

稳健增长低估值，聚焦锂电龙头和固态新技术

--电动车2025年中期策略

首席证券分析师：曾朵红

执业证书编号：S0600516080001

联系邮箱：zengdh@dwzq.com.cn

联系电话：021-60199798

2025年7月13日

- ◆ **国内电动化率稳步向上，欧洲销量强势恢复，25年全球销量预计21%增长，26年有望维持15%+增长。**25年国内汽车消费政策持续+购置税退坡前抢装+汽车价格战，同时出口强势高增，前5月国内销561万辆，同比增44%，全年预期25%增长。欧洲补贴退坡消化完毕，25年前5月销量强势恢复至142万辆，同比增25%，2H新车型陆续上市，预计全年27%增长。美国不确定性增加，9月补贴完全退出，25-26年销量预期停滞。其他地区1-5月销量44万辆，同比增31%，全年预计维持35%增长。因此25年我们预计全球销量可达2070万辆，增21%，26年仍维持16%增长。
- ◆ **储能政策不确定下需求依旧强劲，25年锂电需求上修至30%+增长，26年近20%增长。**25年全球储能预计42%增长至452gwh，国内强制配储取消后依靠地方政府容量电价补充，需求依然稳健；欧洲和新兴市场大储需求爆发，预计翻番以上增长；美国关税缓和，需求恢复。26年预计中美需求基本持平、欧洲和新兴市场依旧强劲。动力端，国内纯电占比提升，叠加商用车增长强劲，单车带电量同比提升4kwh。因此，我们预计25年动储电池需求约1816Gwh，同比增31%；26年预计动储电池需求2169gwh，同比增长20%。
- ◆ **产业链低点已过，盈利略有提升，龙头恢复有序扩产，小厂持续出清产能。**24Q4起需求恢复，龙头率先开始有序扩产，25-26年产能利用率略有改善，但基本维持60-70%，小厂持续出清产能。不同环节格局分化明显，电池及结构件龙头盈利依然维持高水平，与二线厂商有8-10pct的盈利差异。材料环节，负极、铁锂正极、电解液六氟、隔膜、铜箔、铝箔龙头盈利水平均低于合理水平，二线厂商基本全面亏损，但较24年低点，盈利有所改善。由于需求平稳向上，材料环节价格难普涨，具备技术创新厂商有一定盈利溢价。
- ◆ **固态电池技术聚焦硫化物，产业化加速，电解质及核心设备受益，并关注固态新技术迭代。**固态电池兼具高能量密度和高安全性，适用于航天航空、高端消费和动力领域，是空间最大的锂电新技术。25年底前小试完毕+车规级电芯下线，26年百Mwh中试线优化+样车路试，27年小规模量产+装车示范运营。技术聚焦硫化物，核心材料为固态电解质锂磷硫氯和其原材料硫化锂，工艺壁垒高，价格高达300万/吨，是量产瓶颈之一。其次设备端，整线价值量增加2倍，核心设备为干电极设备、一体化成膜机、等静压设备，厂商技术差异较大，绑定龙头电池可加快技术迭代。同时固态新材料和工艺不断迭代，可关注富锂锰基正极、锂金属负极蒸镀工艺、新型集流体和添加剂等。
- ◆ **投资建议：需求稳健增长，估值底部，聚焦价值锂电龙头和产业化加速的固态新技术。**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）；其次看好具备技术升级优势和盈利改善空间的龙头（尚太科技、璞泰来、华友钴业、湖南裕能、富临精工、新宙邦、天赐材料，关注中科电气）；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）等。新技术方面，固态产业化加速，推荐标的（厦钨新能、纳科诺尔、天奈科技、当升科技、容百科技、星源材质等，关注上海洗霸、宏工科技、英联股份、天铁科技、远航精密等）。
- ◆ **风险提示：价格竞争超市场预期、原材料价格不稳定、投资增速下滑。**

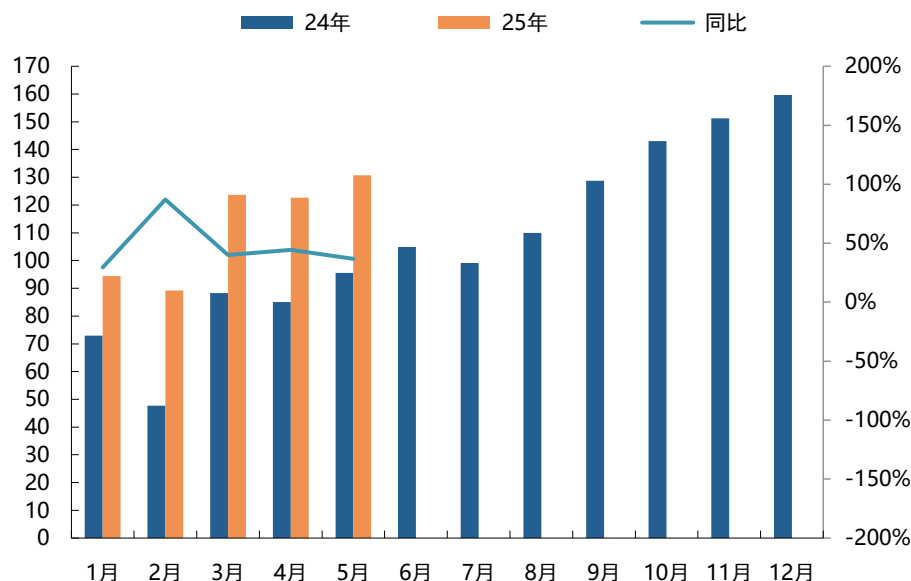
- PART1 需求：国内增长超预期，海外26年需求提速
- PART2 产业链：盈利底部开始小幅抬升，龙头恒强
- PART3 固态电池产业化加快，技术快速迭代
- PART4 投资建议与风险提示

Part1 国内外共振，动储需求超预期增长

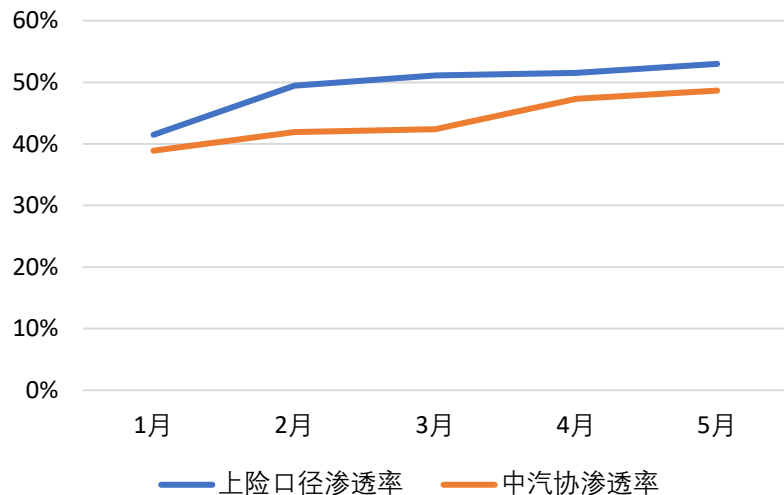
国内：政策刺激+本土需求拉动，25年销量超预期

- ◆ **25年1-5月销量560.8万辆，同增44%超预期，电动化率同比提升10pct。**中汽协数据25年1-5月电动车销量560.8万辆，同增44%，累计渗透率44%，较24年同期提升10pct。1-5月新能源商用车销售32.4万辆，同比+66.2%。乘联会数据25年1-5月销量519.6万辆，同增43.5%，渗透率48%，较24年同期提升10pct。**上险口径渗透率逐月增长，5月单月达53%。**上险口径1-5月销量435万辆，同比+34%。

图：国内电动车月度销量及同比变化（万辆）



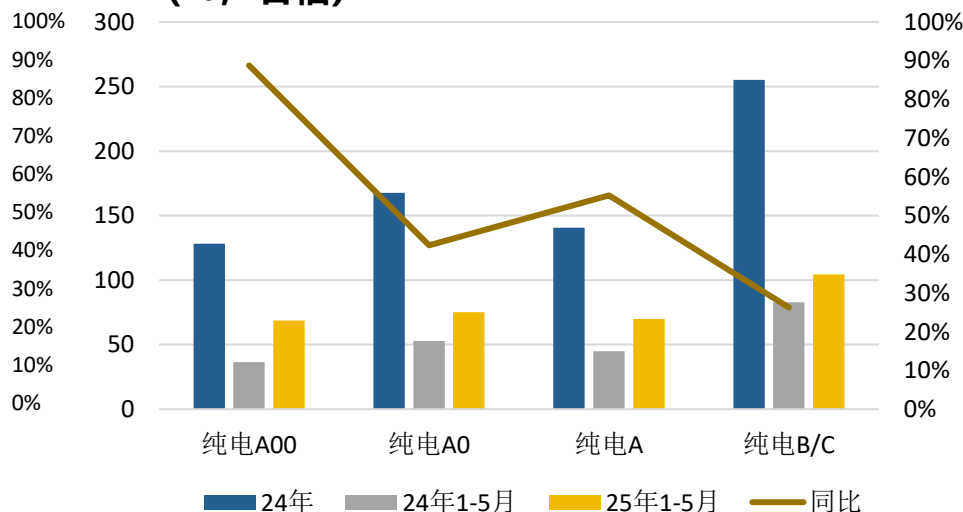
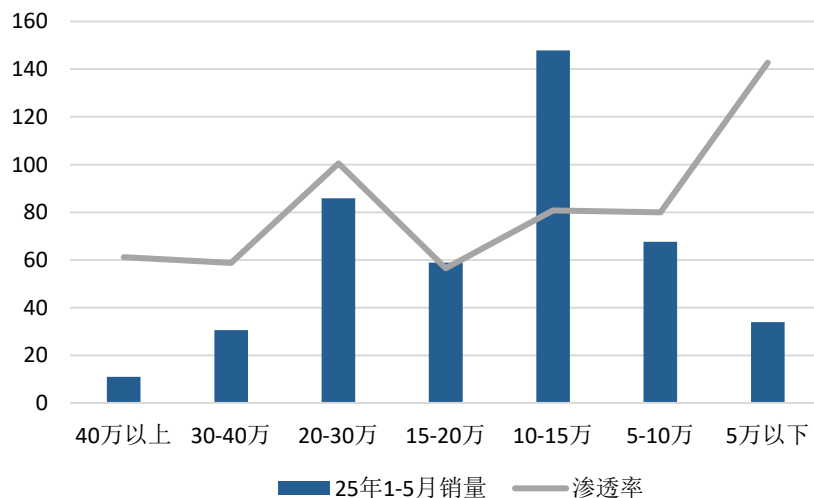
图：2025年国内月度电动车渗透率超预期（上险口径和中汽协口径）



国内：纯电份额提升，中低价格带销量增长显著

- ◆ **纯电及插混销量同增幅度均较大，纯电占比提升至60%。** 25年1-5月，纯电销量355.6万辆，同比+47.7%；而插混销量205.1万辆，同比+38%。纯电份额25年3月以来占比超60%，预计将继续保持60%以上。纯电占比63%，同比+1pct，插混占比37%，同比-1pct。
- ◆ **25年经济车型增速明显，10-15万及20-30万车型渗透率提升最快。** 25年1-5月，5万以下渗透率89.2%，较24年同期增长7pct；5-10万渗透率50%，较24年同期增长8pct；10-15万渗透率50.5%，较24年同期增长14pct；15-20万渗透率35.3%，较24年同期增长8pct；20-30万渗透率62.8%，较24年同期增长14pct；30-40万渗透率37%，较24年同期降低8pct；40万以上渗透率38%，较24年同期降低3pct。
5万以下及15-20万价格带销量增长显著，40万以上价格带销量有所降低。 1-5月，5万以下销量33.9万辆，同比+83%；5-10万销量67.6万辆，同比+29%；10-15万销量147.8万辆，同比+47%；15-20万以下销量58.9万辆，同比+66%；20-30万销量85.9万辆，同比+36%；30-40万销量30.5万辆，同比-30%；40万以上销量11万辆，同比-5%。

图：不同价格带电动车销量（万辆）及渗透率（%，右轴） 图：纯电分级别销量（万辆）及25年累计同比（%，右轴）



国内：自主品牌稳中有增，新势力销量分化明显

- ◆ **头部自主品牌稳中有增，头部新势力销量亮眼，总体车企销量分化。**比亚迪稳居龙头，销量平稳，出口增量贡献更显著。自主品牌中，吉利、奇瑞、长安延续高增。新势力中，小米、小鹏、零跑增长势头强劲，理想和赛力斯放缓。特斯拉中国竞争家具，短期销量下滑，年中MY6座版本上市，或拉动订单小幅回升。

图：国内主流车企电动车交付量（万辆）

	企业	25-5月	同比	环比	25年1-5月	同比	24年	同比	25E	同比
自主品牌	比亚迪	38.3	15%	0%	176	39%	425	41%	550	29%
	上汽通用五菱	6.3	85%	-17%	30	95%	63	43%	90	42%
	广汽埃安	1.8	-40%	-22%	9	-12%	37	-22%	28	-25%
	奇瑞汽车	5.7	44%	4%	26	125%	53	325%	80	50%
	吉利汽车	13.8	135%	10%	60	137%	89	82%	180	103%
	上汽乘用车	2.1	108%	84%	6	-2%	14	-55%	20	40%
	长城汽车	3.3	33%	13%	12	17%	32	23%	40	25%
	长安汽车	8.1	61%	48%	31	42%	67	57%	100	50%
合资车	上汽大众	0.7	-42%	2%	3	-46%	14	7%	10	-30%
	华晨宝马	0.4	-30%	-16%	3	-36%	11	6%	7	-34%
	一汽大众	0.5	-29%	26%	1	-57%	7	-23%	6	-15%
	上汽通用	0.8	42%	32%	2	-51%	8	-20%	8	3%
	东风日产	0.7	141%	167%	1	-11%	3	-29%	9	202%
	广汽丰田	0.5	534%	-11%	2	534%	1	29%	6	942%
	沃尔沃亚太	0.6	842%	-29%	3	933%	5	319%	8	48%
	特斯拉中国	6.2	-15%	5%	29	-18%	92	-3%	80	-13%
	小鹏汽车	3.4	186%	-4%	16	254%	19	34%	42	118%
	理想汽车	4.1	17%	20%	17	19%	50	33%	60	20%
	蔚来汽车	2.3	13%	-3%	9	35%	22	39%	29	29%
	小米汽车	2.8	224%	-2%	13	744%	14		40	192%
	赛力斯	3.8	12%	29%	12	-26%	43	268%	55	29%
	零跑汽车	4.5	148%	10%	17	161%	29	102%	60	106%
	乘用车合计	117.8	32%	7%	504	39%	1,187	34%	1,601	35%

- ◆ **政策力度空前，中央资金强投入显著增强换购激励，部分地区政策效果超预期。** 2025年以旧换新政策在原有基础上大幅升级，将国四排放标准燃油乘用车纳入补贴范围，报废2012年6月前登记汽油车、2014年6月前柴油车或2018年末前新能源车，并购买新能源或2.0L及以下燃油乘用车的个人消费者，分别可获2万元与1.5万元定额补贴，补贴标准及覆盖范围明显提升。同时安排超长期特别国债用于地方补贴发放，中央与地方按9:1比例分担，其中东、中、西部承担比例分别为8.5:1.5、9:1、9.5:0.5，形成实质性刺激。部分地区宣布由于汽车置换补贴政策效果超预期，导致补贴资金提前使用完毕，正在准备下一阶段资金。
- ◆ **完善汽车置换更新补贴标准，新能源最高可享1.5万元支持。** 2025年起，消费者转让本人名下乘用车并购买新车，可申领置换更新补贴，新能源车补贴上限为1.5万元，燃油车1.3万元。政策明确车辆登记时间及申报流程，要求地方加快制定实施细则，并构建统一信息系统，强化多部门协同审核，确保补贴高效发放与平稳落地。

图：2025年汽车以旧换新政策要点对比表

类别	报废更新补贴	置换更新补贴
适用对象	报废旧车并购买新车的个人消费者	
旧车登记时间要求	汽油车：2012年6月30日前 柴油/其他燃料车：2014年6月30日前 新能源车：2018年12月31日前且在2025年1月8日前登记在申请人名下	转让旧车并购买新车的个人消费者 转让车须在2025年1月8日前登记在本人名下
新车要求	新能源车：须纳入工信部减免购置税目录 燃油车：2.0L及以下排量	乘用车（新能源或燃油）
补贴标准	报废旧车 → 新能源车：2万元 报废旧车 → 燃油车（≤2.0L）：1.5万元	新能源车：最高1.5万元 燃油车：最高1.3万元
申请次数限制	每人每年最多享受一次，且同一新车不可重复申领	
申请平台	全国汽车以旧换新平台	
材料要求	身份信息、旧车4类证明（回收证明、注销证明、发票、登记证书）及新车信息	

国内：购置税减免政策26年退坡，25年或抢装

- ◆ **新能源购置税减免利好持续至25年底，且政策覆盖目录逐渐扩大。**24年与25年期间内购置的新能源汽车免征车辆购置税，每辆新能源乘用车免税额不超过 3 万元。根据最新的减免车辆购置税的新能源汽车车型目录（第十批），其中纯电动乘用车覆盖47种，客车覆盖54种，货车覆盖55种，专用车覆盖248种；插电混动乘用车覆盖19种，货车覆盖4种，专用车覆盖17种；燃料电池货车10种，专用车7种。与第九批覆盖的种类数目相比明显增加。
- ◆ **26年起购置税减免政策退坡较大，预计市场需求抓紧25年窗口期。**26年起对新能源汽车减半征收车辆购置税，每辆新能源乘用车减税额不超过 1.5 万元，与25年政策相比将显著增加消费者购车成本。若目前减免政策日期不延长，预计购车需求持续集中在24-25年度。

图：国内购置税减免政策梳理

政策类型	时间	政策详情
新能源汽车购置税减免	2014 年 - 2022 年	首次实施新能源汽车免征车辆购置税政策，并经 2017 年和 2020 年两次延长
	2023 年 6 月 - 2025 年 12 月 31 日	对购置日期在此期间的新能源汽车免征车辆购置税，每辆新能源乘用车免税额不超过 3 万元
	2026 年 1 月 1 日 - 2027 年 12 月 31 日	对购置日期在此期间的新能源汽车减半征收车辆购置税，每辆新能源乘用车减税额不超过 1.5 万元
燃油车购置税优惠	2015 年下半年 - 2017 年	对 1.6 升及以下排量乘用车实施车辆购置税减半政策，2017 年税率恢复至 7.5%
	2018 年 1 月 1 日起	燃油车购置税按 10% 的法定税率征收，小排量燃油车购置税优惠结束

◆ 今年各季度主流车企均有新车型密集发布，价格战依然是主旋律，支撑2025年销量高增长。新势力方面，小鹏4月发布X9车型，内地7天大定超6000台，零跑新发B10，上市1小时内大定突破1万台；自主车企方面，比亚迪新发汉L、唐L等车型，均延续价格竞争格局。

表：主流车企新车型情况

车企名称	新车型	价格区间	上市时间	车型亮点	订单量
比亚迪	海狮 06 DM-i	17-20 万元	2025 年第三季度	搭载第五代 DM 混动技术，亏电油耗低至 4.2L/100km，综合续航超 1300km	/
蔚来	萤火虫	11.98-12.58 万元	2025 年 4 月 19 日	支持换电模式，高强度钢与铝合金车身，支持城市快速路、高速 NOA 及离车泊入等功能	上市1小时订单超千台
小鹏	X9	35.98-41.98万元	2025 年 4 月 15 日	全系标配主动后轮转向，最小转弯半径 5.4 米；回归纯视觉智驾方案；新增过道版零重力座椅	内地7天大定超6000台
理想	MEGA Ultra 智驾焕新版	52.98-55.98万元	2025 年 4 月 23 日	Ultra 版升级辅助驾驶系统；基于 800V 平台，5C 麒麟电池支持充电 12 分钟续航 500 公里，车身扭转刚度 44000 牛米 / 度，安全性能突出	接近1万辆
问界	M8	36.8万元起	2025年4月16日	中大型增程式SUV；搭载华为乾崮ADS高阶智驾系统	预售6小时订单突破2.1万台
比亚迪	汉L	27-35万元	2025年4月初	基于超级e平台；全系标配云辇-C智能悬架、天神之眼B智驾系统	/
比亚迪	唐L	28-36万元	2025 年4月初	基于超级e平台；全系标配云辇-C智能悬架、天神之眼B智驾系统	/
零跑	B10	10.98万元起	2025 年4月10日	搭12万级首款搭载激光雷达车型；CLTC续航最高600km；搭载高通8650智驾芯片	上市1小时内大定订单突破1万台
广汽埃安	昊铂 HL	26.98 万 - 31.98 万元	2025 年 4 月 12 日	搭载星灵智行 ADiGO GSD 高阶智驾系统，配备激光雷达、Orin-X 芯片，算力 254TOPS	上市首月订单破 1.2 万辆
方程豹	钛 3	13.38 万 - 19.38 万元	2025 年 4 月 16 日	双电机四驱版百公里加速 4.9 秒，搭载无人机系统支持航拍	上市首月销量 3048 辆
零跑	B10	9.98 万 - 12.98 万元	2025 年 4 月10 日	标配高通 8295 芯片和激光雷达智驾系统，续航最高 600 公里，快充 30%-80% 仅需 19 分钟	上市首月交付 10000 辆
小米汽车	小米YU7	25.35万元起	6月26日	后驱单电机235kW (835km)；双电机365kW (770km)；Max版508kW (760km)	1小时，大定突破28.9万
理想汽车	理想i8	35-40万元	7月	双电机四驱，400kW，5C快充，续航670/720km	-
吉利汽车	银河A7	预计10万元起	第三季度	雷神EM-i混动系统，续航2100+km，油耗2.67L/100km	-
长安汽车	启源A06	15-20万元	下半年	纯电/增程双版本，激光雷达，双叉臂+五连杆	-
奥迪中国	奥迪A6L e-tron	预计35-45万元	年内	270kW后驱，800V架构，续航750+km	-
极氪汽车	极氪9X	约50万元	第三季度	2.0T混动，900V平台，电续航380km，3秒破百	-
乐道汽车	乐道L90	25-35万元	第三季度	后驱/四驱可选，最大功率440kW，900V平台	-
小鹏汽车	全新小鹏P7	暂未公布	下半年	单/双电机，800V平台，5C快充，续航未知	-

- ◆ **“平台+智能”双驱动成趋势，800V快充与大模型加速落地。**下半年，国内新能源乘用车市场迎来新一轮技术与产品密集发布期，产业竞争焦点正加速向“平台化架构+智能化体验”方向演进。“800V高压平台+5C快充”正快速渗透至中高端纯电与增程车型，补能效率显著提升，各车企采用“高配低价”打法，凸显性价比优势；智能驾驶大模型在小鹏、理想、极氪等车企中率先落地，标志着辅助驾驶正由功能叠加式向“感知-决策-执行一体化”的L3-L4演进路径迈进。
- ◆ **SUV主导结构升级，头部车企有望率先兑现智能化红利。**车型结构看，SUV依旧是各品牌重点发力方向，覆盖家庭用户和多场景通勤需求。特别是理想i8、乐道L90、极氪9X等车型通过6座大空间、超长续航和智能化体验重新定义中高端家庭用车价值模型。预计下半年新能源市场将呈现“技术门槛持续拉升、用户体验大幅改善、智能化差异化拉开竞争”的新格局，建议关注具备平台能力、智能算法优势及规模制造落地能力的头部车企，中期有望率先兑现成长红利。

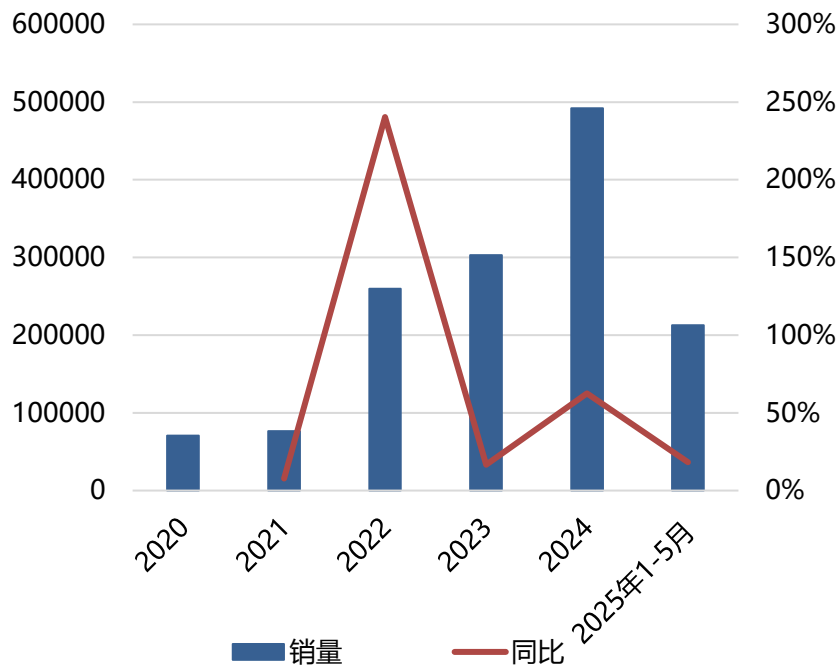
表：下半年智能化发展趋势

方向	现象/趋势	重点信息
平台+智能双驱动	技术与产品密集发布，下半年竞争升级	平台化架构、智能化体验成为焦点
800V快充	中高端市场快速渗透	高压平台、补能效率提升，高配低价策略
智能驾驶大模型	小鹏、理想、极氪率先落地	辅助驾驶向L3-L4一体化路径演进
SUV结构升级	SUV持续主导市场格局	新车型聚焦家庭、多场景大空间需求
市场格局变化	技术门槛抬升、体验改善	头部企业有望率先兑现智能化红利

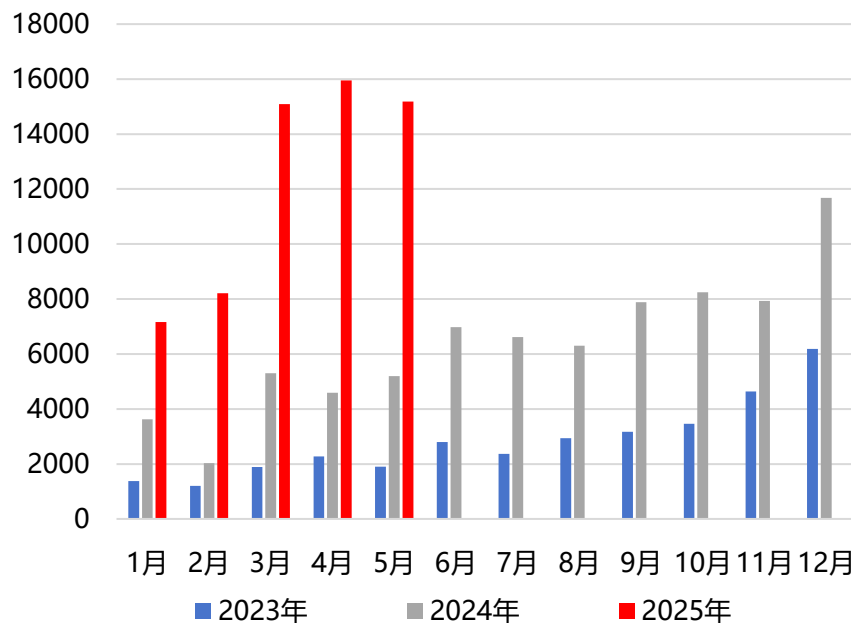
国内：专用车销量亮眼，电动重卡同比翻倍以上增长

- ◆ **25年1-5月专用车销量保持同增，单车带电量同比高增。** 25年1-5月专用车销量21.3万台，同比增长18%；专用车平均带电量为161.1kwh，较24年同期增长85.2%。随着国家政策全力支持公共领域车辆全面电动化，叠加各地环保考核力度趋严，我们预计25年专用车销量达73.8万辆，同比增长50%。
- ◆ **25年1-5月国内电动车重卡销量超6.1万辆，同比增幅190%+，渗透率突破20%+，超市场预期。** 当前电动重卡以牵引车为主，主要市场定位在港口、矿山、电厂、钢厂等短距离的重载物流运输场景，受“以旧换新”补贴政策的驱动，及电动重卡本身经济性提升，我们预计今年销量可达16万辆+，同比翻倍以上增长；远期看，我们测算电动重卡的运输半径100km以内为高电动化率场景，远期随着短途干线市场打开，渗透率有望提升至30%-40%，远期空间预计30万辆+。

图：2020-2025年专用车销量情况（台，%）



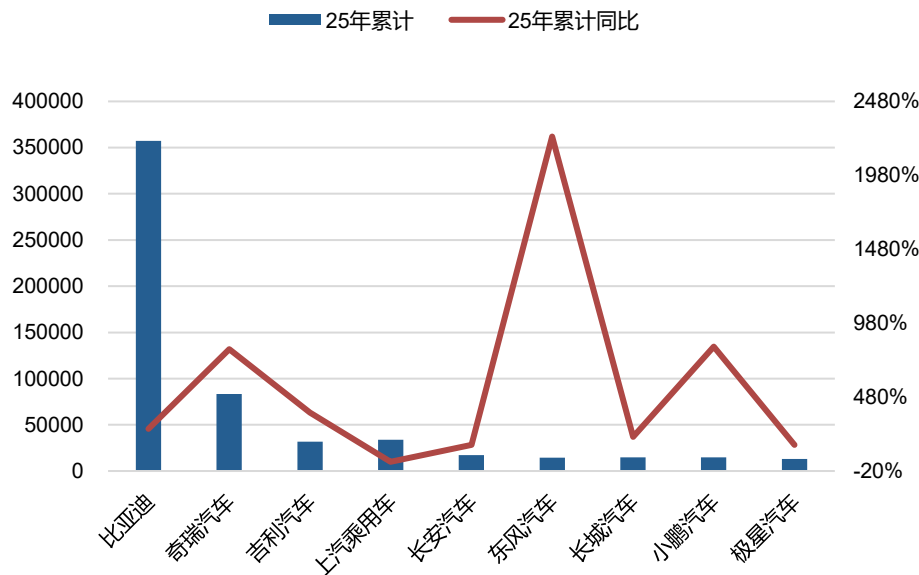
图：电动重卡月度销量趋势（辆）



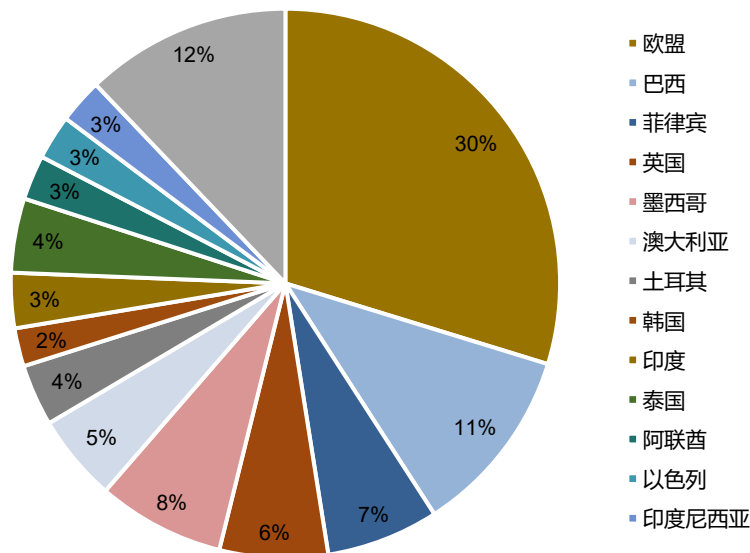
国内：出口欧洲份额维稳，墨西哥、土耳其贡献增量

- ◆ **25年1-5月出口销量同增64.4%，全年预计达220万辆左右，同增70%。** 25年1-5月电动车出口85.5万辆，同比+64.4%，其中纯电出口5.4万辆，同增30.3%，插混出口31.5万辆，同比增长2倍，超市场预期；**我们预计25年电动车出口220万辆左右，增长70%。**
- ◆ **25年1-5月比亚迪、奇瑞、吉利等贡献主要出口增量，东风出口销量高增。** 分车企看，25年1-5月比亚迪出口35.7万辆，同增265%，此外奇瑞出口8.3万辆，同增804%，吉利出口3.2万辆，同增375%，东风出口1.4万辆，同比+2242%，上汽出口3.4万辆，同比+42%，特斯拉出口9.1万辆，同比+3%。
- ◆ **中国新能源车出口欧盟份额维稳，墨西哥、土耳其贡献主要增量。** 欧盟国家25年1-5月累计出口占比30%，纯电销量同减16%，插混同增436%。25年1-5月，墨西哥出口6万辆，同比+190%，土耳其出口1.1万辆，同比+267%。

图：25年前5月部分车企出口销量（万辆）及同比增速（右轴）



图：25年1-5月累计中国新能源车出口各国份额



- ◆ **中美欧政策博弈边际缓和，东南亚关税相对友好，25年出口有望维持高增长。**中美日内瓦经贸会谈就锂电池关税达成共识，对华电动汽车动力电池关税下调至73.4%；欧盟汲取效仿美国对华贸易施压策略失利的教训，寻求更务实的经贸合作，对华政策边际改善，同意对出口至欧洲的中国生产的电动车设定最低价格；东南亚当前关税政策友好，25年有望维持高增长。
- ◆ **车企出海加速，海外工厂投产规避关税影响。**比亚迪25年出口预计增长至90-100万辆，其中泰国25年可贡献增量，规避东南亚南美关税影响；上汽印尼工厂已投产，主要生产名爵车型，吉利欧洲工厂已投产，东南亚产能建设中，可用于出口，主流车企海外工厂建设预计可有效规避欧洲关税影响。

图：汽车关税政策变化

地区	政策
欧盟	受美国关税政策影响，2025年4月10日，欧盟与中国达成新的共识，同意对出口至欧洲的中国生产的电动车设定最低价格，以取代现行加征关税的做法。
巴西	2024年1月起，巴西将重新开始对新能源汽车征收进口关税，1月起针对进口纯电车、油电混合动力汽车和插电车关税分别上调至10%、12%、12%，7月调整为18%、25%、20%，25年7月为25%、30%、28%，2026年7月均升至35%
土耳其	2024年7月7日起，从中国进口的汽车征收40%关税
俄罗斯	2022年起，对进口电动车征收15%关税，且今年起从欧亚经济联盟国家以低关税进口的汽车，必须在俄罗斯补缴关税
美国	中美两国达成日内瓦经贸会谈联合声明后，美国大幅降低对华关税，中国锂电池恢复对美出口。美国对华电动汽车动力电池关税下调至73.4%，包括储能电池在内的非车用锂电池关税下降至40.9%，降幅均为115%。

图：车企产能出海加速

企业	海外建厂规划
比亚迪	1) 乌兹别克斯坦：总规划产能30万台，分三期建设，一、二期分别规划产能5万台，24年1月一期已投产；2) 泰国：规划年产能15万台，23年3月开工建设24年7月已投产；3) 巴西：拟投资30亿雷亚尔（约45亿元人民币）在巴西卡马萨里市建设大型生产基地综合体，含3座电动车工厂，规划年产能15万辆，预计25年建成投产；4) 印尼：拟投资13亿美元在印尼建设电动车工厂，规划年产能15万辆；5) 匈牙利：规划总产能20万辆，分期建设，目前处于建设阶段，预计27年前投产；6) 土耳其：拟投资10亿美元建设电动汽车工厂，年产量达15万辆，预计将于2026年底投产
吉利	海外已拥有13座工厂：1) 马来西亚：拟在马来西亚霹靂州丹戎马林建设汽车产业园AHTV，以子公司宝腾汽车为基础，总投资100亿美元，规划年产能50万台整车及100万台零配件，预计30年全部投产；2) 欧洲：白俄罗斯工厂17年11月建成投产，年规划产能12万台，17年8月开始投产，主要产品为吉利博越，同时覆盖俄罗斯及乌克兰市场；英国伦敦工厂总投资3.2亿英镑，规划年产能3万台，17年3月已投产，主要产品为TX5增程式出租车、瑞典、比利时，瑞典及比利时为沃尔沃系工厂；3) 美国：沃尔沃系工厂4) 东南亚：印尼工厂年产能3万台，散件组装方式生产；斯里兰卡工厂采用SDK半散装方式生产；5) 南美：乌拉圭工厂13年建成投产，年产能2万台主要产品为吉利帝豪，覆盖巴西及乌拉圭市场；6) 非洲：埃及工厂位于开罗，规划年产能3万台，散件组装方式生产，首款产品为吉利帝豪；
上汽	1) 泰国：泰国工厂于23年5月开工建设，本地化生产电动车关键零部件，一期23年竣工，预计25年全部建成投产；2) 印尼：17年6月公告，印尼工厂19年正式投产，主要产品为上汽名爵；3) 印度：总投资200亿卢比，规划年产能5-7万台，主要产品为MG品牌；4) 巴基斯坦：以散件组装方式生产；5) 欧洲：23H1公告拟在欧洲建设工厂
长城	1) 泰国：18年公告泰国罗勇独资建厂，出海车型哈弗H6；2) 俄罗斯：俄罗斯图拉州工厂；3) 巴西：22年从戴姆勒集团接手巴西伊拉塞波利斯工厂，23H2启动产线改造，规划年产能10万台，预计24年5月投产，产品销往拉美地区

国内：预计25年销量超1600万辆，同增25%

- ◆ **预计25年国内电动车销超1600万辆，增25%，纯电份额恢复。**上半年报废更新与各地乘用车置换政策协同发力，显著提振终端需求，新能源车受益于报废补贴倾斜呈现强劲修复动能。发改委明确下半年资金保障，叠加市场对出口预期转暖，预计2025年国内新能源车销量达1608万辆，同比+25%，纯电份额进一步恢复至60%+。

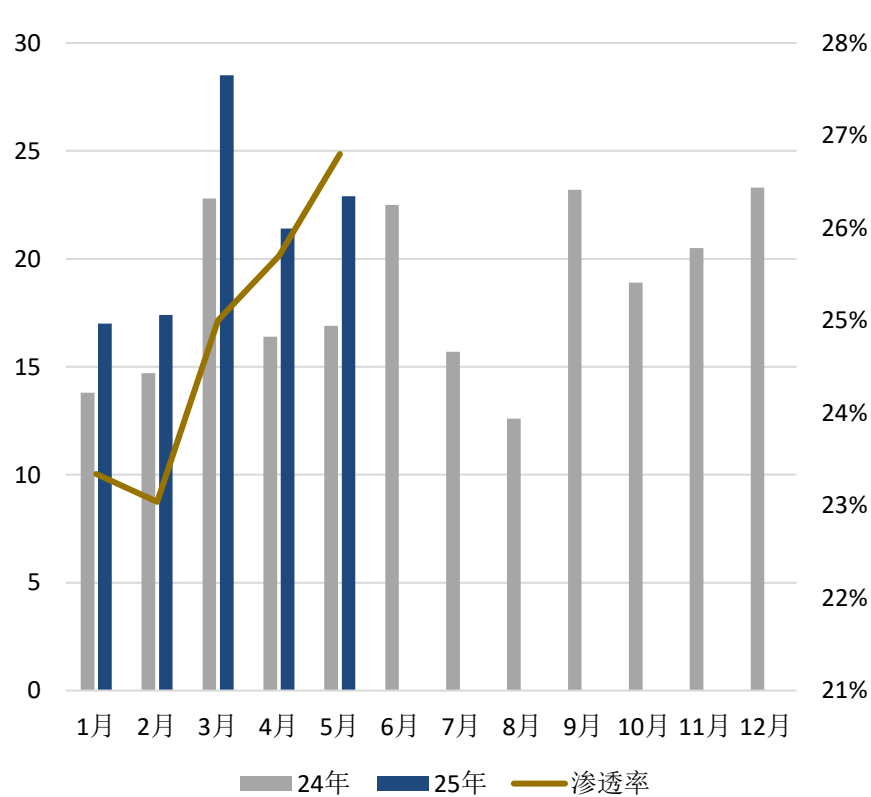
图：中国销量月度预测（万辆）

		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	合计
2023年	销量	40.8	52.5	65.3	63.6	71.7	80.6	78.0	84.6	90.4	95.6	102.6	119.1	944.8
(中性)	同比	-5%	57%	34%	113%	61%	35%	32%	27%	28%	34%	31%	46%	37%
2024年	销量	72.9	47.7	88.3	85.0	95.5	104.9	99.1	110.0	128.7	143.0	151.2	159.6	1,285.9
(中性)	同比	79%	-9%	35%	34%	33%	30%	27%	30%	42%	50%	47%	34%	36%
2025年	销量	94	89	124	123	131	144	139	142	156	177	187	206	1,769
(乐观)	同比	29%	87%	40%	44%	37%	37%	41%	29%	22%	24%	24%	29%	38%
2025年	销量	94	89	124	123	131	131	127	129	142	161	170	187	1,608
(中性)	同比	29%	87%	40%	44%	37%	25%	28%	18%	11%	12%	13%	17%	25%
2025年	销量	94	89	124	123	131	118	114	116	128	145	153	169	1,447
(悲观)	同比	29%	87%	40%	44%	37%	12%	15%	6%	-1%	1%	1%	6%	13%

		Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2023年	销量	158.6	215.9	253.0	317.3	944.8
(中性)	同比	27%	61%	29%	37%	37%
2024年	销量	208.9	285.4	337.8	453.8	1,285.9
(中性)	同比	32%	32%	34%	43%	36%
2025年	销量	307.3	397.1	438.2	570.4	1,769.0
(乐观)	同比	47%	39%	30%	26%	38%
2025年	销量	307.3	384.0	398.3	518.5	1,608.2
(中性)	同比	47%	35%	18%	14%	25%
2025年	销量	307.3	370.9	358.5	466.7	1,447.4
(悲观)	同比	47%	30%	6%	3%	13%

- ◆ 欧洲25年1-5月销量142.3万辆，同增25%，纯电占比略微提升至68%。25年1-5月欧洲电动车销量142.3万辆，同比+25%，其中纯电96.5万辆，同比+27%，占比68%，较24年增长1.3pct；插电45.9万辆，同比增长20%。渗透率来看，1-5月累计渗透率21.5%，较24年增长5pct。
- ◆ 25年以来欧洲销量好转。欧洲主流9国1-5月累计销量107万辆，同比增27%，累计渗透率24.9%，其中5月销量22.9万辆，同比+30%，环比-25%。

图：欧洲主流9国月度销量（万辆）及同比（%，右轴）图：欧洲主流国家月度销量



单位：辆		25年累计	202505	202504	202503	202502
德国	纯电	201,563	43,060	45,535	42,521	35,949
	插电	113,297	25,181	24,317	26,553	19,534
	电动车	314,860	68,241	69,852	69,074	55,483
	yoy	47%	56%	56%	46%	32%
	mom	-	-2%	1%	24%	6%
	渗透率	27.5%	28.5%	28.8%	27.2%	27.3%
英国	纯电	177,488	32,739	24,558	69,313	21,244
	插电	85,657	17,898	14,073	33,815	7,273
	电动车	263,145	50,637	38,631	103,128	28,517
	yoy	33%	34%	16%	41%	35%
	mom	-	31%	-63%	262%	-32%
	渗透率	30.9%	33.7%	32.1%	28.9%	33.9%
法国	纯电	119,472	19,414	25,542	29,261	25,335
	插电	37,365	8,180	9,593	8,289	6,451
	电动车	156,837	27,594	35,135	37,550	31,786
	yoy	-17%	-19%	-6%	-26%	-15%
	mom	-	-21%	-2%	18%	28%
	渗透率	22.4%	22.3%	25.3%	24.4%	18.7%

- ◆ **特斯拉销量同比下滑，大众、奇瑞同比高增。** 25年1-5月特斯拉在欧销售7.4万辆，同比-38%，份额5%，较24年降6pct。本土车企中，大众前5月销41万辆，同比+77%，份额29%，较24年增6pct；奇瑞销9401辆，同增21763%；Stellantis销13.7万辆，同比持平。
- ◆ **本土车企中，比亚迪表现亮眼：** 中国车企中，吉利1-5月销10.4万辆，同减10%，市占率7%，较24年减2pct。比亚迪表现亮眼，25年1-5月销量5.5万辆，同增322%，市占率4%，较24年增2pct。上汽销3.3万辆，同降15%，市占率2%，较24年降1pct。丰田1-5月销4.9万辆，同增62%，市占率3%，较24年增1pct。

图：欧洲分车企销量（辆）及市占率（%）

	2024年	2025年1-5月	同比	24年市占率	25年1-5月市占率	市占率较24年
大众	661,114	409,599	77%	22%	29%	6pct
Stellantis	300,166	137,117	0%	10%	10%	-1pct
宝马	301,330	139,724	24%	10%	10%	0
吉利控股	282,733	104,111	-10%	10%	7%	-2pct
现代-起亚	200,277	104,987	23%	7%	7%	1pct
梅赛德斯-奔驰	276,657	100,507	-11%	9%	7%	-2pct
雷诺	122,947	79,656	73%	4%	6%	1pct
比亚迪	49,952	54,942	322%	2%	4%	2pct
福特集团	88,247	56,380	113%	3%	4%	1pct
丰田集团	77,907	48,699	62%	3%	3%	1pct
Tesla	326,247	74,333	-38%	11%	5%	-6pct
上汽	91,939	32,965	-15%	3%	2%	-1pct
塔塔集团	59,317	21,079	-20%	2%	1%	-1pct
奇瑞	1,322	9,401	21763%	0%	1%	-1pct
其他	100,842	50,014	11%			
合计	2,940,997	1,423,514	25%			

- ◆ **直接补贴来看，此前大部分国家已取消。**德国24年toc端补贴取消、瑞典24年取消；荷兰补贴预算将持续下降，至2030年完全取消；电动化率较低的意大利、西班牙补贴幅度25年维持。西班牙补贴延续至12月31日，总预算4亿欧元。税收优惠看，多数补贴取消的国家保留部分税收优惠政策，但仍有收窄风险。英国电动车当前豁免Vehicle Excise Duty（100-400英镑/年），挪威阶梯式免征增值税，德国、瑞典可将购车金额部分报税时抵免等。
- ◆ **但近期部分国家考虑重启或延长电动车支持政策，应对销量下滑带来的压力。**2024年12月1日，法国政府宣布决定继续向电动汽车消费者提供补贴；德国政府在2025年预算中扩大了企业公务车的税收减免范围，其中包括售价高达9.5万欧元的车型。

图：欧洲电动车补贴政策变化

直接补贴	国家	补贴情况	补贴金额
无	英国	23年取消	-
	德国	23年8月tob取消，24年toc取消	-
	挪威	23年取消，改为增值税减免	-
	瑞典	24年取消	-
有	法国	24年引入碳考核，大部分国内出口车型无补贴，且金额下降	4000/7000（低收入）欧元
	荷兰	24年退坡，25年二手BEV取消，25年新车不变	2950欧元
	意大利	24年补贴金额未退坡，25年预计不变	2000-3000欧元
	西班牙	批准延长原已失效的“Moves III计划”，持续至25年12月31日，通过IDAE将资金分配给自治区，总预算为4亿欧元。	7000-9000欧元

图：欧洲电动车税收优惠政策及变化

国家	补贴情况
英国	电动出租车补贴政策延长至25年4月5日，每辆车补贴6,000英镑
德国	由于24年纯电动车销量下降，在25年预算中扩大企业公务车的税收减免范围，包括售价高达9.5万欧元的车型
挪威	对价格低于4.4万欧元的纯电动车免征购车时征收的25%增值税（VAT）
瑞典	电动车购车金额最高40%可用于税收抵免
法国	25年政府拨出约7亿欧元用于补贴电动汽车消费者，收入较低的家庭将获得更大的补贴，补贴范围在2000-4000欧元

欧洲：以三年碳排放平均值为标准，减缓短期压力

- ◆ 25年5月，欧洲议会通过欧盟汽车碳排放修正案，25-27年将以三年碳排放平均值作为车企达标标准，有望减缓短期考核压力，为电动车渗透提供更平稳过渡窗口，支撑车企持续推进电动化转型。我们测算，25年未达到欧盟整体考核目标80.8g/km，则当年电动化率需达到40%，对应电动车销量超350万辆，叠加欧洲其他地区销量，合计电动车销量预计可达400万辆，增长30%，但是车企会通过购买积分等方式规避，预计25年销量20%+增长。

图：欧洲碳排放标准考核

	2018			2022			2025E			2030E (新标准)		
	销量 (万辆)	占比	碳排放 (g/km)	销量 (万辆)	占比	碳排放 (g/km)	销量 (万辆)	占比	碳排放 (g/km)	销量 (万辆)	占比	碳排放 (g/km)
柴油	563	36.1%	121.5	183	19.4%	145.0	202	17.0%	136.7	103	7.5%	130.0
-其中：48v	16	2.9%	103.7	37	20.0%	127.1	51	25.0%	120.7	26	25.0%	114.8
-其中：普通	547	97.1%	122.0	146	80.0%	149.5	152	75.0%	142.0	78	75.0%	135.1
汽车	942	60.4%	123.4	515	54.5%	133.9	601	50.5%	126.2	345	25.0%	120.0
-其中：48v	27	2.9%	105.3	103	20.0%	117.3	150	25.0%	111.5	86	25.0%	106.0
-其中：普通	915	97.1%	123.9	412	80.0%	138.0	451	75.0%	131.1	258	75.0%	124.7
新能源车合计	32	2.1%	19.0	216	22.9%	14.4	349	29.3%	10.3	887	64.3%	9.8
纯电动	19	1.2%	0.0	127	13.5%	0.0	245	20.5%	0.0	621	45.0%	0.0
氢燃料	0	0.0%	0.0	0	0.0%	0.0	0	0.0%	0.0	0	0.0%	0.0
插电	13	0.9%	46.0	89	9.5%	35.0	105	8.8%	34.3	266	19.3%	32.6
其他合计	22	1.4%	117.1	30	3.2%	121.9	38	3.2%	114.3	44	3.2%	108.7
LPG	16	1.1%	121.0	24	2.6%	122.2	31	2.6%	116.1	36	2.6%	110.4
NG	5	0.3%	104.0	2	0.2%	105.5	2	0.2%	100.2	3	0.2%	95.3
E85	0	0.0%	123.3	4	0.4%	127.7	5	0.4%	109.2	5	0.4%	103.9
合计	1,560	99.9%	120.4	944	100.0%	108.3	1,191	100.0%	93.6	1,378	100.0%	49.5
考核标准 (g/km)						95.0			93.6			49.5

- ◆ **新平台新车型多集中于25H2推出。**2024年以欧洲为主的海外市场面临较大挑战，尤其在特斯拉和中国车企的激烈竞争压力下，欧洲车企的电动化战略逐渐回归务实。预计2025-2026年将迎来新车发布高峰期，Stellantis将率先推出新车型，而大众、现代起亚、雷诺日产、宝马及奔驰将在2025年下半年发布全新纯电动平台及相关车型。我们预计到2026年，伴随新车周期的到来，销量将出现明显回升。

图：欧洲主要车企电动化战略及新车型

车企	电动化战略及新车进度
大众	2025年经济型车型多数需25H2上市：到2025年底，在西班牙生产四款售价低于25,000欧元的小型汽车，包括大众 ID.2、Cupra Raval、斯柯达 Epiq和大众 ID.2 SUV。其中ID.2将于24年底发布。并计划推一款低于2万欧元电动车，于2027年上市。大众CEO表示25年电动化率有挑战，更看好26年电动化率。还将持续升级ID.4、ID.7及高端如Audi A6 e-tron、Porsche Macan EV等 延期SSP平台15-33个月，主要由于软件等方面原因。SSP平台在整个集团内首先将在奥迪上使用，电动奥迪A4预计将在2028年底推出。电动版高尔夫 (ID.Golf) 预计在2029年秋季开始生产。Trinity (是一款全新开发的紧凑型SUV，具有较长的续航里程) 将于2032年底开始生产 (原计划2026年)。
Stellantis	平台整合为5种类型：为了降低成本，20多个平台将整合成五种类型，覆盖大部分车型。专为电动汽车开发的STLA平台现在也用于混动车和燃油车，共有STLA Small、Medium、Large、Frame四种平台。第五个是雪铁龙C3和C3 Aircross使用的Smart Car平台。 STLA平台24H2开始发力：24年推出众多基于STLA的首批产品。其中STLA Medium中型平台：已推出标致3008和5008，且即将推出欧宝 Grandland (纯电紧凑SUV)，标致E-408改款上市 (4.3万欧元)，还将发布C4、C5。预计25年持续推出Alfa Romeo Junior Elettrica、Fiat Panda EV、Peugeot e-3008等B/C小型及家用SUV。25年，将对意大利工厂投资20亿欧元，为包括电动、混动车在内的新车型生产做好准备。25年3月30日起停止在波兰蒂黑工厂生产T03，未来将转向A级车，预计26年在中国以外生产。
雷诺	25-26年2款小车发力：紧凑型电动汽车R4 E-Tech在2024巴黎车展首次亮相，将于25H1开始销售，预计售价将低于3.5万欧元。并计划在26H1推出2万欧元的Twingo E-Tech纯电动汽车。
现代起亚	起亚：24H2推出EV3，售价3.6万欧元。EV2售价或低于2万美元，计划25-26年欧洲上市。 现代：在中国市场推出新平台800V纯电跨界SUV Elezio，预计2025年底上市，强调长续航与高端配置
宝马	全新平台Neue Klasse 25H2上市：第一款车型代号NA5的SUV，是宝马首款采用第六代圆形电池的车型，与现有的第五代棱柱电池相比，将提高30%的续航里程和充电速度，能量密度提高超过20%；其次会是一款四门轿车。宝马将在匈牙利的Debrecen建立一家新工厂，该车将于2025年下半年在欧洲上市销售。
奔驰	调整电动化转型计划，将延长内燃机车型生产周期，25年底推出MMA平台，但该平台纯电、燃油可同时使用：暂停了MB.EA中型平台和MB.EA大型平台的研发，继续沿用EVA2。但坚定推进MMA (紧凑型电动车)、MB.AMG (跑车) 和MB.VAN (商用车) 平台的研发。MMA平台将同时支持电动和燃油动力系统，覆盖了20-40万左右走量的车型。全新奔驰C级轿车将基于该平台首款车型，25年底发布，26年上市。

欧洲：中性预期25年销量376万辆，同增27%

- ◆ 由于车型周期、政策变化原因，25年欧洲销量增速提升。25年以来欧洲销量改善明显，1-5月销量142.3万辆，同增25%，纯电96.5万辆，同比+27%，插电45.9万辆，同增20%。
- ◆ 我们预计欧洲2025年中性销量376万辆，同比增长27%。乐观情况下有望达到399万辆，同比增35%。26年新车型周期开启，有望实现20-30%增速。

图：欧洲销量月度预测（万辆）

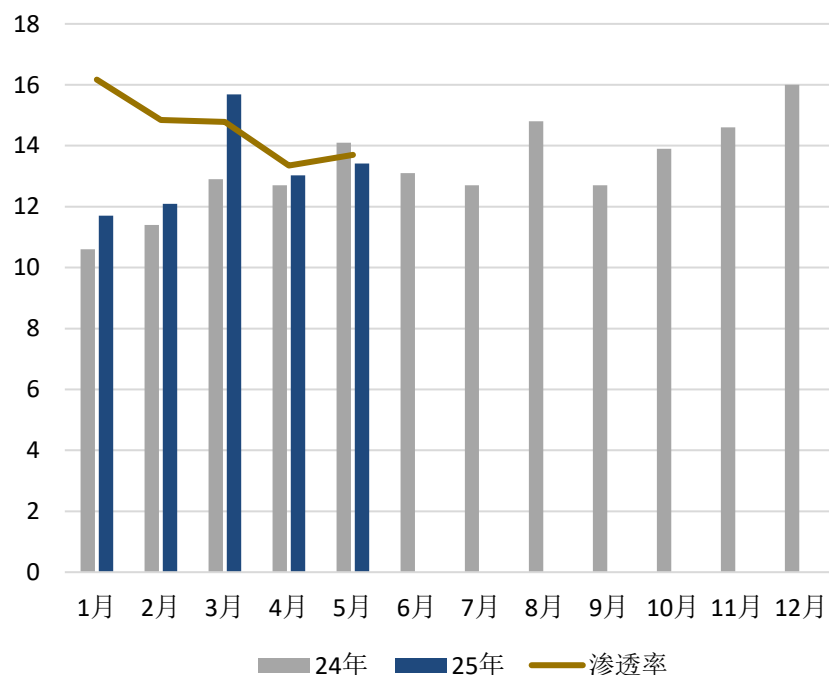
		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	合计
2023年	销量	15	17	31	19	24	30	22	25	27	24	26	28	288
(中性)	同比	3%	13%	27%	26%	39%	40%	44%	65%	11%	13%	-4%	-29%	15%
2024年	销量	20	20	30	22	23	30	21	18	30	25	27	30	295
(中性)	同比	33%	16%	-4%	15%	-7%	1%	-3%	-30%	10%	7%	3%	8%	2%
2025年	销量	24	24	37	28	30	40	32	32	39	32	37	44	399
(乐观)	同比	21%	17%	23%	30%	34%	34%	51%	81%	32%	26%	36%	47%	35%
2025年	销量	24	24	37	28	30	36	29	29	36	29	34	40	376
(中性)	同比	21%	17%	23%	30%	34%	22%	37%	64%	20%	15%	23%	33%	27%
2025年	销量	24	24	37	28	30	33	26	26	32	26	30	36	352
(悲观)	同比	21%	17%	23%	30%	34%	10%	24%	48%	8%	3%	11%	20%	19%

	万辆	Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2023年	销量	63	73	74	78	288
(中性)	同比	17%	36%	36%	-11%	15%
2024年	销量	70	74	69	83	295
(中性)	同比	10%	2%	-8%	6%	2%
2025年	销量	84	99	103	113	399
(乐观)	同比	20%	33%	50%	37%	35%
2025年	销量	84	95	94	103	376
(中性)	同比	20%	28%	37%	24%	27%
2025年	销量	84	91	84	93	352
(悲观)	同比	20%	23%	23%	12%	19%

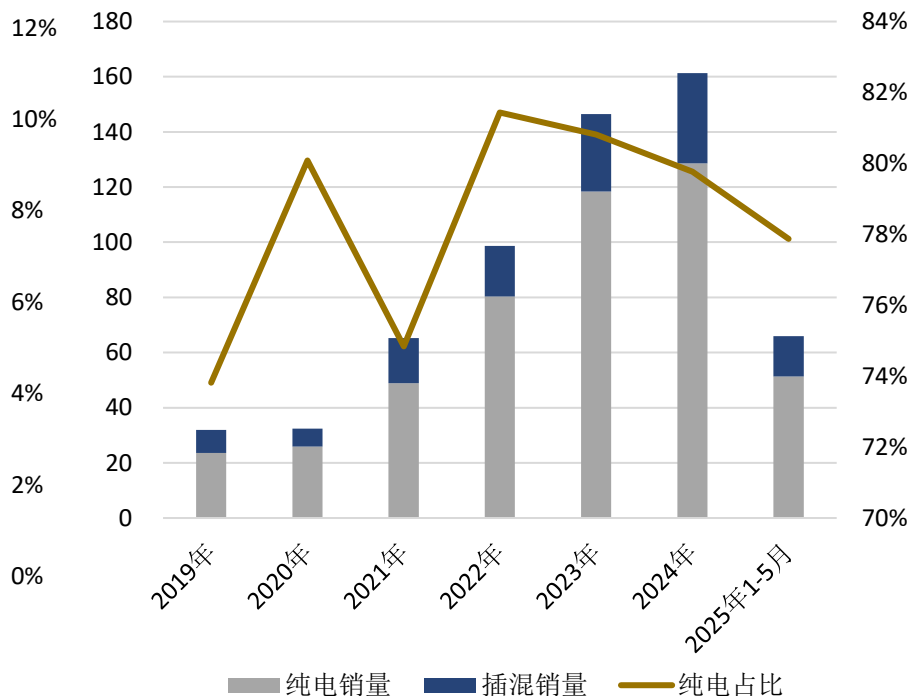
美国：25年1-5月销量同增5%，低于预期

- ◆ **美国25年1-5月销量同比增5%，低于预期，纯电累计占比78%，累计电动化率9.6%。**25年1-5月美国电动车累计销量66万辆，同比增5%，其中纯电销量51.4万辆，同比增6%，占比78%，较24年降2pct；插电销量14.6万辆，同增1%，占比22%。25年1-5月累计电动化率9.6%，较24年同比微降。
- ◆ **《One, Big, Beautiful Bill》通过，新能源补贴政策重大调整。**相较IRA，新法案在新能源补贴政策上变化显著：将原计划至32年底的7500美元电动车税收抵免提前至25年9月底取消，二手、商用清洁车辆税收抵免终止，但美国电动车销量受补贴影响有限，后续受新车型驱动。但宁德与福特美国20gwh产能可获得IRA制造补贴，超预期。

图：美国月度销量（万辆）及渗透率（%，右轴）



图：美国纯电/插电销量（万辆）及占比（%，右轴）



美国：特斯拉及Stellantis销量下降，其余车企维持增长

- ◆ **特斯拉、Stellantis销量下降，本土传统车企提升。** 25年1-5月特斯拉在美销21.6万辆，同减13.7%，市占率32.7%，较24年下降6.5pct；Stellantis在美销5.3万辆，同减30.6%，市占率8%，较24年下降0.2pct；其余本土车企均增长，其中福特销量4.2万辆，同比+0.7%，市占率6.3%，较24年减少0.5pct；通用增长显著，销量6.3万辆，同比+105.7%，市占率9.5%，较24年增长2.4pct。
- ◆ **日企销量普遍提升，韩企销量有所下滑。** 丰田25年1-5月销3.8万辆，同比+6.4%，市占率5.8%；日产销1.3万辆，同增32.8%；本田销2.3万辆，同增2759.8%；现代销4.9万辆，同比-18%，市占率7.4%。

图：美国分车企销量及销量结构

	2024年	2025年1-5月	同比	24年市占率	25年1-5月市占率	市占率较24年
Tesla	632,500	215,600	-13.7%	39.2%	32.7%	-6.5pct
通用	114,426	62,830	105.7%	7.1%	9.5%	2.4pct
现代-起亚	148,946	48,590	-18.0%	9.2%	7.4%	-1.9pct
福特	109,413	41,575	0.7%	6.8%	6.3%	-0.5pct
Stellantis	132,439	52,721	-30.6%	8.2%	8.0%	-0.2pct
大众	60,662	34,317	43.4%	3.8%	5.2%	1.4pct
梅赛德斯-奔驰	35,788	31,369	72.7%	2.2%	4.8%	2.5pct
宝马	63,332	35,971	50.7%	3.9%	5.5%	1.5pct
丰田	83,080	38,125	6.4%	5.2%	5.8%	0.6pct
本田	40,408	22,535	2759.8%	2.5%	3.4%	0.9pct
吉利	49,951	18,938	6.2%	3.1%	2.9%	-0.2pct
日产	31,024	13,192	32.8%	1.9%	2.0%	0.1pct
马自达	17,047	9,514	85.2%	1.1%	1.4%	0.4pct
塔塔集团	3,698	2,428	86.2%	0.2%	0.4%	0.1pct
三菱	6,975	2,667	7.3%	0.4%	0.4%	0
其他	82,918	29,157	-16.8%	5.1%	4.4%	-0.7pct
合计	1,612,607	659,529	4.5%			

- ◆ **特斯拉**：预计2025H2上市低价版Model Y，Semi 25年开始大规模量产，Cybercab预计26年实现量产，目标25年销量增长20%-30%。
- ◆ **其余车企重心转向盈利**：**福特**计划基于现有产品线扩大PHEV、HEV的选择，推迟部分EV车型计划，重点具有优势的大型SUV、皮卡及商用车细分领域。**通用**取消与本田的低价EV车型合作，转向使用成本更低的磷酸铁锂电池，电动车业务重心转向盈利。**Stellantis**此前美国道奇/RAM电动化相对落后，对标福特F150/通用Silverado的RAM1500将于2025年起提供电动选项。**新势力预计稳步发展**：Lucid、Rivian 目标进一步改善盈利质量，并将于25-26年进一步扩充产品线。

图：美国车企电动化及新车型规划

车企名称	新车型	定位	上市时间	车企规划
特斯拉	Cybercab	自动驾驶汽车	2026年	预计2025年销量实现20%-30%增长，25年H2上市低价版Model Y，Cybercab将于2026年实现量产，Semi将于2025年开始大规模生产，Roadster进度加速
	Model 2	2.5万美元低价车型	2025H2	
	焕新版 Model Y	中大型SUV	2025Q1	
	Roadster	跑车	2025H1	
福特	Aviator EV	中大型SUV	2025年	将把下一代电气化和数字化汽车的重点放在具有竞争优势的车型和细分市场——商用货车、中型和大型皮卡以及长续航 SUV，并将根据客户需要进行降本和增加续航里程
	Explorer EV	中大型SUV	2025年	
	新电动皮卡	中型皮卡	2025年	
Lucid	Gravity	豪华旗舰SUV	2025H1	25年H1发布首款电动SUV车型Gravity，计划年内实现产量翻番，并将进军位于欧洲及中东部分地区的新市场
Stellantis	Ram 1500 Revolution	全尺寸皮卡	2025年	当前电动化水平靠后，道奇/RAM将于2026年发布多款车型的电动/插混版本，并计划于2026年合作伙伴Factorial开发的固态电池上车
	Grand Wagoneer EV	中大型SUV	2025年	
Rivian	R2	中大型SUV	2026年	计划25年实现驾驶者无需动手操作即可控制车辆行驶方向功能，新款电动SUV R2原型车正在伊利诺伊州诺默尔工厂生产

美国：补贴退出，中性预期25-26年销量停滞

- ◆ 美国因短期需求放缓、新车型延期，预计25年销量增速放缓至0%，预计25年销161万辆（中性预期）。26年补贴完全退出，预计销量停滞，同比持平。但美国市场电动化率低，后续本土车企新品投放提速，渗透率提升空间广阔。

图：美国销量月度预测（万辆）

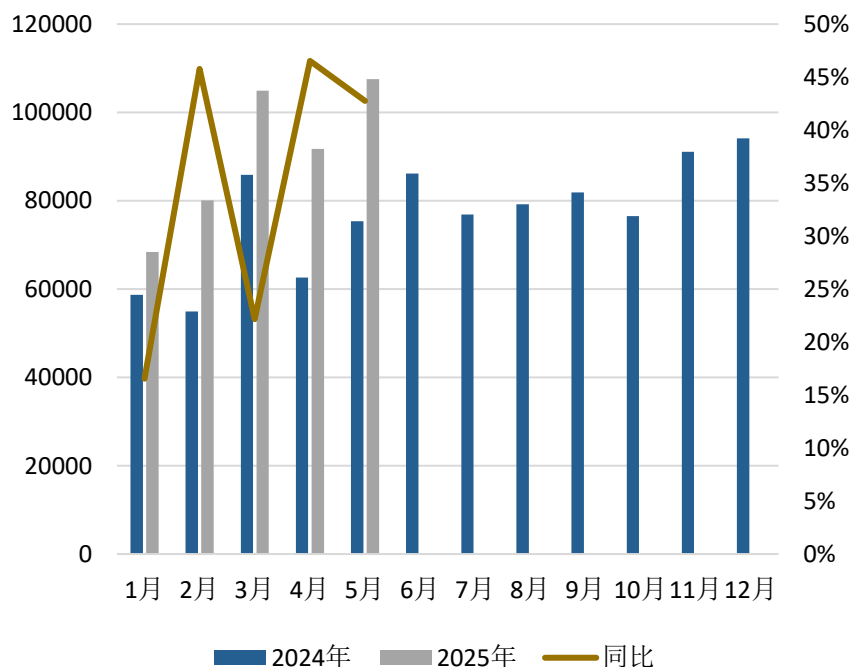
		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	合计
2023年	销量	9.9	10.6	11.3	11.6	12.3	13.2	12.7	13.1	13.1	12.1	12.2	14.5	146.8
(中性)	同比	62%	58%	38%	40%	51%	63%	50%	58%	62%	38%	38%	40%	49%
2024年	销量	10.8	11.6	13.1	12.8	14.3	13.1	12.5	14.7	12.8	14.0	14.6	16.2	160.5
(中性)	同比	9%	9%	15%	11%	16%	-1%	-1%	12%	-3%	16%	19%	11%	9%
2025年	销量	11.7	12.0	15.6	13.0	13.4	15.5	14.7	18.3	22.6	11.3	11.3	11.3	170.8
(乐观)	同比	8%	4%	19%	1%	-6%	19%	17%	24%	78%	-19%	-22%	-30%	6%
2025年	销量	11.7	12.0	15.6	13.0	13.4	14.1	13.4	16.6	20.6	10.3	10.3	10.3	161.2
(中性)	同比	8%	4%	19%	1%	-6%	8%	7%	13%	61%	-27%	-29%	-37%	0%
2025年	销量	11.7	12.0	15.6	13.0	13.4	12.7	12.0	14.9	18.5	9.3	9.3	9.3	151.7
(悲观)	同比	8%	4%	19%	1%	-6%	-3%	-4%	1%	45%	-34%	-36%	-43%	-5%

		Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2023年	销量	31.9	37.1	38.9	38.8	146.8
(中性)	同比	51%	51%	57%	39%	49%
2024年	销量	35.5	40.2	40.0	44.8	160.5
(中性)	同比	11%	8%	3%	15%	9%
2025年	销量	39.3	41.9	55.6	34.0	170.8
(乐观)	同比	11%	4%	39%	-24%	6%
2025年	销量	39.3	40.5	50.6	30.9	161.2
(中性)	同比	11%	1%	26%	-31%	0%
2025年	销量	39.3	39.1	45.5	27.8	151.7
(悲观)	同比	11%	-3%	14%	-38%	-5%

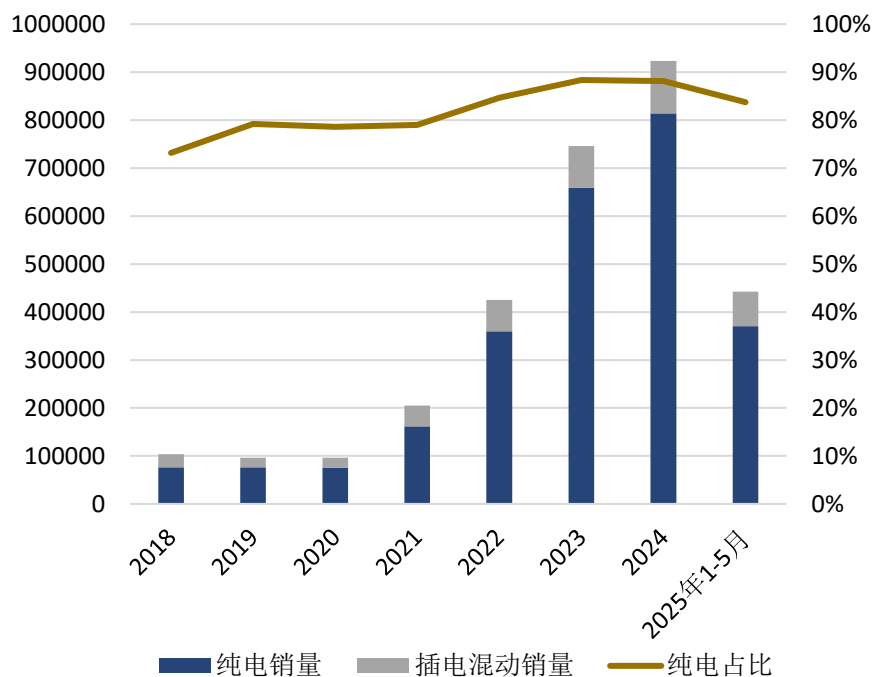
其他地区：25年1-5月销量同增31%

- ◆ **其他地区25年1-5月销量同增31%，纯电占比84%，电动化率4.52%。**其他地区25年1-5月电动车累计销量44.2万辆，同增31%，其中纯电销量37万辆，同增22.7%，占比84%，较24年下降6pct，插电销量7.2万辆，同增101.1%。25年1-5月其他地区电动化率4.52%，较24年增1.1pct。

图：其他市场电动车销量（辆）及同比（%，右轴）



图：其他国家纯电/插电销量（辆）及占比（%，右轴）



- ◆ **日本、澳大利亚等传统市场销量增长放缓或下滑。** 25年1-5月日本销售3.8万辆，同减9.99%，占其他地区销量9%，电动化率2%，较24年减0.5pct；韩国销售8.1万辆，同增49.54%，销量占比19%，电动化率16%，较24年同增4.8pct，仍为其他地区第一大市场；加拿大同增8.04%至4.9万辆；泰国销5.0万辆，同增30.44%；澳大利亚1-5月销3.9万辆，同增5.62%。
- ◆ **新兴市场如印尼、印度、墨西哥、马来西亚、土耳其开始起量，中国车企出海为东南亚、中东、南美贡献主要增量。** 印尼25年1-5月销量3万辆，同比+211.15%，市占率7%，电动化率13%，较24年增长8.8pct。

图：其他市场主要国家电动车销量（辆）及电动化率

	2024年	2025年1-5月	同比	占其他地区销量	25年1-5月电动化率	较24年
韩国	151,272	81,165	49.54%	19%	16%	4.8pct
日本	99,213	38,390	-9.99%	9%	2%	-0.5pct
加拿大	137,722	48,726	8.04%	11%	6%	0pct
泰国	77,888	49,545	30.44%	12%	18%	5.4pct
巴西	87,129	43,063	37.24%	10%	5%	1pct
印度尼西亚	43,240	30,399	211.15%	7%	13%	8.8pct
以色列	56,651	13,537	-49.73%	3%	9%	-11.3pct
澳大利亚	86,482	39,028	5.62%	9%	8%	0.7pct
墨西哥	14,871	5,166	8.94%	1%	1%	0.1pct
马来西亚	15,507	9,710	51.81%	2%	3%	1.2pct
土耳其	73,722	48,723	75.41%	11%	10%	4.1pct
印度	12,266	18,328	207.36%	4%	1%	0.7pct
合计	855,963	425,780	29.06%		4.99%	1.1pct

其他地区：24年补贴大幅下滑，25年基本维持

- ◆ **25年大部分国家维持补贴，26-27年进一步收窄：**加拿大、马来西亚、泰国2025年整体维持2024年政策，但26年起税收优惠将取消，25年起巴西、印度、澳大利亚、印尼的税收优惠进一步收窄。
- ◆ **东南亚和拉美空间广阔，且汽车工业薄弱，国内车企出口大有可为。**拉美巴西、墨西哥，东南亚印尼、马来西亚电动化率仍处较低水平，四国合计燃油车需求约500万辆，25年增长潜力大。日韩本土车企新车型较少，且补贴下降幅度大，预计25年维持销量放缓趋势。

图：其他国家直接补贴及税收优惠梳理

国家	形式	补贴情况	趋势
加拿大	税收抵免额度	EV/PHEV分别补贴5000/2500加元	2025年维持
马来西亚	减税	本地组装（CKD）可免关税及销售税	2025年维持，26年取消
印度尼西亚	减税	本地组装（CKD）可免关税及降低10%销售税，比例要求至2027年逐年提升至60%	2025年下降
泰国	直接补贴	补贴3.5-10万泰铢	2025年维持
泰国	减税	销售税由8%降至2%，本地组装（CBU）可减40%关税	2025年维持，26年取消
巴西	减税	减免部分关税，24年为全额减免，计划27年恢复35%	25-27年逐步下降
印度	减税	首次购买退税15万卢比维持，关税减免25年取消	2025年下降
澳大利亚	减税	8.6万澳元以下公司用车免于缴纳附加福利税，25年起PHEV取消	2025年下降

- ◆ 我们中性预期2025年其他国家销量125万辆，同比增35%，其中拉美、中东、东南亚市场25年维持高增长。乐观下有望达到133万辆，同比增43%。其他国家电动化率低、国内车企出口优势明显，印尼、马来西亚、拉美、中东等新兴市场中国车企出口占比高，部分国家有望加速渗透

图：其他国家销量月度预测（万辆）

		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	合计
2023年	销量	3.6	5.5	6.8	5.2	5.7	7.1	5.9	6.2	7.3	6.8	7.3	7.1	74.5
(中性)	同比	130%	95%	82%	89%	96%	125%	58%	53%	32%	64%	67%	94%	76%
2024年	销量	5.9	5.5	8.6	6.3	7.5	8.6	7.7	8.0	8.2	7.7	9.1	9.5	92.6
(中性)	同比	63%	0%	27%	20%	33%	21%	30%	28%	13%	14%	26%	32%	24%
2025年	销量	6.6	7.8	10.3	8.8	10.8	13.0	11.7	11.7	12.9	11.9	13.0	14.3	132.7
(乐观)	同比	13%	41%	20%	40%	43%	51%	51%	47%	57%	54%	43%	52%	43%
2025年	销量	6.6	7.8	10.3	8.8	10.8	11.8	10.6	10.6	11.7	10.8	11.9	13.0	124.7
(中性)	同比	13%	41%	20%	40%	43%	37%	38%	34%	42%	40%	30%	38%	35%
2025年	销量	6.6	7.8	10.3	8.8	10.8	10.6	9.6	9.6	10.5	9.7	10.7	11.7	116.6
(悲观)	同比	13%	41%	20%	40%	43%	23%	24%	20%	28%	26%	17%	24%	26%

		Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2023年	销量	15.9	18.0	19.5	21.2	74.5
(中性)	同比	96%	104%	46%	74%	76%
2024年	销量	20.0	22.4	23.9	26.3	92.6
(中性)	同比	26%	24%	23%	24%	24%
2025年	销量	24.7	32.5	36.3	39.2	132.7
(乐观)	同比	24%	45%	52%	49%	43%
2025年	销量	24.7	31.3	33.0	35.7	124.7
(中性)	同比	24%	40%	38%	36%	35%
2025年	销量	24.7	30.2	29.7	32.1	116.6
(悲观)	同比	24%	34%	24%	22%	26%

新能源车需求总结：25年全球销量同增21%

- ◆ 25年国内爆款车型持续，欧洲新车周期在即，全球销量销量预计21%增长至2070万辆。26年预计销量增长16%至2395万辆，其中国内销量同增15%，欧洲销量同增24%，美国销量相对持平。

图：全球电动车销量预测

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
海外：新能源乘用车销量（万辆）	510	546	658	785	958	1,169	1,428	1,743
YoY	30%	7%	20%	19%	22%	22%	22%	22%
海外汽车销量（万辆）	5,271	5,545	5,632	5,722	5,814	5,909	6,007	6,106
-海外电动化率	9.7%	9.8%	11.7%	13.7%	16.5%	19.8%	23.8%	28.5%
-欧洲新能源车销量（万辆）	289	295	375	465	558	670	804	964
-YoY	15%	2%	27%	24%	20%	20%	20%	20%
-欧洲乘用车销量（万辆）	1,502	1,540	1,555	1,570	1,586	1,602	1,618	1,634
-欧洲电动化率	19%	19%	24%	30%	35%	42%	50%	59%
-美国	147	158	158	158	198	247	309	386
-YoY	50%	8%	0%	0%	25%	25%	25%	25%
-美国乘用车销量(万辆)	1,563	1,598	1,598	1,598	1,598	1,598	1,598	1,598
-美国电动化率	9%	10%	10%	10%	12%	15%	19%	24%
-其他国家	75	93	125	161	202	252	315	393
-YoY	76%	24%	35%	30%	25%	25%	25%	25%
-其他国家乘用车销量（万辆）	2205.5	2407.5	2479.7	2554.1	2630.7	2709.6	2790.9	2874.7
-其他国家电动化率	3.4%	3.8%	5.0%	6.3%	7.7%	9.3%	11.3%	13.7%
国内：新能源车合计销量（万辆，本土销量）	829	1,158	1,412	1,610	1,757	1,913	2,058	2,177
YoY	34%	40%	22%	14.0%	9.1%	8.9%	7.6%	5.8%
-国内电动化率	32.9%	45.1%	55.1%	60.9%	64.6%	68.2%	71.3%	73.2%
国内新能源车出口销量（万辆）	120	128	200	240	288	346	415	498
YoY	77.2%	6.7%	56.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
国内新能源车销量合计（含出口，万辆）	950	1,287	1,613	1,850	2,045	2,259	2,473	2,675
YoY	38%	36%	25.34%	15%	11%	10%	9%	8%
-国内电动化率	31.6%	41.9%	52.0%	59.1%	64.7%	70.7%	76.7%	82.1%
全球新能源车销量（万辆）	1,339	1,704	2,070	2,395	2,715	3,082	3,485	3,920
YoY	33%	27%	21%	16%	13%	14%	13%	12%
-全球电动化率	17.2%	21.0%	25.3%	28.6%	31.8%	35.4%	39.2%	43.2%

储能：25年预计维稳增长，出货同比+42%

- ◆ 24年储能市场高速增长，25年预计继续高增长，同比+42%，30年前增速20%+，至30年需求800gwh+。预计25年全球储能需求预计288.2gwh，同比增长39%，对应电池出货量452gwh，同比42%。光储平价，配储时长持续增加，预计25年到30年储能电池出货量维持复合19%增长，预计30年储能电池出货量1108gwh。
- ◆ 各大电池企业反馈国内强制配储取消后，储能需求依旧旺盛，且储能电芯向314ah切换，行业基本满产。

表：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	206.9	288.2	365.1	455.9	559.7	681.0	826.4
-储能装机增速	106%	63%	39%	27%	25%	23%	22%	21%
-放大比例	161%	154%	157%	155%	149%	142%	138%	134%
全球储能出货量 (Gwh)	204	319	452	567	677	796	937	1,108
-储能出货增速	61%	56%	42%	25%	19%	17%	18%	18%
其中储能出货量：分区域								
美国 (Gwh)	59	78	91	109	124	139	158	180
-增速	31%	32%	17%	20%	14%	12%	14%	14%
-占比	29%	24%	20%	19%	18%	17%	17%	16%
中国 (Gwh)	77	139	168	172	195	222	253	290
-增速	99%	79%	22%	2%	14%	14%	14%	14%
-占比	38%	43%	37%	30%	29%	28%	27%	26%
欧洲 (Gwh)	31	42	70	97	126	147	171	197
-增速	33%	33%	68%	38%	29%	17%	16%	15%
-占比	15%	13%	15%	17%	19%	18%	18%	18%
其他地区 (Gwh)	36	61	123	189	233	288	354	440
-增速	91%	68%	101%	54%	23%	24%	23%	24%
-占比	18%	19%	27%	33%	34%	36%	38%	40%

锂电需求：25年动储上修至31%增长

- ◆ 25年预计全球动力储能需求1816GWh，同增31%，26-27年海外动力放量+储能需求高增，预计总体仍维持15-20%增长，30年全球动储需求有望达3886Gwh。

图：动力及储能需求增速预期

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
海外：乘用车动力电池装机需求 (Gwh)	311.3	318.1	367.9	414.2	489.6	590.2	711.4	857.4
-海外平均单车带电量 (kwh)	61.1	58.3	55.7	52.3	50.3	49.6	49.0	48.4
国内：动力电池装机需求 (Gwh)	389	533	716	839	932	1,028	1,124	1,214
-国内平均单车带电量 (kwh)	46.9	46.0	50.7	52.1	53.1	53.7	54.6	55.8
全球动力电池装机需求 (gwh)	715	870	1,117	1,313	1,504	1,730	1,989	2,281
YoY	39%	22%	28%	17.5%	14.5%	15.0%	15.0%	14.7%
-全球平均单车带电量 (kwh)	53.4	51.1	53.9	54.7	55.1	55.8	56.7	57.8
全球动力电池实际需求 (gwh)	873	1,062	1,363	1,602	1,835	2,111	2,426	2,783
YoY	25%	22%	28%	17.5%	14.5%	15.0%	15.0%	14.7%
全球储能电池合计 (gwh)	204	319	452	567	674	792	932	1,103
YoY	62%	56%	42%	25%	19%	18%	18%	18%
国内储能电池 (gwh)	77	139	168	172	195	222	253	290
海外储能电池 (gwh)	127	181	289	366	458	573	699	856
全球动力+储能电池实际需求合计 (gwh)	1,077	1,381	1,816	2,169	2,509	2,903	3,359	3,886
YoY	31%	28%	31%	19.5%	15.7%	15.7%	15.7%	15.7%

PART2 产业链：盈利底部开始小幅抬升，龙头恒强

25年行业开始有序扩产，产能利用率改善有限

- ◆ 24Q4起需求恢复，龙头率先开始有序扩产，25-26年产能利用率略有改善，但基本维持60-70%，小厂持续出清产能。其中三元正极、隔膜、铁锂正极、负极、铜箔、6f等环节总体产能利用率仍偏低，但格局像头部厂商集中。

图：主流环节产能利用率情况

分板块	电池	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
电池	供给 (gwh)	365	530	1031	1623	2168	2770	3438
	需求 (动力+储能, gwh)	208	462	821	1077	1381	1816	2169
	产能利用率	57%	87%	80%	66%	64%	66%	63%
三元正极	全行业有效供给 (万吨)	42	69	111	162	179	196	209
	需求 (万吨)	41	68	85	90	96	105	110
	产能利用率	99%	98%	77%	55%	54%	53%	52%
负极	供给 (万吨)	24.7	43.1	114.6	225.7	401.1	527.9	614.9
	需求 (万吨)	12.7	39.2	100.3	163.8	246.6	352.3	398.7
	产能利用率	52%	91%	88%	73%	61%	67%	65%
铁锂正极	全行业有效供给 (万吨)	57	96	137	233	331	439	502
	需求 (万吨)	46	81	124	169	215	277	318
	产能利用率	81%	85%	91%	73%	65%	63%	63%
隔膜	全行业有效供给 (亿平)	78.8	110.9	188.7	282.3	425.8	557.8	660.6
	需求 (亿平)	57.8	103.0	159.9	209.8	272.5	350.5	400.3
	产能利用率	73%	93%	85%	74%	64%	63%	61%
6f	全行业有效供给 (吨)	60,240	87,190	145,070	248,150	312,300	377,780	417,780
	需求 (吨)	46,702	81,059	124,228	165,463	205,311	264,067	300,337
	产能利用率	78%	93%	86%	67%	66%	70%	72%
铜箔	全行业有效供给 (万吨)	31	50	110	154	200	257	292
	需求 (万吨)	23	42	69	93	125	168	197
	产能利用率	72%	83%	63%	61%	63%	65%	68%

盈利：部分环节龙头开始减亏，技术领先有溢价

◆ **Q1电池龙头盈利稳定，铁锂、正极、负极龙头开始减亏。**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。25Q1电池龙头龙头依托客户结构、成本优势，单位盈利稳定，铁锂、正极、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
电池	宁德时代	元/Wh	0.08	0	0.07	0.07	0.11	0.07	0.08	0.08	0.12	0.1	0.1	0.12	0.08	0.09
	亿纬锂能	元/Wh	0.03	0	0.02	0.04	0.06	0.03	0.02	0.04	0.03	0.02	0.01	0.02	0.02	0.02
	国轩高科	元/Wh	0	0	0	0.01	-0.02	0	0	0	0.005	0	0	0	0.00	0.00
三元正极	当升科技	万元/吨	1.43	2.3	3.9	3.92	3.52	2.98	3.95	3	2.8	1.1	0.96	1	-0.50	0.60
	容百科技	万元/吨	1.65	1.6	2.45	0.73	1.4	1.2	0.36	0.88	-0.12	-0.12	0.2	0.4	0.60	0.27
	厦钨新能	万元/吨	0.71	0.82	1.38	1.35	1.25	0.92	0.75	0.7	0.42	0.42	0.57	0.55	0.40	0.40
磷酸铁锂	德方纳米	万元/吨	0.91	2.15	1.5	1.1	1.15	-2.11	-0.76	0.07	-1.29	-0.55	-0.69	-0.64	-1.12	-0.37
	湖南裕能	万元/吨	0.98	2.01	1.12	0.44	0.81	0.28	0.83	0.2	0.05	0.1	0.15	0.06	0.04	0.04
	万润新能	万元/吨	0.85	2.28	1.54	0.93	0.5	-0.15	-2.01	-0.2	-1.2	-0.42	-0.58	-0.4	-0.30	-0.21
负极	璞泰来	万元/吨	1.14	1.27	1.3	1.3	0.9	0.85	0.35	-0.55	-0.4	0	0	0	-1.10	-0.05
	中科电气	万元/吨	0.53	0.59	0.47	0.51	-0.2	-0.54	0.07	0.21	0.29	0.08	0.11	0.17	0.20	0.18
	尚太科技	万元/吨	0.81	1.4	1.4	1.2	0.95	0.95	0.6	0.4	0.35	0.38	0.35	0.33	0.35	0.35
隔膜	恩捷股份	元/平	0.85	0.77	0.9	0.9	0.7	0.6	0.6	0.5	0.3	0.13	0.09	0.08	-0.25	0.01
	星源材质	元/平	0.28	0.48	0.55	0.47	0.43	0.4	0.3	0.33	0.05	0.15	0.08	0.08	0.08	0.03
电解液	天赐材料	万元/吨	1.44	1.85	1.8	1.27	1.05	0.75	0.65	0.4	0.3	0.11	0.08	0.08	0.08	0.08
	新宙邦	万元/吨	0.97	1.65	1.5	0.85	0.4	0.2	0.12	0.1	0.07	0	0.04	0.04	0.05	0.00
铜箔	嘉元科技	万元/吨	2.98	1.83	1.1	1.04	0.55	0.3	-0.2	0.02	-0.3	-0.57	-0.45	-0.26	-0.26	-0.26
	诺德股份	万元/吨	1.13	1.23	1	0.5	0.8	0.15	-0.2	-0.46	-0.47	-0.93	-0.67	-0.5	-0.50	-0.50
铝箔	鼎胜新材	万元/吨	0.62	0.6	0.65	0.65	0.65	0.5	0.4	0.35	0.3	0.2	0.2	0.13	0.13	0.13
导电剂	天奈科技	万元/吨	0.79	0.9	0.88	0.9	0.8	0.3	0.3	0.4	0.41	0.3	0.3	0.3	0.23	0.27

盈利：价格已触底，合理投资回报下盈利弹性大

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

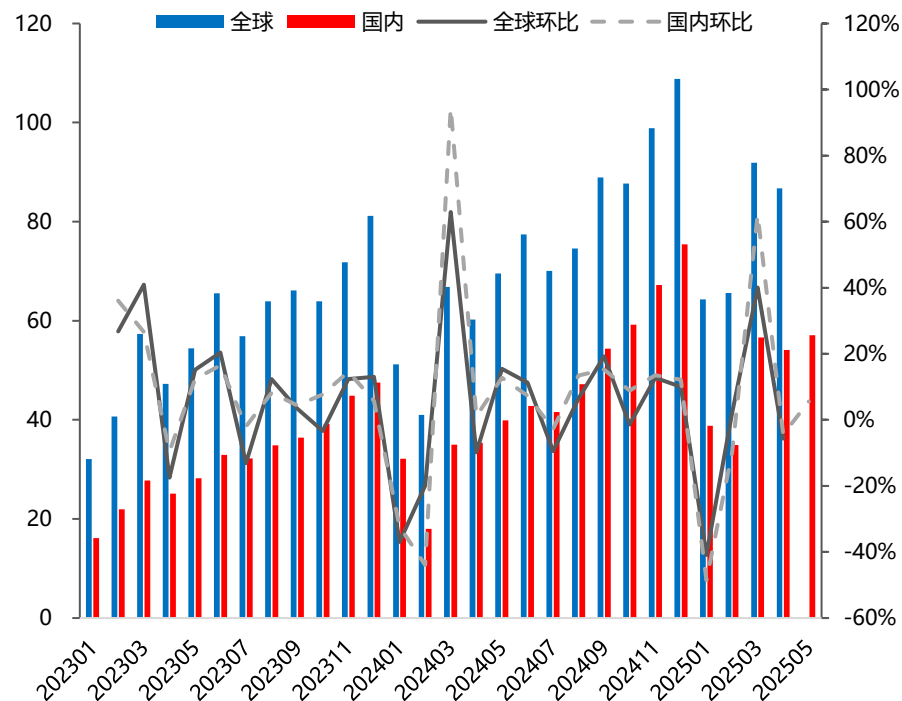
图 主流环节资本开支和盈利水平

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

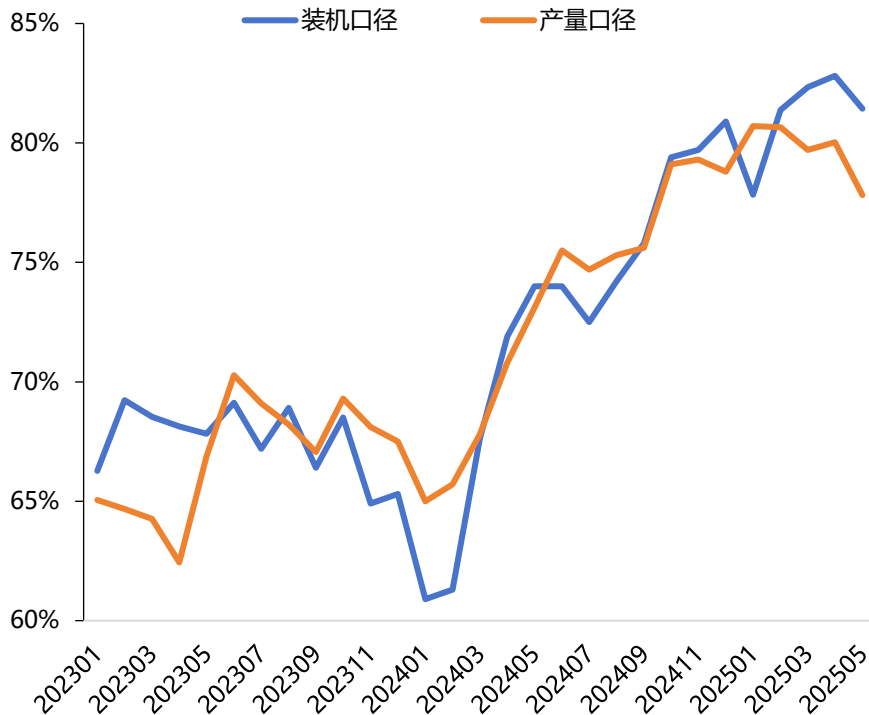
电池：资本开支有序增加，龙头恒强

- ◆ **全球动力电池装机1-5月增39%**。SNE research统计2025年1月至5月全球电动汽车电池装车量为401.3GWh，同比增长38.5%。
- ◆ **国内1-5月装机增50%，铁锂份额进一步提升至80%+**。2025年1-5月，我国动力电池累计装车量241.4GWh，同比增50.4%。其中三元电池累计装车量44.8GWh，累计同比下降12.4%，占总装车量18.6%；磷酸铁锂电池累计装车量196.5GWh，占总装车量81.4%（份额同比提升12pct），累计同比增长79.8%。

图：全球和国内电动车月度电池装机量（GWh）及同环比

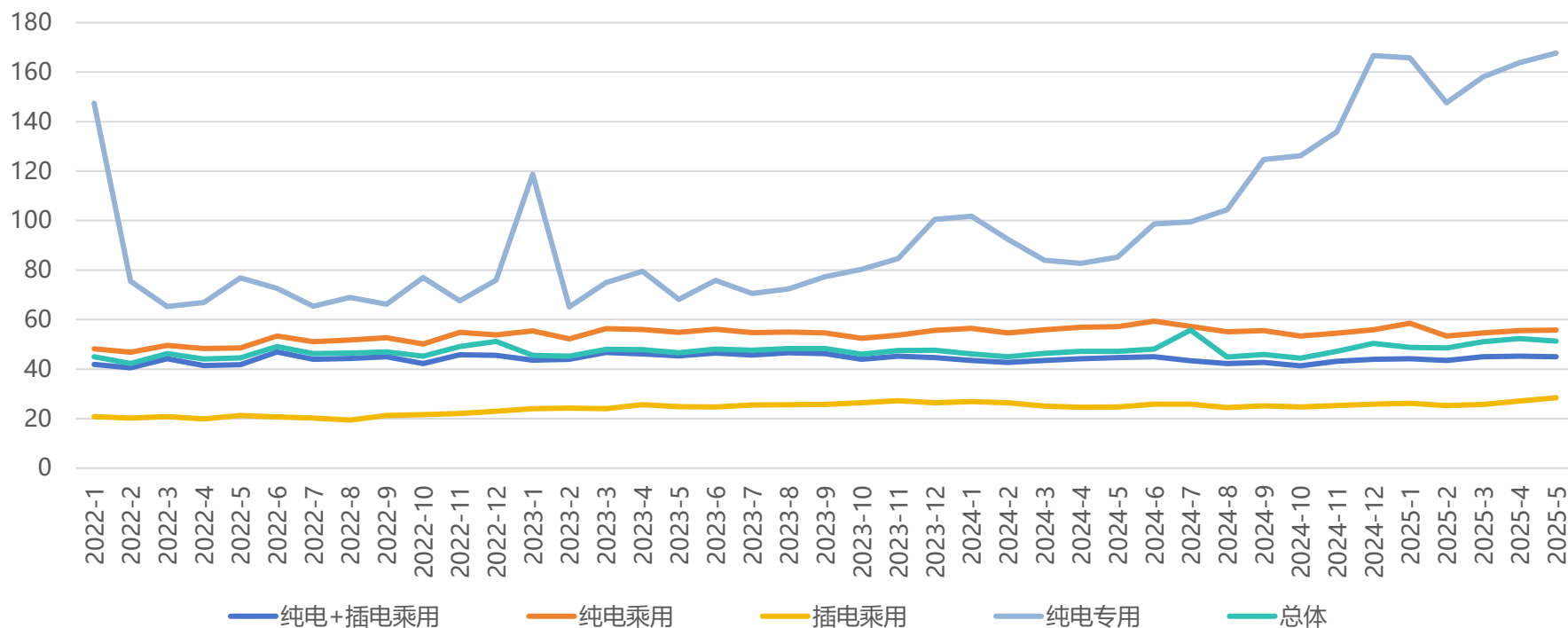


图：国内动力电池铁锂占比



- ◆ **25年1-5月国内乘用车单车带电量同比提升近1kwh。** 25年1-5月纯电乘用车累计平均带电量为55.5kwh，同减1.7%，插电乘用车平均带电量为26.7kwh，同增5%；但1-5月纯电占比提升3.3pct至62.6%，因此乘用车平均带电量同比提升提升0.9kwh至44.7kwh，较25年平均提升1.4kwh。
- ◆ **重卡持续翻翻增长，纯电专用车带电量大幅提升。** 25年1-5月纯电专用车销量22.3万辆，同比+23%，装机34gwh，同比+127%，在国内装机中占比提升6pct至15%，单车带电量161kwh，同比增85%。
- ◆ **因此国内1-5月平均单车带电量50.6kwh，同比+8.8%，提升4kwh，增加明显。**

图 22年-25年5月分月度车型平均电量 (kwh/辆)



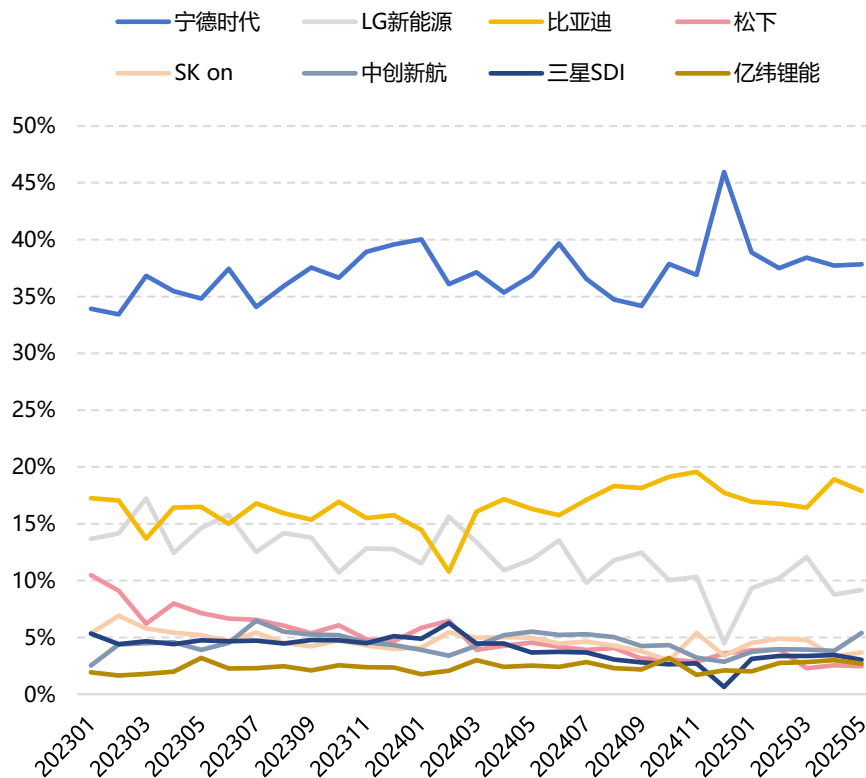
全球市场：宁德时代一维持稳定，日韩电池厂份额持续下降

- ◆ **全球龙头电池厂份额稳定，日韩企业份额持续下降。** 25年1-5月，宁德时代装机152.7GWh，全球份额38.1%，同比+1pct，份额维持稳定；国内比亚迪、国轩、蜂巢全球份额也在提升，市占率分别为17.4%、3.4%、2.6%，同比+2.1pct、+1.1pct、+2.6pct；日韩企业LG、松下、三星、SK on等份额在降低，市占率分别为9.9%、2.9%、3.3%、4.2%，同比-2.5pct、-1.9pct、-1.3pct、-0.7pct。

表：动力电池厂商全球装机量 (GWh)

Top10	简写	2025年5月	占比	环比 (pct)	25年累计	占比	同比 (pct)
1	宁德时代	35.1	37.8%	0.1	152.7	38.1%	1.0
2	比亚迪	16.6	17.9%	-1.0	70.0	17.4%	2.1
3	LG新能源	8.5	9.2%	0.4	39.9	9.9%	-2.5
4	中创新航	5.0	5.4%	1.6	16.9	4.2%	-0.4
5	SK on	3.4	3.7%	0.3	16.8	4.2%	-0.7
6	国轩高科	3.2	3.4%	0.1	13.8	3.4%	1.1
7	三星SDI	2.8	3.0%	-0.4	13.1	3.3%	-1.3
8	松下	2.3	2.5%	-0.1	11.7	2.9%	-1.9
9	亿纬锂能	2.5	2.7%	-0.3	10.8	2.7%	0.3
10	蜂巢能源	2.4	2.6%	-0.3	10.5	2.6%	2.6
全球合计		92.8	100.0%	-	401.3	100.0%	-

图：动力电池厂商全球市占率



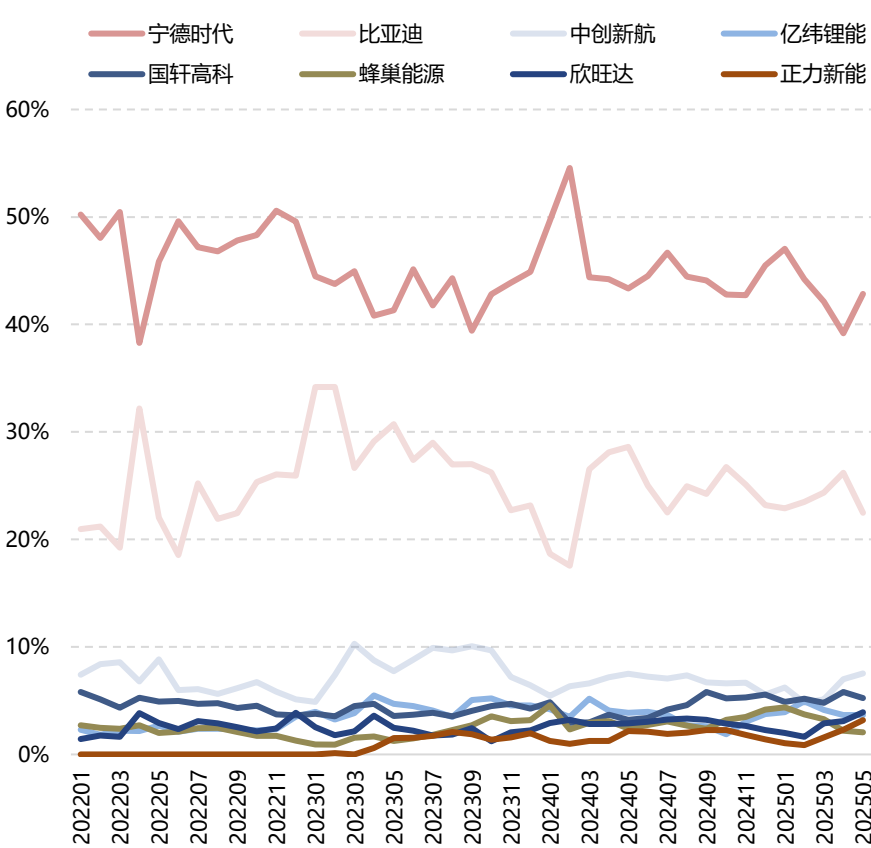
国内市场：龙头份额降低，部分二三线厂商份额提升

◆ **龙头份额降低，部分二三线电池厂份额提升。**1-5月宁德时代、比亚迪国内份额为43%、24%，同比-3.6pct、-0.8pct。二三线电池厂中，国轩、瑞浦、正力、极电份额提升，分别为5.2%、2.2%、1.9%、1.1%，同比+1.6pct、+0.6pct、0.5pct、0.3pct；中创新航、亿纬份额下降，分别为6.2%、4%，同比-0.5pct、-0.2pct。

表：动力电池厂商国内装机量 (GWh，不含出口)

Top10	简写	2025年5月	占比	环比 (pct)	25年累计	占比	同比 (pct)
1	宁德时代	24.5	42.9%	3.4	103.2	42.7%	-3.6
2	比亚迪	12.8	22.5%	-3.9	57.9	24.0%	-0.8
3	中创新航	4.3	7.5%	0.5	15.1	6.2%	-0.5
4	国轩高科	3.0	5.3%	-0.6	12.6	5.2%	1.6
5	亿纬锂能	2.1	3.7%	0.0	9.7	4.0%	-0.2
6	欣旺达	2.2	3.9%	0.8	6.9	2.9%	0.0
7	瑞浦能源	1.2	2.2%	0.0	5.3	2.2%	0.6
8	正力新能	1.8	3.2%	0.9	4.7	1.9%	0.5
9	蜂巢能源	1.2	2.0%	-0.2	7.2	3.0%	-0.1
10	极电新能源	0.9	1.6%	0.1	2.7	1.1%	0.3
全球总量		54.4	100.0%	-	346.4	100.0%	-

图：动力电池厂商国内市占率 (%，不含出口)



国内市场：中低端车型份额提升，影响电池竞争格局

- ◆ **宁德时代20万以上价格带份额超60%，麒麟+神行+骁遥具备极强产品力。**从价格带看，宁德时代份额优势在20万以上的价格带，尤其在20-30万和40万以上的价格带优势显著，份额达70%+和90%+。
- ◆ **宁德时代15万以下价格带份额仅20-30%，竞争激烈，格局相对分散。**宁德时代在10-15万和10万以下价格带区间，目前份额仅19%和27%，主要受到比亚迪和部分二线电池厂、以及车企自己扶持电池企业影响，如广汽的因湃、吉利的极电等。
- ◆ **25年1-5月经济车型增速明显。**1-5月，5万以下新能源车销量33.9万辆，同比+83%；5-10万销量67.6万辆，同比+29%；10-15万销量147.8万辆，同比+47%，影响国内电池格局。

表：20万以内价格带电池份额拆分

10万以下	23	24	25年1-2月
比亚迪	51.0%	48.6%	38.3%
CATL	10.9%	15.0%	27.1%
国轩	22.9%	16.2%	15.6%
瑞浦兰钧	2.7%	5.2%	5.9%
蜂巢能源	0.9%	3.0%	2.9%
多氟多	1.4%	2.9%	2.3%

10-15万	23	24	25年1-2月
比亚迪	37.6%	42.3%	42.9%
CATL	37.0%	23.6%	19.0%
中创新航	13.8%	10.2%	8.6%
蜂巢能源	2.1%	6.5%	8.5%
国轩	2.4%	3.9%	7.4%
耀宁新能源		3.8%	5.0%

15-20万	23	24	25年1-2月
CATL	26.7%	39.3%	33.3%
比亚迪	37.1%	36.2%	26.1%
中创新航	11.4%	6.8%	7.5%
亿纬锂能	3.3%	2.9%	15.3%
蜂巢能源	8.2%	4.0%	2.7%
极电新能源		2.7%	6.7%

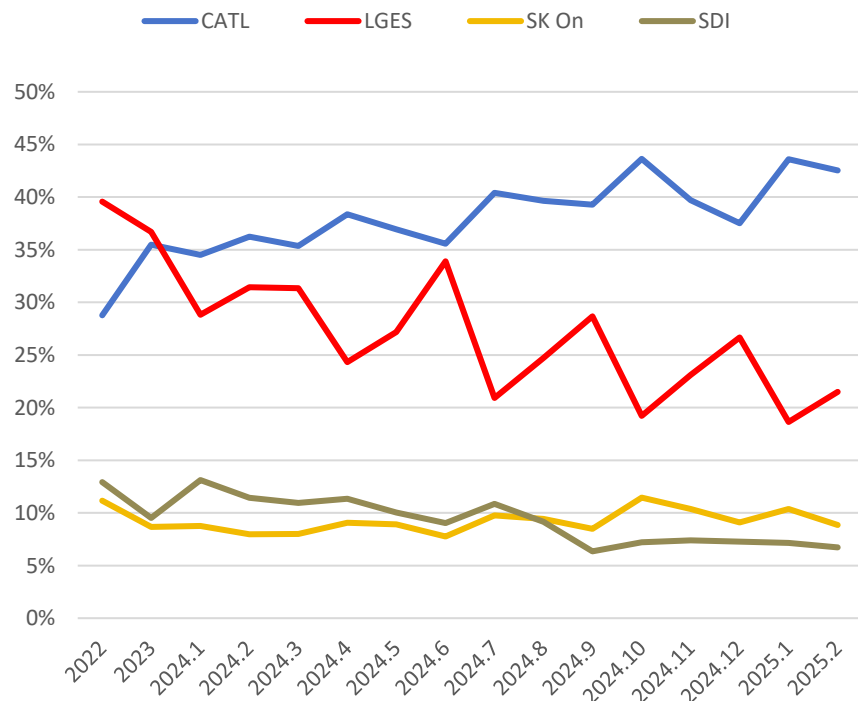
图：主流经济性车系电池份额变化（%，不含出口）

年份		2023	2024	2025	
电池企业		全年	全年	1-5月	变化
吉利汽车	宁德时代	68.3%	53.2%	56.6%	-5.0%
	蜂巢能源	4.0%	13.2%	9.8%	-0.6%
	衢州极电	0.0%	10.7%	14.7%	4.1%
	耀宁新能源	0.0%	3.7%	4.8%	8.2%
	极电新能源	0.2%	1.3%	0.0%	-11.1%
	国轩高科	7.8%	6.7%	5.1%	-2.3%
	中创新航	9.4%	6.9%	4.9%	-2.1%
广汽乘用车	亿纬锂能	14.6%	30.6%	18.2%	-16.5%
	中创新航	43.3%	26.0%	14.9%	-8.1%
	宁德时代	32.4%	19.7%	32.8%	16.3%
	因湃电池	0.0%	7.3%	20.1%	14.0%
	耀能新能源	1.4%	3.7%	3.4%	1.4%
	正力新能	0.0%	6.4%	2.6%	-3.0%
	孚能科技	6.4%	5.1%	1.2%	-3.0%
	其他	3.3%	1.2%	6.9%	-6.8%
小鹏汽车	中创新航	49.8%	43.1%	27.1%	-25.4%
	亿纬锂能	23.3%	25.5%	32.1%	7.0%
	比亚迪	0.0%	22.9%	42.7%	30.3%
	欣旺达	12.5%	7.8%	1.4%	-11.7%
	宁德时代	12.9%	0.7%	0.0%	-0.2%
零跑汽车	中创新航	25.7%	35.4%	27.3%	-10.9%
	正力新能	0.0%	21.2%	24.0%	-10.5%
	国轩高科	12.8%	20.5%	25.1%	6.4%
	蜂巢能源	35.1%	5.6%	3.7%	0.2%
	欣旺达	0.0%	8.0%	17.2%	7.9%
	瑞浦兰钧	4.2%	9.3%	0.0%	-0.7%
	宁德时代	1.2%	0.0%	1.2%	3.6%

欧洲市场：宁德时代份额34%，后续预计提升至50%

- ◆ 宁德时代25年1-2月欧洲份额43.05%，超越LG新能源，随着新定点车型放量，本土化产能建设加快，后续预计升至45-50%。25年1-2月，宁德时代/LGES/SK on/SDI欧洲市场份额为43.05%/20.08%/9.61%/6.92%，相较2024年同比+4.91pct/-6.75pct/+0.53pct/-2.27pct，宁德时代、SK on份额稳步提升，LGES、SDI份额下降。
- ◆ 欧洲23-25年新一轮定点，对电池的安全性、回收、碳足迹等提出更多要求，宁德时代新一轮定点份额50%+，此外其欧洲本土化产能建设加快，25年年底匈牙利一期33GWh投产，后续宁德时代欧洲市占率有望提升至50%左右。

图：欧洲动力电池厂份额变化

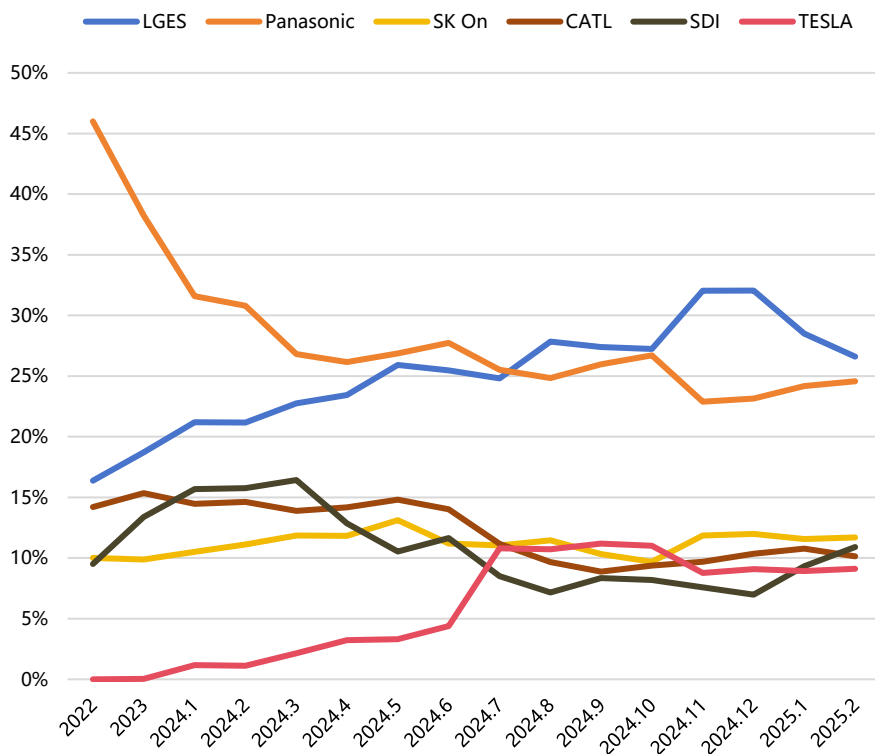


图：电池厂欧洲地区产能规划 (GWh)

		产能规划	2022	2023	2024	2025E	2026E
宁德时代	德国	14		5	14	14	60
	匈牙利	100				10	
	合计	114		5	14	24	
LG	波兰	115	68	90	100	115	
SK on	匈牙利-第一工厂	8	8	8	8	8	
	匈牙利-第二工厂	10	10	10	10	10	
	匈牙利-第三工厂	30			30	30	47.5
	合计	48	18	18	48	48	
三星	匈牙利	60	30	30	40	60	
松下	挪威	38 (搁置)					20+
Northvolt	瑞典	60		10	20	40	
	瑞典-沃尔沃合资	50				-	
	德国-大众合资	60			4	16	60
	挪威						76
	合计	170		10	24	56	
ACC	法国	40		13	30	38	40
	德国	40					
	意大利	40					40
	合计	120		13	30	38	40

- ◆ **宁德时代25年1-2月美国份额10.45%，份额将持续下降，直至26-27年技术授权模式起量。**25年1-2月，宁德时代/松下/LGES/SK on/TESLA美国市场份额为10.45%/24.38%/27.55%/11.63%/9.02%，相较24年全年分别同比-1.43pct/-1.89pct/+1.12pct/+2.2pct，松下、宁德时代份额下降，LG新能源、TESLA份额提升。
- ◆ **美国最新提案明确规定敏感实体LRS模式的在美产能无法获得制造补贴。**但考虑到北美市场缺少低成本的磷酸铁锂产能，即使无制造补贴，合作正常推进。目前宁德已与福特/通用/特斯拉合作，其中与特斯拉合作产能已投产，后续预计推广至欧美其他车企/电池厂，未来在美份额有望提升。

图：美国动力电池厂份额变化

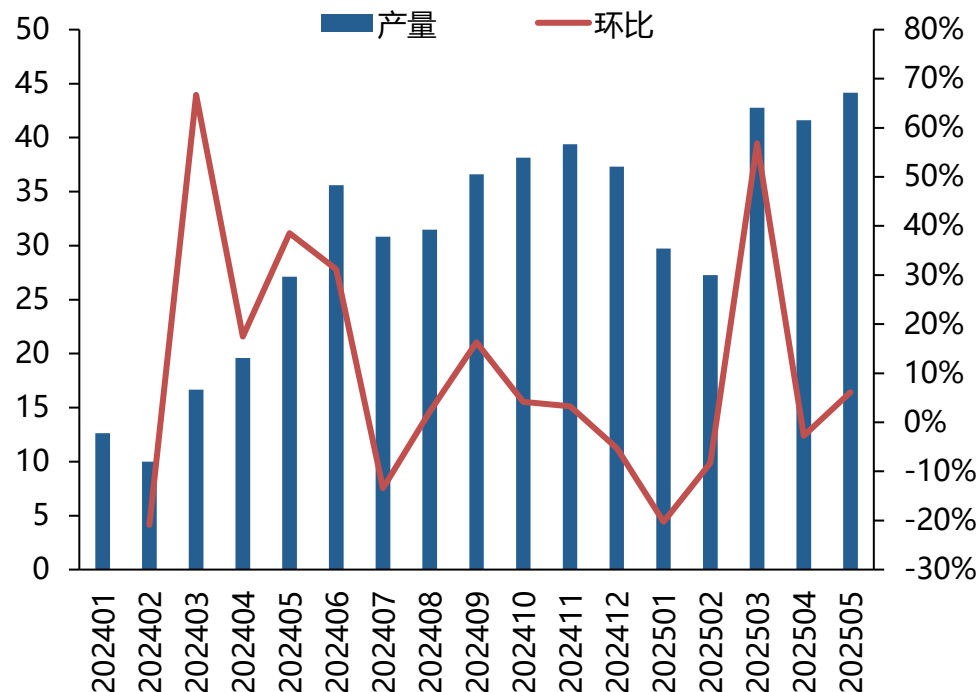


图：宁德时代技术授权进度

车厂	技术授权进展
福特	23年11月21日，福特宣布投资调整为20亿美元（原计划35亿美元），人员调整为1700名工人（原计划2500名），产能调整为20GWh（原计划35GWh），预计26年投产。
特斯拉	24年2月11日，彭博社宣布，特斯拉计划采购宁德的设备，扩建其美国内华达州斯帕克斯的电池工厂，宁德时代仅负责帮助安装设备，不会参与运营，为特斯拉的Megapack生产磷酸铁锂电池，初期产能规划10GWh，预计25年投产运营。
通用	24年3月28日，据晚点LatePost报道，宁德时代正在与通用汽车洽谈技术授权模式的合作，计划在北美共同建设一座磷酸铁锂动力电池工厂，可能选址美国或墨西哥，该工厂的计划年产能不低于宁德时代与福特合作建设的工厂。
stellantis	24年2月，已与宁德时代签署了初步协议，该协议或与其位于萨拉戈萨Figueruelas的工厂相关，该项目旨在建设电池超级工厂，预计投资超过30亿欧元。

- ◆ **25年国内大储延续高增长，国内强装配储取消需求依然稳定，美国关税缓和需求恢复，欧洲和新兴市场大储维持翻翻以上高增。**我们预计2025年储能电池出货量增长40%+至450gwh左右，同时近期月度排产已接近45gwh，高景气度持续。
- ◆ **二线储能电池企业份额小幅提升，均加速出海和大电芯布局。**格局上看，25年1-5月宁德时代市占率降低至28.3%，同比-9.4ct，亿纬锂能市占率为11.6%，同比-4.4pct；中创新航、远景能源、海辰储能市占率有所提升，分别为8.4%/5.3%/10.9%，同比+3.3/3.0/1.8pct。二线企业，亿纬、海晨、远景等均加速拓展欧美市场，且电芯大小从314ah逐步升级至600ah。

图：国内月度总体储能产量（GWh）和环比



图：1-5月国内储能电池厂产量（GWh）及份额变化

	25年1-5月	累计占比	同比24年1-5月
宁德时代	52.5	28.3%	-9.4pct
亿纬锂能	21.6	11.6%	-4.4pct
瑞浦兰钧	12.7	6.8%	-1.3pct
中创新航	15.6	8.4%	3.3pct
海辰储能	20.3	10.9%	1.8pct
比亚迪	18.3	9.9%	1.5pct
国轩高科	10.2	5.5%	1.2pct
远景能源	9.9	5.3%	3pct
鹏辉能源	4.6	2.5%	-0.3pct
赣锋锂电	4.7	2.5%	0pct
力神电池	1.2	0.6%	0.3pct
派能科技	0.5	0.3%	0pct
南都电源	0.8	0.4%	-0.1pct
双登富郎特	0.1	0.0%	0pct
中天储能	0.1	0.1%	0pct
ATL	0.0	0.0%	0pct
其他	12.5	6.7%	4.5pct
合计	185.5	100.0%	0pct

- ◆ **美国大而美法案对储能ITC补贴引入敏感实体限制，但短期有缓冲期：**ITC补贴延期2年至2034、2035年分别下降25%、50%，2036年起结束补贴。同时引入敏感实体考核，储能系统 26/27/28/29/30年及以后非外国实体材料援助比例55%/60%/65%/70%/75%。中国厂商海外控股比例低于50%、在美产能控股比例需低于25%，才可符合非敏感实体要求。由于25年底前开工项目不受敏感实体影响，有一定缓冲期，26年仍可保持平稳增长，此后将依赖海外电池产能。
- ◆ **美国储能将加快拓展非中国控股产能，成本提升，盈利或受冲击。**我们测算在当前关税（58%）情况下，若无ITC补贴，美国大储irr为4%以内，经济性较差。因此业主方将加快拓展非敏感实体电池产能。

图：海外电池产能规划（GWh）

		产能规划	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
宁德时代	德国	14	5	10	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	15	15
	合计	170.9	5	10	27	60.9	75.9	129	139
亿纬锂能	匈牙利	20				10	20	20	20
	马来西亚	15			15	15	15	15	15
	合计	35			15	25	35	35	35
中创新航	葡萄牙	15					5	15	15
欣旺达	匈牙利						5	5	5
	泰国				5	10	10	10	10
	合计				5	10	15	15	15
海辰	美国	10			2	10	10	10	10
特斯拉	美国	5		5	10	10	10	10	10
LG	美国	21.5		5	15	21.5	21.5	21.5	21.5
	合计		5	20	74	137.4	172.4	235.5	245.5

- ◆ 24Q4起龙头开始扩大资本开支，二线紧随其后，总体扩张稳健，并加大欧洲及东南亚布局。24Q4行业去库完成，排产恢复，龙头产能利用率提升至90%+，开始加大扩产，其中宁德、比亚迪计划2025年分别扩建100gwh+产能，同时二线电池企业跟进，新建产能部分为大容量储能电芯，并且新建产能多集中欧洲和东南亚。
- ◆ 从产能利用率看，26年行业产能利用率较24年略有提高，预计为66%，26年随着新产能释放，预计小幅下降至64%，总体产能利用率平稳。

图：主流电池企业产能、产能利用率

	产能 (gwh)			出货量 (gwh)			产能利用率		
	2024有效	2025有效	2026有效	2024	2025	2026	2024	2025	2026
宁德时代	680	850	1,000	485	630	760	71%	74%	76%
LG新能源	225	267	344	140	150	160	62%	56%	47%
比亚迪	323	467	599	240	312	374	74%	67%	63%
中创新航	110	140	170	60	110	150	55%	79%	88%
松下	86	106	107	50	55	60	58%	52%	56%
三星SDI	51	70	98	40	50	60	78%	72%	61%
亿纬锂能	117	156	190	80	130	170	68%	83%	89%
国轩高科	120	130	150	64	90	110	53%	69%	73%
SK on	92	118	119	45	50	55	49%	42%	46%
欣旺达	60	60	80	24	40	60	40%	67%	75%
蜂巢能源	50	60	80	27	45	60	54%	75%	75%
孚能科技	50	60	80	15	20	30	30%	33%	38%
主流厂商合计	1,963	2,483	3,016	1270	1,682	2,049	65%	68%	68%

图：电池全行业供需平衡表

电池	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
供给 (gwh)	365	530	1031	1623	2168	2770	3438
-同比		45%	94%	57%	34%	28%	24%
需求 (动力+储能, gwh)	208	462	821	1077	1372	1841	2193
-同比		123%	78%	31%	27%	34%	19%
过剩 (gwh)	157	68	210	547	796	928	1244
产能利用率	57%	87%	80%	66%	63%	66%	64%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

电池价格：动储电芯企稳，电池价格底部明确

- ◆ **碳酸锂跌价、中游材料稳定，2025年电池成本小幅下降。**我们测算考虑碳酸锂价格跌至6万/吨，中游材料部分加工费微降，总体铁锂和三元25年成本较24年下降0.02元/wh。原材料价格已触底，后续降价空间小。
- ◆ **原材料价格低位，动储电芯企稳，电池价格底部明确。**6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%，宁德时代盈利0.09元/wh，亿纬锂能盈利0.02元/wh，国轩高科预计基本盈亏平衡，其他二三线电池厂或已亏损现金，价格战难以持续，目前基本已触底。

图 国内三元电芯及铁锂电芯均价变化（含税，元/Wh）

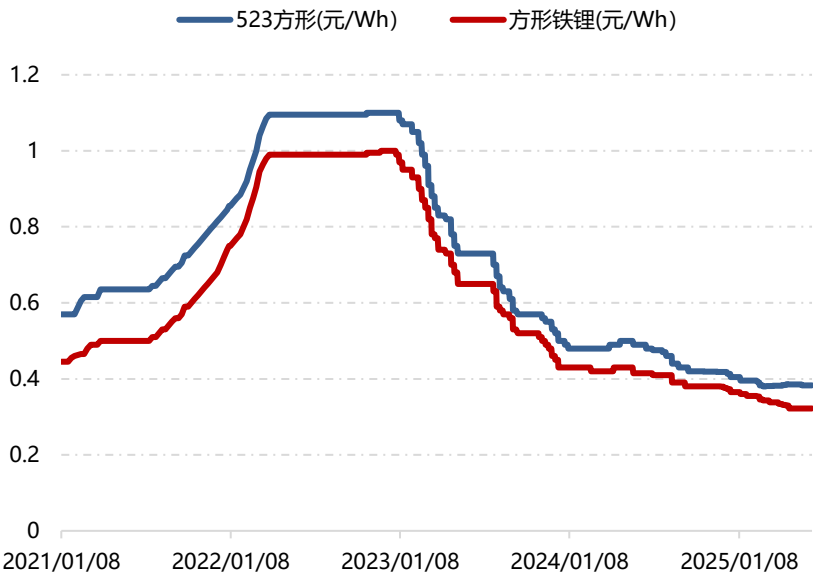


图 国内电芯成本变化（含税，元/Wh）

三元NCM622	2024: NCM622				2025: NCM622	
	单位用量	单位	单位价格 (万)	单位成本 (元/wh)	单位价格 (万)	单位成本 (元/wh)
电芯原材料成本						
电芯材料成本合计(元/wh)			0.34		0.32	
其中，钴锂成本占比						
钴（从金属含量口径）	202	t	16.00	0.03	25.00	0.04
碳酸锂（正极+电解液含量）	679	t	8.00	0.05	6.00	0.04
六氟磷酸铁锂	107	t	6.00	0.01	5.70	0.01
镍	569	t	12.00	0.06	12.00	0.06
电芯材料制造成本合计(元/wh)			0.06		0.06	
合格率			97.0%		97.0%	
产能利用率			90.0%		90.0%	
电芯成本合计（元/wh），不含税			0.42		0.40	
磷酸铁锂	2024: 铁锂				2025: 铁锂	
	单位用量	单位	单位价格 (万)	单位成本 (元/wh)	单位价格 (万)	单位成本 (元/wh)
电芯原材料成本						
电芯材料成本合计(元/wh)			0.22		0.20	
碳酸锂（正极+电解液含量）	520	t	8.00	0.04	6.00	0.03
六氟磷酸铁锂	180	t	6.00	0.01	5.70	0.01
电芯材料制造成本合计(元/wh)			0.06		0.06	
合格率			97.5%		97.5%	
产能利用率			90.0%		90.0%	
电芯成本合计（元/wh），不含税			0.29		0.27	

盈利情况：龙头具备盈利优势，与二三线差距维持

◆ 宁德时代25Q1盈利略升至0.09元/Wh，与国内二三线盈利差距扩大。宁德时代Q1单wh盈利0.09元，亿纬锂能单wh盈利0.02元，国轩高科电池盈亏平衡，蔚蓝锂芯单wh盈利0.38元，其他电池厂基本处于亏损状态。从成本差异角度看，宁德时代与二线电池企业相比有0.05-0.06元/Wh的成本差异，从产品结构角度看，宁德时代海外占比高，海外市场盈利较国内高0.1元/Wh以上，因此我们预计龙头与二三线盈利差距后续可维持。

表：宁德时代与二线电池企业盈利水平差异

代表公司	单位	2019A	2020A	2021A	2022A	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
宁德	出货 (GWh)	40	47	133	289	76	94	100	120	95	110	123	146	122
	单价 (元/Wh)	1.08	1.00	0.89	1.10	1.16	1.07	1.04	0.83	0.79	0.77	0.74	0.69	0.67
	单位净利 (元/Wh)	0.13	0.10	0.08	0.07	0.09	0.10	0.09	0.12	0.09	0.10	0.12	0.08	0.09
亿纬	出货 (GWh)	2.4	4.3	12.8	30.3	9.3	12.4	14.6	18.2	13.5	21.0	21.9	24.3	22.8
	单价 (元/Wh)	0.83	0.87	0.88	1.03	1.15	0.89	0.80	0.67	0.60	0.52	0.50	0.54	0.52
	单位净利 (元/Wh)	0.03	0.03	0.03	0.01	0.03	0.03	0.04	0.03	0.02	0.01	0.02	0.02	0.02
国轩	出货 (GWh)	-	9.0	15.8	26.8	9.0	11.0	11.0	14.0	12.0	15.0	16.0	18.0	18.0
	单价 (元/Wh)	-	0.79	0.70	0.94	0.89	0.79	0.67	0.77	0.71	0.70	0.59	0.64	0.57
	单位净利 (元/Wh)	-	0.02	0.00	-0.02	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
欣旺达 (动储)	出货 (GWh)	0.3	1.3	3.5	12.1	2.2	2.8	3.0	3.8	3.9	4.4	6.8	10.2	6.8
	单价 (元/Wh)	0.88	0.74	0.94	1.18	1.19	1.16	1.04	0.85	0.78	0.89	0.66	0.55	0.55
	单位净利 (元/Wh)	-	-	-0.28	-0.98	-0.16	-0.08	-0.08	-0.20	-0.11	-0.10	-0.07	-0.02	-0.08
欣旺达 (锂威)	收入 (亿元)	-	24.3	41.5	48.5	10.5	13.0	15.0	10.0	15.0	16.6	16.0	13.5	17.0
	净利率	-	17%	18%	9%	8%	11%	15%	15%	14%	20%	17%	15%	13%
	净利润 (亿元)	-	4.09	7.35	4.37	0.84	1.40	2.25	1.50	2.10	3.32	2.72	2.00	2.21
冠宇	消费收入 (亿元)	51.7	67.4	98.7	100.6	22.0	29.0	29.7	28.1	24.2	26.0	30.0	22.8	21.0
	出货 (万只)	19,908	26,689	37,379	31,911	6,286	8,800	9,050	9,000	7,800	9,000	10,850	10,472	8,000
	净利率	8%	14%	12%	5%	-1%	13%	10%	7%	6%	7%	10%	9%	1%
蔚蓝锂芯	出货 (亿只)	1.4	2.4	3.9	3.1	0.3	0.5	0.6	0.8	0.8	1.0	1.2	1.5	1.3
	单位净利 (元/Wh)	0.78	1.13	1.36	0.83	-1.00	0.10	0.30	0.40	0.43	0.50	0.22	0.73	0.38

盈利情况：海外电池厂盈利承压，差异扩大

- ◆ **25Q1海外电池厂盈利承压，与宁德时代差距扩大。** 25年Q1看，宁德时代/LGES/三星SDI/松下营业利润率20%/6%/-15.2%/11.1%，同比+3.8pct/+3.4pct/-19.9pct/+6.2pct，剔除IRA补贴后，LGES/三星/松下营业利润率分别为-1.3%/-15.2%/+0.2%，同比-0.8pct/-19.9pct/+5.4pct。宁德时代盈利能力提升，剔除补贴后，三星、SK on盈利能力下降，LEGS仍然亏损，松下营业利润率环比降低。

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					
	23Q4	24Q3	24Q4	25Q1	同比	环比	23Q4	24Q3	24Q4	25Q1	同比	环比	23Q4	24Q3	24Q4	25Q1	同比	环比
宁德时代	1062	923	1020	847	6.2%	-17.0%	130	131	150	173	30.1%	-3.3%	16%	18%	18%	20%	3.8pct	2.9pct
LGES	479	368	319	311	2.2%	-2.9%	19	24	-11	18	138.4%	266%	3.9%	6.5%	-3.5%	6.0%	3.4pct	9.4pct
三星SDI	276	196	176	147	-35.0%	-16.4%	12	3	-13	-22	-310.9%	-68.8%	4.5%	1.7%	-7.5%	-15.2%	-20pct	-7.7pct
松下	115	107	99	110	8.4%	6.0%	15	16	20	12	145.6%	-40.6%	13.4%	15.1%	19.8%	11.1%	6.2pct	-8.7pct
SK on	150	77	79	79	-4.6%	0.5%	-1	1	-18	-15	-9.7%	16.7%	4.5%	1.7%	-22.5%	-18.6%	1pct	3.8pct

表：海外电池厂盈利水平（剔除IRA补贴）

公司	电池业务营收（亿人民币）						营业利润(剔除IRA补贴，亿人民币)						营业利润率(剔除IRA补贴)					
	23Q4	24Q3	24Q4	25Q1	同比	环比	23Q4	24Q3	24Q4	25Q1	同比	环比	23Q4	24Q3	24Q4	25Q1	同比	环比
宁德时代	1062	923	1020	847	6.2%	-17.0%	130	131	150	173	30.1%	-3.3%	16%	18%	18%	20%	3.8pct	2.9pct
LGES	479	368	319	311	2.2%	-2.9%	5	-1	-30	-4	-161.8%	86%	1.0%	-0.3%	-9.3%	-1.3%	-0.8pct	8pct
三星SDI	276	196	176	147	-35.0%	-16.4%	12	3	-13	-22	310.9%	-68.8%	4.5%	1.7%	-7.5%	-15.2%	-20pct	-7.7pct
松下	115	107	99	110	8.4%	6.0%	4	5	6	4	-103.3%	-96.7%	3.4%	4.3%	4.9%	0.2%	5.4pct	-4.8pct
SK on	150	77	79	79	-4.6%	0.5%	-18	1	-18	-23	-27.1%	-6.7%	-9.5%	-2.6%	-32.9%	-29.3%	-7.3pct	-1.7pct

上游：25H2锂价底部区间震荡，钴价将迎来第二波涨势

- ◆ **短期碳酸锂库存压力尚未有效缓解，但受7月需求预期改善影响，价格出现上行。**库存方面，行业库存提升至近14万吨。供给方面，目前周度产量仍处于相对高位，碳酸锂市场可流通货源充足，冶炼厂维持高位报价。需求方面，7月排产增量预期对价格形成较强支撑。

图 国内碳酸锂周度库存（万吨）

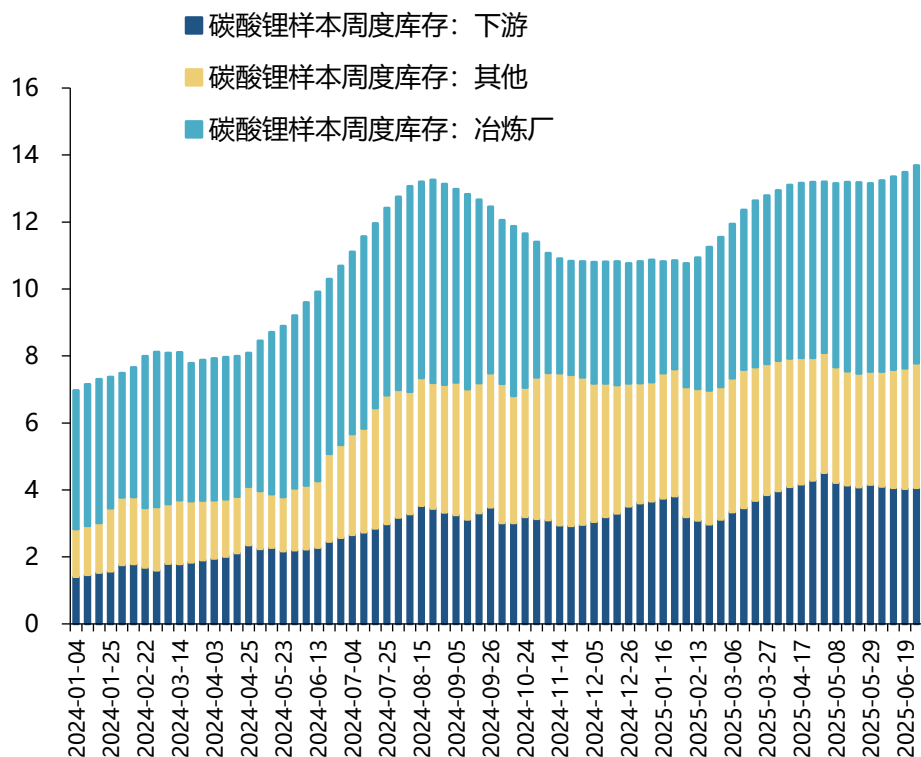
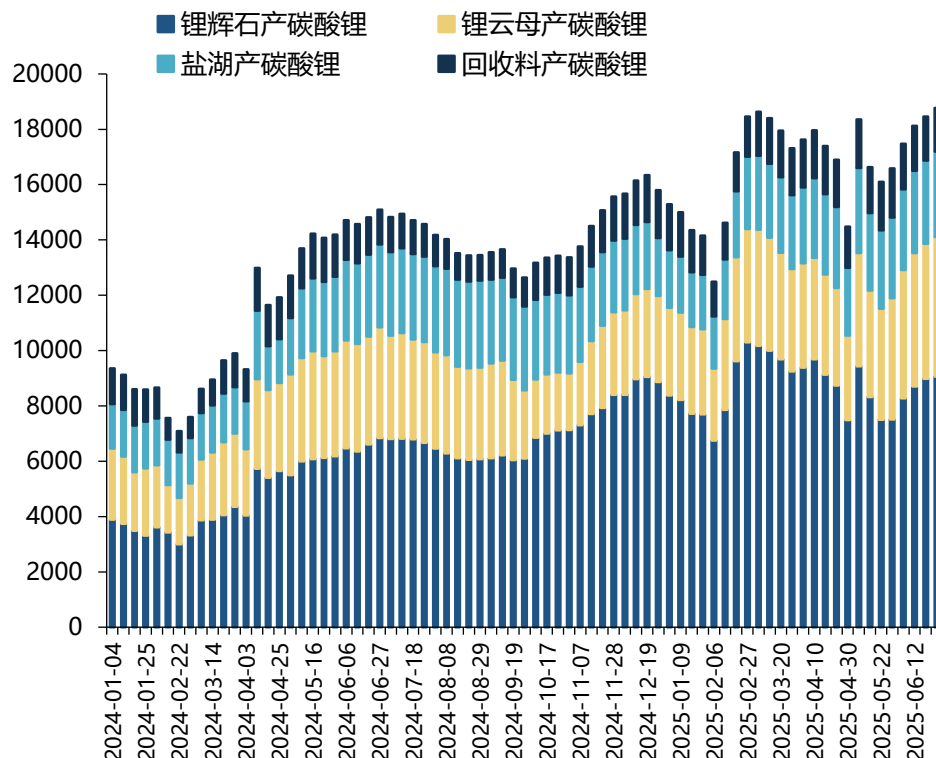


图 国内碳酸锂周度产量（吨）



碳酸锂：26年或为本轮周期最后一个投产大年

- ◆ **25年供给预期较年初上调，过剩量同比24年有所扩大。**由于国内云母有大矿复产，且25年澳矿维持生产的意愿较强，25年有效供给上调至166万吨，供给过剩预计25万吨左右。
- ◆ **26年新增供给33万吨左右，同比持平，或为本轮周期最后一个投产大年。**我们预计2026年全球供给增加33万吨至近200万吨，供给过剩进一步扩大至40万吨左右。主要增量来自南美盐湖、非矿、国内盐湖，且大部分在建在投项目将于25-26年逐步达产，预期27年供给增量将下降明显。

图：碳酸锂产量测算

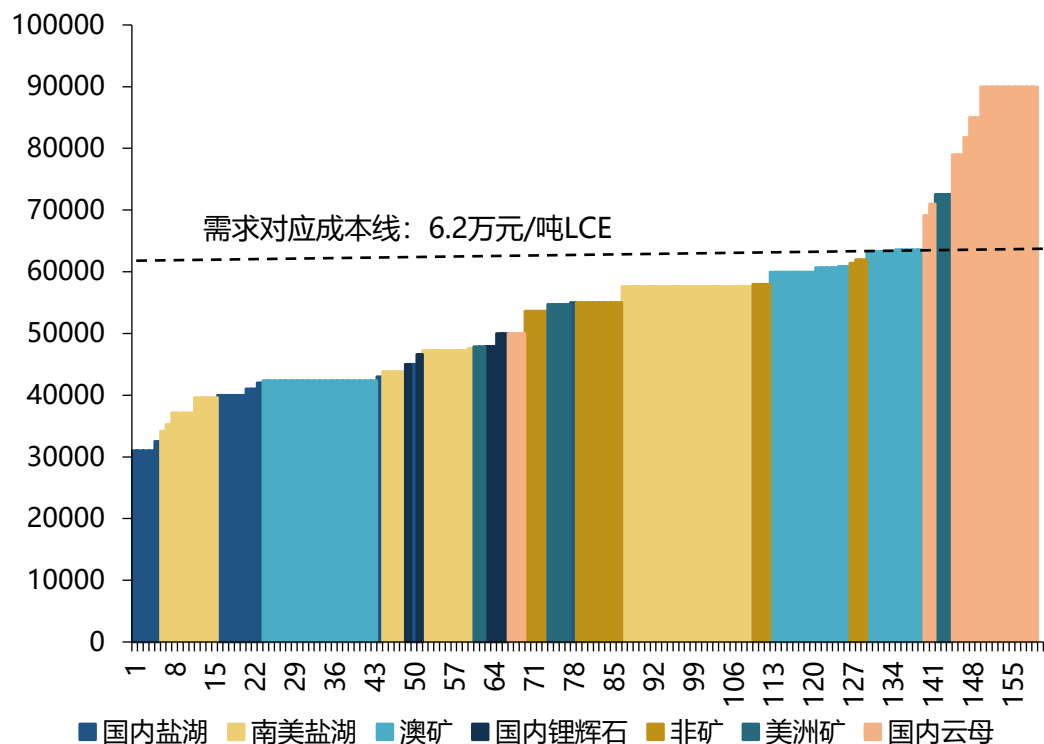
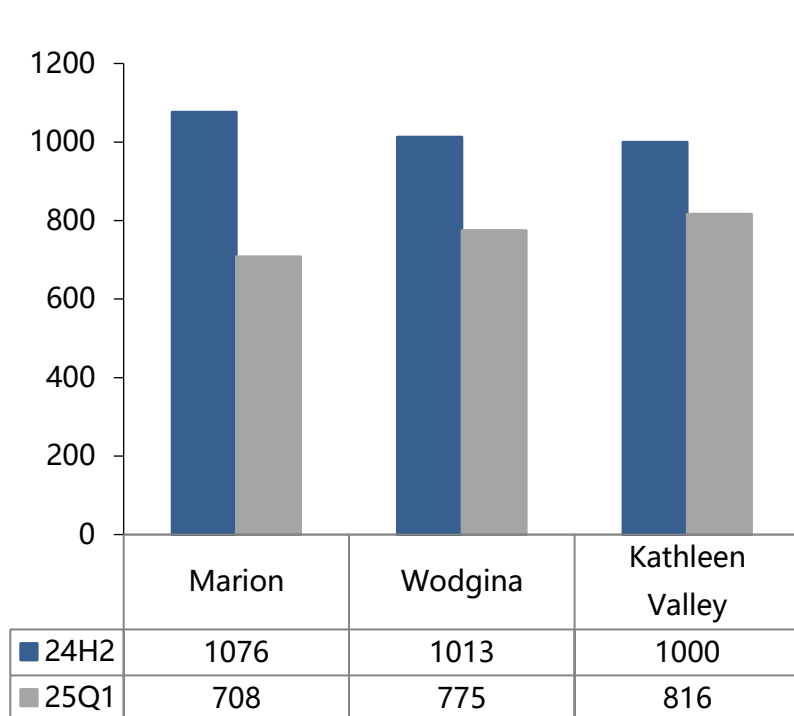
产量 (万吨LCE)	2021年	2022年	2023年	2024年	2025E	2026E
国内盐湖	6.9	9.7	12.6	14.6	16.6	21.5
国内辉石矿	1.1	1.5	1.8	2.0	5.3	8.7
国内云母矿	4.7	5.6	8.5	11.8	20.0	19.7
国内供给合计	12.7	16.8	23.0	28.4	41.9	49.9
海外盐湖	19.8	26.6	31.6	38.2	45.7	53.3
澳洲辉石矿	22.3	30.0	39.6	41.9	44.3	46.4
非洲辉石矿	0.2	0.6	4.1	10.9	17.6	25.2
美洲辉石矿	1.1	1.5	4.1	6.4	8.1	12.7
欧洲辉石矿	0.0	0.0	0.0	0.0	0.4	2.6
海外供给合计	43.4	58.6	79.3	97.3	116.1	140.3
锂回收	2.2	4.9	8.4	6.8	8.2	9.4
全球供给合计	58.4	80.4	110.7	132.6	166.2	199.6

图：碳酸锂供需情况（实际供需将随价格调整）

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
全球锂有效供给 (万吨LCE)	58.4	80.4	110.7	132.6	166.2	199.6
全球锂需求 (万吨LCE)	56.2	76.7	93.2	111.7	140.5	158.7
过剩 (万吨LCE)	2.2	3.7	17.4	20.9	25.7	40.9

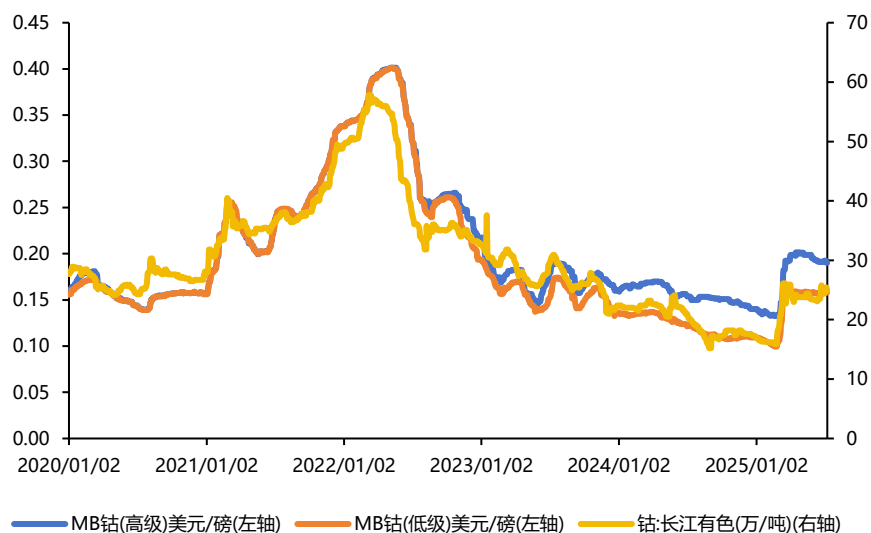
- ◆ 25年上半年价格跌幅较深主要有三个原因：1) 视下窝复产较快导致供给量高于预期；2) 海外关税变化对短期需求带来扰动；3) Q1澳矿降本成效显著，导致成本曲线有所下移。
- ◆ 我们预计25H2锂价运行区间5.5-7.5万，底部成本支撑关注后续海外矿山降本空间。从现金成本曲线上来看，考虑国内视下窝的刚性供给，25年需求对应成本约6.2万，对应含税锂价约7万。当前6-6.5万锂价下，矿山运行已经面临较大成本压力，底部有支撑。但矿端仍未出现进一步出清迹象，且行业库存对价格形成压制，预计下半年价格5.5-7.5万区间震荡。

图：澳矿降本前后的FOB单位运营成本（澳元/吨，SC6） 图：2025年碳酸锂现金成本曲线（纵轴：元/吨LCE，横轴：万吨）

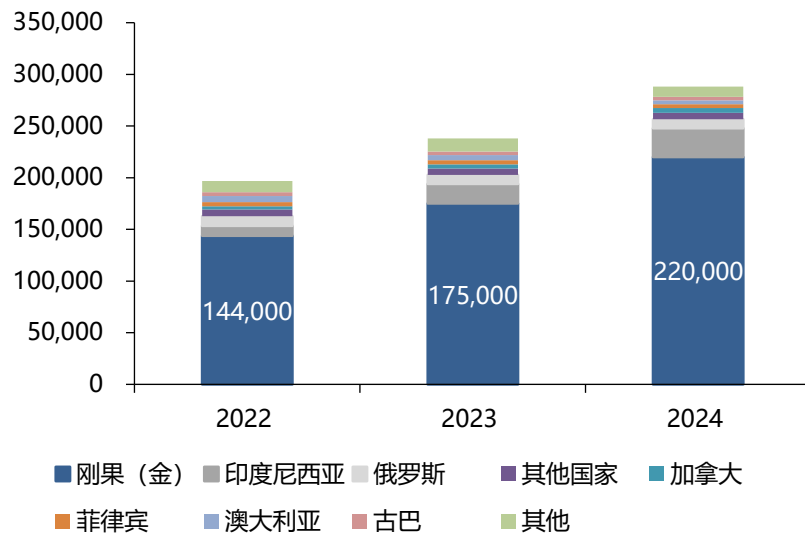


- ◆ **刚果金钴出口禁令延长三个月，超市场预期。**6月21日，刚果金宣布将钴出口临时禁令再延长三个月，原因是市场上钴的库存量仍然较高。加上此前4个月出口禁令，此次禁令有效期共7个月。该禁令适用于所有源自采矿的钴出口，无论其来自工业、半工业、小规模还是手工开采。此前市场预期出口禁令将延期2个月，3个月延期小幅超过市场预期。
- ◆ **预计8-9月份行业库存基本消化完，钴价将迎来第二波涨势。**USGS数据显示，2024年全球钴矿产量约28.8万金吨，其中刚果(金)钴矿产量约22万金吨，全球市场占比达到76%。我们预计7个月出口禁令共影响供给约13万吨。刚果金到国内船期约3个月，因此3-5月份依然可以从刚果金进口钴原料；而当前禁令延长至9月21日，预计年底前国内将难以从刚果金获得钴原料，冶炼企业库存在8月下旬可基本消化完毕，钴价有望迎来第二波涨势。三个月后刚果金或采取出口配额制进一步限制产量，出口配额后行业供需预计达紧平衡状态，考虑刚果金控价意愿明确，我们预计价格有望进一步上涨。

图：钴价走势

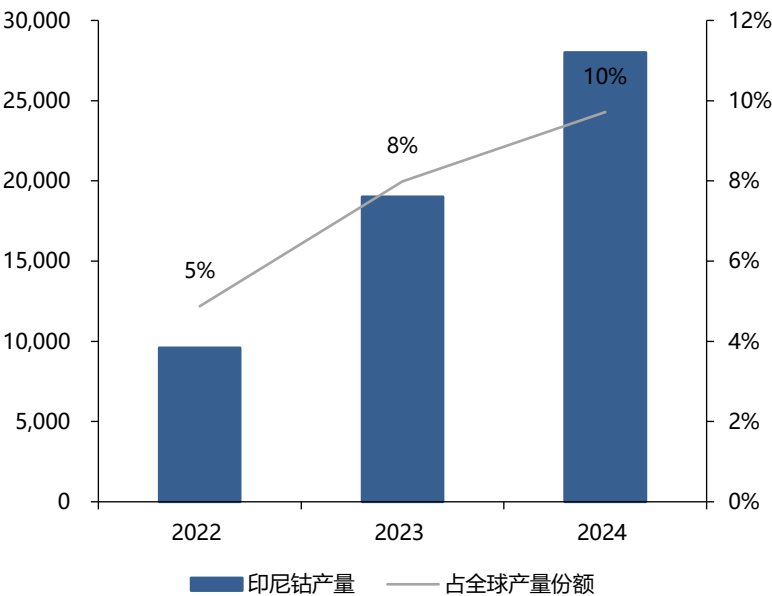


图：全球钴产量 (吨)



- ◆ **印尼钴产量占比持续提升，且不受出口禁令影响。**印尼MHP产能从2022年开始进入快速放量阶段，截至25年Q1主要MHP产能包括：华友钴业22万吨（钴2.2万吨）、格林美15万吨（钴1万吨）、力勤12万吨（钴1.5万吨）。
- ◆ **华友25年印尼钴产量最大，为最受益标的。**截至25年Q1，公司刚果金钴自有矿3000吨左右，此外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，不受刚果金出口限制，若钴价上涨15万至30万+，对应公司业绩具备15-20亿弹性。此外公司4.5万吨钴产品销售，其中2-3万吨左右买钴中间品精加工，计价为钴价*计价系数，价格上涨情况下加工利润增厚，且可享受库存受益。

图：印尼钴产量（万吨）



图：印尼HPAL镍钴产能

公司	项目	股权比例	MHP年产能 (万金吨)	钴年产能 (万金吨)	投产进度
华友钴业	华越	57%	8	0.8	满产
	华飞	51%	14	1.4	满产
	Pomalaa	61.5%	12	1.2	26年底投产
	Sorowako	-	6	0.6	27年底投产
合计			40	4.0	
格林美	QMB	55%	6.5	0.4	满产
	MMN	55%	2.5	0.2	满产
	GreenEco	58%	2	0.1	满产
	ESG	45%	4	0.3	满产
	IGIP	25%	6.6	0.4	26Q2开始投产
合计			21.6	1.4	
力勤	HPL	55%	5.5	0.7	满产
	ONC	60%	6.5	0.8	满产
	POSCO合资项目	-	12	1.4	一期计划25年投产
合计			24	2.9	
宁德	普勤产业链项目	30%	8	1.0	25年6月底开工
青山	印尼晨曦	-	6.7	0.67	计划25年投产
Nickel Industries	ENC	55%	7.2	0.72	计划25年底前投产
永青	蓝焰能源湿法项目	-	6	0.6	预计26Q1投产

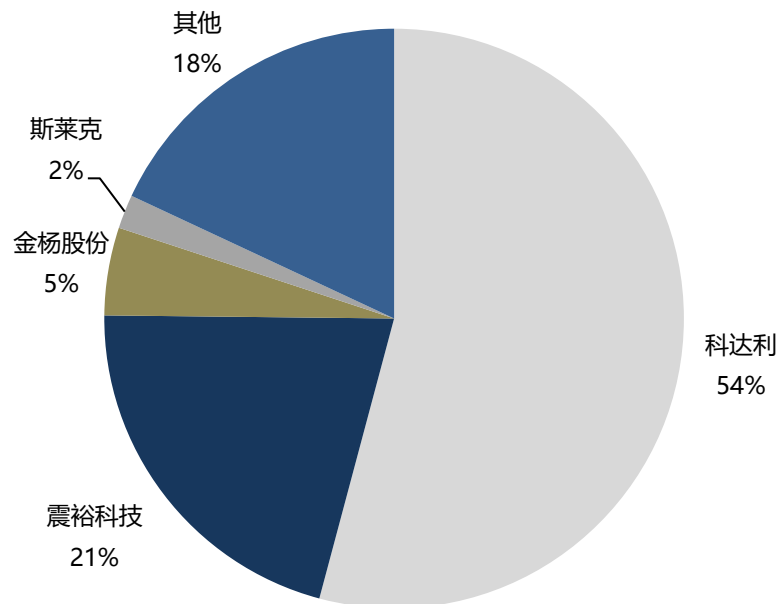
结构件：竞争格局稳定，龙头降本增效盈利持续亮眼

- ◆ **结构件行业竞争格局稳定，龙头全球市占率稳中有升。**科达利24年国内份额约54%，全球份额30%左右，全球份额稳中有升，震裕在宁德C份额恢复，增速快于行业。国内市场，宁德时代对科达利采购份额维持40%以上，同时在亿纬、中航、欣旺达等二线厂商中均位于独供/主供地位，国内竞争格局维持稳定；国外市场，科达利海外锁定主流客户配套建厂，三大基地逐步放量，预计25年收入可达10亿+，实现扭亏为盈，市占率进一步提升。
- ◆ **大钢壳电池工艺行业测试中，对行业格局影响较小。**龙头厂商配合下游头部电池厂测试大钢壳技术路线，应用于大电芯领域，但目前良率仍较低，对行业格局影响较小。

图：动力电池结构件采购结构

	电池形状	结构件供应商
宁德时代	方形	40%以上科达利、震裕科技
比亚迪	方形	自供
国轩高科	方形	合肥结构件厂、瑞德丰
力神	方形/圆柱	供应商分散
亿纬锂能	方形/圆柱	60%科达利、无锡金杨
中航锂电	方形	80-90%科达利、瑞德丰
蜂巢能源	方形	80-90%科达利
欣旺达	方形	80-90%科达利
LG	圆柱	70%科达利
松下	方形	100%科达利

图：2024年国内锂电结构件竞争格局



- ◆ **设备布局及工艺造就生产效率、良率差异，行业成本曲线陡峭，龙头成本优势稳固。**生产效率及良率会带来成本端的差距，龙头锁定日本旭精机、日本山田精密高速冲床等进口设备，其生产效率及自动化程度显著高于国产设备。目前，科达利老产品良率领先竞争对手3-4%，且人员效率更高，高生产效率及良率共筑龙头成本优势，竞争对手短期难以追赶。
- ◆ **25年整体降价压力变小，Q2结构件年降落地，龙头盈利维持稳定。**25年下游客户有压价压力，但二线厂商已微利，进一步降价空间有限，Q2结构件年降落地，龙头可通过产能利用率提升、海外产能放量、技术进步持续降本，且公司资本开支放缓，后续产能利用率提升，盈利水平可维持。

表：结构件厂商归母净利率对比

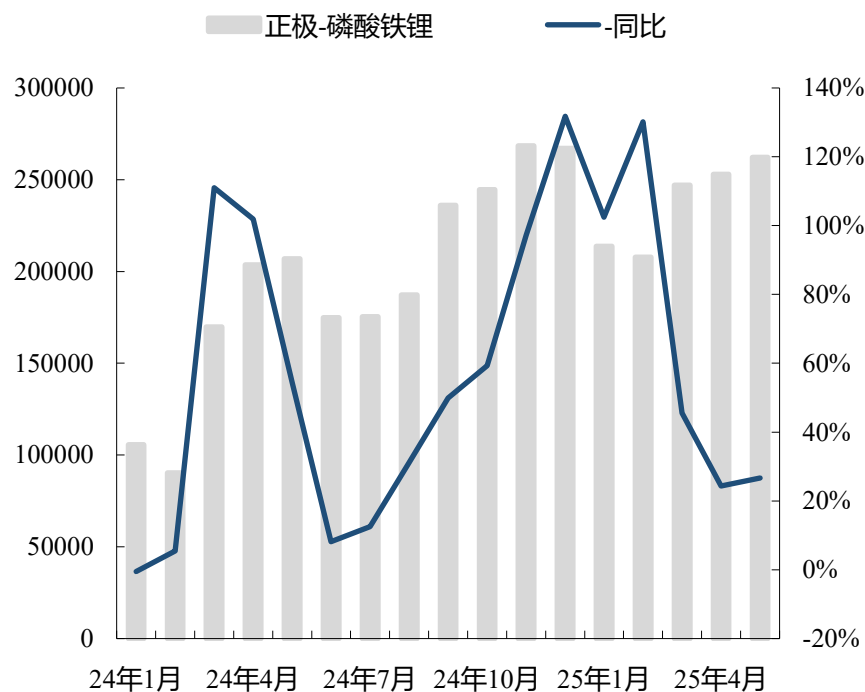
代表公司	单位	2023A	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
科达利	收入 (亿元)	105.1	25.1	29.4	31.5	34.4	30.2
	毛利率	24%	22%	24%	23%	27%	22%
	净利率	12%	12%	12%	12%	13%	13%
震裕科技	收入 (亿元)	60.2	14.4	16.9	18.8	21.1	17.9
	毛利率	12%	13%	16%	11%	16%	13%
	净利率	1%	4%	5%	2%	4%	4%
	结构件业务收入 (亿元)	32.7	8.1	9.4	11.5	13.4	10.9
	结构件业务毛利率	9%	10%	14%	11%	11%	10%
斯莱克	结构件业务收入 (亿元)	6.6	2.0	2.0	3.0	3.0	
	结构件业务毛利率	3%	0%	0%	-2%	-2%	

铁锂正极：盈利底部震荡，竞争格局分化

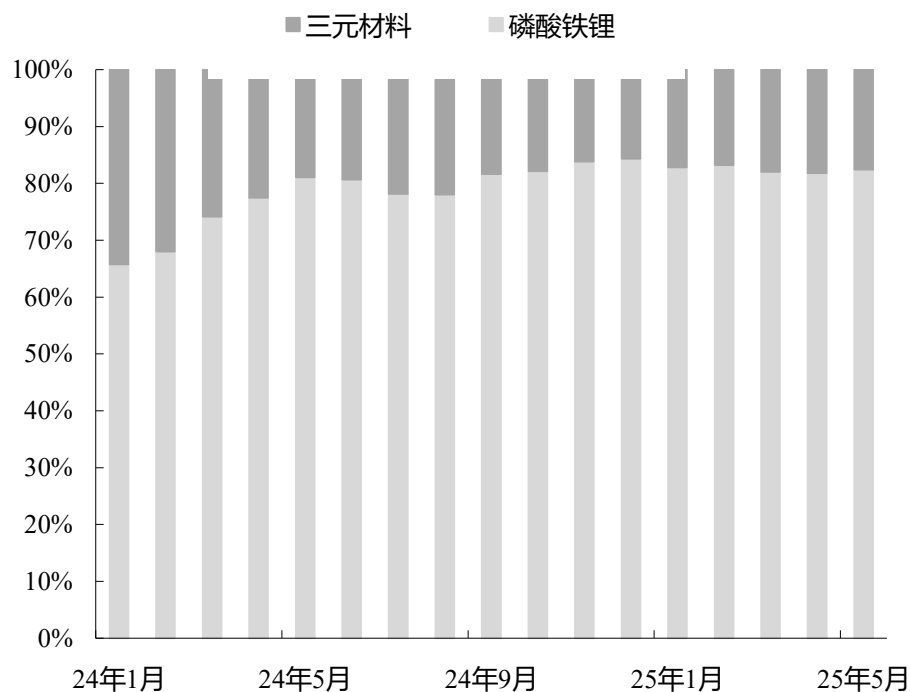
铁锂正极：占比突破80%，全年产量预计同增40%+

- ◆ **铁锂正极维持同比高增长，全年产量预计可达320万吨+，同增40%+。**2025年1-5月铁锂正极产量超133万吨，同比增长39%，我们预计铁锂正极受益于磷酸铁锂电池车型和储能需求增长，25年铁锂正极产量预计320万吨+，维持40%+高增长。
- ◆ **铁锂正极材料单月占比突破80%，预计高份额可维持。**25年1-5月铁锂正极份额82%，同比+7pct，1月、2月占比达83%，3-5月稳定82%左右，预计铁锂正极需求将持续维持高位，增速快于行业。

表：正极材料产量及环比增速（吨）



表：正极材料份额变化



- ◆ **龙头份额保持稳定，二线分化，富临市占率快速提升。** 湖南裕能25年1-5月累计市占率达30.7%，较24年基本持平。二线继续呈分化态势，富临与宁德合作加深，份额快速提升至7.9%，友山科技增速同样较快，25年1-5月市占率达8.2%，较24年市占率增长2.4pct，万润需求恢复，德方、龙蟠等略有下滑。小厂难以起量，份额不断压缩。

表：磷酸铁锂厂商竞争格局

单位：万吨	2023年合计	2024年合计	2025年1-5月	同比	市占率-2023年	市占率-2024年	市占率-25年1-5月	较24年
湖南裕能	41.8	71.5	36.4	40.0%	27.9%	30.7%	30.7%	0.1pct
湖北万润	14.7	16.9	11.7	98.3%	9.8%	7.2%	9.9%	2.7pct
德方纳米	22.3	24.6	10.0	17.0%	14.9%	10.6%	8.4%	-2.1pct
友山科技	0.0	13.4	9.7	130.4%		5.8%	8.2%	2.4pct
富临精工	4.8	11.9	9.4	159.7%	3.2%	5.1%	7.9%	2.8pct
国轩高科	7.6	13.6	7.6	85.0%	5.1%	5.8%	6.4%	0.6pct
龙蟠科技	11.1	17.9	5.8	-8.7%	7.4%	7.7%	4.9%	-2.8pct
安达科技	6.2	5.4	5.0	132.6%	4.2%	2.3%	4.2%	1.9pct
泰丰先行	2.5	6.3	4.1	110.3%	1.7%	2.7%	3.5%	0.7pct
当升科技	0.0	5.9	3.9	354.3%		2.5%	3.3%	0.8pct
金堂时代	6.3	8.0	3.7	20.5%	4.2%	3.4%	3.1%	-0.4pct
四川朗晨	0.8	4.9	2.6	121.7%		2.1%	2.2%	0.1pct
融通高科	10.2	5.8	2.4	-15.9%	6.8%	2.5%	2.1%	-0.4pct
其他	21.2	27.0	6.1	-10.6%	14.2%	11.6%	5.2%	-6.4pct
合计	149.5	233.0	118.4	52.5%	100.0%	100.0%	100.0%	0pct

供需：25-26年供需格局基本稳定，行业扩产放缓

- ◆ **我们测算25年行业产能利用率68%，头部厂商满产满销，25H2供需进一步改善。**25年有效产能528万吨，同比增32%，我们测算25年需求358万吨，同增46%，产能利用率恢复至68%。25年扩产主要集中在龙头，裕能新增30万吨产能，富临新增13万吨产能，主流产商产能同比+48%，尾部厂商逐步出清，当前裕能、富临等基本满产满销，龙蟠、德方、万润产能利用率大幅提升，预计25H2产能利用率进一步改善。
- ◆ **我们预计26年行业产能利用率基本稳定，高压实铁锂产能及海外产能扩产加速。**我们预计26年行业产能利用率66%，基本与25年持平，裕能、富临等扩产以高压实铁锂为主，龙蟠海外产能投产，其余普通产品产能扩产明显放缓。

表：磷酸铁锂正极供需测算

	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025E	2026E
供给 (万吨)	10.1	24.7	43.1	114.6	225.7	401.1	527.9	614.9
-同比		145%	75%	166%	97%	78%	32%	16%
需求 (万吨)	8.6	12.7	39.2	100.3	163.8	246.1	358.4	404.1
-同比		48%	208%	156%	63%	50%	46%	13%
过剩 (万吨)	1.5	11.9	3.9	14.2	61.9	155.0	169.5	210.8
产能利用率	85%	52%	91%	88%	73%	61%	68%	66%

	2022年	同比	2023年	同比	2024年	同比	2025E	同比	2026E	同比
德方	18.0	97%	21.4	19%	24.0	12%	30.0	25%	35.0	17%
裕能	32.6	172%	50.0	53%	72.0	44%	100.0	39%	125.0	25%
安达	6.6	164%	6.2	-6%	5.0	-19%	8.0	60%	11.0	38%
比亚迪	3.5	119%	3.5	0%	3.5	0%	3.5	0%	3.5	0%
国轩	6.5	103%	7.6	17%	12.0	58%	15.0	25%	17.0	13%
富临精工	4.8	264%	4.8	0%	12.0	150%	25.0	108%	50.0	100%
龙蟠科技	10.0	223%	11.1	11%	18.0	62%	20.0	11%	26.0	30%
金堂时代			6.3		8.0	27%	10.0	25%	12.0	20%
华友控股	3.6		9.6	170%	10.0	4%	30.0	200%	40.0	33%
山东丰元	1.4		3.7	164%	4.5	22%	6.0	33%	6.0	0%
融通高科	10.0	233%	12.0	20%	6.0	-50%	6.0	0%	6.0	0%
万润	9.2	104%	22.0	139%	20.0	-9%	35.0	75%	40.0	14%
主流厂商合计	106.2	163%	158.2	49%	195.0	23%	288.5	48%	371.5	29%
主流厂商供给/需求	106%		97%		79%		81%		92%	

- ◆ **25Q1龙头涨价已落地，大客户通过长协锁定供应商，后续涨价受限。** Q1末B客户铁锂正极涨价2000元/吨左右对冲原材料磷、铁成本上涨，C客户高端产品小幅提价，总体经营性盈利小幅提升。宁德时代支付预付款支持富临精工扩产，加快江西及四川合计36万吨产能建设，并与万润新能签订2025-2030供132万吨的铁锂供货协议，宁德通过合作协议锁定部分需求，后续铁锂涨价受限，预计价格底部震荡。
- ◆ **高端产品供不应求，加工费顺利上涨，可赚取技术溢价。** 25年头部电池厂2.6压实铁锂渗透率快速提升，且当前仅富临和裕能可供货，高端产品供不应求，价格高于普通产品2000元左右，整体单吨利润可高1000元以上，且Q1涨价落地，龙头厂商通过高端产品放量，预计盈利可显著改善。

图：宁德铁锂长协供应比例

	2025	2026	2027	2028	2029	2030
宁德时代磷酸铁锂需求 (万吨)	94	116	140	165	194	229
富临精工产能 (万吨)	30	50	75	100	100	100
富临精工供应比例	80%	80%	85%	85%	90%	90%
富临精工供应量 (万吨)	24	40	64	85	90	90
万润新材供应量 (万吨)	15	20	25	30	30	35
富临占宁德比例	26%	34%	46%	52%	46%	39%
万润占宁德比例	16%	17%	18%	18%	15%	15%
长协供应比例	42%	52%	63%	70%	62%	55%

图：龙头厂商高端铁锂需求测算

	2023	2024	2025(E)	2026(E)	2027(E)	2028(E)
宁德时代出货量 (Gwh)	390	474	677	822	987	1169
动力出货量 (Gwh)	321	381	519	617	730	861
动力三元 (Gwh)	194	225	303	358	427	509
动力铁锂 (Gwh)	128	156	216	259	303	352
动力高端铁锂(Gwh)	13	39	97	155	212	281
-占比	10%	25%	45%	60%	70%	80%
动力高端铁锂正极需求 (万吨)	3.2	9.8	24.3	38.9	53.0	70.3
储能出货量 (Gwh)	69	93	158	206	257	308
储能高端 (Gwh)	6.9	18.6	63.2	102.8	154.1	215.8
-占比	10%	20%	40%	50%	60%	70%
储能高端铁锂正极需求 (万吨)	1.7	4.7	15.8	25.7	38.5	54.0
合计高端铁锂正极需求 (万吨)	4.9	14.4	40.1	64.6	91.6	124.3

- ◆ **25年裕能、富临维持盈利，其余厂商亏损收窄，但较难盈利。**25年Q1裕能单吨利润0.04万元，与24Q4持平，富临高压实产品赚取技术溢价，单吨盈利0.07万元，表现亮眼。其余厂商盈利普遍较24年大幅改善，德方/万润/龙蟠单吨亏损收窄至0.37/0.21/0.25万元，主要系碳酸锂跌价减少及产能利用率提升。
- ◆ **拥有先进工艺/降本空间/海外订单的厂商预计可实现盈利拐点。**25年铁锂正极扩产放缓，产能利用率提升，各厂商加工率都有所提升，加工费较难探涨情况下主流玩家盈利基本稳定，我们预计后续随着裕能等高压实产品占比提升、富临通过一体化布局降本，以及龙蟠等海外订单逐步放量，部分玩家可实现盈利拐点，行业进一步分化。

图：主流公司单吨利润变化

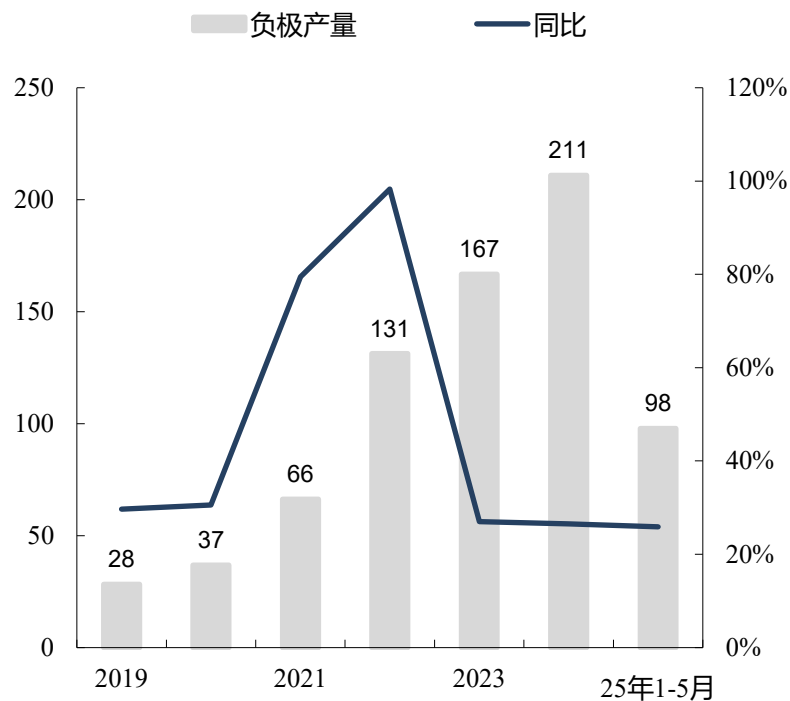
代表公司	单位	2023A	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
裕能	出货 (万吨)	50.7	13.6	17.3	16.7	23.5	22.3
	单价 (万元/吨)	9.22	3.76	4.09	3.45	3.24	3.43
	单位净利 (万元/吨)	0.31	0.10	0.13	0.06	0.04	0.04
德方	出货 (万吨)	21.4	4.5	6.1	6.2	5.8	6.2
	单价 (万元/吨)	8.97	4.75	4.54	3.99	2.12	3.65
	单位净利 (万元/吨)	-0.88	-0.55	-0.69	-0.64	-1.12	-0.37
万润	出货 (万吨)	16.4	3.1	4.7	5.6	9.0	7.4
	单价 (万元/吨)	8.38	4.21	4.31	3.59	3.35	3.49
	单位净利 (万元/吨)	-0.92	-0.42	-0.58	-0.30	-0.30	-0.21
龙蟠	出货 (万吨)	10.8	2.7	5.2	5.6	4.3	3.5
	单价 (万元/吨)	7.06	3.69	3.47	3.37	2.91	-
	单位净利 (万元/吨)	-0.77	-0.68	-0.30	-0.26	-0.44	-0.25
富临	出货 (万吨)	4.5	1.7	3.0	3.5	4.4	4.4
	单价 (万元/吨)		-	-	-	-	-
	单位净利 (万元/吨)	-2.32	-0.35	-0.10	0.08	0.00	0.07

负极：原材料价格有所回落，龙头盈利韧性强

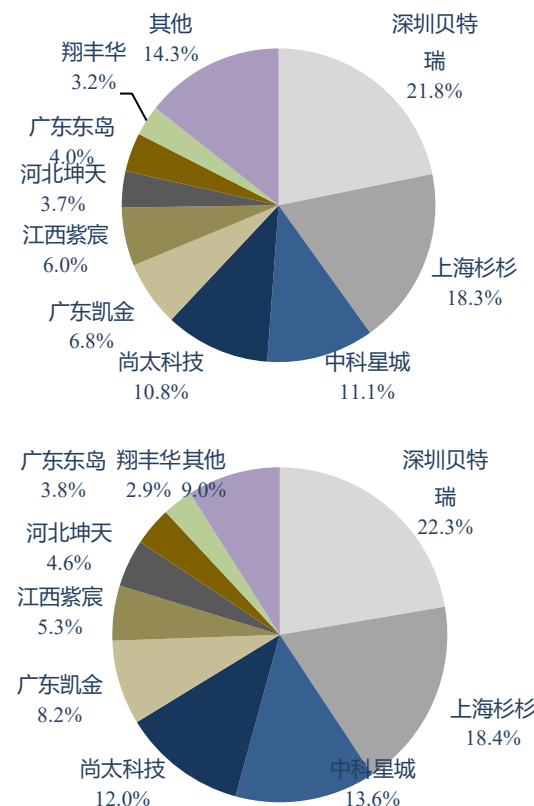
负极：行业需求稳步增长，市场份额向龙头集中

- ◆ **负极需求稳步增长，25年1-5月产量同增26%。**25年1-5月行业产量达98万吨，同增26%，当前主要龙头公司已满产，预计全年产量达260万吨+，同增25%+。
- ◆ **负极厂商市占率分化，龙头份额稳定，中科、尚太份额提升，行业向头部集中。**25年前5月贝特瑞份额22%，同比持平，仍居第一，上海杉杉以18%保持第二；二线厂商继续分化，中科星城、尚太科技份额达14%/12%，较24年+3pct/1pct，璞泰来略降1pct；尾部厂商开始洗牌，广东东岛、翔丰华等份额都略降，大部分厂商份额进一步降低。

图：负极总体产量变化（万吨）及同比增速



图：24年（上）&25年前5月（下）负极份额占比



供需：行业产能利用率基本维持，龙头满产稳步扩产

- ◆ **预计25-26年行业产能利用率维持60%+，部分龙头厂商基本满产。**我们测算，需求端，25年负极需求280万吨，同比+31%，26年321万吨，增长15%。供给端，预计25年供给439.5万吨，增长33%，26年供给502万吨，增长14%。25年产能利用率64%，26年基本维持，行业总体维持过剩状态，但贝特瑞、尚太、中科等龙头下游需求旺盛，基本满产满销。
- ◆ **头部厂商仍可盈利，龙头稳步扩产。**头部厂商产能利用率高，预计25-26年尚太、璞泰来、贝特瑞、中科等稳步扩产，分别新增5-10万吨产能，其中璞泰来加大负极业务布局，出货目标大幅快于行业增速。

表：供需格局预测

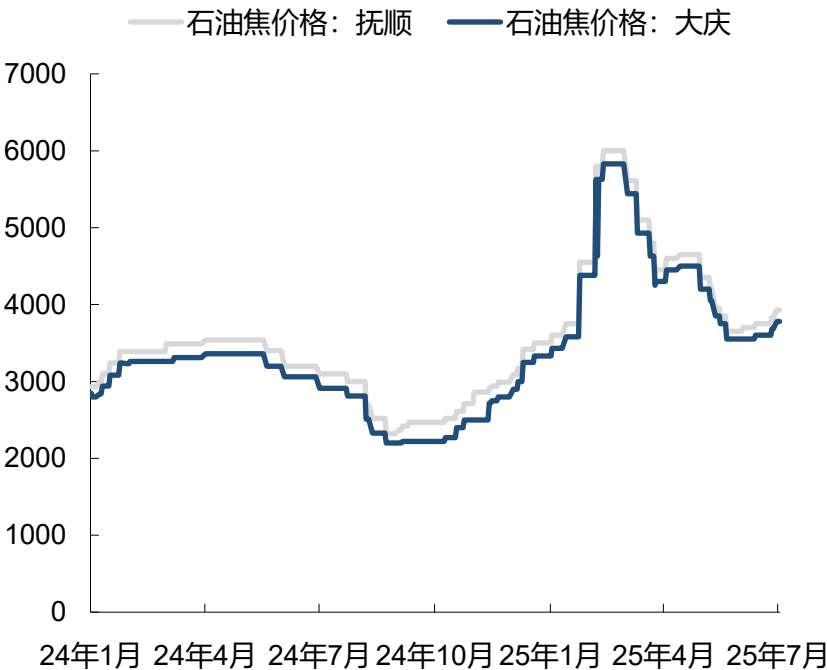
	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
全行业有效供给 (万吨)	95.7	137.1	232.5	331.2	439.5	502.0
同比	69%	43%	70%	42%	33%	14%
需求 (万吨)	80.8	124.3	169.2	213.3	280.3	321.4
同比	76%	54%	36%	26%	31%	15%
过剩 (万吨)	14.8	12.8	63.3	117.9	159.2	180.5
产能利用率	85%	91%	73%	64%	64%	64%

表：主流厂商产能情况

	产能 (万吨)						
	2020有效	2021有效	2022有效	2023有效	2024有效	2025有效	2026有效
璞泰来	8	10	15	18	20	25	35
尚太科技	3	6	10	20	20	30	40
中科电气	3	8	13	17	26	31	40
杉杉股份	8	14	18	27	35	45	45
贝特瑞	10	17	30	39	50	58	68
翔丰华	3	3	3	6	8	9	15
东莞凯金	7	11	16	16	22	23	23
坤天新能源	0	0	1	5	12	15	20
广东东岛	0	0	0	10	15	15	15
索通发展	0	0	0	2	5	8	8
杰瑞股份	0	0	0	3	7	7	10
主流厂商合计	41	69	105	162	218	264	318

- ◆ Q1石油焦涨价，负极价格大部分客户落地涨价，原材料顺利传导。Q1石油焦价格由3000元快速上涨至5500元/吨，原材料成本上涨明显，Q1末负极对大部分客户涨价3000元左右，顺利传导原材料成本。
- ◆ Q2起石油焦价格回落，当前价格恢复至年初水平，H2负极价格预计跟随调整。3月份石油焦价格开始回落，当前已跌至3000元/吨左右，恢复至年初水平，负极成本预计也将显著降低，预计H2价格跟随调整。

图：石油焦价格走势（元/吨）



图：石油焦价格波动下负极成本测算

			单位用量 (吨)	价格 (万/吨)	成本 (万/吨)	占比
涨价前	原材料	石油焦	1.7	0.25	0.38	27%
		沥青	0.2	0.2	0.04	3%
	委外加工费	石墨化			0.62	45%
	制造费	粉碎、造粒			0.15	11%
	人工				0.2	14%
	合计成本				1.38	100%
涨价后	原材料	石油焦	1.7	0.55	0.83	46%
		沥青	0.2	0.2	0.04	2%
	委外加工费	石墨化			0.60	33%
	制造费	粉碎、造粒			0.15	8%
	人工				0.2	11%
	合计成本				1.81	100%
降价后	原材料	石油焦	1.7	0.3	0.45	31%
		沥青	0.2	0.2	0.04	3%
	委外加工费	石墨化			0.60	59%
	制造费	粉碎、造粒			0.15	4%
	人工				0.2	4%
	合计成本				1.44	100%

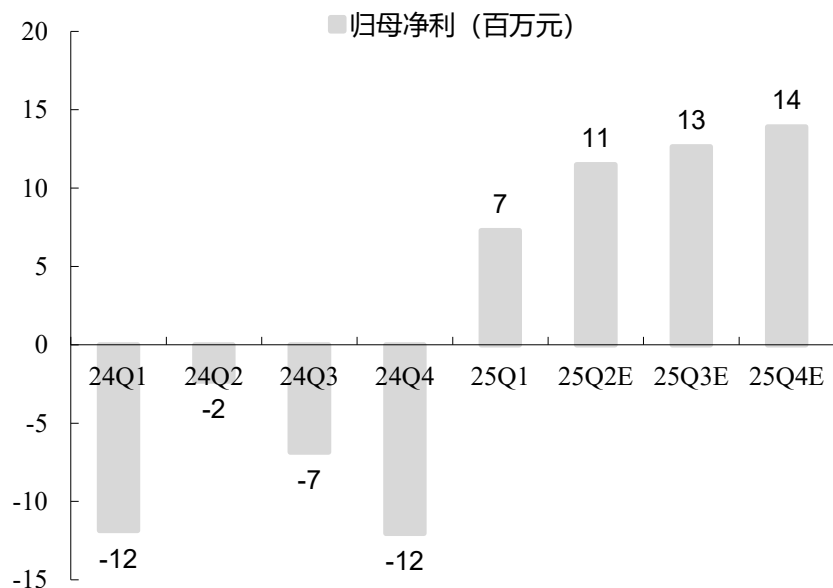
- ◆ **龙头公司盈利坚挺，尚太、贝特瑞、中科等均可维持盈利。** 负极招标价格25Q1基本稳定，但受原材料上涨影响，尚太、贝特瑞、中科等盈利微降，但整体盈利坚挺，璞泰来亏损明显收窄，后续随着产能利用率提升有望在Q3扭亏为盈，杉杉仍受母公司影响，盈利承压。
- ◆ **25Q2负极受原材料涨价影响，H2价格预计跟随成本下行，盈利有望恢复至正常水平。** Q1原材料价格上行明显，Q1末部分电池厂涨价落地，部分传导原材料涨价影响，预计Q2盈利环比微降，下半年负极虽然有降价压力，但伴随负极厂通过原材料跌价+自身降本，盈利有望恢复至正常水平。

表：负极主流企业单位盈利对比

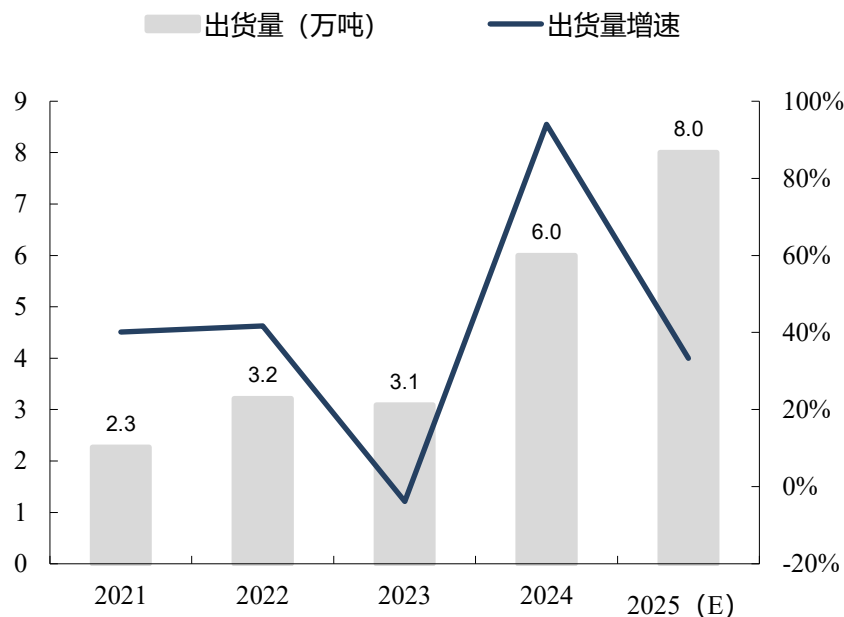
代表公司	单位	2023A	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
尚太	出货 (万吨)	14.1	3.3	5.1	6.4	6.9	7.0
	单价 (万元/吨)	3.52	2.95	2.74	2.70	2.65	2.64
	单位净利 (万元/吨)	0.51	0.38	0.37	0.33	0.35	0.35
贝特瑞	出货 (万吨)	36.0	9.0	11.0	10.5	12.5	11.0
	单价 (万元/吨)	3.86	3.25	2.66	2.47	2.34	-
	单位净利 (万元/吨)	0.30	0.24	0.25	0.16	0.25	0.18
璞泰来	出货 (万吨)	15.5	3.1	3.6	3.3	3.2	3.1
	单价 (万元/吨)	4.32	-	-	-	-	-
	单位净利 (万元/吨)	-0.07	-0.05	-0.30	-0.30	-1.10	-0.05
中科	出货 (万吨)	14.1	3.8	5.0	6.5	7.0	7.0
	单价 (万元/吨)	3.93	3.17	2.69	2.82	2.73	2.58
	单位净利 (万元/吨)	0.07	0.09	0.11	0.17	0.20	0.18

- ◆ **宁德时代第二代神行电池驱动超快充发布，快充推动负极包覆材料需求高增。** 2025年4月，宁德时代12C峰值倍率的第二代神行电池发布，支持高达12C的峰值充电倍率，我们预测负极包覆材料添加比例进一步提升至15%。
- ◆ **信德新材：公司满产满销，全年出货8万吨，同增30%+。** 公司是负极包覆龙头，公司24年包覆材料出货6万吨，同增94%，公司当前满产满销，我们预计25年全年出货8万吨，同增33%。24年行业降价压力较大、中低温产品占比提升及部分高价库存消化，25Q1单吨净利恢复微利，Q2起大部分客户涨价5-10%落地，后续单吨净利预计稳中有升。

图：信德新材单季净利预测



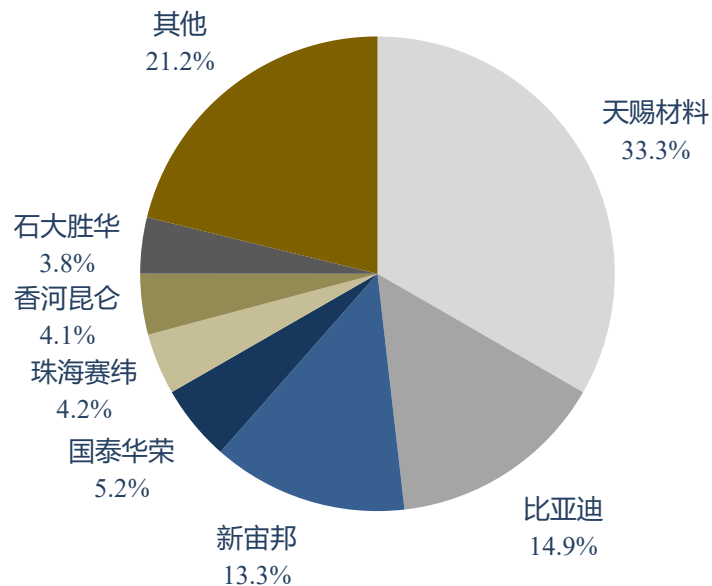
图：信德新材包覆材料出货（万吨）及增速（右轴，%）



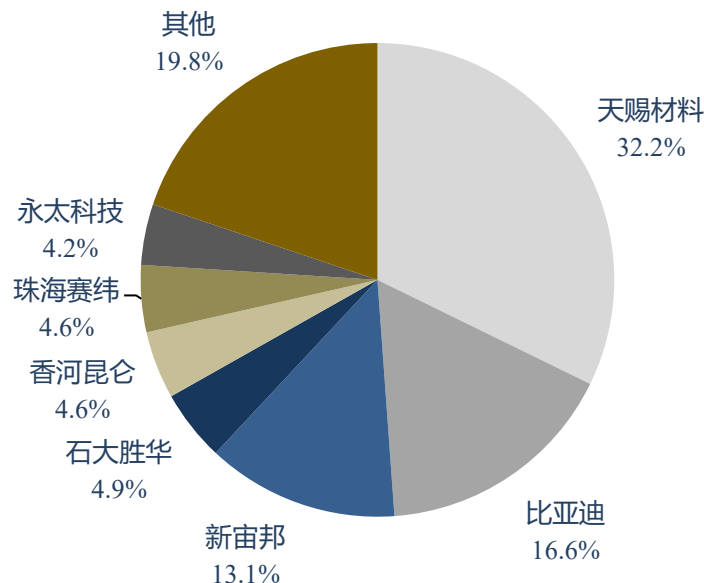
电解液及六氟：价格底部，静待产能出清

- ◆ **电解液产量增长迅速，全年产量预计超200万吨。**25年1-5月电解液产量75万吨，同比+60%，伴随下游电池需求持续扩张，全年预计维持高增速，产量超200万吨。
- ◆ **25年电解液龙头天赐地位稳固，尾部厂商开始出清。**25年电解液价格继续下探，龙头天赐市占率保持30%+，比亚迪市占率达16.6%，较24年提升1.7pct，石大胜华电解液开始出货，份额较24年提升1pct，国泰华润份额下降显著，三四线厂商产能逐步出清。

图：电解液2024竞争格局



图：电解液2025年1-5月竞争格局



- ◆ 我们测算25-26年六氟行业供需逐步改善，头部厂商扩产明显放缓。供给端，25年供给38万吨，增长21%，26年供给42万吨，增长11%。25年产能利用率71%，26年产能利用率提升至73%。头部三家产量占比70-80%，其中天赐产能25、26年预计产能保持稳定，多氟多25、26年新增产能逐步释放，天际当前满产，仍有扩产计划，石磊预计小幅扩产，其余厂商暂无扩产计算，头部市占率将继续提升。

表：供需格局预测

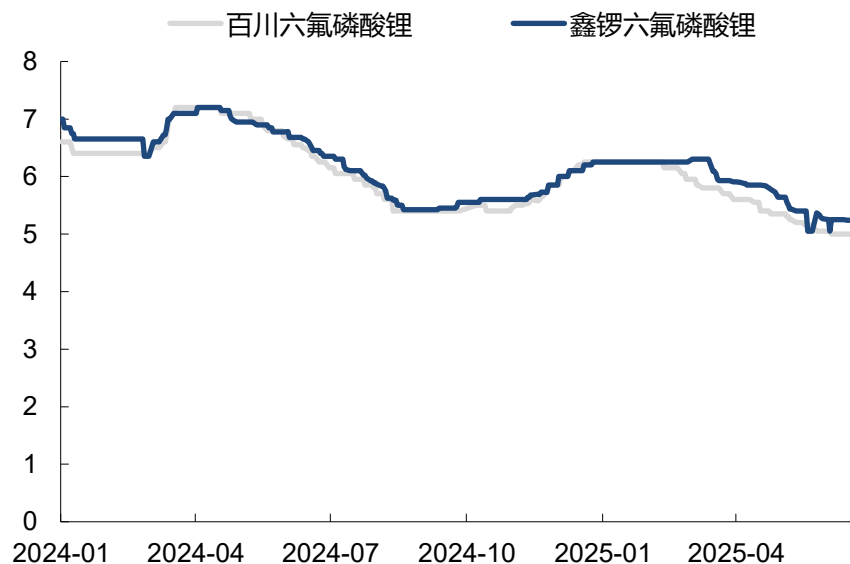
六氟磷酸锂	2021年	2022年	2023年	2024年	2025E	2026E
全行业有效供给（万吨）	8.7	14.5	24.8	31.2	37.8	41.8
-同比	45%	66%	71%	26%	21%	11%
需求（万吨）	8.1	12.4	16.5	20.4	26.8	30.4
-同比	74%	53%	33%	23%	31%	13%
过剩	0.6	2.1	8.3	10.8	11.0	11.4
产能利用率	93%	86%	67%	65%	71%	73%

表：全球六氟产能集中于头部3家公司，小厂产能已路线关停（吨）

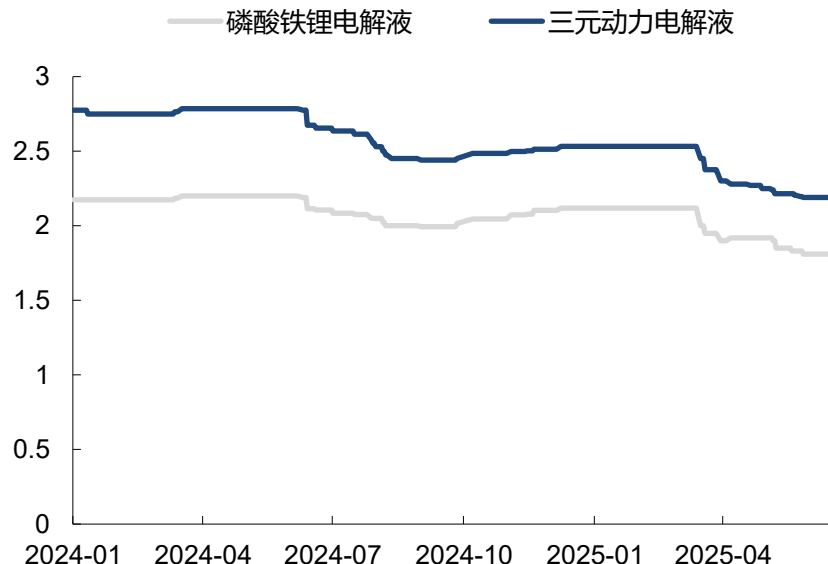
	2021有效	2022有效	2023有效	2024有效	2025有效(预测)	2026有效(预测)
韩国厚成	4,500	5,500	6,000	6,000	6,000	6,000
森田张家港	4,500	6,000	7,000	7,000	7,480	7,480
关东电化	4,500	4,500	4,500	4,500	4,500	4,500
瑞星化工	2,100	2,100	2,100	2,100	2,100	2,100
多氟多	14,000	37,000	58,000	65,000	75,000	95,000
天赐材料	22,000	44,100	90,000	110,000	110,000	110,000
江苏新泰材料	8,240	10,870	16,050	30,000	52,000	62,000
金牛化工	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
九九久	5,500	6,000	6,000	6,000	6,000	6,000
石大胜华	2,000	2,000	11,000	9,600	16,000	16,000
赣州石磊	3,000	4,000	5,800	10,000	15,000	25,000
永太科技	5,350	8,000	8,000	5,600	7,200	7,200
湖北宏源	5,000	6,500	9,200	12,000	12,000	12,000
东莞杉杉	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
滨化股份	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
其他厂商	2,000	4,000	20,000	40,000	60,000	60,000
有效产能合计	87,190	145,070	248,150	312,300	377,780	417,780

- ◆ **年初价格探涨，后续跟随碳酸锂价格回落，当前价格基本稳定。**六氟来年初价格突破6万/吨，加工费向上探涨，后续随着碳酸锂价格回落，25Q1已降到5万左右，对应铁锂/三元电解液从年初2.1/2.5万每吨回落至1.8/2.2万每吨。
- ◆ **当前小厂亏现金成本，预计下半年加工费稳定，价格有望在26年出现拐点。**当前价格仅龙头能实现微利，小厂亏现金成本，加工费整体保持稳定，下半年预计维持，26年供需格局改善，头部厂商产能进一步消化，价格有望出现拐点。

表：六氟价格变动（万元/吨）



表：电解液价格变动（万元/吨）



- ◆ **盈利底部企稳，龙头盈利稳定。** 25Q2末仅天赐能实现微利，单吨盈利维持0.08万元，下半年预计稳中有升。新宙邦单吨盈亏平衡，天际新产能降本，亏损有所收窄，但当前价格仍难盈利。
- ◆ **行业产能陆续出清，26年迎来盈利拐点。** 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。

表：电解液及六氟环节单位盈利

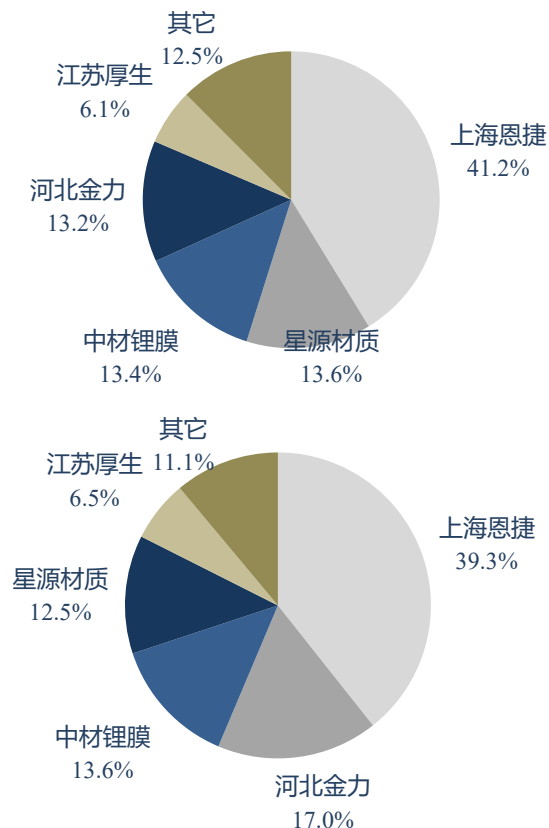
代表公司	单位	2023A	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
天赐	出货 (万吨)	39.6	9.0	11.1	13.6	16.1	14.8
	单价 (万元/吨)	-	-	-	-	-	-
	单位净利 (万元/吨)	0.48	0.11	0.08	0.08	0.08	0.08
新宙邦	出货 (万吨)	13.4	3.3	4.6	5.6	6.1	5.8
	单价 (万元/吨)	4.26	3.93	2.82	-	-	-
	单位净利 (万元/吨)	0.12	0.00	0.04	0.04	0.05	0.00
多氟多	出货 (万吨)	4.0	0.9	1.0	1.2	1.2	1.2
	单价 (万元/吨)	-	-	-	-	-	-
	单位净利 (万元/吨)	-	0.20	0.05	0.00	0.00	0.00
天际	出货 (万吨)	1.5	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
	单价 (万元/吨)	12.12	5.56	5.56	6.13	6.79	-
	单位净利 (万元/吨)	0.51	0.00	-0.15	-0.50	-0.10	-0.03

隔膜：价格继续磨底，行业开始整合

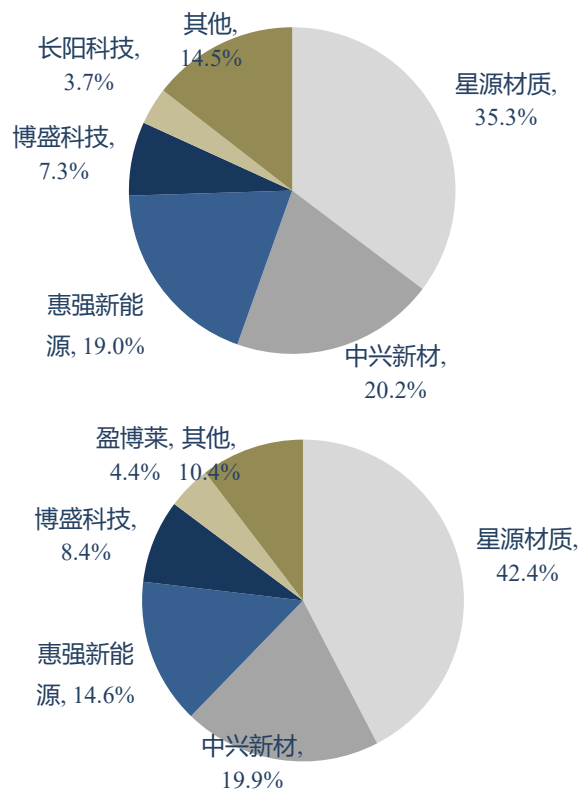
隔膜：二线厂商起量明显，龙头份额小幅压缩

- ◆ **25年前5月龙头恩捷份额小跌，金力、中材等份额明显提升。** 25年1-5月隔膜出货24.4万平，同比+43%，其中湿法隔膜23.8万平，增速较快。湿法方面，25年1-5月龙头恩捷份额相比24年下滑1.9pct，河北金力份额增长较快，占据17%，中材份额微增。干法方面，25年1-5月龙头星源市占率相比24年增加7.1pct，市场地位进一步增强，中兴、惠强等二线厂商份额下滑。

图：24年（上）&25年前5月（下）分企业湿法份额变化



图：24年（上）&25年前5月（下）分企业隔膜干法份额变化 (%)



隔膜：头部厂商扩产集中海外，二线仍有产能落地

- ◆ 我们测算25-26年行业供需基本稳定，国内竞争仍较激烈，海外产能陆续投产。我们测算25年隔膜需求355亿平，26年405亿平。供给端，预计25年供给558亿平，增长31%，26年供给661亿平，增长18%。25年产能利用率64%，26年61%。恩捷、星源26年国内基本无新增产能，海外产能25、26年陆续落地，且海外产能稀缺，预计可实现超额盈利，国内二线隔膜厂仍有产能落地，国内竞争预计仍较激烈。

图：隔膜行业供需测算

	2021	2022	2023年	2024年	2025E	2026E
全行业有效供给（亿平）	110.9	188.7	282.3	425.8	557.8	660.6
同比	41%	70%	50%	51%	31%	18%
需求（亿平）	103.0	159.9	209.8	271.0	355.2	404.6
同比	78%	55%	31%	29%	31%	14%
过剩（亿平）	8.0	28.8	72.5	154.8	202.6	256.0
产能利用率	93%	85%	74%	64%	64%	61%

图：主流厂商产能规划（亿平）

	2020有效	2021有效	2022有效	2023有效	2024有效	2025有效(预测)	2026有效(预测)
恩捷股份	17.5	28.4	55.8	72.3	90.8	103.8	110.0
星源材质	8.0	10.8	16.9	27.8	50.8	64.8	74.8
中材科技	7.2	10.5	14.8	20.8	44.8	60.0	74.8
璞泰来	0.2	0.2	1.2	3.0	10.0	15.0	20.0
沧州明珠	2.3	2.3	2.8	3.3	4.9	9.9	12.4
中科华联	0.0	0.0	1.5	3.0	8.0	25.0	32.0
中兴新材	5.6	6.0	10.7	20.0	25.0	30.0	30.0
旭化成	8.0	11.0	12.0	14.0	16.0	20.0	20.0
SK	3.6	7.0	13.4	15.3	18.7	27.3	27.3
宇部	2.0	3.2	3.2	4.0	5.0	6.0	6.0
住友化学	4.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
wscope	3.0	4.0	6.0	6.0	7.0	8.0	8.0
东丽东燃	2.5	2.5	4.0	7.0	8.0	9.0	9.0
河北金力	2.5	4.5	14.7	28.0	32.0	50.0	64.8
惠强新能源	1.8	3.2	6.0	10.0	15.0	20.0	23.0
厚生新能源	0.0	0.0	5.0	10.0	20.0	20.0	32.0
博盛科技	0.0	0.0	0.0	6.0	9.4	12.4	15.4
主流厂商合计	68.3	99.6	174.0	256.6	371.4	487.2	565.5

隔膜：25年价格继续磨底，26年海外贡献利润弹性

- ◆ **湿法25年价格进一步下降，预计25-26年继续磨底，海外产能独立定价可获取超额盈利。**25年湿法价格承压，Q1起仍小幅下跌，当前龙头公司均微利，其余厂商亏损，预计当前价格已到底部，预计25-26年逐步磨底，海外产能对标海外客户，独立定价，可获取超额盈利，预计26年逐步贡献盈利弹性。
- ◆ **干法25Q1价格反弹，行业内盈利修复。**干法隔膜历经2024年的全面亏损，叠加成本上升，25Q1厂商报价普遍上涨，上涨幅度平均在10%-20%，个别最高涨幅超过20%，对应行业内龙头厂商单位净利提升0.05元/平+，小幅修复。

图：隔膜价格变化趋势（万元/吨）

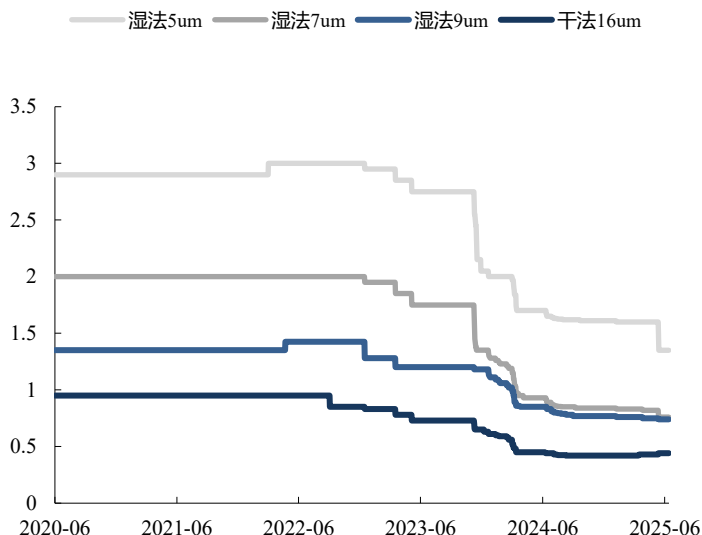


表 主流厂商隔膜厂商单平盈利对比（元/平）

代表公司	单位	2023A	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
恩捷股份	出货 (亿平方米)	49.5	12.2	15.3	20.0	20.5	20.0
	单价 (元/平)	2.75	2.16	1.82	1.52	1.35	1.35
	单位净利 (元/平)	0.49	0.13	0.09	0.08	-0.25	0.01
星源材质	出货 (亿平方米)	25.3	6.4	10.0	11.5	12.6	11.0
	单价 (元/平)	1.35	1.27	1.06	0.94	0.88	0.91
	单位净利 (元/平)	0.26	0.15	0.08	0.08	0.08	0.03

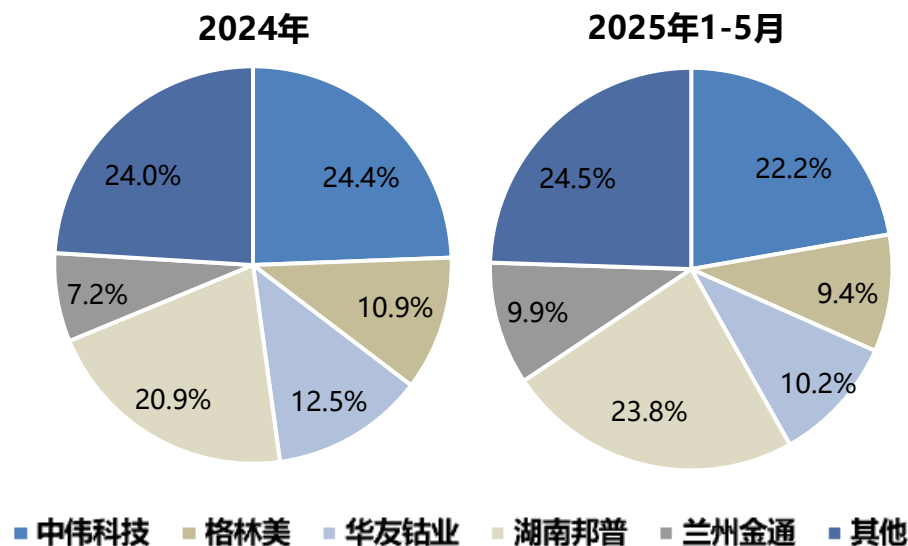
三元：前驱体镍冶炼增厚利润，正极横向布局

- ◆ **26年扩产显著放缓，产能利用率小幅提升。**25年新增供给25万吨左右，26年国内基本无新增产能，主流厂商重点布局海外产能，且部分国内产能转移至海外，产能利用率小幅提升至约57%。
- ◆ **25年邦普和兰州金通份额提升，湖南邦普份额升至第一。**25年1-5月邦普占比23.8%，较24年提升3pct，中伟产量占比22.2%，较24年降低2pct，华友占比10.2%，较24年下降2pct。

图：前驱体厂商产能规划（万吨）

	2023有效产能	2024有效产能E	2025有效产能E	2026有效产能E
中伟股份	40.0	40.0	42.0	44.0
格林美	26.0	26.0	26.0	26.0
华友钴业	27.0	27.0	32.0	32.0
邦普	15.0	20.0	30.0	30.0
芳源股份	6.0	8.0	10.0	10.0
帕瓦股份	2.5	4.3	5.0	5.0
长远锂科	4.0	6.0	8.0	8.0
容百	5.0	6.0	6.0	6.0
当升科技	0.5	0.5	0.5	0.5
长信优美科	6.0	6.0	6.0	6.0
金川集团	5.0	7.0	10.0	10.0
中冶瑞木	6.0	8.0	10.0	10.0
道氏技术	9.4	9.4	12.4	12.4
其他	20.0	20.0	20.0	20.0
合计	169.9	183.9	212.9	214.9

图：前驱体厂商份额及变化（按产量）



图：全球前驱体供需平衡测算

	2021年	2022年	2023年	2024年	2025E	2026E
供给（万吨）	65.3	101.4	152.9	165.5	191.6	193.4
需求（万吨）	68.1	85.5	90.0	95.0	105.0	110.0
过剩（万吨）	-2.8	16.0	62.9	70.5	86.6	83.4
产能利用率	104%	84%	59%	57%	55%	57%

◆ 24-25年镍冶炼产能加速释放，中伟、格林美25年镍增量较大。中伟股份NNI项目25年初全面达产，中青剩余4万吨于25H1逐步爬坡，25年权益产能11万吨，同比接近翻倍。格林美青美邦二期于24年内达产，美明、ESG、格林爱科项目于25Q1末达产，25年权益产能预计6万吨，同比增长近200%。华友钴业华越、华飞项目稳定超产，25年权益产量15万吨左右。

图：前驱体公司镍项目布局情况（镍金属量，万吨）

公司	项目	股权	技术	设计产能	权益产能	24年有效产能E	25年有效产能E	26年有效产能E	24年权益产能E	25年权益产能E	26年权益产能E	投产时间
华友钴业	华越	华友57%，青山10%	湿法	6	3.4	7	8	8	4.0	4.6	4.6	22年上半年已达产
	华飞	华友51%，亿纬17%	湿法	12	6.1	10	14	14	5.1	7.1	7.1	24年3月达产
	华科	华友70%，青山30%	RKEF	4.5	3.2	5	5	5	3.5	3.5	3.5	23Q1末基本达产
	Pomalaa	华友61.5%	湿法	12	7.4	-	-	-	-	-	-	26年底投产
	Sorowako	淡水河谷、华友	湿法	6	-	-	-	-	-	-	-	27年底投产
	合计			40.5	20.1	22	27	27	12.6	15.2	15.2	
中伟股份	德邦和翡翠湾	中伟50.1%	RKEF	5.5	2.8	5.5	5.5	5.5	2.8	2.8	2.8	2023年1、2、3月三个阶段投产
	NNI一期	中伟67%	RKEF	8	5.36	4.2	8	8	2.8	5.4	5.4	4条24年5月达产，2条24年内达产，2条25年初达产
	中青一期	中伟70%，青山30%	富氧侧吹	6	4.2	0.8	4	6	0.6	2.8	4.2	24年10月两条线达产，剩余4万吨25H1爬坡
	合计			19.5	12.3	10.5	17.5	19.5	6.1	10.9	12.3	
格林美	青美邦一期	格林美55%	湿法	4	2.2	3.5	4	4	1.9	2.2	2.2	23年达产，24年扩容至4万吨
	青美邦二期	格林美55%	湿法	2.5	1.4	0.6	2.5	2.5	0.3	1.4	1.4	24年9月投产，11月达产
	美明项目	格林美94.56%	湿法	2.5	1.4	-	2	2.5	-	1.1	1.4	24年10月投产
	ESG项目	格林美45%，默迪卡55%	湿法	4	1.8	-	2	4	-	0.9	1.8	24年11月投产
	格林爱科项目	格林美58%	湿法	2	1.2	-	1	2	-	0.6	1.2	24年12月投产，Q1未达产
	IGIP项目	格林美25%，淡水河谷30%	湿法	6.6	1.7	-	-	2	-	-	0.5	26Q2开始投产
	合计			21.6	9.6	4.1	11.5	17.0	2.3	6.2	8.4	

三元前驱体：25年镍价降幅有限，龙头盈利弹性明显

- ◆ **龙头25年自供比例预计进一步提升，利润弹性明显。** 华友钴业湿法项目到电镍成本1.2万美元左右（按钴价15-16万扣减成本），火法项目到硫酸镍成本1.25万美元左右，25年镍均价按1.55万美金，预计25年贡献27亿元以上归母净利润。中伟股份中青项目到硫酸镍成本降至1.15万美元，NNI项目到电镍成本1.4万美元左右，合计贡献7-8亿元归母净利润。

图：25年主流公司镍冶炼利润测算

	中伟股份		华友钴业	
	硫酸镍（中青）	电镍（德邦翡翠湾、NNI）	硫酸镍（华科）	电镍（华越、华飞）
价格（万美金/金吨）	1.55	1.55	1.55	1.55
折扣	90%	1	90%	1
硫酸镍成本（万美金/金吨）	1.15	1.20	1.25	1.00
硫酸镍到电镍成本（万美金/金吨）	0.20	0.20	0.20	0.20
电镍成本（万美金/金吨）	1.35	1.40	1.45	1.20
25年单吨利润（万美金/金吨）	0.25	0.15	0.15	0.35
25年出货量（万金吨）	3	8.5	5	22
所得税率	15%	15%	15%	15%
25年净利润（亿元）	4.4	7.6	4.3	45.8
少数股东权益	30%	40%	30%	47%
25年归母净利润（亿元）	3.1	4.6	3.0	24.3
25年归母净利润合计（亿元）	7.6		27.3	

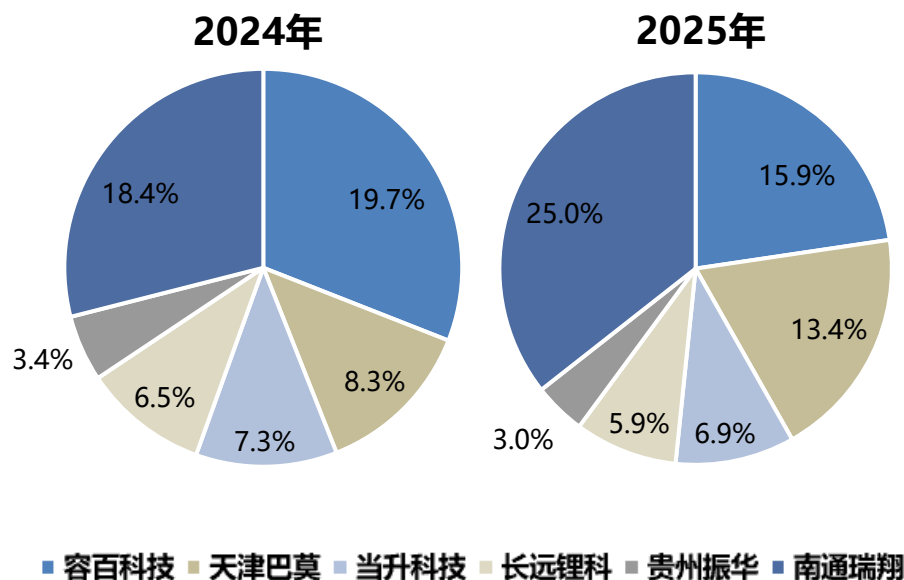
三元正极：26年供给过剩持续，加工费基本见底

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

图：三元正极厂商产能规划（万吨）

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

图：三元正极份额及变化（按产量）



图：全球三元正极供需平衡测算

	2022年	2023年	2024年	2025E	2026E
供给（万吨）	111.4	162.5	178.9	200.0	209.3
需求（万吨）	85.5	90.0	95.0	105.0	110.0
过剩（万吨）	25.9	72.5	83.9	95.0	99.3
产能利用率	77%	55%	53%	53%	53%

- ◆ **容百新业务亏损短期盈利承压，当升盈利领先行业平均。**容百科技25Q1扣除前驱体、锰铁锂、钠电等战略性业务投入后，三元正极单吨净利0.27万元，环比下滑50%左右，主要系产能利用率下降影响。Q2起需求逐步恢复，韩国二期提升产线能效及自动化水平，我们预计25年随着二期量产爬坡，盈利水平将进一步提升。当升25Q1三元正极单吨扣非利润0.6万元+，环比扭亏，盈利水平仍领先行业平均，我们预计随着Q2起海外订单释放，25年盈利水平逐季恢复。
- ◆ **头部厂商25-26年海外出货占比持续提升，海外产能陆续落地。**当升25Q1海外销量占比约50%，和24Q4持平。当升3月公告与LGES、SK On签订长期供货协议，预计在2025年至2027年分别向LGES、SK On出货11、1.7万吨正极材料；我们预计海外订单占比将由24年的50%提升至25年的60%。容百科技韩国基地二期产能爬坡，欧洲波兰工厂也已正式启动。下半年海外市场订单有望继续呈现上涨趋势，后续海外占比将进一步提升。

图：主流公司历史盈利趋势（万元/吨）

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E
容百科技	1.20	0.36	0.88	-0.12	-0.12	0.20	0.41	0.60	0.27	0.30
当升科技	2.98	3.95	3.00	2.80	1.10	0.96	1.00	-0.50	0.60	0.65
厦钨新能	0.92	0.75	0.70	0.42	0.42	0.57	0.55	0.50	0.50	0.50

辅材：导电剂下半年单壁碳管放量，铜箔价格底部回暖

- ◆ **天奈传统多壁管单位盈利逐季恢复，25年海外市场有望带动盈利提升。**天奈25Q1公司一代产品占比回落至42%，单吨扣非利润恢复至0.27万/吨，一二三代产品Q2盈利有望进一步恢复。公司积极布局海外市场，美国1万吨和欧洲3000吨碳管浆料项目筹建中，激励目标25年海外销量增长40%。
- ◆ **25年硅碳起量，单壁碳纳米管开始贡献增量，下半年利润增量显著。**天奈单壁碳管产能24年底20吨，25年将达到150吨。25年硅基元年，全行业CVD硅碳需求有望达2000吨+，对应负极2万吨，单壁添加量约5‰。国内仅天奈可实现大批量出货，我们预计天奈25年单壁粉体销量有望达40-50吨，对应近1万吨单壁浆料和近1万吨四代混合浆料，有望贡献1.8-2亿利润，主要将在下半年释放。

图：天奈科技季度价格和单吨利润（万元/吨）

天奈科技	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25	2Q25E
匀价（含税）	2.86	2.73	2.86	2.79	2.31	1.83	1.93	1.77	1.94	1.94
单吨利润	0.30	0.30	0.40	0.48	0.34	0.28	0.28	0.24	0.27	0.3

图：主要导电剂厂商产能规划（万吨）

	2022有效	2023有效	2024有效	2025有效	2026有效
天奈科技	5.2	8.0	9.0	11.8	16.4
LG化学	2.2	4.6	5.8	9.0	9.0
卡博特	1.3	1.3	3.8	6.3	6.3
道氏技术	4.0	6.5	6.5	6.5	6.5
莱尔科技			1.0	1.8	2.8
黑猫股份		0.0	0.0	1.0	2.0
集越纳米	1.2	1.5	2.0	2.0	2.0
无锡东恒	0.0	0.0	0.0	0.0	1.5
捷邦科技	1.0	2.0	3.6	3.6	3.6
曲靖飞墨	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
Nanocyl SA	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
OCSiAl	2.0	6.0	6.0	7.2	8.4
主流厂商合计	19.2	32.2	40.0	51.5	60.8

图：导电剂供需平衡测算

	2022年	2023年	2024年	2025E	2026E
全行业有效供给（万吨）	21	36	47	61	72
需求（万吨）	16	22	29	40	48
过剩（万吨）	5	14	18	20	24
产能利用率	74%	61%	62%	67%	67%

- ◆ **电池箔加工费已基本见底，鼎胜25年单吨扣非利润维持0.12-0.13万元。**鼎胜新材电池箔25Q1单吨扣非利润0.12-0.13万元，环比持平，我们预计25年盈利水平维持稳定。
- ◆ **25年起扩产放缓，产能利用率有所回升。**我们测算25年行业新增供给约18万吨，26年新增供给22万吨，25年产能利用率提升至78%，26年基本维持75%以上。

图：电池铝箔厂商产能规划（万吨）及供需平衡测算

	21年有效产能	22年有效产能	23年有效产能	24年有效产能	25年有效产能	26年有效产能
鼎胜新材	5.5	12.0	28.0	28.0	28.0	28.0
华北铝业	3.0	3.5	5.0	5.0	5.0	10.0
南山铝业		2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
万顺新材		1.5	3.0	7.2	7.2	12.2
天山铝业			2.0	2.0	9.0	16.0
神火股份		5.5	5.5	10.0	11.5	11.5
永杰新材	1.0	1.0	1.0	2.0	3.5	4.5
厦门厦顺	1.0	2.0	4.0	4.0	4.0	4.0
东阳光		1.2	5.0	9.0	13.2	13.2
常铝股份					1.0	3.0
华峰铝业		1.0	2.5	2.5	2.5	2.5
国内其他	2.0	4.0	6.0	7.2	8.6	9.9
海外其他	5.2	5.4	5.7	5.0	6.0	6.9
合计	17.7	39.2	69.8	84.0	101.6	123.8

	2021年	2022年E	2023年E	2024年E	2025年E	2026年E
全球供给（万吨）	17.7	39.2	69.8	84.0	101.6	123.8
全球需求（万吨）	20.2	33.6	44.3	58.2	79.2	92.6
过剩（万吨）	-2.6	5.6	25.5	25.9	22.4	31.2
产能利用率	115%	86%	64%	69%	78%	75%

图：鼎胜新材电池箔盈利

鼎胜新材	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E
电池箔单吨利润（万/吨）	0.20	0.20	0.13	0.13	0.13	0.13

- ◆ **25H1铜箔加工费进一步回升，主流厂商亏损状态有所改善，26年有望进一步恢复。**24年铜箔加工费下行，下半年主流厂商基本处于亏损状态，加工费基本见底，25H1低价订单加工费回升至1.7-1.9万/吨，但仍处低位水平，主流产商盈利有所恢复。
- ◆ **25-26年产能利用率仍维持低位，高端品类占比提升，盈利有望得到修复。**铜箔行业格局分散，仍处于产能过剩状态，我们预计25年/26年供给新增58/44万吨，产能利用率维持66%左右。此外，25年硅碳负极等新产品有望催化中高强、极薄等高端产品需求，头部厂商盈利修复，盈利水平有望继续回升。

表：铜箔厂商产能规划（万吨）及供需平衡测算

	2021年	2022年	2023年	2024年	2025E	2026E
国内供给（万吨）	36.3	87.8	125.8	163.5	207.5	228.5
国内需求（万吨）	22.9	40.0	53.3	77.1	105.3	120.1
过剩（万吨）	13.4	47.8	72.5	86.4	102.2	108.4
全球供给（万吨）	50.2	109.7	153.7	199.5	257.2	301.4
全球需求（万吨）	41.7	69.0	93.0	124.4	170.2	199.5
过剩（万吨）	8.5	40.7	60.7	75.1	87.0	101.9
产能利用率	83%	63%	61%	62%	66%	66%

表：主流铜箔盈利情况

嘉元科技	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
-出货量（万吨）	1.20	1.50	1.80	1.25	0.87	1.60	1.96	2.20	2.00
-单吨利润（万/吨）	0.30	-0.20	0.02	-0.30	-0.59	-0.45	-0.26	-0.78	0.04

诺德股份	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
铜箔（百万）	40	111	9	-27	-60	-56	-102	-93	-70	-14	-11
-出货量（万吨）	1.10	1.70	1.05	1.00	1.30	1.19	0.90	1.40	1.40	1.42	1.08
-单吨利润（万/吨）	0.37	0.66	0.08	-0.27	-0.46	-0.47	-1.13	-0.67	-0.50	-0.10	-0.10

Part 3 固态电池产业化加快，技术快速迭代

- ◆ 固态电解质是实现高安全性、能量密度、循环寿命性能的关键。根据电解质的种类，可分为聚合物、氧化物、硫化物、卤化物四种路线。**硫化物发展潜力最大，国内外龙头聚焦硫化物，近期卤化物的热度有所提升。**
- ◆ **聚合物**：不够安全，上限低，已基本被淘汰，主要与氧化物/硫化物/卤化物混用。
- ◆ **氧化物**：安全性最高，电导率一般，加工难度最大，成本低，但质地较脆，目前主要用于半固态。
- ◆ **硫化物**：潜力最大，电导率高，易加工，但难点最多，成本高，稳定性差，长期潜力较大。
- ◆ **卤化物**：介于氧化物和硫化物之间，难点是耐还原度差，成本低，近一年进展相对较快。

表 固态电池路线对比

类型	聚合物	氧化物	硫化物	卤化物
材料	PEO、PAN、PMMA、PVDF等	LiPON、LATP、LLTO、LLZO等	LiGPS、LiSnPS、LiSiPS等	Li ₃ InCl ₆ 、Li ₂ ZrCl ₆ 、Li ₃ YBr ₆
电导率	常温10 ⁻⁴ S/cm，高温10 ⁻³ S/cm	10 ⁻³ S/cm	10 ⁻² S/cm	10 ⁻² -10 ⁻³ S/cm
优势	生产工艺简单	安全性好	电导率高、易加工	电导率高、成本低、耐氧化
劣势	不够安全、上限低	难加工、电导率一般	稳定性差，成本高	耐还原度差
基本需求	离子电导率高、电化学窗口宽、热稳定性好、机械性能好、制造成本低等			

- ◆ **节奏预判：**25年小试完毕+车规级电芯下线，26年中试线优化+样车路试，27年小规模量产+装车示范运营。
- ◆ **关键节点：**工信部项目预计25年底前进行中期审查。上半年各个项目组已经给工信部提了方案，从今年10月开始，以测代评，每个团队的申报的指标不一样，或有末位淘汰。
- ◆ **工信部的二期项目：**已启动申报，预计Q3项目落地，将新增几个项目给与补贴。

图：固态电池政策端梳理



国务院国有资产监督管理委员会

State-owned Assets Supervision and Administration Commission of the State Council

国资委项目：23年12月，固态电池产业创新联合体成立，由中国一汽牵头，有研广东院、国联研究院、东风汽车、长安汽车等27家单位联合组建，目标26年实现硫化物全固态装车示范应用，能量密度400wh/kg，循环寿命1000次。

中华人民共和国工业和信息化部

Ministry of Industry and Information Technology of the People's Republic of China

工信部重大研发专项：24年2月，开始组织申报，4月进行答辩，4月底出评审结果，5月份进行公告，资金体量共60亿，12月开启发放。每个项目8亿，其中硫化物三家（宁德时代、比亚迪、一汽集团），聚合物三家（卫蓝新能源、清陶能源、吉利汽车），凝聚态一家（宁德时代），此外，含知识产权体系的构建2亿，表征体系的构建2亿。目标27年单项目实现1千辆示范性装车应用。25年年底前，工信部项目预计进行中期审查，对车规级电芯性能进行阶段性测试。



中华人民共和国国家发展和改革委员会

National Development and Reform Commission

发改委超长期国债：目前对布局固态电池的企业和机构给予实际投资额15%的资助，企业自行进行申报，需当地发改委推荐至国家发改委审核。

- ◆ **25H2中试线落地，27年小批量装车，30年大规模量产，应用空间广阔。**25年底前小试完毕+车规级电芯下线，26年中试线优化+样车路试，27年小规模量产+装车示范运营。头部厂商中试线规模预计mwh级，小规模量产线可达gwh级别。
- ◆ **由于兼具高能量密度和安全性，低空、军事、动力、储能等均可应用，空间广阔。**

图：固态电池出货量预测

	2027E	2028E	2029E	2030E	2035E
全固态电池出货量 (GWh)	1.0	5.0	30.0	100.0	3000.0
全固态电池价格 (元/Wh)	5.0	2.5	1.5	0.8	0.7
市场空间 (亿元)	50.0	125.0	450.0	800.0	21000.0
固态电解质 (万吨)	0.10	0.50	3.0	10.0	300.0
固态电解质价格 (万元/吨)	200	100	50	25	10
固态电解质市场空间 (亿元)	20.0	50.0	150.0	250.0	3000.0
硫化锂 (万吨)	0.04	0.22	1.29	4.30	129.0
硫化锂价格 (万元/吨)	100	80	50	20	10
硫化锂市场空间 (亿元)	4.3	17.2	64.5	86.0	1290.0
硅碳负极 (万吨)	0.07	0.34	1.80	5.25	67.5
硅碳渗透率	95%	90%	80%	70%	30%
硅碳负极价格 (万元/吨)	30	20	18	15	10
硅碳负极市场空间 (亿元)	2.1	6.8	31.5	78.8	675.0
锂金属负极 (万吨)	0.00	0.00	0.03	0.15	10.5
锂金属渗透率	5%	10%	20%	30%	70%
锂金属负极价格 (万元/吨)	800	500	400	300	100
锂金属负极市场空间 (亿元)	0.2	1.3	12.0	45.0	1050.0
碳纳米管 (万吨)	0.00	0.02	0.09	0.30	9.0
碳纳米管价格 (万元/吨)	500	300	250	200	100
碳纳米管市场空间 (亿元)	1.5	4.5	22.5	60.0	900.0
设备端价格 (亿元/GWh)	3.0	2.5	2.2	2.0	1.5
设备端市场空间 (亿元)	3.0	10.0	55.0	140.0	4275.0

- ◆ **硅碳路线可达中试阶段，锂金属路线仍处小试阶段，二者装车仍需加压运行。**①采用硅碳路线的硫化物全固态电池，能量密度可达350-400Wh/kg，充电倍率0.5-1C，循环寿命1000次，运行加压条件为几十到几百兆帕，成熟度相对较高，目前可达中试阶段；②采用锂金属路线的硫化物全固态电池，能量密度可达450-500Wh/kg，充电倍率1-2C，循环寿命300-500次，运行加压条件为几十到几百兆帕，目前仍处于小试阶段。

图 全固态电池-硅碳/锂金属路线-产业化性能

全固态电池（硫化物-硅碳）

能量密度：350-400Wh/kg

充电倍率：0.5-1C

循环寿命：1000次

加压条件：几十Mpa

量产阶段：中试

预估成本：2-3元/Wh

成熟度相对较高

全固态电池（硫化物-锂金属）

能量密度：450-500Wh/kg

充电倍率：1-2C

循环寿命：300-500次

加压条件：几十Mpa

量产阶段：小试

预估成本：5元/Wh

成熟度相对较低

- ◆ **产业链降本路径相对清晰，核心在于硫化锂+锂金属，未来有望降至液态电池水平。**硫化物电解质价格目前在千万级/吨（硫化锂几百万/吨），根据工信部项目指引，26年需降至250万/吨（硫化锂几十万/吨），未来降至10-20万/吨（硫化锂10-20万/吨）；锂金属负极价格目前接近千万级/吨，若采用热蒸镀方案有望大幅降本。我们预测2030年全固态电池（硫化物-硅碳）成本约1元/Wh，全固态电池（硫化物-锂金属）成本约1.2元/Wh，后续仍有一倍降价空间。

表：固态电池规模化后成本预测（硅碳）

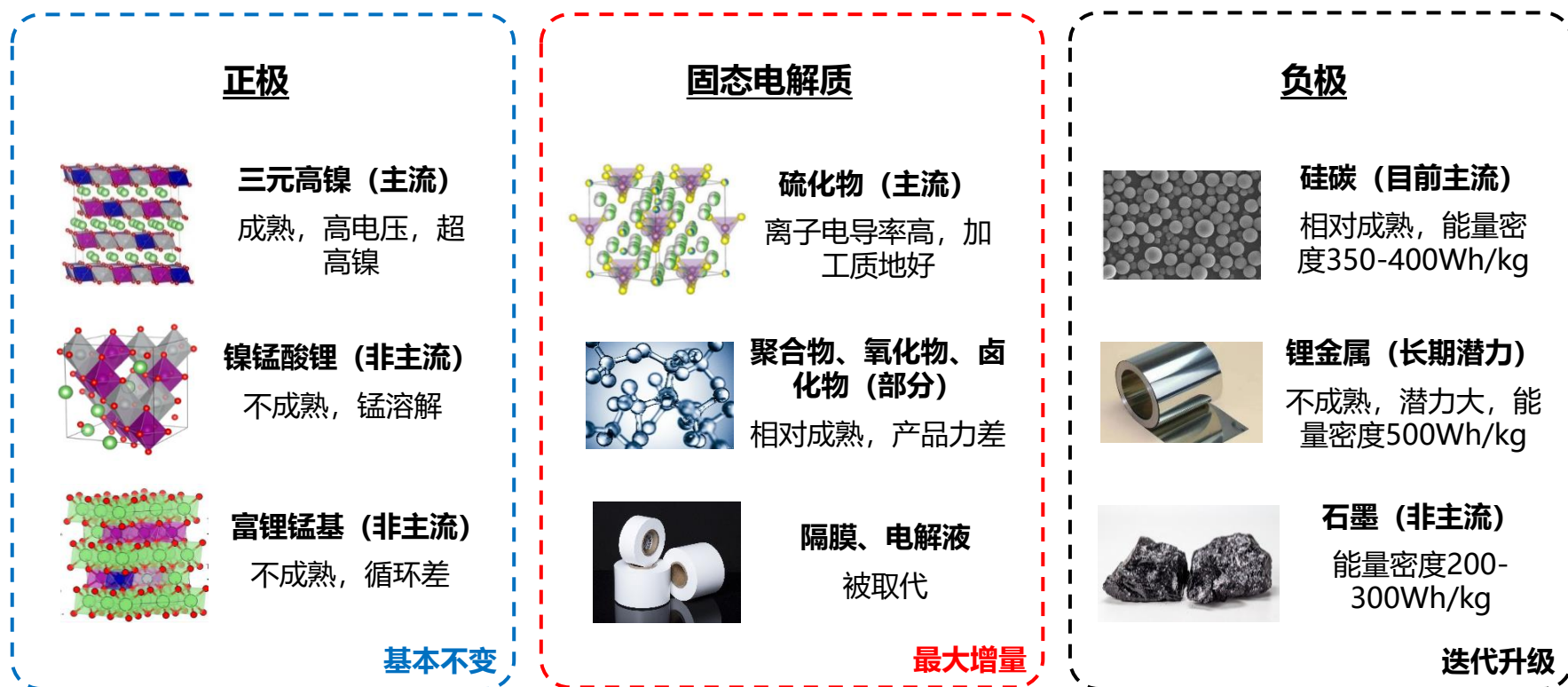
电芯原材料	单位用量	单位	单位价格 (万元)	单位成本 (元/wh)	成本占比
高镍三元	1500	t	15	0.23	25%
硅碳负极	750	t	15	0.11	12%
固态电解质	1000	t	50	0.50	55%
碳纳米管	26	t	100	0.03	3%
其他材料 (元/wh)			0.05		
电芯材料成本合计 (元/wh)			0.91		
折旧 (元/wh)			0.05		
成本合计 (元/wh)			0.96		
合格率			95%		
实际成本合计 (元/wh)			<u>1.01</u>		

表：固态电池规模化后成本预测（锂金属）

电芯原材料	单位用量	单位	单位价格 (万元)	单位成本 (元/wh)	成本占比
高镍三元	1500	t	15	0.23	21%
锂金属负极	50	t	500	0.25	24%
固态电解质	1000	t	50	0.50	48%
碳纳米管	23	t	100	0.02	2%
其他材料 (元/wh)			0.05		
电芯材料成本合计 (元/wh)			1.05		
折旧 (元/wh)			0.05		
成本合计 (元/wh)			1.10		
合格率			90%		
实际成本合计 (元/wh)			<u>1.20</u>		

- ◆ 固态电解质为固态电池的核心增量，其中硫化物为主流量产趋势；正极沿用高镍三元，下一代技术为富锂锰基；为负极当前多为硅碳，但锂金属提升空间广阔。全固态电池中，固态电解质为核心增量，其中硫化物为主流量产路线，主要采用锂磷硫氯材料；正极仍沿用液态电池的三元高镍材料，电压或者镍含量略有提升，下一代技术为富锂锰基；负极选用硅碳/锂金属材料，目前主流为硅碳材料，量产成熟度较高，电芯能量密度可达350-400Wh/kg，锂金属（含无负极）为未来潜力方向，目前技术仍不成熟，电芯能量密度可达500Wh/kg+。

图：固态电池结构变化



- ◆ 硫化物常用材料体系有四种，其中锂磷硫氯为主流选择，核心指标为电导率和一致性，工艺短期采用固相法，大规模量产后液相法预计更具优势。目前规模小，且原材料硫化锂价格高达300万/吨，硫化物价格为500万/吨，预计远期价格将降至50万/吨以内。
- ◆ 硫化锂工艺路线多，直接燃爆法和气相法性能指标优异，纯度可达到99.99%、颗粒纳米级别，但成本高、大规模量产难度大，**厦钨新能**使用气相法。国内厂商多采用碳热还原法和液相法，适用于大规模量产，成本具备优势，但性能指标仍有大幅提升空间。

图 硫化锂（硫化物前驱体）主流合成工艺

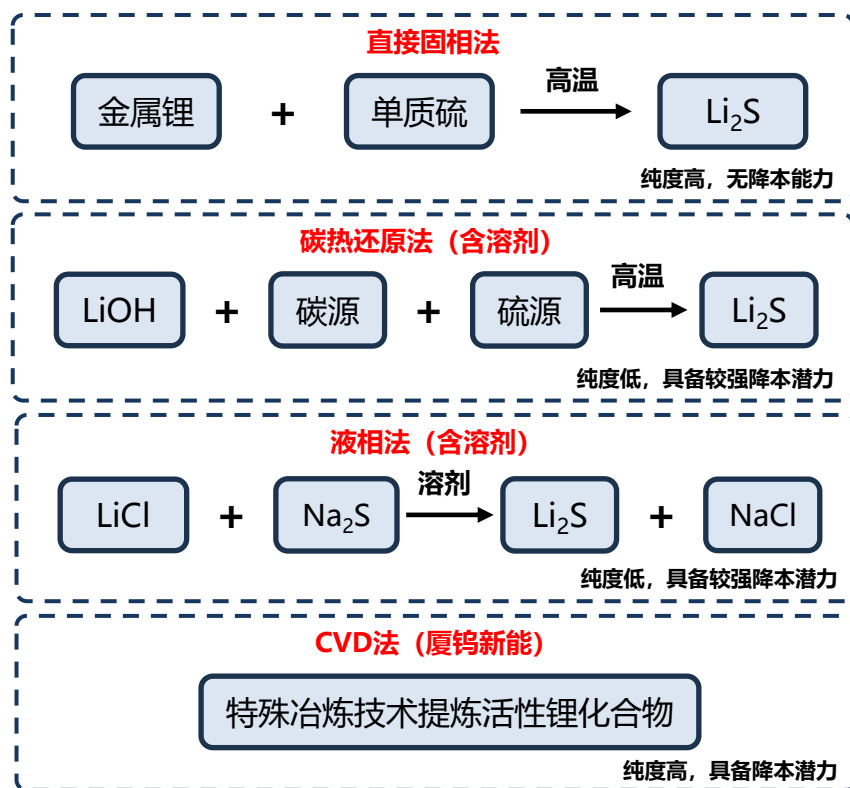


图 硫化物电解质成本核算（ $\text{Li}_6\text{PS}_5\text{Cl}$ 为例）

国内主流 工艺测算	主要原材料			其他辅料、 耗材等
	硫化锂	氯化锂	五硫化二磷	
用量（吨）	0.43	0.16	0.41	/
吨价（万元）	300	15	10	5
总价（万元）	129	2.4	4.1	5
BOOM成本（万元）	140			
目前价格（万元）	≈500			

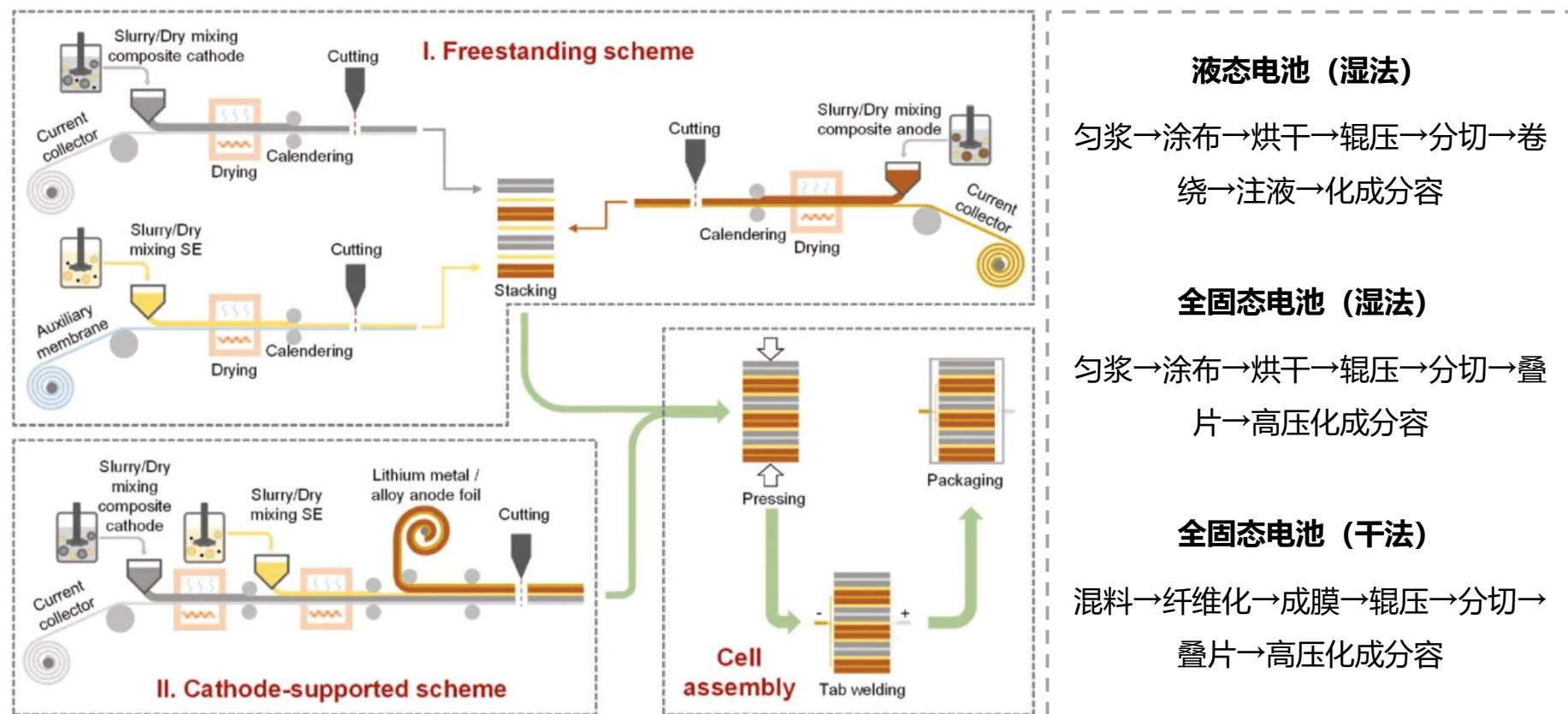
- ◆ **正极：短期沿用高镍体系，长期向富锂锰基迭代。**富锂锰基能量密度最高，但存在循环寿命等一系列短板，且电压为4.8v，与硫化物4.3电压不匹配，27-28年有望迎来机会。
- ◆ **负极：蒸镀金属锂。**传统锂金属负极采用轧制工艺，无法解决减薄和平整问题，蒸镀锂金属工艺具备厚度减薄至2-3 μm （传统轧制15-20 μm ）的优势，同时表面形貌可制造极其均匀。
- ◆ **固态电解质膜：使用骨架支撑膜。**该技术为过渡性技术，将固态电解质浸润至骨架支撑膜内，强度高，加工性能更优，但电导率和能量密度受影响。
- ◆ **集流体：铁基或镍基集流体。**避免固态电解质与铜发生反应，但电导率受影响。
- ◆ **干电极工艺：减少涂布、烘干等环节，降本，提高能量密度。**率先在正极端使用，后续逐步突破负极和固态电解质膜。

固态电池新技术与新工艺

环节	新方向	优势	难点	代表厂商
正极	富锂锰基	能量密度高，500wah/kg以上需要使用	循环寿命受影响	当升科技、容百科技等
负极	锂金属蒸镀工艺	表面平整，厚度减薄10倍至2-3 μm	工艺成本高，刚起步	英联股份等
固态电解质膜	骨架支撑膜	一步法将固态电解质浸润至骨架支撑膜内，强度高，加工性能更优	电导率下降20%，能量密度受影响	星源材质等
负极集流体	铁基或镍基集流体	避免固态电解质与铜发生反应	电导率受影响，厚度难做薄，成本高	诺德股份、德福科技等
电极制造工艺	干电极工艺	减少涂布、烘干等环节，降本，提高能量密度	平整度、厚度、精度难度高	宏工科技、纳科诺尔等

- ◆ **干电极**：固态电解质成膜为制造核心工艺，湿法路线相对成熟，但溶剂易于硫化物发生反应，干法路线潜力更大，但当前技术未成熟，后续压实密度、厚度、宽幅、线速等均有提升空间。干法电极主要变化在于混料、纤维化和成膜，混料+纤维化相关标的**宏工科技、曼恩斯特**等，成膜相关标的**纳科诺尔、先惠技术、利元亨**等。
- ◆ **后道等静压设备仍无法替代，迭代至卧式实现连续化生产**。全固态电池一体化叠片存在固-固界面接触问题，需使用等静压设备加压，一般温度在80-120℃，压力在500MPa左右。目前加压环节需解决连续化生产。相关标的**包头科发（非上市）、利元亨、纳科诺尔**等。

图：全固态电池生产制造工艺



复合铜箔：具备降本优势，低端车企逐步开始起量

- ◆ **复合铜箔对应单wh降本4%**。复合铜箔具备成本优势，传统铜箔单平价格5元/平+，而复合铜箔价格已降至4.2元/平+。1gwh电池，需要使用1300万平铜箔左右，对应单wh可降低成本1分。当前铁锂电芯成本接近0.28元/wh，对应使用复合铜箔可以降低成本4%。
- ◆ **复合铜箔快充性能受影响**。复合铜箔快充性能基本为3c，低于正常铜箔的5c+，因此更多应用于10万左右的中低端车型，用于降本。
- ◆ **宁德时代引领使用复合铜箔，25H2或加速落地**。宁德已成熟使用复合铝箔用于麒麟电池，年产量10gwh左右。复合铜箔已在奇瑞等车型上测试，25H2有望落地，预计25年单月需求近2gwh，全年20gwh，对应近3已平复合集流体需求。配套厂商主要为江苏纳力和宝明科技。

图：复合铜箔生产制造工艺

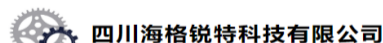
上游：原材料、设备

中游：复合铜箔制造

水平电镀设备



磁控溅射设备



基膜



焊接设备



靶材



PART 4 投资建议和风险提示

投资建议：稳健增长，估值底部，聚焦龙头和新技术

- ◆ **投资建议：需求稳健增长，估值底部，聚焦价值锂电龙头和产业化加速的固态新技术。**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**）；其次看好具备技术升级优势和盈利改善空间的龙头（**尚太科技、璞泰来、华友钴业、湖南裕能、富临精工、新宙邦、天赐材料**，关注**中科电气**）；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**）等。新技术方面，固态产业化加速，推荐标的（**厦钨新能、纳科诺尔、天奈科技、当升科技、容百科技、星源材质**等，关注**上海洗霸、宏工科技、英联股份、天铁科技、远航精密**等）。

表 相关公司估值表（截至2025年7月11日股价）

	名称	总市值 (亿元)	股价 (元)	归母净利润预测（亿元）			预测市盈率PE			PB现值	评级
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E		
电池	宁德时代	12,379	272	655	787	926	19	16	13	4.7	买入
	比亚迪	17,798	324	552	676	815	32	26	22	8.2	买入
	亿纬锂能	921	45	52	69	85	18	13	11	2.4	买入
结构件	科达利	295	108	18	22	26	16	13	11	2.4	买入
电解液	天赐材料	354	18	11	16	21	34	22	17	2.7	买入
	新宙邦	251	34	12	16	19	20	16	13	2.6	买入
负极	璞泰来	392	18	24	30	37	16	13	11	2.1	买入
	尚太科技	128	49	10	13	17	12	9	8	2.0	买入
隔膜	恩捷股份	277	29	5	10	16	57	28	17	1.1	买入
	星源材质	162	12	4	6	8	37	27	20	1.6	买入
正极	华友钴业	649	38	52	61	70	12	11	9	1.8	买入
	德方纳米	91	33	0	4	6	557	26	15	1.7	增持
	容百科技	158	22	7	10	12	23	16	13	1.9	买入
	当升科技	232	43	7	8	11	35	28	21	1.7	买入
	厦钨新能	231	46	7	9	11	32	25	21	2.6	买入
	湖南裕能	234	31	19	26	32	12	9	7	2.0	买入
	富临精工	220	13	10	15	20	22	15	11	4.9	买入
导电剂	天奈科技	161	44	4	6	8	38	26	20	5.6	买入
设备	曼恩斯特	87	60	2	2	3	55	36	27	3.0	买入
	骄成超声	78	67	1	2	3	56	34	23	4.5	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

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