极-三元（增亏）>隔膜（-97%）。
- ✓ 单25Q2同比增速看，分化较大，电池、负极、三元前驱体、结构件2025扣非归母净利润同比增速由高到低依次为：设备（+327%）>负极（+33%）>电池（+31%）>结构件（+18%）>三元前驱体（+4%）>正极-三元（减亏）> LFP正极（减亏）>电解液（-6%）>隔膜（转亏）>辅材（转亏）。

图表：2Q25锂电细分子板块业绩对比（亿元）

25Q2	营收	同比	环比	扣非归母净利润	同比	环比	毛利率	同比 pct	环比 pct	扣非归母净利率	同比 pct	环比 pct	存货周转天数	同比(天)	环比(天)	经营性现金流/收入	同比 pct	环比 pct
电池	1,392	9%	13%	160	31%	26%	22.3%	-1.0%	0.3%	11.5%	1.9%	1.1%	82	16	-2	20%	4%	-8%
隔膜	48	16%	14%	-1	转亏	转亏	16.3%	-5.8%	-1.7%	-1.7%	-6.9%	-4.1%	93	-31	-12	11%	-22%	7%
正极-三元	67	5%	11%	-1	减亏	减亏	8.9%	0.4%	5.1%	-2.0%	1.0%	2.5%	79	-2	-6	27%	8%	37%
正极-三元前驱体	380	9%	0%	20	4%	4%	14.5%	-2.5%	0.8%	5.3%	-0.2%	0.2%	108	14	7	7%	-2%	3%
正极-LFP	147	17%	7%	-2	减亏	-2%	6.5%	-0.2%	1.1%	-1.2%	1.2%	0.1%	43	6	1	4%	-8%	18%
负极	121	31%	23%	12	33%	17%	25.6%	1.8%	-0.7%	9.8%	0.2%	-0.5%	177	-34	-30	12%	8%	29%
电解液	80	6%	6%	3	-6%	-15%	18.1%	-0.8%	-1.0%	4.0%	-0.5%	-1.0%	50	-2	-4	20%	16%	29%
结构件	63	26%	22%	5	18%	18%	20.1%	-0.2%	1.7%	8.0%	-0.5%	-0.3%	38	-10	-9	17%	-14%	5%
辅材	26	-14%	-2%	-0.47	转亏	增亏	6.7%	-2.0%	-1.3%	-1.8%	-2.1%	-1.4%	55	7	4	13%	26%	28%
设备	92	18%	37%	8	327%	49%	29.1%	-3.3%	-1.0%	8.7%	6.3%	0.7%	351	-81	-114	25%	46%	22%

- ✓ **(3) 毛利率分析：**从毛利率水平看，设备、负极环节显著领先。25H1各个细分子行业毛利率由高至低依次为：设备（29.8%）>负极（25.9%）>电池（22.2%）>结构件（19.3%）>电解液（18.6%）>隔膜（17.2%）>正极-三元前驱体（14%）>正极-三元（8.6%）>辅材（7.4%）>正极-LFP（5.9%）。
- ✓ **从毛利率同比变动看，设备、辅材、电池、隔膜环节承压。**具体看，毛利率同比变动方面，负极（+1.8pct）>电解液（+0pct）=结构件（+0pct）>正极-三元（-0.3pct）>正极-LFP（-0.6pct）>正极-三元前驱体（-0.8%）>电池（-1.2pct）>辅材（-1.5pct）>设备（-2.6pct）>隔膜（-4.7pct）。
- ✓ **单25Q2同比变动看，负极环节提升最明显。**2Q25毛利率同比变动由高到低依次为：负极（+1.8pct）>正极-三元（+0.4pct）>结构件（-0.2pct）= LFP正极（-0.2pct）>电解液（-0.8pct）>电池（-1pct）>辅材（-2pct）>正极-三元前驱体（-2.5pct）>设备（-3.3pct）>隔膜（-5.8pct）。
- ✓ **(4) 扣非归母净利率分析：**从扣非归母净利率水平看，电池、结构件、负极环节领先。25H1各个细分子行业净利率由高至低依次为：电池（10.9%）>负极（9.6%）>设备（8.4%）>结构件（8.1%）>正极-三元前驱体（5.2%）>电解液（4.5%）>隔膜（0.2%）>正极-三元（-0.2%）>辅材（-1.1%）>正极-LFP（-1.2%）。
- ✓ **从扣非归母净利率同比变动看，设备、电池、三元前驱体、LFP正极、负极为正。**具体看，净利率同比变动方面，设备（+2.5%）>电池（+1.7pct）>LFP正极（+0.8pct）>正极-三元前驱体（+0.4pct）>负极（+0.2pct）>正极-三元（-0.1pct）>电解液（-0.2pct）=结构件（-0.2pct）>辅材（-1.7pct）>隔膜（-6.5%）。
- ✓ **单25Q2同比变动看，电池、设备环节提升明显。**2Q25由高到低排序为：设备（+6.3pct）>电池（+1.9pct）>LFP正极（+1.2pct）>正极-三元（+1pct）>负极（+0.2pct）>正极-三元前驱体（-0.2pct）>电解液（-0.5pct）=结构件（-0.5pct）>辅材（-2.1pct）>隔膜（-6.9pct）。

- ✓ **(5) 存货分析：从存货周转天数上看，结构件和LFP正极最少，设备最长。从低到高排序为：正极-LFP（82天）=结构件（82天）<电解液（101天）<辅材（102天）<正极-三元（151天）<电池（169天）<隔膜（194天）<正极-三元前驱体（211天）<负极（370天）<设备（807天）。**
- ✓ **从存货周转天数的同比变动来看，分化明显，隔膜、负极等减少，电池、正极-三元等增加。同比变动从低到高排序为：负极（-83天）<设备（-58天）<隔膜（-54天）<结构件（-22天）<电解液（-18天）<正极-LFP（+6天）<辅材（+8天）<正极-三元前驱体（+12天）<正极-三元（+14天）<电池（+26天）。**
- ✓ **单25Q2同比变动看，设备、负极、隔膜环节明显缩短。2024由低到高排序为：设备（-81天）<负极（-34天）<隔膜（-31天）<结构件（-10天）<电解液（-2天）=正极-三元（-2天）<LFP正极（+6天）<辅材（+7天）<正极-三元（+14天）<电池（+16天）。**
- ✓ **(6) 应收账款周转分析：从应收账款周转天数指标看，三元前驱体、LFP正极、电池环节最短。25H1由低到高依次为：正极-三元前驱体（90天）<LFP正极（145天）<电池（161天）<辅材（172天）<电解液（214天）<正极-三元（229天）<负极（235天）<结构件（245天）<隔膜（363天）<设备（429天）。**
- ✓ **从应收账款周转天数同比变动看，设备、隔膜、正极-三元环节缩短。由低到高依次为：设备（-67天）<隔膜（-56天）<正极-三元（-37）<LFP正极（-12天）<正极-三元前驱体（-8天）<电池（-2天）=电解液（-2天）>负极（+6天）<辅材（+16天）>结构件（+42天）。**

- ✓ (7) 经营性现金流分析：从“经营性现金流/营收”指标看，电池、设备、结构件环节领先。25H1从高到低排序为：电池（24%）>设备（19%）>结构件（15%）>正极-三元（9%）>隔膜（8%）>正极-三元前驱体（6%）=电解液（6%）>辅材（转平）>负极（-1%）>LFP正极（-5%）。
- ✓ 从“经营性现金流/营收”同比变动情况来看，设备、正极-三元、电解液提升显著。从高到低排序为：设备（38%）>正极-三元（+26pct）>电解液（+11pct）>电池（+5pct）>辅材（+4pct）>负极（+2pct）>正极-三元前驱体（-2pct）=结构件（-2pct）>LFP正极（-14pct）>隔膜（-16pct）。
- ✓ 单25Q2同比变动看，设备提升显著。2Q25同比变动由高到低排序依次为：设备（+46%）>辅材（+26pct）>电解液（+16pct）>负极（+8pct）=正极-三元（+8pct）>电池（+4pct）>正极-三元前驱体（-2pct）>LFP正极（-8pct）>结构件（-14pct）<隔膜（-22pct）。

全球&国内动力电池格局：内资主导格局，出海势头强劲

- ✓ **全球动力格局：**2025年1-6月，宁德时代/比亚迪/中创新航/国轩高科/亿纬锂能/蜂巢能源全球动力装机同增分别38%/58%/23%/85%/66%/108%，份额38%/18%/4%/4%/3%/3%，份额同比继续保持提升。
- ✓ **海外动力格局：**2025年1-6月，宁德时代/比亚迪/国轩高科/蜂巢能源海外动力装机同增分别33%/153%/98%/1043%，份额分别30%/8%/2%/2%，国内新能源车出海势头强劲！
- ✓ 宁德时代稳居全球第一，特斯拉、宝马、奔驰、大众、极氪、小米等全球各大主机厂均采用公司电池。比亚迪基于自产电动车及BEV+PHEV电池，扩大各种车型类别的销售，在国内外扩大影响力，尤其欧洲市场扩展表现突出（1H25装机6GWh，YoY+313%）。

图表：左/全球动力电池装机格局（1H24、1H25；GWh）；
右/全球除中国地区外动力电池装机格局（1H24、1H25；GWh）；

* 연간 누적 글로벌 전기차용 배터리 사용량

(단위: GWh)

순위	그룹명	2024. 1~6	2025. 1~6	Growth Rate	2024 점유율	2025 점유율
1	CATL	138.5	190.9	37.9%	37.7%	37.9%
2	BYD	56.7	89.9	58.4%	15.4%	17.8%
3	LG에너지솔루션	45.2	47.2	4.4%	12.3%	9.4%
4	CALB	17.8	21.8	22.7%	4.8%	4.3%
5	SK on	17.7	19.6	10.7%	4.8%	3.9%
6	Panasonic	16.5	18.8	14.4%	4.5%	3.7%
7	Gotion	9.7	17.9	85.2%	2.6%	3.6%
8	삼성SDI	17.4	16.0	-8.0%	4.7%	3.2%
9	EVE	8.2	13.6	65.9%	2.2%	2.7%
10	SVOLT	6.2	12.9	107.7%	1.7%	2.6%
	기타	33.6	55.8	66.2%	9.1%	11.1%
	합계	367.4	504.4	37.3%	100.0%	100.0%

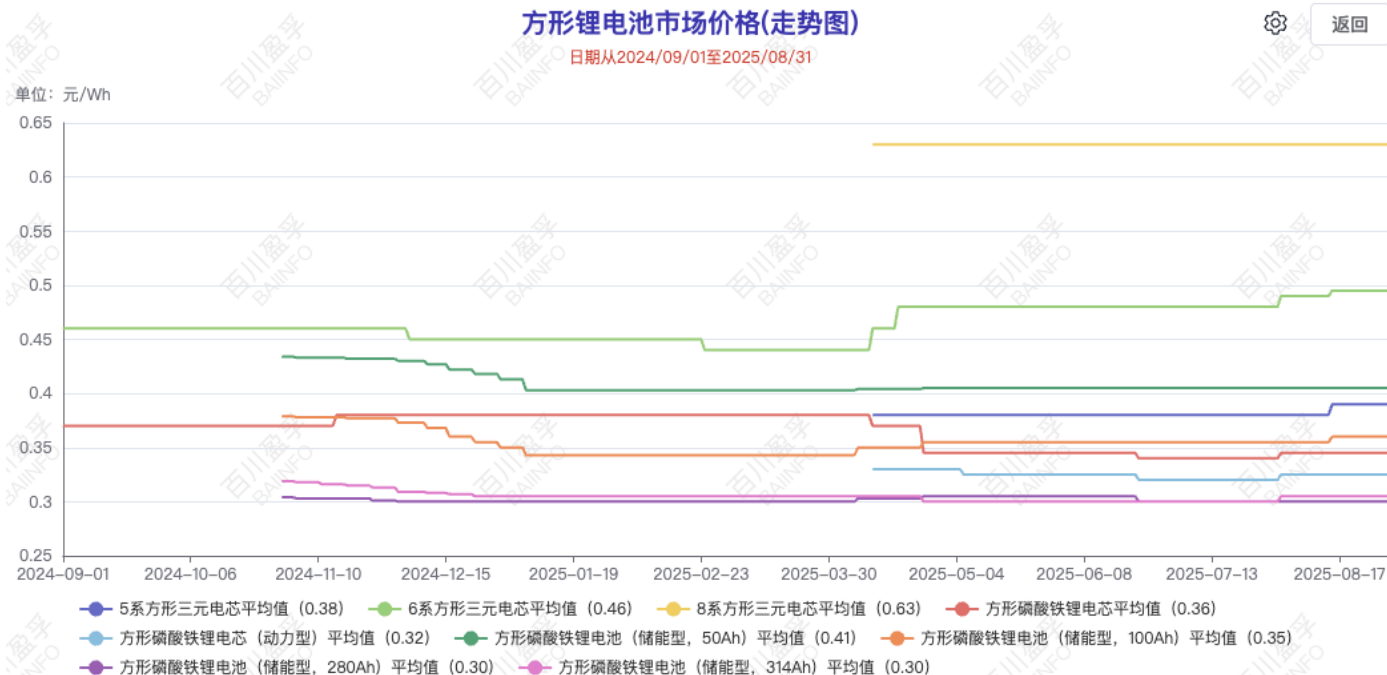
* 연간 누적 글로벌 전기차용 배터리 사용량 (중국 시장 제외)

(단위: GWh)

순위	그룹명	2024. 1~6	2025. 1~6	Growth Rate	2024 점유율	2025 점유율
1	CATL	46.6	62.1	33.2%	27.6%	29.7%
2	LG에너지솔루션	42.1	43.0	2.2%	24.9%	20.5%
3	SK on	17.7	19.6	10.6%	10.5%	9.3%
4	Panasonic	16.5	18.8	14.4%	9.7%	9.0%
5	삼성SDI	17.3	16.0	-7.8%	10.3%	7.6%
6	BYD	6.2	15.7	153.0%	3.7%	7.5%
7	Farasis	3.6	4.8	33.7%	2.1%	2.3%
8	TESLA	1.4	3.9	175.6%	0.8%	1.9%
9	Gotion	2.0	3.9	98.2%	1.2%	1.9%
10	SVOLT	0.3	3.8	1043.2%	0.2%	1.8%
	기타	15.2	17.6	15.2%	9.0%	8.4%
	합계	169.0	209.2	23.8%	100.0%	100.0%

电池：价格整体平稳，原料震荡走低

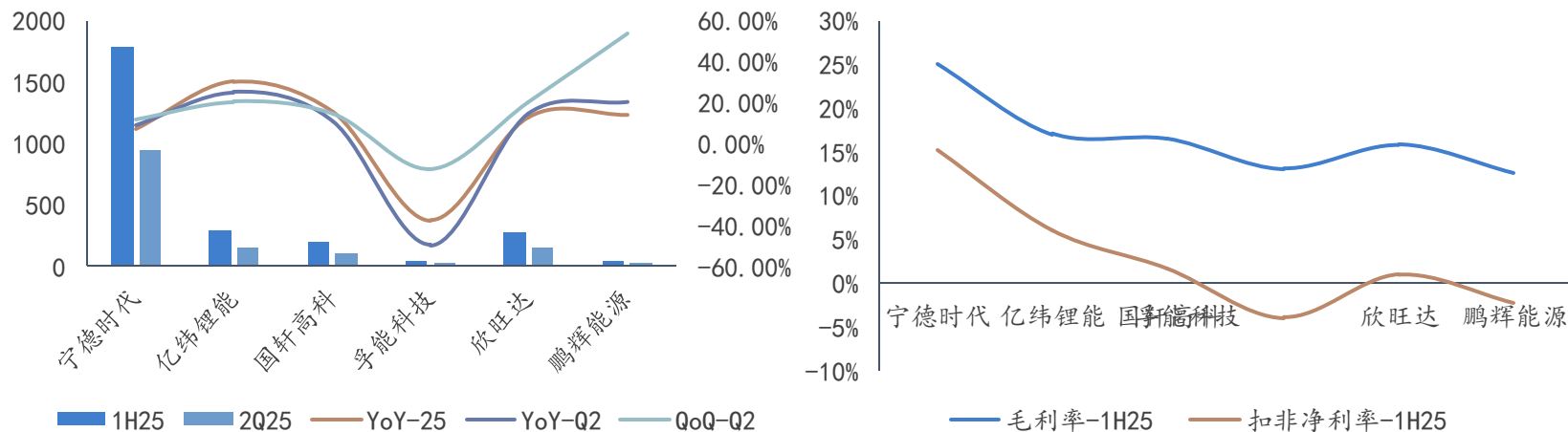
✓ 国产电芯价格：价格整体平稳，7-8月小幅回升。电池价格整体处于平稳，8月三元及铁锂材料价格上涨明显，受此影响电芯价格同步跟进上调。



电池：龙头营收、盈利强者恒强

✓ 电池营收&盈利：龙头强者恒强，宁德一马当先。1H25、2Q25，宁德时代收入1789、942亿元，同比分别+7%、+8%，收入规模遥遥领先于全球其他电池厂。从盈利看，电池厂毛利率普遍集中在15%~25%，扣非净利率集中在-5%~15%，宁德时代盈利水平强于行业。

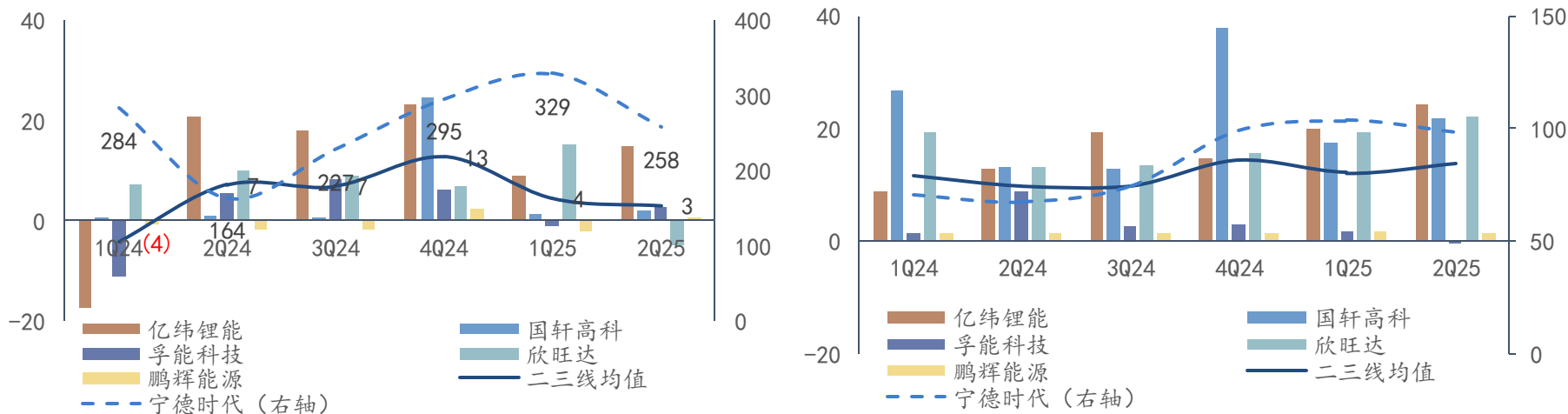
图表：左/电池企业1H25及2Q25电池业务收入、同比（亿元）；
右/电池企业1H25及2Q25电池业务毛利率、扣非净利率



电池：经营现金流净额回落，资本开支提升

- ✓ **经营现金流**：4Q24/1Q25/2Q25，宁德时代、二三线经营现金流净额均值分别295/329/258亿元、13/4/3亿元。电池厂经营现金流净额水平2Q25回落，主要系头部公司支付税费增加。
- ✓ **资本开支**：4Q24/1Q25/2Q25，宁德时代、二三线资本开支均值分别99/103/99亿元、14/12/14亿元。二三线电池企业资本开支2Q25加速，宁德时代开始放缓。

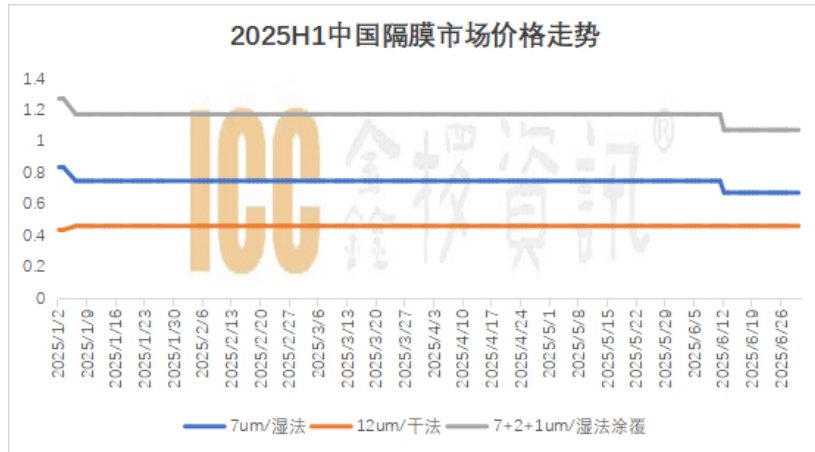
图表：左/电池企业季度经营现金流净额（1Q24~2Q25；亿元）
右/电池企业季度资本开支（1Q24~2Q25；亿元）



隔膜：仍处下行周期，干法触底反弹

- ✓ 干法价格企稳，湿法及涂覆仍处降价通道。根据鑫椏锂电，干湿法隔膜价格出现差异，干法虽然稼动率低于湿法，但由于行业上下游的集中度较高，在干法隔膜大幅亏损的情况下，干法隔膜行业集中实现价格的有效上涨。湿法隔膜由于行业较为分散，结构化差异不显著，导致价格不断走低。

图表：不同类型隔膜价格走势（2025年）



隔膜：CR3同比下滑，二线竞争加剧

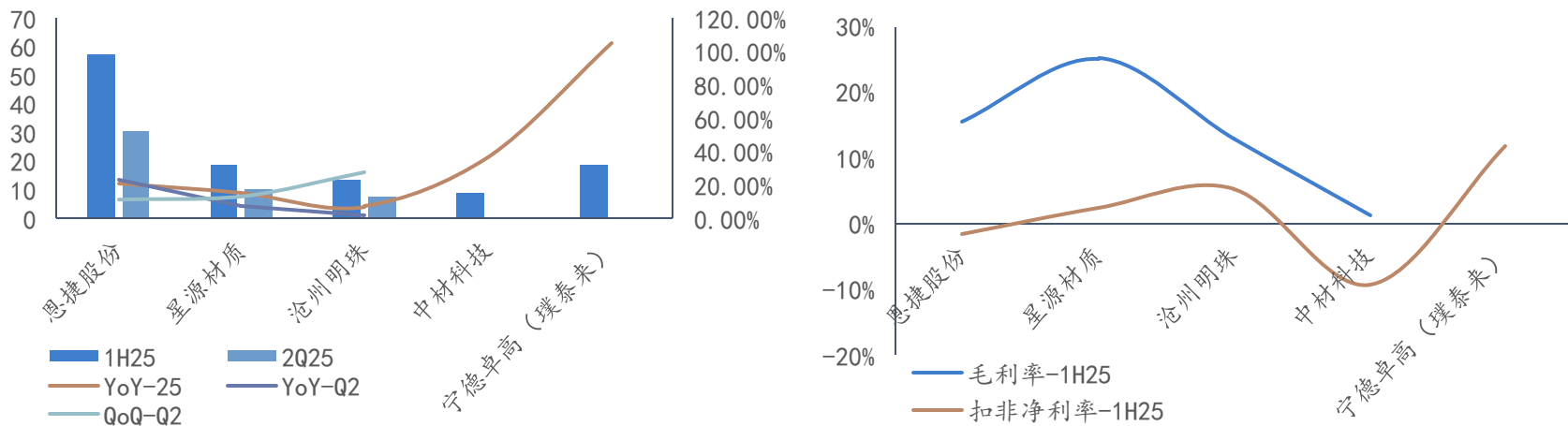
- ✓ **总量：**根据鑫椤锂电统计，2025年H1国内隔膜产量139.4亿平，YoY+53.2%，其中湿法隔膜产量114.2亿平，干法隔膜产量25.2亿平。
- ✓ **CR3：**根据鑫椤锂电，恩捷股份作为龙头企业，市占率仍然维持在三成以上，CR4为73%，排名分别恩捷股份、星源材质、河北金力，及中材科技。由于干法市场受到整体干湿法切换及湿法隔膜大幅降价影响，干法份额缩减至18%，目前仅部分动力、户储、少量大型储能项目批量使用干法隔膜。



隔膜：仍处下行周期，部分二线胜出

- ✓ 隔膜板块亏损较为严重，主要系行业竞争加剧、价格大幅下滑。1H25、2Q25，恩捷股份收入58、30亿元，同比+21%、+24%，二线1H25平均收入同比+10%~100%。行业出现增收不增利现象，1H25行业平均收入同增背景下，平均毛利率为14%、平均扣非净利率为2%。行业整体面临着价格下行周期下的大面积亏损。
- ✓ 璞泰来1H25收入、利润边际走强，主要系大客户绑定策略。

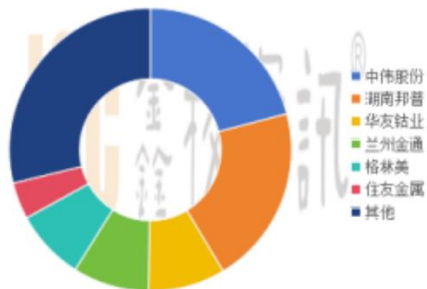
图表：左/隔膜企业1H25及2Q25隔膜业务收入、同比（亿元）；
右/全球隔膜企业1H25及2Q25隔膜业务毛利率、扣非净利率



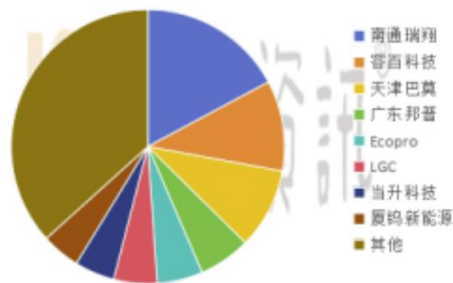
三元及前驱体：CR3逐年提升，均呈现双强格局

- ✓ **三元总量：**根据鑫椤锂电统计，2025年H1国内三元材料产量32万吨，YoY+7%；全球三元产量46万吨，YoY-5%。中镍高电压延续强势，受益于问界、理想、小米等热销车型需求带动。高镍主要需求来源于宁德时代、LG等。
- ✓ **三元前驱体总量：**根据鑫椤锂电统计，2025年H1国内三元前驱体产量为41万吨，YoY-7%；全球三元前驱体产量为46万吨，YoY-7%。中镍高电压的强势需求以宁德时代供应链带动明显；海外项目多为高镍材料，订单集中在头部企业手中。
- ✓ **三元正极格局：**国内CR3已达54%，相较2024年的48%提升6pct，南通瑞翔受益于中镍高电压订单走俏，登顶行业TOP，容百科技、天津巴莫依靠自身高镍订单带动，紧随其后。
- ✓ **三元前驱体格局：**国内企业全球市占率为88%，同比小幅下降，主要系韩国本土前驱体产能提升。湖南邦普和兰州金通得益于宁德时代终端需求放量，订单提升明显。

2025H1全球三元前驱体市场格局



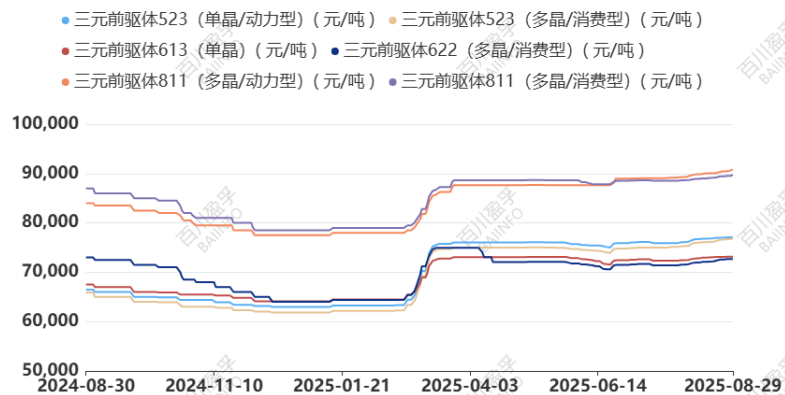
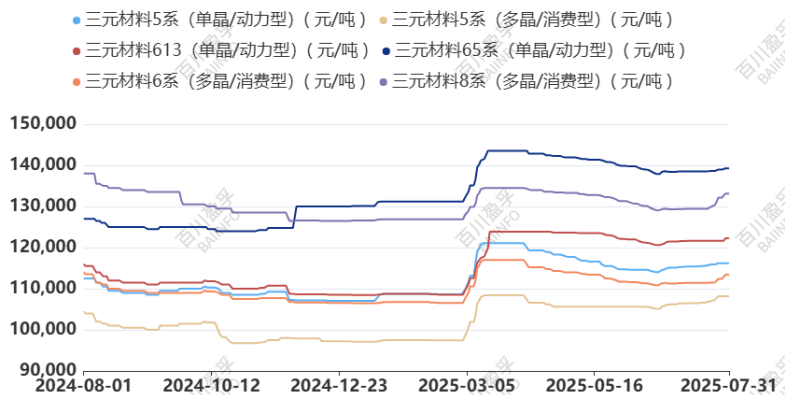
2025H1全球三元材料市场格局



三元及前驱体：价格走势平稳，原料震荡下行

- ✓ **三元前驱体及原料价格：**3月开始，根据百川盈孚，原料硫酸钴价格大幅拉涨，前驱体企业价格跟涨。8月，成本支撑逻辑（镍钴锰均上涨）主导市场，三元前驱体市场价格随成本端震荡上行。
- ✓ **三元正极及原料价格：**根据百川盈孚，3月供应链上游钴产品波动频繁，带动三元企业成本上升，月内市场价格抬升明显；8月锂盐价格冲高回落，三元价格随原料上涨。

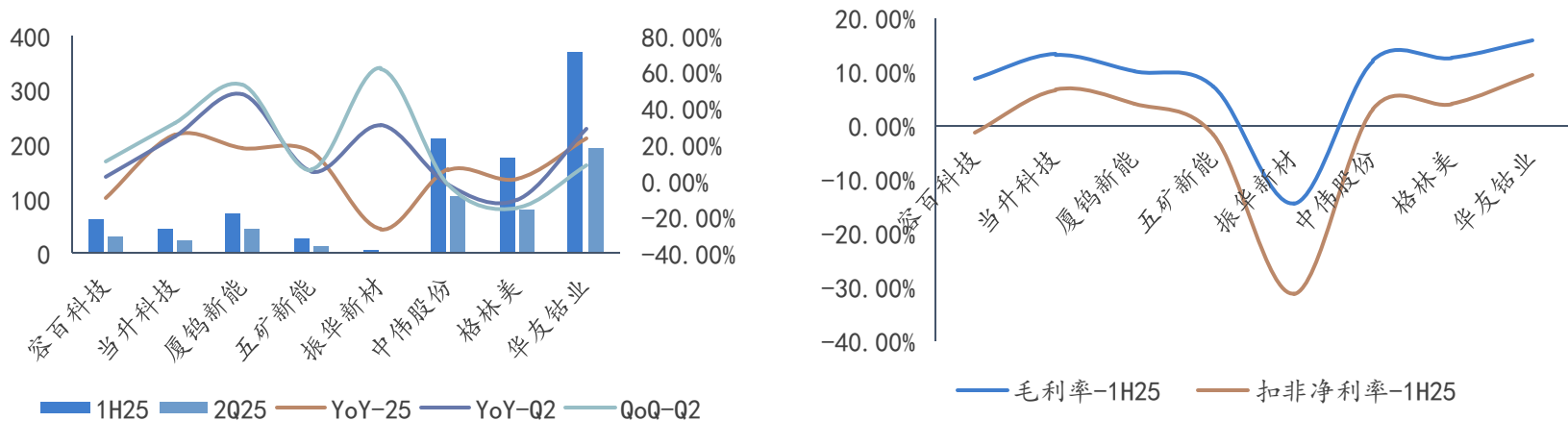
图表：左/三元材料及原料行情变化趋势（2024~2025年；元/吨）；
右/三元前驱体及原料行情变化趋势（2024~2025年；元/吨）



三元及前驱体：前驱体收入、盈利水平优于三元

- ✓ **三元营收及盈利：**1H25、2Q25，龙头容百科技收入63、33亿元，同比-9%、+3%，二三线同比-27%~25%、31%~48%。收入较同期改善主要系原料价格上涨。盈利角度，1H25、2Q25龙头容百科技毛利率、扣非净利率分别9%、-1%，二三线平均-15%~13%、-31%~7%，振华新材亏损较严重，部分公司盈利改善主要系库存收益等加持。
- ✓ **三元前驱体营收及盈利：**1H25、2Q25，龙头中伟股份收入213、105亿元，同比+6%、-2%，二三线同比1%~24%、-10%~28%。盈利看，中伟股份1H25、2Q25毛利率、扣非净利率分别12%、3%，二三线平均13%~16%、4%~9%。三元前驱体整体盈利优于三元材料。

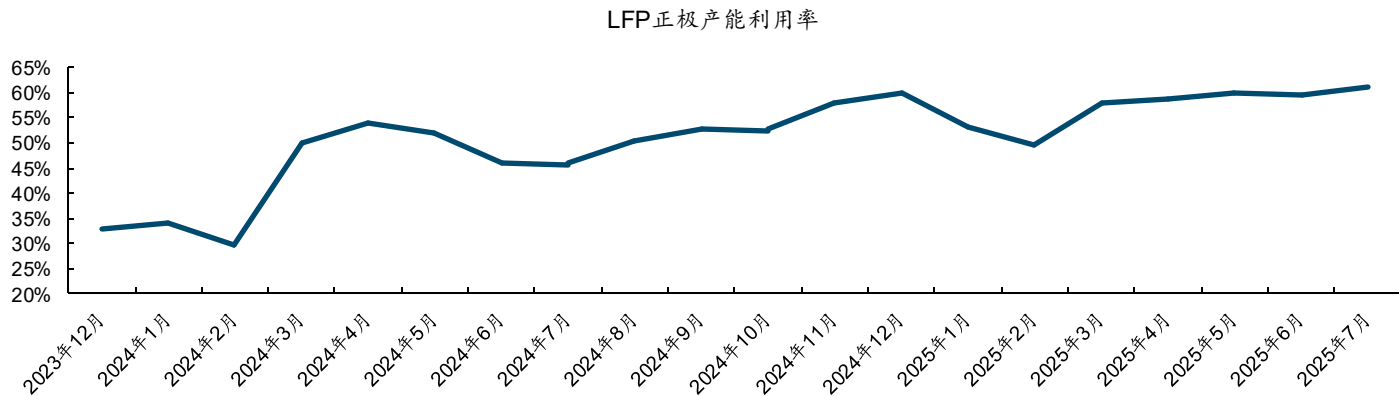
图表：左/三元及前驱体企业1H25及2Q25收入、同比（亿元）；
右/三元及前驱体企业1H25及2Q25毛利率、扣非净利率



铁锂正极：行业孕育新一轮挺价，高压密格局向好

- ✓ **产量：同比+67%。**根据ICC鑫椤锂电统计，25H1全球磷酸铁锂产量163.2万吨，同比增长66.6%。
- ✓ **产能利用率：Q2整体企稳，进入Q3后仍看修复。**根据百川盈孚，25年1-6月的铁锂行业产能利用率分别为53%、50%、58%、59%、60%、59%，Q2稼动率在60%附近，整体平稳。行业后续新增产能较为有限，需求侧25年宁德时代、比亚迪等快充LFP电池需求更进一步放量，而高压实铁锂产品需要依赖二烧工艺，对多数企业，二烧工艺会带来现有产能的折损，带来供给侧优化。行业Q3进入金九银十旺季，预计铁锂行业的供需结构进一步修复。

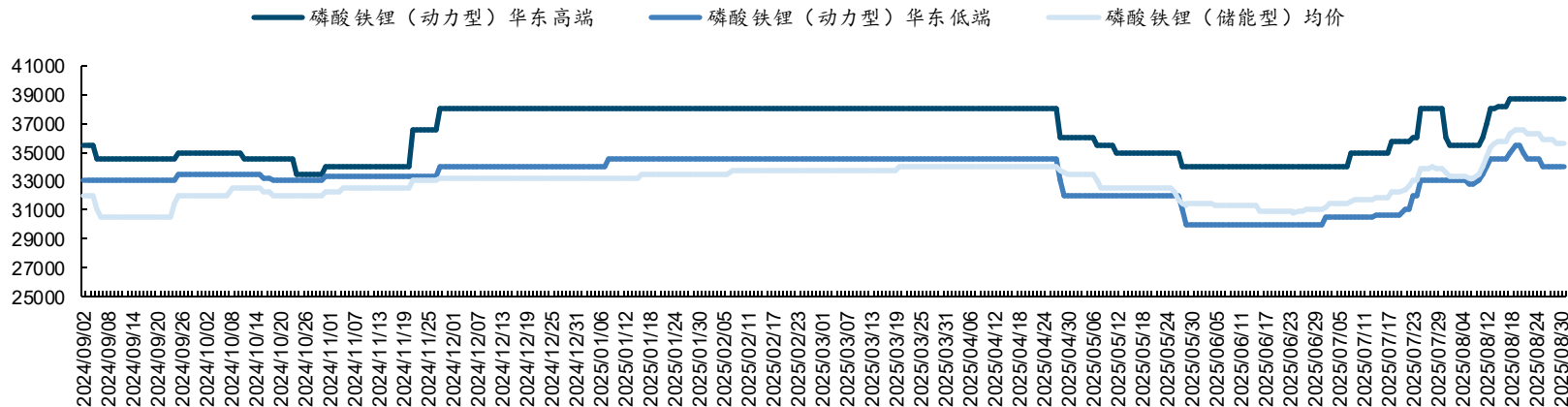
图表：铁锂正极行业稼动率



铁锂正极：行业孕育新一轮挺价，高压密格局向好

- ✓ **价格：低压实加工费下降，高压实铁锂更坚挺。**根据百川盈孚，2025年，磷酸铁锂二季度均价3.36万元/吨，相比一季度（3.58万元/吨）下滑。碳酸锂二季度价格持续走低，加工费层面，当前低压实产能过剩，加工费过低且难有增长，高压实产品备受欢迎，然国内仅有头部以及部分二线企业量产，加工费尚可。进入Q3，动力电池进入金九银十需求旺季，下游备货情绪明显，多数铁锂厂8月排产均有增量，储能海内外市场需求增量延续，行业需求整体向好。
- ✓ **行业反内卷，新一轮挺价孕育中。**近期行业发布《关于维护磷酸铁锂材料行业健康有序发展的倡议（征求意见稿）》，倡议建立“磷酸铁锂产品成本价格指数”，为企业合理定价提供客观参考，倡议实施产能利用率动态管控等，行业孕育新一轮挺价。

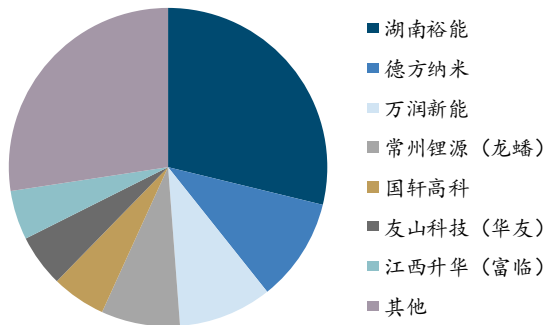
图表：磷酸铁锂行业均价（元/吨）



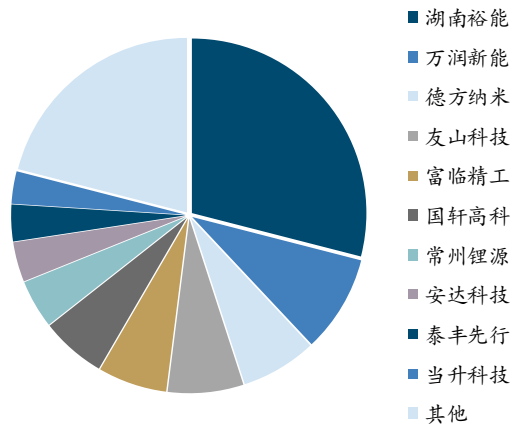
铁锂正极：行业孕育新一轮挺价，高压密格局向好

- ✓ **格局：份额趋于分散，富临精工市占率快速走高。**铁锂行业格局相对分散，湖南裕能依靠规模效应和优秀的工艺成本25H1市占率约29%维持第一；凭借高压密LFP产品的放量，富临精工的市场份额从24年约5%提升至25H1的约6%，排名行业从第七升至第五，万润新能、友山科技排名提升。
- ✓ **后续在高压密方向上工艺领先的企业有望扩大份额。**25年宁德神行&麒麟电池出货比重大幅提升、比亚迪二代刀片电池有望放量，均带来对高压密铁锂产品的需求放量。当前该产品供需紧张，由于工艺壁垒（需掌握磷酸铁二烧工艺/走草酸亚铁路线）提升，具备能力的企业显著收窄，重点看好后续高压密铁锂领先企业的份额提升。

图表：2024年铁锂正极企业份额



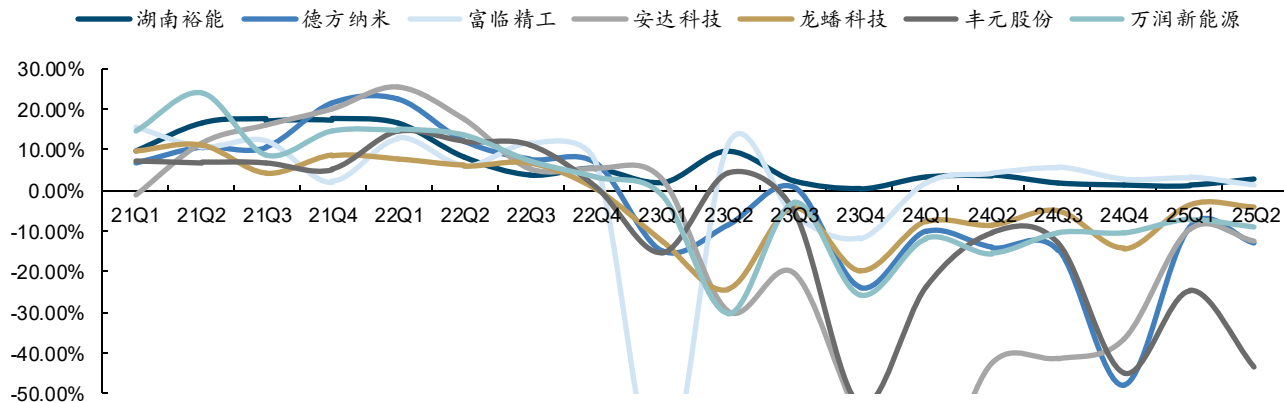
图表：25H1年铁锂正极企业份额



铁锂正极：行业孕育新一轮挺价，高压密格局向好

- ✓ **利润：Q2行业利润整体有承压，其中高压实产品单吨盈利更优。**碳酸锂价下行对铁锂行业的Q1盈利构成不利影响，而四代、五代磷酸铁锂凭借性能优势，具备更高的溢价能力。从25Q2看，富临精工、湖南裕能维持盈利，其他企业处于亏损，其中湖南裕能受益挺价落地扣非归母净利率环比有所提升。
- ✓ **推荐富临精工，关注湖南裕能。**富临精工草酸亚铁工艺下粒径分布更加均匀，适合快充路线，高压密龙头地位稳固，公司新一代铁锂产品预计出货比例在H2继续提升，看好量利齐升；湖南裕能二烧工艺相对成熟，新产品持续放量，成本控制能力行业领先，持续推动一体化降本，具备长期竞争力。

图表：铁锂企业扣非归母净利率



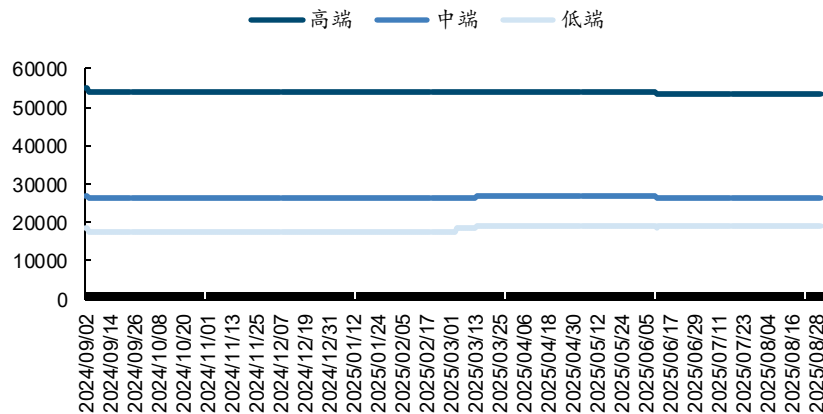
负极：份额持续向低成本产能集中

- ✓ **产量：同比+35%。**据ICC鑫椤资讯数据显示，全球锂电负极材料产量为130.25万吨，同比增长34.7%。
- ✓ **稼动率：Q2小幅下滑。**根据百川盈孚，25Q2负极开工率约45%-50%，较25Q1有所下滑。
- ✓ **价格：Q2负极价格有所承压。**根据百川盈孚，截止Q2末，锂电负极材料市场参考价格为32493元/吨，较一季度末下调537元/吨，环比下行1.65%。Q2行业排产计划有缩减，同时因当前终端车企仍面临“价格内卷”困境，降本需求逐级向负极材料端传导，由于负极材料产品同质化现象明显，下游在议价过程中掌握较高话语权，负极材料企业受压价力度较大，价格承压下调。

图表：负极材料开工率



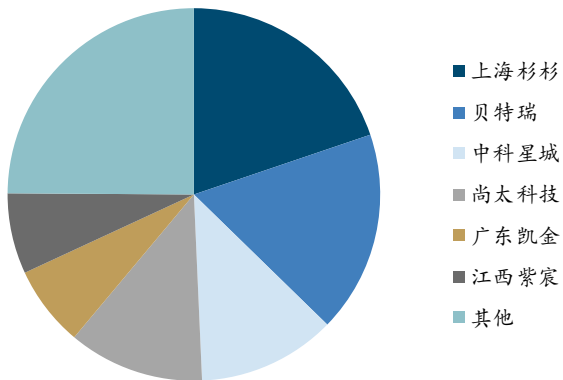
图表：负极材料价格（元/吨）



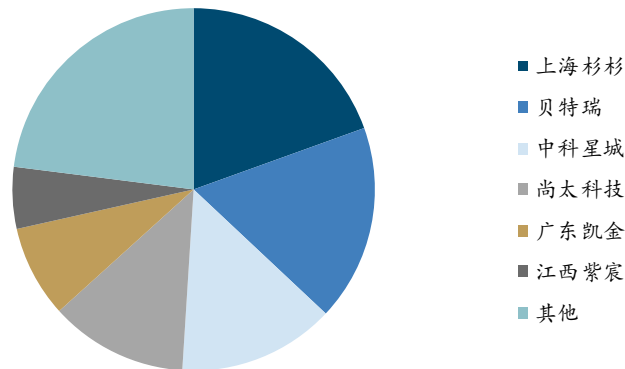
负极：份额持续向低成本产能集中

- ✓ **格局：人造石墨比例提升。**上半年人造负极材料市占率同比提升6个点至92%，硅基负极及硬碳负极表现较好，尤其CVD新型硅负极出货量增量明显；硬碳方面在头部电池厂家钠电细分应用场景及产品的开发出货量也开始明显改善。天然负极产量同比下滑15%。
- ✓ **CR5进一步提升，中科电气进步较大。**中科电气提升较大，贝特瑞、中科星城、尚太科技同比变化不大，河北坤天、碳一新能、广东东岛等近两年出现的黑马企业市占率向上发展。整体看，TOP5厂家市占率仍有窄幅提升，但中小规模企业生存空间却在不断收窄。

图表：2024年全球人造负极企业市场份额



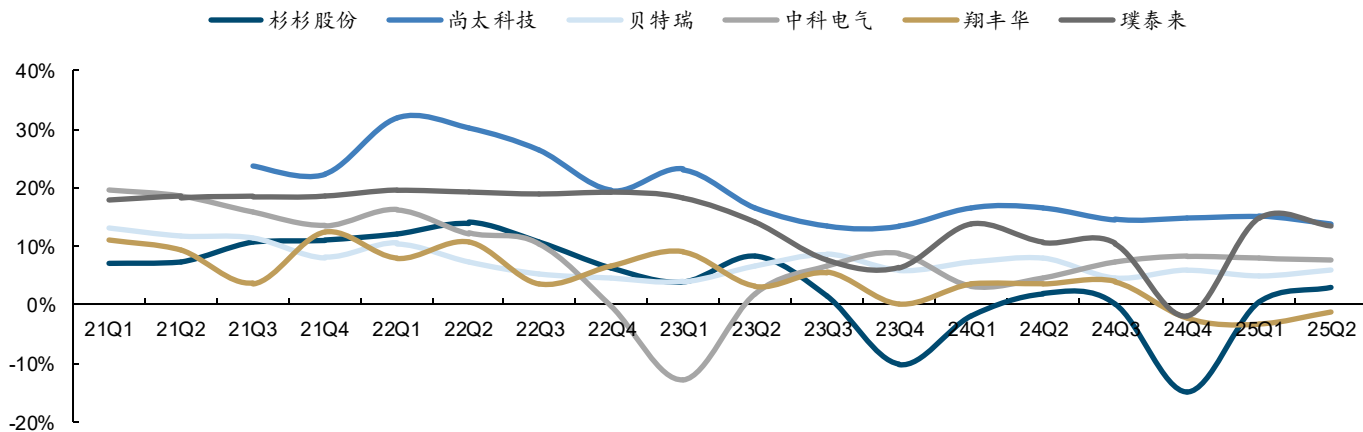
图表：25H1全球人造负极企业市场份额



负极：份额持续向低成本产能集中

- ✓ **盈利：尚太科技、中科电气维持高净利率，璞泰来H1修复显著。**具备成本优势的尚太科技、中科电气扣非归母净利润率整体保持稳健，璞泰来24年大额计提存货减值，25年轻装上阵，25H1公司扣非归母净利润率同比改善，H2负极盈利还有望进一步提升。
- ✓ **建议关注具备成本优势稳步扩张的尚太科技&中科电气，和盈利拐点已现的璞泰来。**

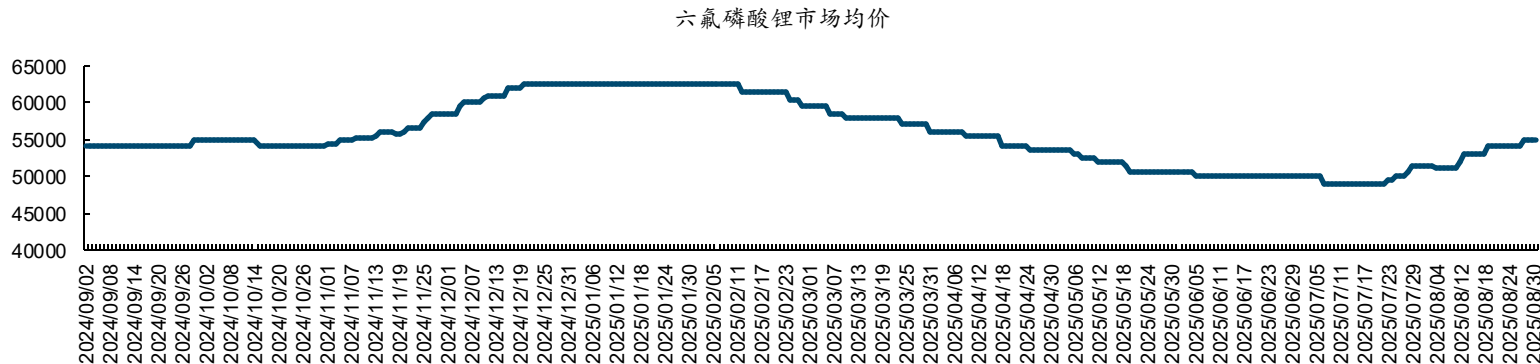
图表：负极企业扣非归母净利润率



6F：成本上升驱动价格回弹，供需改善H2有望延续提价

- ✓ **产量：同比+38%。**根据ICC鑫锂锂电数据库统计，2025H1全球6F（六氟磷酸锂）产量达12.5万吨，同比增速38%。
- ✓ **价格：Q2触底，Q3反弹。**二季度六氟磷酸锂价格跌入谷底，市场最低价格达4.7万元/吨，业内厂家亏损严重，纷纷降低负荷以求少开少亏。8月份碳酸锂由于外部原因使得供应减少，价格一路上扬，在碳酸锂带动下，六氟磷酸锂价格一路向上突破5.5万元/吨。
- ✓ **后续展望：供需格局修复，6F有望延续提价。**根据鑫锂锂电，25年7月全球电解液产量18.7万吨，预计8月19.5万吨，9-11月电解液产量仍将小幅攀升，12月份将小幅回落。在下游需求带动下，7月6F需求2.25万吨，供应2.28万吨，供应盈余。根据ICC鑫锂锂电数据库，6F现有月度名义产能3.66万吨，月度有效产能2.45万吨，预计从9月份开始全球6F需求量将超过2.46万吨，在市场各家有效产能满产的状态下，6F仍将出现供不应求局面。

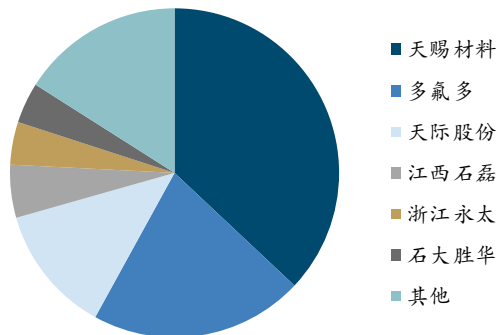
图表：6F价格



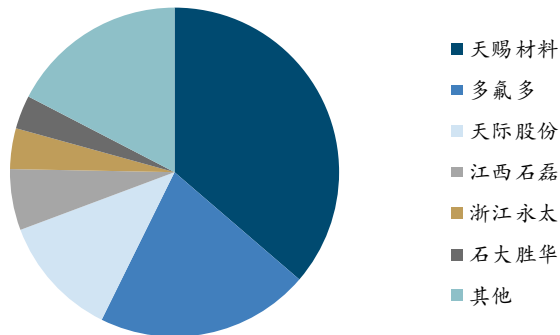
6F：成本上升驱动价格回弹，供需改善H2有望延续提价

✓ **格局：强者恒强，25H1集中度持续提升。**龙头天赐材料因其相对较低的成本优势及电解液产量的带动，六氟磷酸锂产量遥遥领先，独占37%的市场份额，规模效应和一体化优势显著；多氟多以21%的市场份额稳居次席，新泰新材紧随其后；前五强天赐、多氟多、天际股份（新泰新材）、江西石磊、浙江永太已占78%市场份额，资源与订单加速向头部聚拢，中小厂商生存空间被持续挤压。

图表：24年六氟磷酸锂企业份额



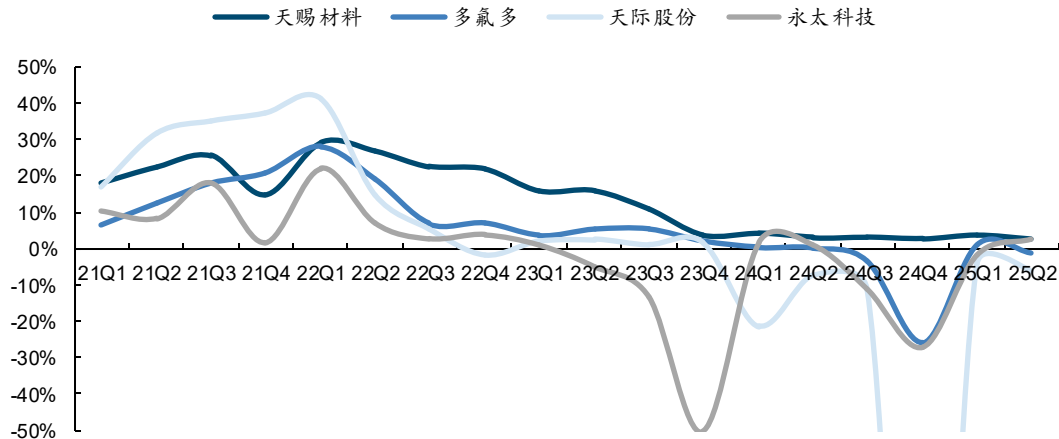
图表：25H1六氟磷酸锂企业份额



6F：成本上升驱动价格回弹，供需改善H2有望延续提价

- ✓ **盈利：**行业Q2盈利整体仍承压，伴随后续价格提升，盈利有望触底回升。25Q2天赐材料/多氟多/天际股份/永太科技的扣非归母净利率分别为3%/-1%/-6%/3%，除永太科技环比提升（主因费率降低），行业整体较Q1仍有小幅恶化，我们预计伴随进入电动车销售旺季，六氟磷酸锂供需格局改善，行业挺价预计对盈利行成提振。

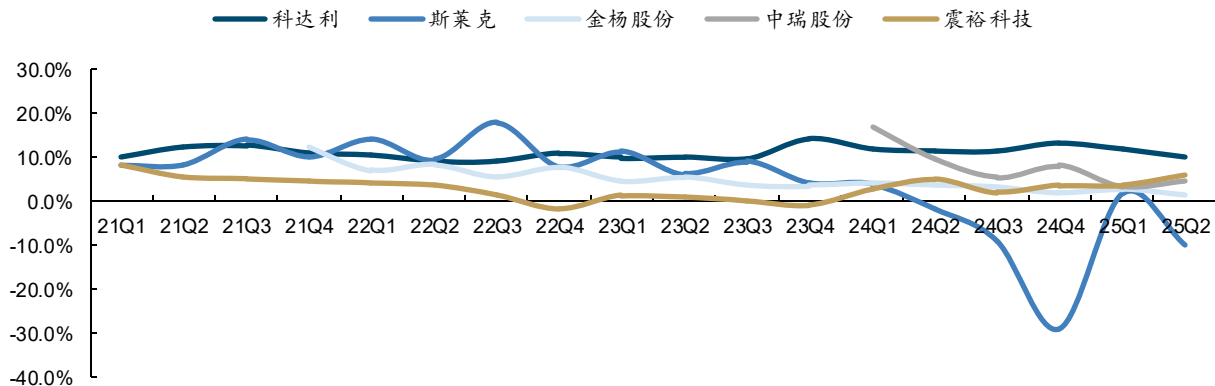
图表：六氟磷酸锂企业扣非归母净利率



结构件：龙头盈利高韧性，二线盈利有改善

- ✓ **结构件商业模式佳，龙头盈利能力有韧性，二线有改善。**结构件类似于汽零中的座椅等赛道，由于需要靠近建厂，和下游客户绑定比其他材料更深，商业模式较其他材料更胜一筹。截至25Q2，龙头企业科达利已连续7个季度维持扣非归母净利率10%以上，其他企业25Q2扣非净利率均在6%以下，龙头与二线的差距仍然明显；二线部分企业迎来改善，基于规模效应、持续的降本增效，震裕科技Q2扣非归母净利率达5.9%，环比提升2.3%。
- ✓ **结构件企业积极拓宽机器人赛道。**科达利与台湾盟立、台湾盟英合作成立深圳科盟，与伟创电气、上海盟立合作成立伟达立，主攻谐波减速器方向；震裕科技平移自身在模具制造的精密加工工艺，拓展机器人丝杠、线性执行器等方向；金杨股份持股国华智能5%股权，后者布局谐波减速器。
- ✓ 推荐科达利，建议关注震裕科技、金杨股份。

图表：结构件企业扣非归母净利率



- **投资策略：新技术与供需景气共振。**2025年，固态电池技术突破驱动行业Capex加速，叠加2023~2025年连续供给侧改革与产能收敛，行业供需格局或开始出现反转，部分环节呈现涨价潮，产业链景气度多元开花。
- **周期：2024~2025年锂电中游步入“复苏-繁荣”阶段，对应板块补库。**自1Q24板块触底以来，收入、库存均处于向上阶段，对应锂电板块库存周期中“复苏-繁荣”阶段。本轮库存周期为产能中周期中嵌套第二轮弱补库周期，根据历史补库时长1~2年判断，2025年底~2026年或结束补库转入去库。
- **成长：新技术与新场景共振，锂电开启第二增长极。**新技术构成板块主旋律，固态电池作为长期技术方向，具备重要战略发展意义，将带来工艺&材料体系的重塑，2025年起开启固态中试线搭建，并逐步向量产线过渡，路线/供应链逐步明晰；复合铜箔作为颠覆性技术，历经多年技术攻克和打磨，有望于25H2看到真正的产业化落地，量产节奏、渗透率空间及在固态的应用均有望超市场预期。此外，新场景培育未来增长极，数据中心、低空经济、人形机器人及出海等催生新领域市场需求。伴随锂电主业企稳，板块公司布局第二成长曲线。
- **格局：差异化细分赛道龙头仍是优选配置策略。**龙头产品和成本竞争优势明显，行业将维持龙头作为行业最优质产能的产能利用率率先打满的态势，业绩兑现度最确定、弹性也最强。伴随2H25开始锂电各环节供需步入新一轮拐点，推荐6F、储能电池、铁锂，及干法隔膜等预期涨价高景气赛道。
- **投资框架再梳理，我们按照新技术、新场景，及传统核心三大主要分类，梳理锂电20条细分景气度赛道，当前时点我们重点推荐以下主线：**
 - 半固态电池量产线/全固态电池中试线搭建，核心设备及材料定点
 - 全固态电池新技术，如锂金属负极、干法电极、及硫化锂等
 - 细分涨价赛道，如6F、储能电池、铁锂，及干法隔膜等
 - 数据中心需求爆发，储能、BBU，及UPS电池核心供应商
 - 钠离子电池在储能、二轮车场景放量，电池及材料定点
 - 复合集流体迎接产业化0-1阶段，领先产品方、设备厂

03

风险提示

■ 整车行业：

- 行业竞争加剧：目前新能源新车型频出，电车市场竞争加剧。同时油车促销力度加大，存在行业竞争加剧风险。
- 汽车与电动车产销量不及预期：汽车与电动车产销量受到宏观经济环境、行业支持政策、消费者购买意愿等因素的影响，存在不确定性。
- 地缘政治风险：国际局势不稳定，带来的可能的关税壁垒、地缘关系动荡等情形，导致整车公司在海外的销售存在不确定性。

■ 电池行业：

- 美国关税扰动造成需求及盈利不及预期。
- 新能源汽车需求不及预期。
- 储能市场需求不及预期。
- 产业链排产提升、稼动率提升不及预期。
- 欧美政策制裁风险。
- 原材料价格上涨风险。
- 新技术进展不及预期风险。

特别声明

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响独立性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

获取更多研究服务，欢迎访问国金研究小程序



最新研报

会议路演

研究专题