

动储需求超预期，盈利拐点确立 --电动车25Q3财报总结

电新首席证券分析师：曾朵红
执业证书编号：S0600516080001
联系邮箱：zengdh@dwzq.com.cn

电动车首席证券分析师：阮巧燕
执业证书编号：S0600517120002
联系邮箱：ruanqy@dwzq.com.cn

联系电话：021-60199793
2025年11月17日

- ◆ **25Q3行业整体高景气，电池、整车利润占主导。** 25Q3国内电动车销量426万辆，同环比+26%/+10%，储能Q3出货量163GWh，同环比+83%/+10%，行业整体景气度高，板块营收9981亿元，同环比+13%/+7%，归母净利润513亿元，同环比+30%/+15%，电池占利润比重46%（同+7pct），整车26%（-15pct），中游材料14%（+3pct），碳酸锂7%（+5pct），核心零部件8%（+0pct）。
- ◆ **25Q3碳酸锂、铁锂正极环比高增。25Q3归母净利润环比增速排序：**碳酸锂309%>铁锂正极272%>正极238%>铝箔51%>结构件41%>铜箔32%>电池26%>锂电池中游23%>三元前驱体11%>隔膜3%>添加剂1%>负极-1%>汽车核心零部件-9%>整车-9%>锂电设备-12%>六氟磷酸锂及电解液-18%>三元正极-24%。
- ◆ **25Q3净利率环比提升，资本开支分化，电池在建工厂高位、材料仍处于底部。** 25Q3毛利率16.7%，同环比-1.5/-0.7pct；归母净利率5.1%，同环比+0.7/+0.4pct。25Q3经营活动净现金流983亿元，同环比-11%/-32%，资本开支868亿元，同环比+19%/-11%，其中电池资本开支较底部提升明显、在建工程处于高位，而材料环节资本开支及在建工程基本处于低位。25Q3末存货6326亿元，较年初同增17%，营运资本5410亿元，较年初增长27%。
- ◆ **Q4锂电景气度超预期，26年我们预计维持25-30%增长，各环节具备涨价弹性。** 储能加持，Q4行业排产环比进一步提升10-20%，同比30%增长，且26年行业需求25-30%增长，其中储能我们预计50%增长。各环节具备涨价弹性，储能电池涨价1-3分已落地，Q4定26年长协价格不排除再小幅调涨；材料端，6F和铁锂正极涨价预期最强，其中6F散单价格已破10万，11月长协价格调涨至7-8万，后续有望进一步上涨；铁锂正极龙头已开始全面议价，涨价幅度几百至1-2千/吨，部分落地；此外，隔膜和负极价格也具备小幅调整可能，小客户已落地。
- ◆ **投资建议：** 锂电产销两旺，26年龙头指引大超市场预期，电池一线盈利持续向好、二线盈利拐点，继续强推电池板块（**宁德时代、亿纬锂能、欣旺达、中创新航**等，关注**鹏辉能源、派能科技**）；同时材料各环节价格拐点明确，六氟、铁锂等环节涨价超预期，盈利弹性大，看好材料龙头（**天赐材料、湖南裕能、科达利、当升科技、尚太科技、璞泰来、华友钴业、富临精工、恩捷股份、星源材质、容百科技、德方纳米**等，关注**天际股份、多氟多、万润新能、龙蟠科技**）；同时看好价格反弹的碳酸锂（**赣锋锂业、天齐锂业、中矿资源、盛新锂能、永兴材料**等）；并强推Q4催化剂密集落地的固态板块（**厦钨新能、当升科技、上海洗霸、纳科诺尔**等）。
- ◆ **风险提示：** 价格竞争超市场预期、原材料价格波动、投资增速下滑。

■ PART1 终端需求：国内动力稳健增长，储能25Q3产量高增

■ PART2 电动车板块：Q3总体利润持续改善

■ PART3 分环节：动力盈利占比扩张，整车盈利调整

■ PART4 投资建议与风险提示

终端需求：国内动力稳健增长，储能25Q3出货高增

- ◆ Marklines数据，全球电动车25年H1累计销952万辆，同比增长30.4%，累计电动化率22%。25年Q2电动车销量525万辆，同环比+29%/+23%。
- ◆ 中汽协数据，国内电动车25年Q1-3累计销1122.8万辆，同比增长34.9%，累计电动化率46.1%。25年Q3电动车销量426.1万辆，同环比+26%/+10%。

图：Marklines口径全球分区域电动乘用车年度和季度销量（辆）

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

电池：25Q3中国储能电池出货量同增83%

- ◆ **GGII数据**，25年Q3国内动力电池装机量193GWh，同环比+34%/+17%；Q1-3装机量480.1GWh同环比+40%/+8%。
- ◆ **鑫椏咨询数据**，25年Q3中国储能电池出货量162.5GWh，同环比+83%/+10%；Q1-3出货量407.7GWh，同环比+95%/+42%。

图：国内动力电池装机数据（GWh）

	2025Q3	同比	环比	2025Q1-3	同比	环比
国内动力电池装机量	192.9	34%	17%	480.1	40%	8%

图：中国储能电池出货量数据（GWh）

	2025Q3	同比	环比	2025Q1-3	同比	环比
全球储能电池产量	162.5	83%	10%	407.65	95%	42%

电动车板块：Q3总体利润持续改善

1 营收及利润： 板块25Q3总体利润持续改善

- ◆ **2025年Q1-3新能源汽车板块实现营业收入达27268亿元，同环比+11%/-3%，归母净利润1367亿元，同环比+21%/+21%。**我们共选取了102家上市公司，划分为碳酸锂、锂电池中游（含隔膜、六氟磷酸锂及电解液、电池、三元正极、铁锂正极、三元前驱体、负极、铜箔、铝箔、添加剂、结构件十二个细分板块）、核心零部件、电机电控、整车五个子板块，进行了统计分析。2025Q1-3收入同比下降的公司共有44家，增幅为0-30%的公司共有52家，增幅为30%以上的公司共有28家。归母净利润25Q1-3同比下降的公司共有37家，增幅为0-30%的公司共有25家，增幅为30%以上的公司有33家。
- ◆ **2025年Q3新能源汽车板块实现营业收入达9981亿元，同环比+13%/+7%，归母净利润513亿元，同环比+30%/+15%。**2025Q3收入同比下降的公司共有20家，增幅为0-30%的公司共有42家，增幅为30%以上的公司共有40家。归母净利润25Q3同比下降的公司共有23家，增幅为0-30%的公司共有22家，增幅为30%以上的公司有57家。

图表：新能源汽车板块25年Q3增速分布情况

	25Q1-3收入增速（家）	25Q1-3归属母公司净利润增速（家）	25Q3收入增速（家）	25Q3归属母公司净利润增速（家）
同比负增长	44	37	20	23
同比增长幅度在0%-30%	52	25	42	22
同比增长超过30%	28	33	40	57

2 盈利水平： 25Q3盈利水平提升

- ◆ **25Q3新能源汽车板块整体净利率提升**：25年Q3毛利率为16.7%，同比-1.5pct，环比-0.7pct；归母净利率5.1%，同比+0.7pct，环比+0.4pct。25年Q1-3毛利率为16.4%，同比-1.1pct，环比-0.3pct；归母净利率5.0%，同比+0.4pct，环比+1.0pct。
- ◆ **25年Q3费用率同比减少**：25年Q1-3费用率11.0%，同比-1.1pct，环比+0.2pct；25年Q3费用率11.3%，同比-1.0pct，环比+0.7pct。

图表： 新能源汽车板块25年Q1-3全板块情况

	2025Q1-3	同比	环比	2025Q3	同比	环比
毛利率	16.4%	-1.1pct	-0.3pct	16.7%	-1.5pct	-0.7pct
归母净利率	5.0%	+0.4pct	+1.0pct	5.1%	+0.7pct	+0.4pct
费用率	11.0%	-1.1pct	+0.2pct	11.3%	-1.0pct	+0.7pct

3 产业景气度高，资本开支提升

- ◆ **25年Q3新能源汽车板块净现金有所下降**：25年Q3新能源汽车板块经营活动净现金流为983亿元，同比-11%，环比-32%。25年Q1-3新能源汽车板块经营活动净现金流为2547亿元，同比+5%，环比-43%。
- ◆ **25年Q3新能源汽车板块存货较年初增加**：25Q3末新能源汽车板块应收账款为5041亿元，较年初增长5%；预收款项为1953亿元，较年初增长33%；存货为6326亿元，较年初增长17%；营运资本为5410亿元，较年初增长27%；无息在手现金（减去长短期借款）为6147亿元，较年初增长4%
- ◆ **25Q3资本开支同比提升**：25年Q3资本开支为868亿元，同比+19%，环比-11%； 25年Q1-3资本开支为2794亿元，同比+22%，环比12%。

图表： 新能源汽车板块2025年Q1-3全板块情况

	2025Q1-3	Q1-3同比	Q1-3环比	2025Q3	Q3同比	Q3环比
经营活动现金流量净额（亿元）	2547	5%	-43%	983	-11%	-32%
资本开支（亿元）	2794	22%	12%	868	19%	-11%

	25Q3末的情况	25Q3末较年初增长
应收账款（亿元）	5041	5%
预收款项（亿元）	1953	33%
存货（亿元）	6326	17%
在手类现金-长短期借款（亿元）	6147	4%
营运资本（亿元）	5410	27%
在建工程（亿元）	2967	19%

上中游环节：动力盈利占比扩张，整车盈利调整

1 25Q3：新能源汽车各子板块利润分配

◆ 从利润分配来看：25Q3电池利润占比再提升，碳酸锂改善明显，整车占比同比减少。Q3电池占利润比重46%（同环比+7/+4pct），整车26%（同环比-15/-7pct），中游材料14%（同环比+3/+0pct），碳酸锂7%（同环比+5/+5pct），核心零部件8%（同环比+0/-2pct）。Q1-3电池占利润比重42%（同环比+4/+2pct），整车32%（同环比-12/-14pct），中游材料13%（同环比+3/+8pct），碳酸锂5%（同环比+5/+5pct），核心零部件9%（同环比+0/+0pct）。

图表：各板块净利润占新能源汽车板块比重

	2025Q3	同比变化	环比变化	2025Q1-3	同比变化	环比变化
碳酸锂	7%	5pct	5pct	5%	5pct	5pct
锂电池中游	58%	10pct	4pct	55%	7pct	9pct
电池	46%	7pct	4pct	42%	4pct	2pct
中游材料	14%	3pct	0pct	13%	3pct	8pct
隔膜	2%	0pct	0pct	2%	0pct	1pct
六氟磷酸锂及电解液	1%	1pct	0pct	1%	0pct	2pct
正极	1%	1pct	1pct	0%	1pct	2pct
三元前驱体	4%	0pct	0pct	4%	0pct	1pct
添加剂	0%	0pct	0pct	0%	0pct	0pct
负极	3%	0pct	0pct	3%	0pct	1pct
铜箔	0%	1pct	0pct	0%	1pct	1pct
铝箔	0%	0pct	0pct	0%	0pct	0pct
结构件	2%	0pct	0pct	2%	0pct	0pct
汽车核心零部件	8%	0pct	-2pct	9%	0pct	0pct
整车	26%	-15pct	-7pct	32%	-12pct	-14pct
新能源汽车（不含充电桩）	100%	0pct	0pct	100%	0pct	0pct

1 25Q3：新能源汽车各环节收入、归母净利润增速

- ◆ **25Q3归母净利润同比增速看：**六氟磷酸锂及电解液>铝箔>正极>碳酸锂>铁锂正极>锂电设备>铜箔>添加剂>锂电池中游>负极>电池>隔膜>新能源汽车板块>三元前驱体>结构件>汽车核心零部件>三元正极>整车。
- ◆ **25Q3归母净利润环比增速看：**碳酸锂>铁锂正极>正极>铝箔>结构件>铜箔>电池>锂电池中游>新能源汽车板块>三元前驱体>隔膜>添加剂>负极>汽车核心零部件>整车>锂电设备>六氟磷酸锂及电解液>三元正极。
- ◆ **25Q1-3归母净利润同比增速看：**碳酸锂>六氟磷酸锂及电解液>锂电设备>添加剂>负极>锂电池中游>电池>三元前驱体>汽车核心零部件>结构件>新能源汽车板块>隔膜>铝箔>三元正极>整车>铁锂正极>铜箔>正极。
- ◆ **25Q1-3归母净利润环比增速看：**碳酸锂>锂电设备>隔膜>三元正极>铝箔>负极>三元前驱体>锂电池中游>结构件>汽车核心零部件>电池>新能源汽车板块>添加剂>整车>铁锂正极>铜箔>正极>六氟磷酸锂及电解液。

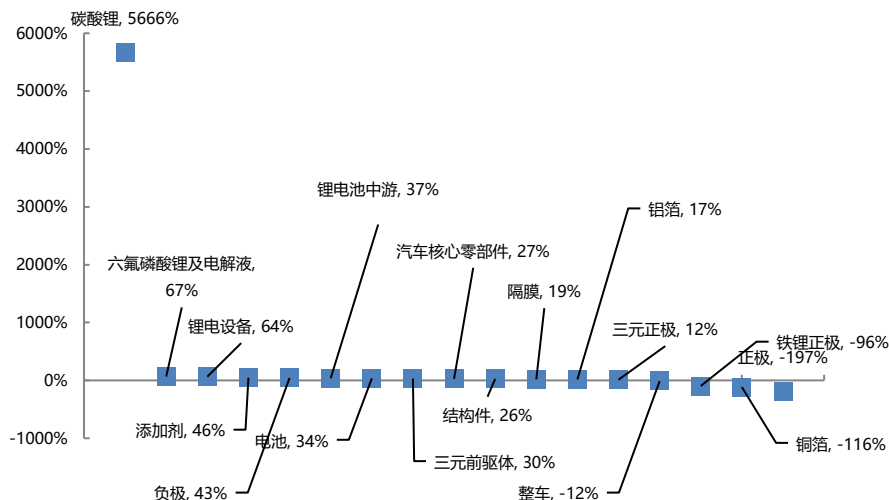
图表：新能源汽车板块各环节收入、归母净利润

各个环节	营业收入 (亿元)						归属母公司股东净利润 (亿元)					
	25Q3	同比	环比	25Q1-3	同比	环比	25Q3	同比	环比	25Q1-3	同比	环比
新能源汽车板块	9,981	13%	7%	27,268	11%	-3%	513	30%	15%	1367	21%	21%
碳酸锂	279	23%	17%	730	4%	-1%	38	290%	309%	62	5666%	13422%
锂电池中游	3,475	20%	11%	9,406	14%	6%	299	56%	23%	747	37%	44%
隔膜	179	25%	7%	475	22%	10%	12	43%	3%	33	19%	206%
六氟磷酸锂及电解液	144	15%	7%	403	16%	9%	3	5462%	-18%	10	67%	-177%
电池	1,825	16%	10%	4,918	11%	1%	236	53%	26%	580	34%	26%
正极	331	31%	14%	871	23%	14%	4	439%	238%	5	-197%	-131%
铁锂正极	194	43%	16%	515	33%	19%	2	175%	272%	0	-96%	-98%
三元正极	137	17%	12%	356	11%	7%	2	9%	-24%	5	12%	184%
三元前驱体	444	32%	15%	1,216	18%	17%	22	28%	11%	61	30%	45%
添加剂	48	1%	11%	134	-7%	-8%	2	63%	1%	4	46%	11%
负极	184	24%	4%	514	21%	10%	14	55%	-1%	39	43%	82%
铜箔	108	38%	15%	288	43%	19%	1	124%	32%	1	-116%	-115%
铝箔	77	-3%	-5%	237	6%	-2%	1	504%	51%	2	17%	129%
结构件	173	13%	19%	459	12%	1%	11	26%	41%	28	26%	42%
汽车核心零部件	468	14%	-2%	1,364	15%	6%	43	26%	-9%	126	27%	28%
整车	5,758	8%	5%	15,769	9%	-8%	133	-17%	-9%	432	-12%	-16%
锂电设备	133	15%	-4%	374	8%	10%	12	173%	-12%	37	64%	7092%

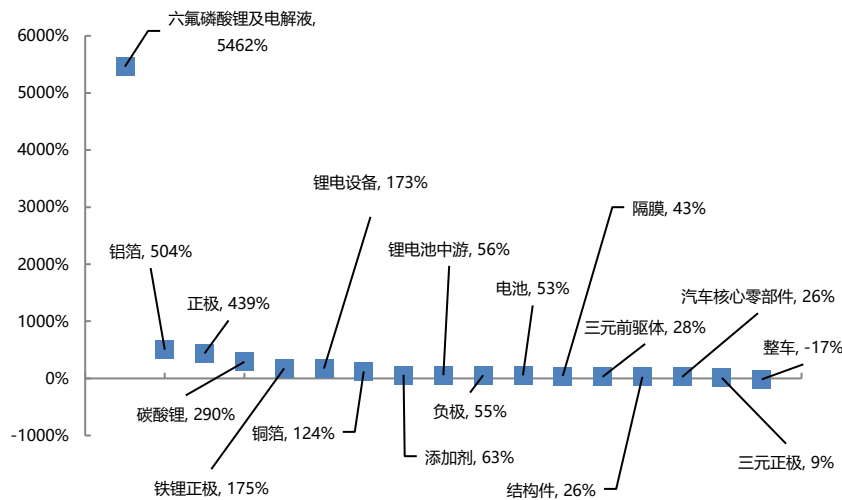
1 分子板块：六氟、碳酸锂环节同比改善明显

- ◆ **25Q3归母净利润同比增速排序**为六氟磷酸锂及电解液5462% > 铝箔504% > 正极439% > 碳酸锂290% > 铁锂正极175% > 锂电设备173% > 铜箔124% > 添加剂63% > 锂电池中游56% > 负极55% > 电池53% > 隔膜43% > 三元前驱体28% > 结构件26% > 汽车核心零部件26% > 三元正极9% > 整车-17%。
- ◆ **25Q3归母净利润环比增速排序**为碳酸锂309% > 铁锂正极272% > 正极238% > 铝箔51% > 结构件41% > 铜箔32% > 电池26% > 锂电池中游23% > 新能源汽车板块15% > 三元前驱体11% > 隔膜3% > 添加剂1% > 负极-1% > 汽车核心零部件-9% > 整车-9% > 锂电设备-12% > 六氟磷酸锂及电解液-18% > 三元正极-24%。
- ◆ **25Q1-3归母净利润同比增速排序**为碳酸锂5666% > 六氟磷酸锂及电解液67% > 锂电设备64% > 添加剂46% > 负极43% > 锂电池中游37% > 电池34% > 三元前驱体30% > 汽车核心零部件27% > 结构件26% > 新能源汽车板块21% > 隔膜19% > 铝箔17% > 三元正极12% > 整车-12% > 铁锂正极-96% > 铜箔-116% > 正极-197%。
- ◆ **25Q1-3归母净利润环比增速排序**为碳酸锂13422% > 锂电设备7092% > 隔膜206% > 三元正极184% > 铝箔129% > 负极82% > 三元前驱体45% > 锂电池中游44% > 结构件42% > 汽车核心零部件28% > 电池26% > 新能源汽车板块21% > 添加剂11% > 整车-16% > 铁锂正极-98% > 铜箔-115% > 正极-131% > 六氟磷酸锂及电解液-177%。

图：25年Q1-3各子板块归母净利润同比增速表现



图：25Q3各子板块归母净利润同比增速表现



2 碳酸锂：25Q1-3盈利同比大幅提升，Q3锂价上行利润环比大幅增长

- ◆ 25Q1-3碳酸锂板块归母净利润大幅提升，25Q3盈利环比大幅增长；Q3资金压力有所缓解，资本开支同环比双降。 1) 收入和归母净利润：25Q1-3碳酸锂板块营收730亿元，同增4%，归母净利润62亿元，同增5666%，25Q3板块营收279亿元，同增23%，环增17%；归母净利润38.3亿元，同增290%，环减309%。 2) 毛利率和净利率：25Q1-3毛利率26.3%，同减1.4pct；归母净利率8.5%，同增8.7pct，25Q3毛利率28.4%，同增1.3pct，环增4.5pct；归母净利率13.7%，同增9.4pct，环增9.8pct。 3) 费用率控制：25Q1-3期间费用率11.4%，同增0.1pct；25Q3期间费用率11.1%，同减0.5pct，环增0.6pct。 4) 存货：25Q3末存货为283亿元，较年初增加8%； 5) 现金流：25Q1-3经营活动净现金流133.3亿元，同减12%，25Q3经营活动净现金流45.4亿元，同增48%，环减54%； 6) 资金压力：25Q3末无息在手现金12亿元，较年初减少19%，而25Q3营运资本584亿元。 7) 资本开支：Q3资本开支34.3亿，同环比-39%/-37%。

图表： 2025年Q1-3碳酸锂板块情况（亿元）

	2025Q1-3	25Q1-3同比	2025Q3	25Q3同比	25Q3环比
营业收入（亿元）	730	4%	279	23%	17%
归母净利润（亿元）	62	5666%	38.3	290%	309%
毛利率	26.3%	-1.4%	28.4%	1.3%	4.5%
归母净利率	8.5%	8.7%	13.7%	9.4%	9.8%
费用率	11.4%	0.1%	11.1%	-0.5%	0.6%
经营活动净现金流（亿元）	133.3	-12%	45.4	48%	-54%

	2024Q4	2025Q1	2025Q2	25Q3末	25Q3末较年初增长
应收账款（亿元）	101	99	106	130	29%
预收款项（亿元）	39	43	44	50	28%
存货（亿元）	263	284	282	283	8%
无息在手现金（亿元）	15	-50	-10	12	-19%
营运资本（亿元）	504	536	539	584	16%

2 碳酸锂： 25Q3锂价反弹， 利润弹性开始显现

◆ 25Q3锂价反弹， 利润弹性明显， 主流公司利润均实现扭亏。天齐锂业2025年Q1-3归母净利2亿元， 同比增长103%， 2025Q3归母净利1亿元， 同比增长119%， 环比增长581%。赣锋锂业2025年Q1-3归母净利0.3亿元， 同比增长104%， 2025Q3归母净利5.6亿元， 同比增长364%， 环比增长417%。永兴材料25Q3归母净利1.3亿， 同环比-35%/-38%。中矿资源25Q3归母净利1.2亿， 同环比58%/352%。雅化集团25Q3归母净利2亿元， 同环比278%/272%。盛新锂能25Q3归母净利0.9亿元， 同环比132%/113%。

图表： 2025年Q1-3碳酸锂板块情况（亿元）

新能源汽车板块		收入					归母净利润				
上游材料		2025年Q1-3	25Q1-3同比	2025Q3	25Q3同比	25Q3环比	2025年Q1-3	25Q1-3同比	2025Q3	25Q3同比	25Q3环比
002466.SZ	天齐锂业	74	-27%	26	-30%	14%	2	103%	1.0	119%	581%
002460.SZ	赣锋锂业	146	5%	62	44%	36%	0.3	104%	5.6	364%	417%
002497.SZ	雅化集团	60	2%	26	32%	39%	3	116%	2.0	278%	272%
002176.SZ	江特电机	14	15%	5	-14%	-4%	-1	-37%	0.0	107%	102%
002756.SZ	永兴材料	55	-11%	19	7%	-3%	5	-45%	1.3	-35%	-38%
600499.SH	科达制造	126	47%	44	44%	0%	11	63%	4.0	63%	1%
002240.SZ	盛新锂能	31	-12%	15	61%	60%	-8	-63%	0.9	132%	113%
300390.SZ	天华新能	56	2%	21	21%	19%	0	-96%	1.9	113%	219%
000762.SZ	西藏矿业	2	-65%	1	-65%	5%	0	-105%	0.1	-80%	534%
002738.SZ	中矿资源	48	35%	16	35%	-10%	2	-63%	1.2	58%	352%
000792.SZ	盐湖股份	111	6%	43	35%	18%	45	43%	19.9	114%	45%
002192.SZ	融捷股份	5	26%	2	35%	-1%	1	-21%	0.6	249%	-10%
合计		730	24%	279	206%	173%	62.3	5666%	38.3	290%	309%

3 碳酸锂： Q4持续去库，明年供需平衡，价格或反转

- ◆ 8-9月持续小幅去库，我们预计Q4去库趋势持续。9月底库存约13.7万吨，短期市场处于供需双增的格局，且需求增长势头相对更为明显，Q4将维持去库状态。
- ◆ 需求上调后，25年供给略过剩，26-27年接近供需平衡，锂价有望反转。假设宁德柘下窝年底开始逐步复产，我们预计25-27年供给量分别166/202/230万吨，需求量分别160/200/228万吨，25年过剩5万吨+，26年接近供需平衡，且旺季可能出现供给缺口，锂价有望出现反转趋势。

图 碳酸锂供给测算

产量 (万吨LCE)	2022年	2023年	2024	2025E	2026E	2027E
国内盐湖	9.7	12.7	15.7	18.0	21.9	26.8
国内辉石矿	1.5	1.8	2.0	5.1	8.5	9.9
国内云母矿	5.6	9.6	13.0	17.5	19.1	23.5
国内供给合计	16.8	24.1	30.7	40.6	49.5	60.2
海外盐湖	26.6	31.6	38.2	44.2	52.5	56.5
澳洲辉石矿	30.0	39.6	41.9	44.8	48.2	51.2
非洲辉石矿	0.6	4.1	10.9	19.0	30.8	39.7
美洲辉石矿	1.5	4.1	6.4	8.0	10.2	10.3
海外供给合计	58.6	79.3	97.3	116.1	141.7	157.7
锂回收	4.9	8.4	6.8	9.0	10.4	11.9
合计	80.4	111.8	134.8	165.6	201.5	229.9

图 碳酸锂供需测算

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
全球锂有效供给 (万吨LCE)	58.4	80.4	111.8	134.8	165.6	201.5	229.9
全球锂需求 (万吨LCE)	56.2	76.7	93.2	118.6	160.2	199.7	228.4
过剩 (万吨LCE)	2.2	3.7	18.6	16.3	5.4	1.7	1.5

3 锂电池中游：Q3盈利能力持续改善，利润同环比明显提升

- ◆ **锂电池中游板块：25Q3盈利能力持续改善。** 1) **收入和归母净利润**：25Q3锂电池中游板块实现营业收入3475亿元，同比上升20%，归母净利润299亿元，同环比增长56%/23%；25Q1-3锂电池中游板块实现营业收入9406亿元，同比上升14%，归母净利润747亿元，同环比增长37%/44%。2) **毛利率和净利率**：25Q3毛利率18%，同比降低2pct，净利率8.6%，同比增长2pct；25Q1-3毛利率17.7%，同比降低1.1pct，净利率8%，同比增长1.3pct；3) **费用率**：25Q3期间费用率9.1%，同比-1.4pct，环比+0.5pct；25Q1-3期间费用率9%，同比-1.6pct，环比+0.1pct；4) **存货增加**：25Q3末存货2620亿元，较年初增长22%。5) **现金流**：25Q3经营活动净现金流389亿元，同比-2%，环比-20%；25Q1-3经营活动净现金流1189亿元，同比+24%，环比-12%。6) **资金压力**：25Q3末营运资本3553亿元，较年初增长16%。

图表：25Q3锂电池中游板块情况（亿元）

	25Q3	同比	环比	25Q1-3	同比	环比
营业收入（亿元）	3,475	20%	11%	9,406	14%	6%
归母净利润（亿元）	298.8	56%	23%	747	37%	44%
毛利率	17.8%	-2.0pct	0.0pct	17.7%	-1.1pct	0.5pct
归母净利率	8.6%	2pct	0.9pct	7.9%	1.3pct	2.1pct
费用率	9.1%	-1.4pct	0.5pct	9.0%	-1.6pct	0.1pct
经营活动净现金流（亿元）	389.3	-2%	-20%	1188.7	24%	-12%

	25Q3末的情况	25Q3末较年初增长
应收账款（亿元）	2805	10%
合同负债（亿元）	553	33%
存货（亿元）	2,620	22%
无息在手现金（亿元）	1102	20%
营运资本（亿元）	3553	16%

3 锂电池中游： Q3盈利能力持续改善

- ◆ **锂电池中游板块：25Q3盈利持续改善：**25Q3六氟及电解液、正极、铜箔、铝箔盈利同比高增，隔膜、电池、三元前驱体、添加剂、结构件板块盈利改善。25Q1-3隔膜、三元正极、铝箔盈利环比高增，铁锂正极、铜箔板块盈利降低，电池、三元前驱体、添加剂、负极、结构件盈利改善。

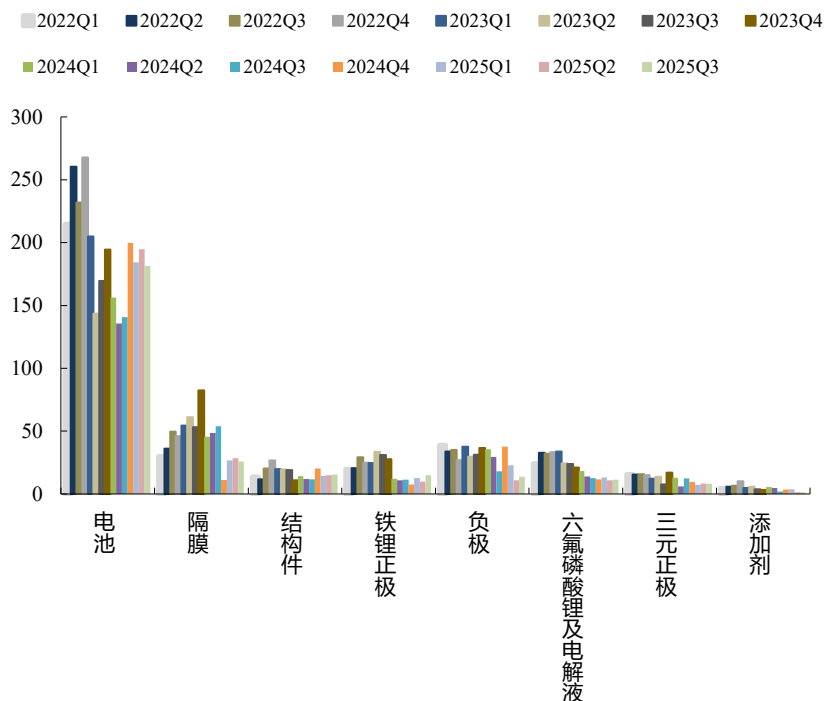
图表：25Q3锂电池中游分板块情况（亿元）

分项	25Q3营收 (亿元)	同比增速 (%)	环比增速 (%)	归母净利润 (亿元)	同比增速 (%)	环比增速 (%)	25Q1-3营收 (亿元)	同比增速 (%)	环比增速 (%)	归母净利润 (亿元)	同比增速 (%)	环比增速 (%)
锂电池中游	3,475	20%	11%	298.8	56%	23%	9,406	14%	6%	747	37%	44%
隔膜	179	25%	7%	12.1	43%	3%	475	22%	10%	33	19%	206%
六氟磷酸锂及电解液	144	15%	7%	2.8	5462%	-18%	403	16%	9%	10	67%	-177%
电池	1,825	16%	10%	235.9	53%	26%	4,918	11%	1%	580	34%	26%
正极	331	31%	14%	4.2	439%	238%	871	23%	14%	5	-197%	-131%
铁锂正极	194	43%	16%	2.3	175%	272%	515	33%	19%	0	-96%	-98%
三元正极	137	17%	12%	1.9	9%	-24%	356	11%	7%	5	12%	184%
三元前驱体	444	32%	15%	21.8	28%	11%	1,216	18%	17%	61	30%	45%
添加剂	48	1%	11%	1.7	63%	1%	134	-7%	-8%	4	46%	11%
负极	184	24%	4%	14.2	55%	-1%	514	21%	10%	39	43%	82%
铜箔	108	38%	15%	0.6	124%	32%	288	43%	19%	1	-116%	-115%
铝箔	77	-3%	-5%	0.8	504%	51%	237	6%	-2%	2	17%	129%
结构件	173	13%	19%	11.2	26%	41%	459	12%	1%	28	26%	42%

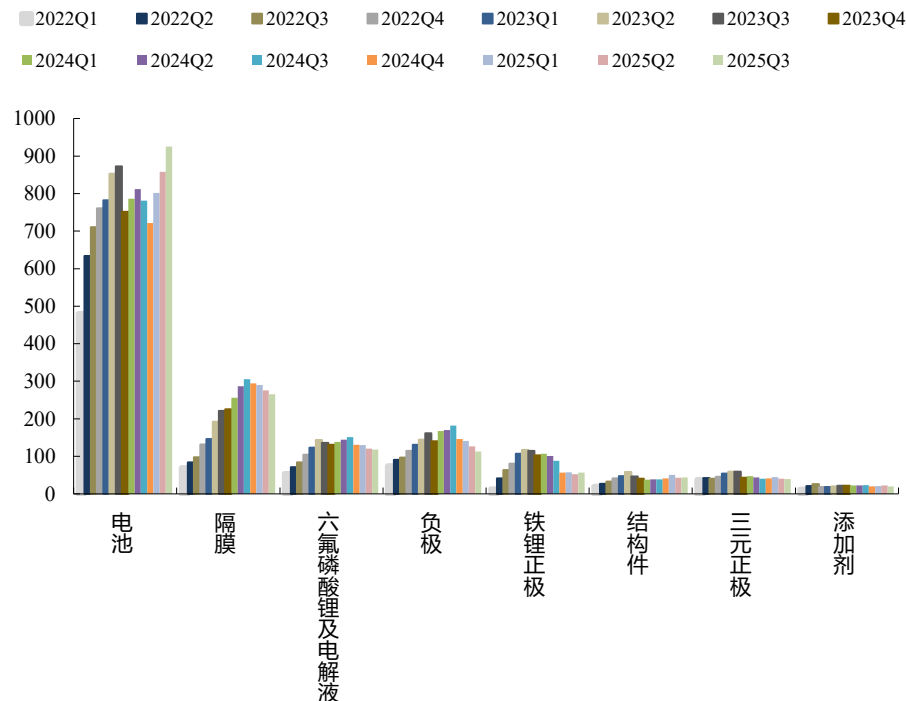
3 锂电池中游：材料资本开支较高点明显下降，电池资本开支有所恢复

- ◆ 25年Q1-3结构件、三元正极资本开支有所恢复，负极资本开支下滑明显。25Q3电池、隔膜、资本开支环比下滑，结构件、铁锂正极、负极、六氟资本开支环比增加。
- ◆ 材料在建工程下降，电池在建工程增加明显。25Q3隔膜、六氟、负极等环节在建工程环比降幅较大，且均较高点明显下降，电池在建工程增幅明显。

图：各环节22Q1-25Q3资本开支变化



图：各环节22Q1-25Q3在建工程变化



分板块2025Q3业绩总结

- ◆ **Q3电池、结构件龙头盈利稳定，负极、六氟龙头盈利二线亏损，铁锂、铜箔持续减亏。**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。25Q3电池龙头依托客户结构、成本优势，单位盈利稳定，铁锂、负极等高端产品需求旺盛，部分龙头产品结构改善，持续减亏。

表 各环节分季度盈利情况

环节	代表公司	单位	2021A	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3
电池	宁德时代	元/Wh	0.08	0.00	0.07	0.07	0.11	0.07	0.08	0.08	0.12	0.10	0.10	0.12	0.08	0.09	0.09	0.09
	亿纬锂能	元/Wh	0.03	0.00	0.02	0.04	0.06	0.03	0.02	0.04	0.03	0.02	0.01	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
	国轩高科	元/Wh	0.00	0.00	0.00	0.01	-0.02	0.00	0.00	0.00	0.005	0.00	0.00	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00
	孚能科技	元/Wh	-0.03	-0.20	0.01	-0.01	-0.22	-0.10	-0.17	-0.15	-0.05	-0.05	0.00	-0.06	-0.02	-0.04	-0.02	-0.06
	派能科技	元/Wh	0.21	0.25	0.31	0.42	0.51	0.49	0.26	0.01	-0.91	0.02	0.03	0.02	0.01	-0.10	0.05	0.04
三元前驱体	中伟股份	万元/吨	0.52	0.41	0.53	0.52	0.60	0.45	0.55	0.70	0.75	0.55	0.60	0.60	0.50	0.60	0.50	0.62
三元正极	当升科技	万元/吨	1.43	2.30	3.90	3.92	3.52	2.98	3.95	3.00	2.80	1.10	0.96	1.00	-0.50	0.60	1.00	1.00
	容百科技	万元/吨	1.65	1.60	2.45	0.73	1.40	1.20	0.36	0.88	-0.12	-0.12	0.20	0.40	0.60	0.20	0.15	-0.60
磷酸铁锂	德方纳米	万元/吨	0.91	2.15	1.50	1.10	1.15	-2.11	-0.76	0.07	-1.29	-0.55	-0.69	-0.64	-1.12	-0.37	-0.50	-0.17
	湖南裕能	万元/吨	0.98	2.01	1.12	0.44	0.81	0.28	0.83	0.20	0.05	0.10	0.15	0.06	0.04	0.04	0.11	0.11
	万润新能	万元/吨	0.85	2.28	1.54	0.93	0.50	-0.15	-2.01	-0.20	-1.20	-0.42	-0.58	-0.40	-0.30	-0.21	-0.26	-0.09
负极	璞泰来	万元/吨	1.14	1.27	1.30	1.30	0.90	0.85	0.35	-0.55	-0.40	-0.05	-0.30	-0.30	-1.10	-0.10	0.00	0.05
	中科电气	万元/吨	0.53	0.59	0.47	0.51	-0.20	-0.54	0.07	0.21	0.29	0.08	0.11	0.17	0.20	0.19	0.18	0.13
	尚太科技	万元/吨	0.81	1.40	1.40	1.20	0.95	0.95	0.60	0.40	0.35	0.38	0.35	0.33	0.35	0.35	0.33	0.26
隔膜	恩捷股份	元/平	0.85	0.77	0.90	0.90	0.70	0.60	0.60	0.50	0.30	0.13	0.09	0.08	-0.25	0.01	0.04	0.04
	星源材质	元/平	0.28	0.48	0.55	0.47	0.43	0.40	0.30	0.33	0.05	0.15	0.08	0.08	0.08	0.03	0.01	-0.02
电解液	天赐材料	万元/吨	1.44	1.85	1.80	1.27	1.05	0.75	0.65	0.40	0.30	0.11	0.08	0.08	0.10	0.08	0.08	0.08
	新宙邦	万元/吨	0.97	1.65	1.50	0.85	0.40	0.20	0.12	0.10	0.07	0.00	0.04	0.04	0.04	0.00	-0.01	-0.01
铜箔	嘉元科技	万元/吨	2.98	1.83	1.10	1.04	0.55	0.30	-0.20	0.02	-0.30	-0.57	-0.45	-0.26	0.00	0.04	0.01	0.01
	诺德股份	万元/吨	1.13	1.23	1.00	0.50	0.80	0.15	-0.20	-0.46	-0.47	-0.93	-0.67	-0.50	-0.57	-0.29	-0.26	-0.13
铝箔	鼎胜新材	万元/吨	0.62	0.60	0.65	0.65	0.65	0.50	0.40	0.35	0.30	0.20	0.20	0.13	0.13	0.13	0.12	0.17
导电剂	天奈科技	万元/吨	0.79	0.90	0.88	0.90	0.80	0.30	0.30	0.40	0.41	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.29
结构件	科达利	净利率	12.2%	11.0%	9.7%	9.7%	11.0%	10.5%	10.0%	10.0%	14.1%	11.8%	11.6%	11.4%	13.3%	13.0%	10.0%	10.5%
包覆材料	信德新材	万元/吨	0.67	0.53	0.50	0.50	0.50	0.30	-0.1	0.2	-0.15	-0.1	0.05	-0.05	-0.05	0.01	0.00	0.05

动储需求：25年上修至44%增长，26年预计27%增长

- ◆ 我们预计全球25年动储需求2007GWh，同增44%，同时我们预计26年动储需求2546gwh，同增27%，此后依靠海外电动化提速和储能持续高增，仍可维持15-20%复合增长。

表：动力及储能需求增速预期

	2023	2024	2025 E	2026 E	2027 E	2028 E	2029 E	2030 E
海外：乘用车动力电池装机需求 (Gwh)	311.3	324.0	399.1	452.7	535.0	644.9	777.4	937.0
-海外平均单车带电量 (kwh)	61.1	58.3	56.2	52.5	50.5	49.8	49.2	48.6
国内：动力电池装机需求 (Gwh)	389	533	736	888	1,001	1,119	1,229	1,335
-国内平均单车带电量 (kwh)	46.9	46.0	51.9	54.8	56.5	58.0	59.3	60.8
全球动力电池装机需求 (gwh)	1,339	1,714	2,128	2,485	2,831	3,222	3,654	4,124
YoY	33%	28%	24%	17%	14%	14%	13%	13%
-全球平均单车带电量 (kwh)	53.4	51.1	54.9	56.4	57.2	58.2	59.1	60.2
全球动力电池实际需求 (gwh)	873	1,069	1,426	1,710	1,974	2,289	2,635	3,027
YoY	25%	23%	33%	19.9%	15.5%	15.9%	15.1%	14.9%
全球储能电池合计 (gwh)	204	325	568	829	1,063	1,310	1,566	1,884
YoY	61%	59%	72%	46%	28%	23%	20%	20%
国内储能电池 (gwh)	77	139	211	309	366	410	456	507
海外储能电池 (gwh)	127	186	357	521	696	900	1,110	1,377
全球动力+储能电池实际需求合计 (gwh)	1,077	1,394	2,007	2,546	3,044	3,606	4,209	4,919
YoY	31%	29%	44%	26.8%	19.6%	18.5%	16.7%	16.9%

供需：需求超预期，25-26年产能利用率明显改善

- ◆ 动储需求两旺，24年起电池龙头率先开始有序扩产，但材料厂商扩产相对谨慎，26年行业拐点明确。25H2起需求超预期，行业产能利用率明显改善，突破70%，且格局向头部厂商集中，我们预计26年行业供需进一步改善，其中六氟产能利用率我们预计达90%左右，铁锂达79%，改善明显。

图：主流环节产能利用率情况

三元正极	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
全行业有效供给 (万吨)	42	69	111	162	179	196	209
-同比		66%	61%	46%	10%	10%	7%
需求 (万吨)	41	68	85	90	103	117	123
-同比		64%	26%	5%	14%	14%	6%
产能利用率	99%	98%	77%	55%	57%	59%	59%
铁锂正极	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
供给 (万吨)	24.7	43.1	114.6	225.7	401.1	532.9	679.9
-同比	145%	75%	166%	97%	78%	33%	28%
需求 (万吨)	12.7	39.2	100.6	163.8	248.8	398.6	536.0
-同比	48%	208%	157%	63%	52%	60%	34%
产能利用率	52%	91%	88%	73%	62%	75%	79%
负极	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
全行业有效供给 (万吨)	57	96	137	233	331	444	507
同比	40%	69%	43%	70%	42%	34%	14%
需求 (万吨)	46	81	125	171	219	309	388
同比	30%	76%	54%	37%	28%	41%	25%
产能利用率	81%	85%	91%	74%	66%	70%	77%
隔膜	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
全行业有效供给 (亿平)	78.8	110.9	188.7	282.3	421.8	579.8	636.4
-同比		41%	70%	50%	49%	37%	10%
需求 (亿平)	57.8	103.0	160.1	209.8	274.8	387.2	482.0
-同比		78%	55%	31%	31%	41%	24%
产能利用率	73%	93%	85%	74%	65%	67%	76%
6F	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
全行业有效供给 (吨)	5.3	8.0	13.7	25.8	34.6	37.1	41.2
-同比		51%	73%	87%	34%	7%	11%
需求 (吨)	4.7	8.1	12.4	16.5	20.7	29.3	36.5
-同比		74%	53%	33%	25%	41%	24%
产能利用率	89%	102%	90%	64%	60%	79%	89%

4 电池：盈利能力表现亮眼，锂电环节中最为稳健

- ◆ **电池盈利表现亮眼，龙头厂商盈利稳定，二线厂商盈利提升。** 电池板块25Q1-3实现营收4853亿元，同增9%，归母净利润579亿元，同增34%；25Q3营收1760亿元，同环比+12%/+6%，归母净利润235.4亿元，同环比+52%/+26%。其中宁德时代对板块贡献最大，25年Q1-3归母净利润亿元，在电池板块中占比84.5%。
- ◆ **电池价格基本企稳，盈利能力稳中有升。** 25Q1-3毛利率21.4%，同比-1.9pct，归母净利率11.9%，同比+2.2pct，费用率9.1%，同比-2.4pct；25年Q3毛利率21.8%，同环比-3.5/+0.4pct，归母净利率13.4%，同环比+3.6/+2.1pct，费用率9.2%，同环比-1.9/+0.6pct。
- ◆ **25Q3在建工程较年初增长23%，无息在手现金增加21%。** 25Q3末应收账款1349亿元，较年初增长2%；预收款463亿元，较年初增长44%；存货1283亿元，较年初增长24%；在建工程886亿元，较年初增长23%；无息在手现金2441亿元，较年初增长21%；营运资本2540亿元，较年初增长18%。

表：2025年Q1-3电池板块情况（亿元）

	25Q1-3	同比	25Q1	25Q2	25Q3	同比	环比
营业收入（亿元）	4,853	9%	1,439	1,654	1,760	12%	6%
归母净利润（亿元）	579	34%	157.2	186.6	235.4	52%	26%
毛利率	21.4%	-1.9pct	21.1pct	21.4%	21.8%	-3.5pct	0.4pct
归母净利率	11.9%	2.2pct	10.9pct	11.3%	13.4%	3.6pct	2.1pct
费用率	9.1%	-2.4pct	9.7pct	8.6%	9.2%	-1.9pct	0.6pct
经营活动净现金流（亿元）	943.4	22%	345.3	318.0	280.1	1%	-12%
资本开支（亿元）	550.0	27%	184.2	194.7	171.1	22%	-12%

	25Q1	25Q2	25Q3	25Q3较年初增长
应收账款（亿元）	1265	1334	1349	2%
预收款项（亿元）	422	420	463	44%
存货（亿元）	1,107	1,222	1,283	24%
在建工程（亿元）	802	858	886	23%
无息在手现金（亿元）	2185	2366	2441	21%
营运资本（亿元）	2330	2541	2540	18%

4 电池：龙头盈利优势维持，二线电池厂盈利有所改善

◆ 宁德时代单位盈利稳定，二线电池厂盈利有所提升。宁德时代25年Q1-3收入2831亿元，同增9%，其中Q3收入1042亿元，同环比+13%/+11%； 25年Q1-3归母净利润490亿元，同增36%，其中Q3归母净利润185.5亿元，同+41%+12%，Q3单wh盈利维持0.08-0.09元。二线电池厂盈利有所提升，亿纬锂能25年Q1-3归母净利润28亿元，同减12%，25年Q3归母净利润12.1亿元，同环比+15%/+140%，25年Q3单Wh利润0.02-0.03元；受益于产能利用率提升，其余二三线电池厂盈利也有所改善。

表：2025年Q1-3电池板块情况（亿元）

新能源汽车板块		收入					归母净利润				
电池		2025Q1-3	同比	2025Q3	同比	环比	2025Q1-3	同比	2025Q3	同比	环比
300750.SZ	宁德时代	2,831	9%	1,042	13%	11%	490	36%	185.5	41%	12%
300068.SZ	南都电源	59	-25%	20	-6%	-29%	-2	-189%	0.1	-80%	-64%
002074.SZ	国轩高科	295	17%	101	21%	-2%	25	514%	21.7	1434%	715%
300014.SZ	亿纬锂能	450	32%	168	36%	9%	28	-12%	12.1	15%	140%
300207.SZ	欣旺达	435	14%	165	15%	13%	14	16%	5.5	42%	17%
688567.SH	孚能科技	66	-29%	22	-1%	9%	-4	27%	-2.2	-97%	-2260%
688772.SH	珠海冠宇	103	21%	42	33%	17%	4	44%	2.7	62%	92%
688063.SH	派能科技	20	43%	9	56%	14%	0	28%	0.3	94%	-35%
002245.SZ	蔚蓝锂芯	58	20%	21	18%	4%	5	82%	1.8	57%	-6%
300438.SZ	鹏辉能源	76	34%	33	75%	26%	1	89%	2.0	977%	569%
688819.SH	天能股份	334	2%	125	11%	17%	14	-7%	4.9	82%	10%
301327.SZ	华宝新能	29	38%	13	32%	41%	1	-11%	0.2	-77%	-47%
000049.SZ	德赛电池	161	8%	63	5%	18%	2	2%	1.3	13%	162%
合计		4917.7	11%	1761.2	12%	7%	579.7	34%	235.9	53%	26%

4 电池：龙头经营性现金流稳健，电池资本开支同比增长

◆ 宁德时代现金流表现稳健，二三线电池厂商分化显著，资本开支同比增长。宁德时代25Q3经营性现金流净额219.7亿元，同环比-3%/-15%；资本开支98.7亿元，同环比+33%/0%。亿纬锂能25Q3经营性现金流净额25.3亿元，同环比+40%/+71%；资本开支30.3亿元，同环比+58%/+26%。欣旺达、珠海冠宇、鹏辉能源等现金流增长；南都电源、国轩高科、派能科技现金流承压；整体二三线厂商消费类支撑现金流，动储类仍有压力，资本开支多数同比增长。

表：2025年Q1-3电池板块情况（亿元）

新能源汽车板块		经营性现金流净额					资本开支				
电池		2025Q1-3	同比	2025Q3	同比	环比	2025Q1-3	同比	2025Q3	同比	环比
300750.SZ	宁德时代	806.6	20%	219.7	-3%	-15%	300.9	41%	98.7	33%	0%
300068.SZ	南都电源	8.6	219%	2.7	196%	-70%	6.6	-37%	-0.2	-122%	-107%
002074.SZ	国轩高科	4.6	88%	1.3	109%	-33%	58.6	11%	19.3	49%	-12%
300014.SZ	亿纬锂能	49.0	132%	25.3	40%	71%	74.6	82%	30.3	58%	26%
300207.SZ	欣旺达	24.2	-7%	13.9	54%	382%	56.8	23%	15.1	12%	-32%
688567.SH	孚能科技	4.1	49%	2.9	-65%	14%	1.8	-86%	0.4	-86%	181%
688772.SH	珠海冠宇	17.4	5%	8.8	7%	155%	29.0	51%	10.0	69%	-6%
688063.SH	派能科技	3.6	-47%	0.6	-71%	-60%	2.5	-28%	0.7	-43%	-45%
002245.SZ	蔚蓝锂芯	10.5	124%	3.1	355%	-25%	5.9	7%	1.0	-58%	-52%
300438.SZ	鹏辉能源	-0.1	98%	1.4	172%	115%	4.9	22%	1.9	49%	23%
688819.SH	天能股份	25.0	-15%	10.8	1%	-61%	9.8	-34%	1.4	-55%	-80%
301327.SZ	华宝新能	-5.3	-245%	0.4	-84%	129%	0.7	2%	0.1	-73%	-75%
000049.SZ	德赛电池	6.9	785%	0.9	120%	1011%	8.3	-8%	2.9	2%	44%
合计		955.1	23%	291.8	5%	-8%	560.4	30%	181.5	29%	-7%

4 电池：龙头在手现金充足，部分二三线仍有资金压力

- ◆ 在建工程有所增长，龙头厂商无息现金充足，而二三线电池厂有一定资金压力。龙头厂商无息现金与营运资本双高，反映其流动性好、短期财务风险低，而部分二线电池厂存在营运资本高、现金为负的情况，可能是短期应收账款、存货过多的结果。宁德时代25年Q3末在建工程373.7亿元，较年初增长26%，无息现金2653.2亿元，较年初增长29%，运营资本2332.9亿元，较年初增长21%；亿纬锂能25年Q3末在建工程132.9亿元，较年初增长43%，无息现金-126.1亿元，较年初扩大121%，运营资本22.9亿元，有所改善。

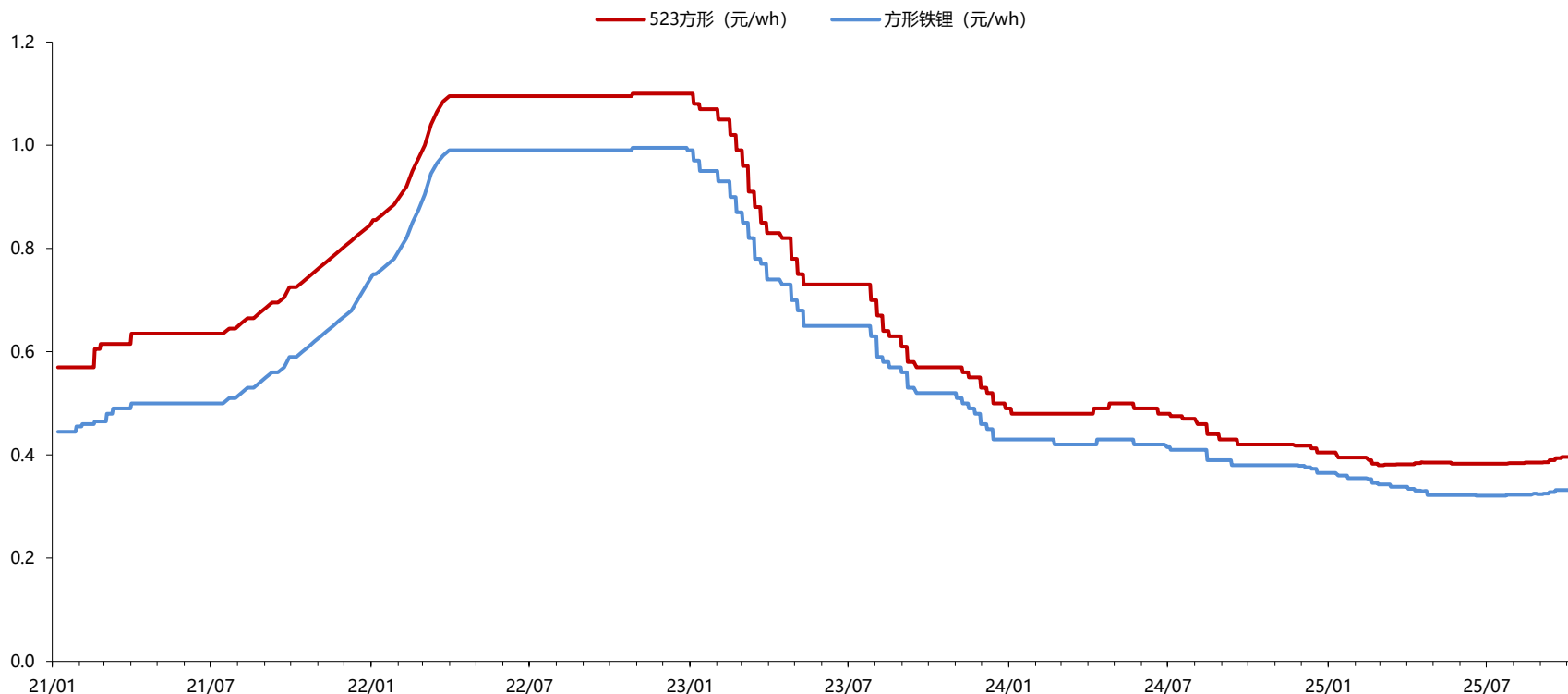
表：2025年Q1-Q3和Q3电池板块情况（亿元）

新能源汽车板块		在建工程					无息在手现金					运营资本				
电池		2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	25Q3较年初增长	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	25Q3较年初增长	2024Q4	2025Q1	2025Q2	205Q3	25Q3较年初增长
300750.SZ	宁德时代	297.5	352.2	350.9	373.7	26%	2049.4	2302.2	2596.3	2653.2	29%	1929.7	2020.9	2317.0	2332.9	21%
300068.SZ	南都电源	10.6	12.2	13.9	14.8	39%	-52.4	-53.9	-53.7	-53.6	-2%	-5.3	-9.1	-11.3	-8.8	-67%
002074.SZ	国轩高科	148.0	159.0	178.6	210.4	42%	-166.4	-191.2	-229.3	-224.5	-35%	-68.1	-55.4	-67.1	-89.0	-31%
300014.SZ	亿纬锂能	93.1	110.0	122.7	132.9	43%	-57.1	-87.3	-115.7	-126.1	-121%	-18.5	39.9	14.1	22.9	223%
300207.SZ	欣旺达	81.3	91.8	103.7	115.0	42%	23.3	16.2	-14.7	-13.6	-159%	47.7	52.8	39.9	35.2	-26%
688567.SH	孚能科技	28.9	12.5	10.0	10.2	-65%	35.8	38.0	27.4	19.6	-45%	15.8	15.9	13.2	15.0	-5%
688772.SH	珠海冠宇	18.8	21.6	38.2	29.4	56%	-28.5	-27.6	-40.2	-37.8	-32%	11.9	10.1	-5.5	-11.6	-197%
688063.SH	派能科技	2.8	2.4	0.2	0.3	-98%	62.7	64.3	63.9	64.0	2%	67.4	67.5	67.3	66.6	-1%
002245.SZ	蔚蓝锂芯	15.0	16.0	16.6	16	7%	0.7	2.0	2.6	3.5	388%	21.4	21.8	22.1	23.4	10%
300438.SZ	鹏辉能源	8.4	6.0	10.9	7.3	-13%	-8.7	-14.3	-14.9	-13.2	-51%	-1.8	8.0	-0.4	-0.7	59%
688819.SH	天能股份	15.1	16.3	9.4	13.5	-10%	111.9	96.7	113.0	121.8	9%	55.0	59.6	60.1	66.1	20%
301327.SZ	华宝新能	0.1	0.0	0.2	0.1	-11%	51.8	46.6	42.5	42.3	-18%	59.8	60.7	59.2	59.4	-1%
000049.SZ	德赛电池	1.9	2.2	2.8	1.6	-16%	-9.7	-6.6	-11.1	-13.2	-37%	37.1	37.2	31.9	31.9	-14%
合计		721.5	802.0	857.8	925.2	-	2012.7	2185.4	2366.0	2422.4	-	2152.2	2330.0	2540.7	2543.3	-

4 电池：动储电芯需求较为旺盛，价格底部企稳向上

- ◆ **动储电芯价格已企稳，电池价格底部明确。** 25年10月，国内报价来看，523方形电芯价格微增至0.50元/Wh，方形铁锂电芯价格微增至0.36元/Wh，价格触底企稳向上，龙头产品价格仍有溢价5-15%。三季度看，宁德时代盈利0.085元/Wh，亿纬锂能盈利0.023元/Wh，其他厂商仍处于微利水平。

图 国内三元电芯及铁锂电芯均价变化（含税，元/Wh）



4 电池：龙头具备产品和成本优势，二三线盈利有所改善

◆ 宁德时代Q3单Wh盈利0.085元，二三线盈利有所改善。单Wh净利来看，25年Q3宁德时代盈利0.085元，亿纬锂能盈利0.023元，欣旺达亏损0.04元，龙头与二三线电池厂盈利差距维持。

表：宁德时代与二线电池企业盈利水平差异

公司	项目	1Q25	2Q25	3Q25	2024年	2025年
宁德时代	收入 (亿)	847	942	1042	3621	4226
	电池收入 (亿)	723	857	952	3104	3762
	出货量 (gwh)	122	148	167	474	631
	均价 (含税, 元/wh)	0.69	0.65	0.64	0.74	0.67
	毛利率	22.3%	23.5%	23.8%	24.50%	25.4%
	单瓦净利 (元/wh)	0.08	0.09	0.09	0.10	0.08
亿纬锂能	收入 (亿)	128	159	168	486	660
	电池收入 (亿)	106	125	143	382	551
	出货量 (gwh)	22.5	27.3	34.6	80.7	127.8
	均价 (含税, 元/wh)	0.53	0.52	0.47	0.54	0.49
	毛利率	17.2%	17.5%	13.7%	14.5%	14.6%
	单瓦净利 (元/wh)	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
欣旺达	收入 (亿)	123	147	165	560	664
	动力收入 (亿)	28	49	58	151	212
	出货量 (gwh)	7	9	11	25	40
	均价 (含税, 元/wh)	0.4	0.6	0.6	0.60	0.53
	毛利率	12.8%	9.6%	10%	8.80%	9.40%
	单瓦净利 (元/wh)	-0.07	-0.06	-0.04	-0.63	-0.27
国轩高科	收入 (亿)	91	103	101	354	
	动力收入 (亿)	88	100	98	343	
	出货量 (gwh)	18	22	25	64	
	均价 (含税, 元/wh)	0.55	0.52	0.44	0.61	
	毛利率	18.3%	14.8%	17.6%	18.0%	
	单瓦利润 (元/wh)	0.005	0.011	-0.009	0.01	
孚能科技	收入 (亿)	23	20	22	117	
	动力收入 (亿)	23	20	22	117	
	出货量 (gwh)	4	6	6	14	
	均价 (含税, 元/wh)	0.73	0.81	0.70	0.95	
	毛利率	12.0%	14.2%	5.7%	-6.2%	
	单瓦利润 (元/wh)	-0.04	-0.02	-0.06	-0.03	
派能科技	收入 (亿)	4	8	9	20	40
	单价 (含税, 元/wh)	1.11	0.92	0.9	1.45	1.08
	毛利率	14.2%	20.6%	25.0%	28.9%	27.0%
	-出货量 (Mmh)	401	927	1078	1521	4200
	-单wh利润 (wh/元)	-0.10	0.06	0.04	0.03	0.07

标的	总市值 亿	净利润（亿）			PE			目标市值（亿）		核心假设/主要逻辑
		2025E	2026中性	2026乐观	2025E	2026中性	2026乐观	中性	乐观	
宁德时代	18,580	680	850	1000	27.3	21.8	18.6	21,250	25,000	25年出货量650gwh，2026年排产900-950gwh，出货量800-850gwh，盈利水平维持
亿纬锂能	1,690	45	80	100	41.4	23.3	18.6	2,000	2,500	25年出货量130gwh，26年出货量200gwh，其中储能120、动力80gwh，储能单wh利润提升1分，总体动储单wh利润2.5-3分
中创新航	598	13.5	26	30	47.1	24.4	21.2	650	750	25年出货量120gwh，26年出货量180gwh，储能单wh利润提升1分，总体单wh利润2-2.5分
欣旺达	593	20	28	32	31.2	22.3	19.5	700	800	25年消费利润25亿，动储权益亏损5亿，26年消费20%增长至30亿，动储盈亏平衡
派能科技	169	2.8	5	7	65.1	36.4	26.0	125	175	25年出货量4gwh，单wh利润6分，26年出货量8-10gwh，单wh利润提升1-2分至7-8分
鹏辉能源	271	3	10	12	68.5	20.5	17.1	250	300	25年减值损失影响较大，三季度户储改善明显，单wh提升到4分钱，26年按照户储20gwh，单wh利润4分，8亿利润，消费贡献2亿，但是可能还是有减值损失影响

4 海外电池厂：LGES盈利改善显著，其余厂商盈利承压

◆ 由于美国补贴政策影响，海外电池企业Q3有所承压，但LGES盈利改善显著，整体仍与宁德时代差距较大。25年Q3看，宁德时代/LGES/三星SDI/松下/SKI营业利润率20.9%/10.5%/-19.4%/0.5%/-6.9%，剔除IRA补贴后，LGES/三星/松下/SKI营业利润率分别为4.1%/-20.0%/-8.9%/-16.5%。25年Q3看，LGES通过成本控制、叠加客户一次性补偿盈利提升（Q3约30亿RMB，Q2约26亿RMB），而其余厂商盈利有所承压，三星SDI亏损增大（Q3约-30亿RMB，Q2约-22亿RMB），松下盈利承压（Q3约1亿RMB，Q2约15亿RMB），SKI亏损扩大（Q3约-6亿RMB，Q2约-3亿RMB）。

表：海外电池厂盈利水平

公司	电池业务营收（亿人民币）					营业利润（亿人民币）					营业利润率				
	24Q3	25Q2	25Q3	同比	环比	24Q3	25Q2	25Q3	同比	环比	24Q3	25Q2	25Q3	同比	环比
宁德时代	923	942	1042	13%	11%	131	215	217	31%	1%	18.0%	22.8%	20.9%	2.9%	-1.9%
LGES	368	289	289	-17%	2%	24	26	30	34%	22%	6.5%	8.8%	10.5%	4.0%	1.7%
三星SDI	196	154	155	-21%	0%	3	-22	-30	转负	34%	1.7%	-14.6%	-19.4%	-21.1%	-4.8%
松下	107	106	109	2%	2%	16	15	1	-96%	-96%	15.1%	14.5%	0.5%	-14.6%	-14.0%
SKI	77	110	92	20%	-16%	1	-3	-6	转负	83%	1.7%	-3.2%	-6.9%	-8.6%	-3.8%

表：海外电池厂盈利水平（剔除IRA补贴）

公司	营业利润(剔除IRA补贴，亿人民币)					营业利润率(剔除IRA补贴)				
	24Q3	25Q2	25Q3	同比	环比	24Q3	25Q2	25Q3	同比	环比
宁德时代	131	215	185	41%	12%	18.0%	22.8%	17.8%	3.6%	0.3%
LGES	-1	0	12	转正	16757%	-0.3%	0.0%	4.1%	4.4%	4.1%
三星SDI	3	-22	-31	转负	38%	1.7%	-14.6%	-20.0%	-21.7%	-5.5%
松下	5	4	-11	转负	转负	4.3%	3.1%	-8.9%	-13.2%	-12.0%
SKI	1	-18	-15	667%	-15%	-2.6%	-16.1%	-16.5%	-13.9%	-0.4%

5 电解液及六氟：主流厂商扩产明显放缓，行业供需逐步改善

- ◆ **2025Q1-Q3行业需求回暖，盈利水平同比小幅改善。** 电解液及六氟行业Q1-Q3实现营收403亿元，同比+16%；归母净利润10亿元，同比+67%。2025Q1-Q3毛利率14.2%，同比+0.4pct；归母净利率2.5%，同比+0.8pct。
- ◆ **三季度收入环比改善，由于Q3仍处于价格低位，盈利水平环比小幅下滑。** 2025Q3实现营收144亿元，同比+15%，环比+7%；归母净利润2.8亿元，同比+5462%，环比-18%。25Q3毛利率12.8%，同比+0.4pct，环比-1.9pct；归母净利率2.0%，同比+1.9pct，环比-0.6pct。

图表：2025Q1-Q3及Q3电解液及六氟板块情况（亿元）

	2025Q1-Q3	25Q1-Q3同比	25Q1	25Q2	25Q3	25Q3同比	25Q3环比
营业收入（亿元）	403	16%	125	134	144	15%	7%
归母净利润（亿元）	10	67%	3.8	3.4	2.8	5462%	-18%
毛利率	14.2%	0.4%	15.3%	14.7%	12.8%	0.4%	-1.9%
归母净利率	2.5%	0.8%	3.0%	2.6%	2.0%	1.9%	-0.6%
经营活动净现金流（亿元）	12.2	211%	-10.5	17.2	5.5	-44%	-68%
费用率	1.0%	0.3%	1.1%	0.8%	1.2%	-0.1%	0.5%

	2024年底	25Q1末	25Q2末	25Q3末	25Q3末较年初增长
应收账款（亿元）	131.6	146	154	166	18%
预收账款（亿元）	7.8	7	5	5	-42%
存货（亿元）	57.9	65	62	65	9%
无息现金（亿元）	-6.6	-42	-52	-51	-194%
营运资本	161.1	155	162	162	2%

5 电解液及六氟：主流公司Q3盈利稳定，二线厂去库维持亏损

- ◆ **电解液龙头25Q3盈利稳定，二线厂低价去库维持亏损。**天赐材料25Q3营收38亿元，同环比+12%/+8%，归母净利润1.5亿元，同环比+52%/+29%；新宙邦25Q3营收24亿元，同环比+14%/+5%，归母净利润2.6亿元，同环比-8%/+4%。多氟多扭亏为盈，盈利改善；天际股份、华盛锂电、胜华新材、海科新源等维持亏损。

图表：2025年Q1-Q3及Q3电解液及六氟板块情况（亿元）

新能源汽车板块		收入							归母净利润						
六氟磷酸锂及电解液		25Q1-Q3	25Q1-Q3 同比	25Q1	25Q2	25Q3	25Q3同比	25Q3环比	25Q1-Q3	25Q1-Q3 同比	25Q1	25Q2	25Q3	25Q3同比	25Q3环比
300037.SZ	新宙邦	66	17%	20	22	24	14%	5%	7	7%	2.3	2.5	2.6	-8%	4%
301238.SZ	瑞泰新材	15	-8%	5	5	5	-8%	0%	1	-21%	0.3	0.6	0.4	-13%	-35%
688353.SH	华盛锂电	5	62%	2	2	2	47%	3%	-1	-22%	-0.4	-0.3	-0.3	49%	-2%
002709.SZ	天赐材料	108	22%	35	35	38	12%	8%	4	24%	1.5	1.2	1.5	52%	29%
002759.SZ	天际股份	18	23%	5	5	7	29%	31%	-1	-46%	-0.2	-0.3	-0.5	19%	-61%
002407.SZ	多氟多	67	-2%	21	22	24	6%	8%	1	213%	0.6	-0.1	0.3	159%	299%
002326.SZ	永太科技	40	21%	11	15	14	18%	-8%	0	-136%	0.1	0.5	-0.3	79%	-154%
301292.SZ	海科新源	37	43%	11	12	13	80%	12%	-1	-40%	-0.1	-0.3	-0.9	17%	-168%
603026.SH	胜华新材	46	11%	16	14	16	6%	14%	-1	-652%	-0.3	-0.3	-0.1	78%	79%
合计		403	16%	125	134	144	15%	7%	10	67%	3.8	3.4	2.8	5462%	-18%

5 电解液及六氟：行业资金压力进一步加大

◆ 部分公司现金缺口继续扩大。25Q3天赐材料无息现金-44.7亿元，较年初-3%，营运资本48.4亿元，较年初-2%。新宙邦无息现金-4.4亿元，较年初-255%，营运资本46.5亿元，较年初+28%；瑞泰新材无息现金40.1亿元，较年初-8%，营运资本47.8亿元，较年初-15%，华盛锂电现金降至9.3亿元，较年初-39%，营运资本14.9亿元，较年初-13%；天际股份现金转负至-3.8亿元，营运资本1.3亿元，较年初-45%；多氟多现金大幅下降至4.2亿元，较年初-78%，营运资本30.6亿元，较年初+15%。永太科技和胜华新材现金及营运资本均维持在低位，持续承压。

图表：2025年Q1-Q3及Q3电解液及六氟板块现金及营运资本情况（亿元）

新能源汽车板块		无息在手现金					营运资本				
六氟磷酸锂及电解液		24年Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q3 较年初增长	24年Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q3 较年初增长
300037.SZ	新宙邦	2.8	-5.4	-4.0	-4.4	-255%	36.2	38.2	39.4	46.5	28%
301238.SZ	瑞泰新材	43.4	43.7	41.3	40.1	-8%	56.5	51.4	51.4	47.8	-15%
688353.SH	华盛锂电	15.3	12.7	9.8	9.3	-39%	17.0	16.6	15.4	14.9	-13%
002709.SZ	天赐材料	-43.5	-49.7	-46.8	-44.7	-3%	49.3	52.9	49.1	48.4	-2%
002759.SZ	天际股份	3.2	1.0	-1.0	-3.8	-221%	2.3	1.9	2.0	1.3	-45%
002407.SZ	多氟多	19.0	16.7	5.3	4.2	-78%	26.6	24.4	37.5	30.6	15%
002326.SZ	永太科技	-24.1	-28.3	-27.3	-25.0	-4%	-28.9	-30.0	-31.5	-34.4	-19%
301292.SZ	海科新源	-4.2	-14.8	-12.9	-16.1	-51%	-10.7	-3.1	-3.3	-3.2	-48%
603026.SH	胜华新材	-22.7	-17.4	-16.5	-10.5	54%	2.3	3.1	1.6	10.7	362%
合计		-17	-42	-52	-51	-194%	159	155	162	162	2%

5 电解液及六氟：盈利已底部企稳，价格拐点已至

- ◆ **盈利底部企稳，龙头盈利稳定。**25Q3末仅天赐能实现盈利，单吨盈利维持0.08万元，下半年我们预计稳中有升。新宙邦单吨微亏，多氟多微利，天际低价位去库亏损幅度扩大。
- ◆ **行业产能陆续出清，行业满产满销，龙头挺价意愿强烈，26年价格我们预计涨至8-10万。**当前头部厂商满产满销，小厂由于盈利压力陆续关停退出，订单外溢行业供需紧平衡，当前散单价格已上涨至10万+，底部上涨4.5万，超此前预期，长单价格谈价中，25年Q4价格我们预计出现拐点，26年长协价格有望跟进，并进一步上涨，六氟平均价格有望上涨至8-10万。

图表：电解液及六氟主流公司季度盈利拆分

代表公司	单位	2019A	2020A	2021A	2022A	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3
天赐	出货	4.8	7.3	14.4	31.5	7.9	8.8	11.7	11.2	9.0	11.1	13.6	16.1	14.8	16.4	18.8
	单价	4.00	3.80	6.96	7.08	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	单位净利	0.30	0.53	1.44	1.55	0.75	0.60	0.38	0.30	0.11	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08
新宙邦	出货	2.9	3.8	7.6	10.5	2.2	3.0	4.3	3.9	3.3	4.6	5.6	6.1	5.8	6.7	9.0
	单价	4.18	4.18	6.99	7.33	5.58	4.14	3.77	4.14	3.93	2.82	-	-	-	-	-
	单位净利	0.23	0.35	0.94	0.83	0.20	0.12	0.12	0.08	0.00	0.04	0.04	0.05	0.00	-0.01	-0.01
多氟多	出货	0.6	0.8	1.4	3.0	0.8	0.9	1.2	1.2	0.9	1.0	1.0	1.1	1.2	1.2	1.2
	单价	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	单位净利									0.20	0.05	0.20	0.20	0.20	0.10	0.00
天际	出货	0.4	0.6	0.9	1.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7	1.2
	单价	9.25	7.81	22.01	27.75	16.08	12.37	10.54	10.54	5.56	5.56	6.13	6.79	-	-	-
	单位净利	0.70	0.67	8.69	5.36	0.70	0.40	0.60	0.40	0.00	-0.15	-0.50	-0.10	-0.15	-0.16	-0.41

6 电解液及六氟：6F主流厂商公司满产，行业供给实现紧平衡

- ◆ 我们测算26年六氟行业供需改善显著，头部厂商扩产明显放缓，26年有望实现紧平衡。供给端，26年供给41万吨，增长11%，26年需求36.5万吨，增长24%。25年产能利用率79%，26年产能利用率提升至89%。头部三家产量占比80%，其中天际已满产，多氟多除老产能外满产满销，天赐产能利用率我们预计26年打满，26年行业供给我们预计实现紧平衡。

表：供需格局预测

6F	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年E	2026年E
有效供给（万吨）	5.3	8.0	13.7	25.8	34.6	37.1	41.2
-同比		51%	73%	87%	34%	7%	11%
需求（万吨）	4.7	8.1	12.4	16.5	20.7	29.3	36.5
-同比		74%	53%	33%	25%	41%	24%
产能利用率	89%	102%	90%	64%	60%	79%	89%

表：主流厂商产能利用率

	25年产能 (万吨)	25年出货 (万吨)	产能利用率	26年产能 (万吨)	26年出货 (万吨)	产能利用率
多氟多	6.5	5	77%	6.5	6.5	100%
天赐材料	11	8.8	80%	12.5	12	96%
江苏新泰	4	4	100%	5	5	100%
石大胜华	3.5	1	29%	3.5	2	57%
赣州石磊	2	2	100%	3.6	3.6	100%

6 电解液及六氟：长协价格有望上涨至8-10万，盈利弹性明显

- ◆ **六氟涨价，行业盈利弹性显著：**若按照六氟8万计算，我们预计天赐2026年单位盈利从此前的0.1万元/吨提升至0.3万元/吨+，26年业绩我们预计33亿左右，宙邦26年自供比例大幅提升，3.6万吨六氟我们预计满产满销，对应电解液单吨净利提升至0.27万，天际我们预计单吨利润提升至1.8万，我们预计业绩9亿元。若按六氟10万计算，我们预计天赐49亿，当前仅14X，天际16亿业绩，当前14x，盈利弹性可观。

表：主流厂商利润空间测算（万吨，亿元）

六氟弹性测算		2026E六氟价格（万元/吨）						
		5.5	8	9	10	12	15	20
出货量 (万吨)	天赐材料	100	100	100	100	100	100	100
	多氟多	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5
	天际股份	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
单位盈利 (万元/吨)	天赐材料	0.1	0.3	0.4	0.5	0.6	0.9	1.3
	多氟多	0.1	2.0	2.7	3.5	5.0	7.2	11.0
	天际股份	-0.1	1.8	2.5	3.3	4.8	7.0	10.8
归母净利润（亿元）	天赐材料	12	33	41	49	66	91	132
	多氟多	2	14	19	24	33	48	73
	天际股份	-1	9	13	16	24	35	54
PE	天赐材料	76	28	22	19	14	10	7
	多氟多	276	33	24	19	14	9	6
	天际股份	-456	26	18	14	10	6	4

6 铁锂正极：龙头盈利稳定，二线亏损收窄

- ◆ **2025Q1-Q3铁锂亏损幅度同环比大幅收窄。**磷酸铁锂正极板块25Q1-Q3实现营收515亿元，同比+33%；归母净利润0亿元。2025Q1-Q3毛利率7.4%，同比+1.0pct；归母净利率-0.1%，同比+2.3pct。
- ◆ **三季度收入同比高增长，盈利水平明显改善，二线厂商亏损收窄。**2025Q3实现营收194亿元，同比+43%，环比+16%；归母净利润2.3亿元，同比+175%，环比+272%。25Q3毛利率8.5%，同比+2.0pct，环比+1.4pct；归母净利率+1.2%，同比+3.4pct，环比+1.9pct。

图表：2025年Q1-Q3及Q3铁锂正极板块情况（亿元）

	2025Q1-Q3	25Q1-Q3同比	25Q1	25Q2	25Q3	25Q3同比	25Q3环比
营业收入（亿元）	515	33%	156.7	171.7	194	43%	16%
归母净利润（亿元）	0	-96%	-1.6	-1.8	2.3	175%	272%
毛利率	7.4%	1.0pct	6.4%	7.0%	8.5%	2.0pct	1.4pct
归母净利率	-0.1%	2.3pct	-0.9%	-0.8%	1.2%	3.4pct	1.9pct
经营活动净现金流（亿元）	-20.7	-197%	-18.1	4.4	-5.3	-178%	-247%
费用率	6.5%	-1.8pct	7.8%	6.9%	6.0%	-2.0pct	-0.4pct

	2024年底	25Q1末	25Q2末	25Q3末	25Q3末较年初增长
应收账款（亿元）	131.2	131.7	139.9	153	24%
预收账款（亿元）	2.5	3.1	2.2	2	8%
存货（亿元）	74.4	82.9	83.0	90	29%
无息现金（亿元）	-115.5	-125.0	-136.6	-156	-54%
营运资本（亿元）	-50.4	-26.9	-43.7	-14	51%

6 铁锂正极：龙头盈利稳定，二线亏损收窄

◆ 铁锂正极板块Q3龙头单位盈利环比稳定，二线厂商亏损收窄。湖南裕能25Q3营收89亿元，同环比+74%/+17%，归母净利润3.4亿元，同环比+235%/+61%；富临精工25Q3营收33亿元，同环比+43%/+5%，归母净利润1.5亿元，同环比-16%/+197%。德方纳米、万润新能、龙蟠科技等维持亏损，但亏损幅度明显收窄。

表： 2025年Q1-Q3及Q3铁锂正极板块主要厂商营收情况（亿元）

新能源汽车板块		收入							归母净利润						
铁锂正极		25Q1-Q3	25Q1-Q3同比	25Q1	25Q2	25Q3	Q3同比	Q3环比	25Q1-Q3	25Q1-Q3同比	25Q1	25Q2	25Q3	Q3同比	Q3环比
300769.SZ	德方纳米	60	-8%	20	19	22	-2%	15%	-5	-34%	-1.7	-2.2	-1.5	50%	31%
300432.SZ	富临精工	91	54%	27	31	33	43%	5%	3	5%	1.2	0.5	1.5	-16%	197%
603906.SH	龙蟠科技	58	3%	16	20	22	5%	9%	-1	-64%	-0.3	-0.6	-0.3	69%	57%
688275.SH	万润新能	73	51%	23	22	29	52%	34%	-4	-41%	-1.6	-1.1	-0.9	55%	22%
301358.SZ	湖南裕能	232	46%	68	76	89	74%	17%	6	32%	0.9	2.1	3.4	235%	61%
合计		515	33%	153	168	194	43%	16%	0	-96%	-1.3	-1.3	2.3	175%	272%

6 铁锂正极：行业资金压力加大，二线在手现金较年初明显减少

◆ 铁锂正极板块25Q3现金压力进一步加剧。湖南裕能25Q3无息现金缺口-24.1亿元，较年初缺口缩窄，营运资本8.4亿元，较年初+9%；德方纳米25Q3无息现金缺口-24.1亿元，较年初-518%，营运资本-8.7亿元，较年初+9%；富临精工25Q3无息现金+5.7亿元，较年初+3229%，营运资本17.2亿元，较年初+280%。龙蟠科技与万润新能无息现金缺口维持高位，其中万润无息在手现金缺口增大。整体来看，板块25Q3无息现金为-156亿元，较年初-54%，营运资本-14亿元，较年初+51%。

图表：2025年Q1-Q3及Q3铁锂正极板块现金及营运资本情况（亿元）

新能源汽车板块		无息在手现金					营运资本				
铁锂正极		24年Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q3 较年初增长	24年Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q3 较年初增长
300769.SZ	德方纳米	-3.9	-19.4	-21.8	-24.1	-518%	-9.5	-4.4	-6.6	-8.7	9%
300432.SZ	富临精工	-0.2	0.0	-0.1	5.7	3229%	4.5	10.5	12.5	17.2	280%
603906.SH	龙蟠科技	-29.2	-20.8	-20.6	-23.3	20%	-13.8	4.4	-12.2	-9.4	32%
688275.SH	万润新能	-20.2	-13.9	-15.3	-84.3	-46%	-18.1	-20.4	-24.1	-21.9	-21%
301358.SZ	湖南裕能	-47.2	-57.3	-61.2	-24.1	-79%	7.7	5.3	5.4	8.4	9%
合计		-101	-111	-119	-156	-54%	-29	-5	-25	-14	51%

6 铁锂正极：龙头盈利稳定，二线亏损收窄

- ◆ 25Q3裕能、富临盈利稳定，其余厂商亏损Q3明显缩窄。25年Q3裕能单吨利润0.11万元，环比Q2持平；富临高压实产品赚取技术溢价，Q3单吨盈利0.10万元，环比稳定。德方、万润单吨亏损缩窄，碳酸锂涨价叠加产能利用率提升，整体受益。
- ◆ 头部挺价意愿明显，铁锂正极加工费将迎来拐点，预计上涨1000元/吨+。扩产放缓，产能利用率提升，盈利底部，接近全行业亏损，且当前产能利用率超70%，头部铁锂厂挺价意愿强，希望产品价格上行，涨价幅度1-2千/吨，已有部分客户落地。

表：铁锂正极主流厂商季度盈利情况

代表公司	单位	2019A	2020A	2021A	2022A	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3
裕能	出货	1.3	3.1	12.1	32.4	10.3	11.6	15.1	13.7	13.6	17.3	16.7	23.5	22.3	25.8	30.4
	单价	5.02	3.35	6.46	14.89	14.52	9.74	8.34	5.79	3.76	4.09	3.45	3.24	3.43	3.33	3.30
	单位净利	0.44	0.12	0.98	0.93	0.27	0.83	0.20	0.03	0.10	0.13	0.06	0.04	0.04	0.11	0.11
德方	出货	1.8	2.7	9.1	17.2	4.0	5.0	6.9	5.5	4.5	6.1	6.2	5.8	6.1	6.1	7.2
	单价	4.99	3.34	5.96	14.78	13.97	8.92	8.87	5.49	4.75	4.54	3.99	2.12	3.71	3.48	3.37
	单位净利	0.21	-0.07	0.91	1.56	-2.11	-0.76	0.07	-1.29	-0.55	-0.69	-0.64	-1.12	-0.37	-0.50	-0.17
万润	出货	1.5	1.9	4.0	9.2	2.2	4.0	5.6	4.6	3.1	4.7	5.6	9.0	7.4	7.5	9.9
	单价	5.35	3.72	6.12	14.91	15.91	7.57	8.52	5.32	4.21	4.31	3.59	3.35	3.49	3.27	3.31
	单位净利	-0.54	-0.27	0.85	1.04	-0.15	-2.01	-0.20	-1.20	-0.42	-0.58	-0.30	-0.30	-0.22	-0.26	-0.09
龙蟠	出货	-	-	3.1	9.5	1.2	2.5	3.3	3.8	2.7	5.2	5.6	4.3	3.5	4.3	5.4
	单价	-	-	6.95	14.54	14.96	9.74	4.31	5.14	3.69	3.47	3.37	2.91	-	-	-
	单位净利	-	-	0.74	1.05	-0.43	-1.90	-0.15	-0.67	-0.68	-0.30	-0.26	-0.44	-0.28	-0.28	-0.13
富临	出货	0.1	0.2	1.0	4.4	0.3	1.2	1.6	1.5	1.7	3.0	3.5	4.4	4.5	6.0	6.5
	单价	1.47	2.55	6.48	10.99	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	单位净利	-9.62	-	0.21	0.65	-9.33	-2.33	-1.56	-1.70	-0.35	-0.10	0.08	0.00	0.07	0.10	0.10

6 铁锂正极：25年产能利用率改善，26年拐点

- ◆ **25年行业产能出清，当前需求超预期已满产满销。**25年产能利用率75%，但由于需求下半年超预期，我们预计25H2产能利用率已超80%，头部满产满销，行业供需到反转临界点。
- ◆ **26年行业供需有望达79%，头部厂商维持满产状态。**26年行业产能利用率79%，考虑产品结构、工艺结构、客户配套，实际产能利用率高于测算利用率，且旺季产能利用率有望达到90%+，预计拐点已至。

表 磷酸铁锂正极供需测算

	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年E	2026年E
供给 (万吨)	24.7	43.1	114.6	225.7	401.1	532.9	679.9
-同比	145%	75%	166%	97%	78%	33%	28%
需求 (万吨)	12.7	39.2	100.6	163.8	248.8	398.6	536.0
-同比	48%	208%	157%	63%	52%	60%	34%
过剩 (万吨)	52%	91%	88%	73%	62%	75%	79%
产能利用率	24.7	43.1	114.6	225.7	401.1	532.9	679.9

单位: 万吨	2023年	同比	2024年	同比	2025年E	同比	2026年E	同比
德方	21.4	19%	24.0	12%	28.0	17%	35.0	25%
裕能	50.0	53%	72.0	44%	107.0	49%	145	35%
安达	6.2	-6%	5.0	-19%	8.0	60%	11.0	38%
比亚迪	3.5	0%	3.5	0%	3.5	0%	3.5	0%
国轩	7.6	17%	12.0	58%	15.0	25%	17.0	13%
富临精工	4.8	0%	12.0	150%	25.0	108%	50.0	100%
龙蟠科技	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	9.6	170%	10.0	4%	30.0	200%	40.0	33%
山东丰元	3.7	164%	4.5	22%	6.0	33%	6.0	0%
融通高科	12.0	20%	6.0	-50%	6.0	0%	6.0	0%
万润	22.0	139%	20.0	-9%	35.0	75%	42.0	20%
主流厂商合计	158.2	49%	195.0	23%	293.5	51%	388.5	32%

7 铁锂正极：加工费有望进一步上涨，盈利弹性可观

- ◆ **龙头挺价意愿强烈，希望铁锂产品普涨，行业盈利弹性显著。**若铁锂加工费反弹0.15万元，且考虑磷矿自供带来利润弹性，我们预计裕能单吨利润达到0.24万，对应35亿利润；富临考虑涨价+自身降本，单吨利润0.31万元，考虑股权比例，对应利润13亿；我们预计涨价后德方、龙蟠可实现盈利，德方按照单吨利润0.11万，对应4亿利润。

图：主流铁锂公司盈利预测

	市值 (亿元)	26年出货 (万吨)	产能利用率	26E (原预期)			26E (涨价)			
				单位盈利 (万元)	业绩 (亿元)	估值(亿)	涨价预期 (万元/吨)	单位盈利 (万元)	业绩 (亿元)	估值
湖南裕能	638	145	100%	0.13	19	34	0.15	0.24	35	18
富临精工	332	50	100%	0.20	10	34	0.15	0.31	13	26
德方纳米	161	36	80%	0.00	0	-	0.15	0.11	4	40
龙蟠科技	131	40	114%	0.05	6	22	0.15	0.16	8	16
万润新能	127	50	100%	0.00	0	-	0.15	0.11	6	22

7 负极：Q3降价行业盈利环降，龙头成本优势维持

- ◆ **2025Q1-Q3负极行业收入维持行业增速，盈利水平同比提升。**行业Q1-Q3实现营收514亿元，同比+21%；归母净利润39亿元，同比+43%。2025Q1-Q3毛利率21.9%，同比+0.5pct；归母净利率7.6%，同比+1.2pct。
- ◆ **三季度收入环比增长微增，盈利水平受降价影响，环比略降。**2025Q3实现营收184亿元，同比+24%，环比+4%；归母净利润14.2亿元，同比+55%，环比-1%。25Q3毛利率20.6%，同比-1.6pct，环比-2.2pct；归母净利率7.7%，同比+1.6pct，环比-0.4pct。

图表：2025年Q1-Q3及Q3负极板块情况（亿元）

	2025Q1-Q3	25Q1-Q3同比	25Q1	25Q2	25Q3	25Q3同比	25Q3环比
营业收入（亿元）	514	21%	151.9	178.0	184	24%	4%
归母净利润（亿元）	39	43%	10.7	14.3	14.2	55%	-1%
毛利率	21.9%	0.5pct	22.3%	22.8%	20.6%	-1.6pct	-2.2pct
归母净利率	7.6%	1.2pct	7.0%	8.0%	7.7%	1.6pct	-0.4pct
经营活动净现金流（亿元）	17.4	-4%	-20.0	29.7	7.7	-48%	-74%
费用率	2.1%	0.3pct	11.7%	11.2%	2.0%	-0.1pct	-0.1pct

	2024年底	25Q1末	25Q2末	25Q3末	25Q3末较年初增长
应收账款（亿元）	193.1	189.2	199.1	203	5%
预收账款（亿元）	36.5	36.9	35.8	36	0%
存货（亿元）	223.8	248.7	251.7	264	18%
无息现金（亿元）	-168.4	-191.4	-177.9	-180	-7%
营运资本（亿元）	213.6	232.2	225.1	253	18%

7 负极：Q3降价行业盈利环降，龙头成本优势维持

- ◆ 负极龙头公司Q3单位盈利受降价影响承压，璞泰来、信德新材盈利环比修复。璞泰来25Q3营收37亿元，同环比+7%/-3%，归母净利润6.4亿元，同环比+69%/+14%；尚太科技25Q3营收21亿元，同环比+39%/+20%，归母净利润2.3亿元，同环比+5%/-3%；中科电气25Q3营收23亿元，同环比+41%/+14%，归母净利润1.3亿元，同环比+13%/-6%。贝特瑞收入稳健增长，归母净利2.9亿元，同环比+62%/-4%；信德新材Q3盈利水平改善。

图表：2025年Q1-Q3及Q3负极板块营收及利润情况（亿元）

新能源汽车板块		收入							归母净利润						
负极		25Q1-Q3	25Q1-Q3 同比	25Q1	25Q2	25Q3	25Q3同比	25Q3环比	25Q1-Q3	25Q1-Q3 同比	25Q1	25Q2	25Q3	25Q3同比	25Q3环比
603659.SH	璞泰来	108	10%	32	39	37	7%	-3%	17	37%	4.9	5.7	6.4	69%	14%
301349.SZ	信德新材	8	49%	2	3	3	62%	24%	0	-246%	0.1	0.0	0.2	405%	724%
300890.SZ	翔丰华	11	8%	3	4	4	31%	16%	0	-65%	-0.1	0.1	0.2	26%	340%
001301.SZ	尚太科技	55	52%	16	18	21	39%	20%	7	23%	2.4	2.4	2.3	5%	-3%
600884.SH	杉杉股份	148	11%	48	51	50	11%	-2%	3	1122%	0.3	1.7	0.8	1253%	-56%
300035.SZ	中科电气	59	52%	16	20	23	41%	14%	4	119%	1.3	1.4	1.3	13%	-6%
835185.BJ	贝特瑞	124	21%	34	44	45	41%	2%	8	14%	1.8	3.0	2.9	62%	-4%
合计		514	21%	152	178	184	24%	4%	39	43%	10.7	14.3	14.2	55%	-1%

7 负极：行业整体现金压力较大，营运资本逐步提升

◆ 负极板块25Q3现金压力增大，营运资本进一步提升。璞泰来25Q3无息现金19.0亿元，较年初+1172%，营运资本71.8亿元，较年初+10%，现金流梁海；尚太科技无息现金缺口-18.4亿元，较年初-77%，营运资本53.0亿元，较年初+33%；贝特瑞无息现金-54.2亿元，较年初-30%，营运资本54.0亿元，较年初+88%。杉杉股份25Q3现金缺口仍大，达-86.7亿元，营运资本19.2亿元，较年初-42%；中科电气现金持续为负，营运资本维持在25.9亿元，较年初+49%。整体来看，板块25Q3无息现金为-180亿元，较年初-7%，营运资本253亿元，较年初+18%。

图表：2025年Q1-Q3及Q3负极板块现金及营运资本情况（亿元）

新能源汽车板块		无息在手现金					营运资本				
负极		24年Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q3 较年初增长	24年Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q3 较年初增长
603659.SH	璞泰来	1.5	12.2	15.5	19.0	1172%	65.6	65.4	60.1	71.8	10%
301349.SZ	信德新材	14.3	13.3	12.8	12.6	-12%	19.3	19.4	19.2	19.6	2%
300890.SZ	翔丰华	-7.8	-9.8	-12.2	-16.2	-107%	9.7	10.2	9.3	9.5	-2%
001301.SZ	尚太科技	-10.4	-23.5	-23.9	-18.4	-77%	40.0	50.8	51.8	53.0	33%
600884.SH	杉杉股份	-106.6	-102.0	-91.2	-86.7	19%	32.9	14.6	14.9	19.2	-42%
300035.SZ	中科电气	-17.9	-29.0	-30.6	-35.6	-99%	17.5	22.1	22.6	25.9	49%
835185.BJ	贝特瑞	-41.5	-52.6	-48.4	-54.2	-30%	28.8	49.7	47.2	54.0	88%
合计		-168	-191	-178	-180	-7%	214	232	225	253	18%

7 负极：Q3降价行业盈利环降，龙头成本优势维持

- ◆ **龙头Q3受降价影响，单位盈利环比下降，部分厂商环比改善。**Q3负极行业稼动率普遍提升，但年中部分产品价格下降，Q3尚太、中科、贝特瑞单吨盈利环比均小幅下滑，璞泰来得到明显改善，预计可实现盈利。但当前龙头成本优势仍维持，后续随着新产能降本及价格回暖，我们预计Q4起单位盈利逐步改善。
- ◆ **负极龙头厂商满产满销，小客户涨价已逐步落地，海外产能弹性+自身降本，行业盈利有望逐步改善：**当前头部厂商产能满产满销，且小客户涨价落地10%，Q4逐步体现，大客户价格谈价中，有望26年落地。随着海外产能落地，单位盈利明显高于国内，且尚太、璞泰来等新产能成本进一步降低，我们预计盈利可持续提升，行业盈利逐步改善。

图表：负极主流公司盈利拆分

代表公司	单位	2019A	2020A	2021A	2022A	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3
尚太	出货(万吨)	1.1	1.9	6.5	10.7	2.4	2.9	4.3	4.6	3.3	5.1	6.4	6.9	7.0	7.2	9.2
	单价(万元/吨)	3.53	2.91	3.29	4.43	4.58	3.98	3.16	3.02	2.95	2.74	2.70	2.65	2.64	2.77	2.60
	单位净利(万元/吨)	0.58	0.62	0.81	1.18	0.95	0.60	0.38	0.35	0.38	0.37	0.33	0.35	0.35	0.34	0.26
贝特瑞	出货(万吨)	5.9	7.5	16.0	33.0	7.5	9.5	10.8	8.2	9.0	11.0	10.5	12.5	10.8	15.4	15.4
	单价(万元/吨)	5.61	4.73	4.56	5.00	4.77	3.76	3.12	4.11	3.25	2.66	2.47	2.34	-	-	-
	单位净利(万元/吨)	0.98	0.76	0.55	0.31	0.23	0.35	0.33	0.27	0.24	0.25	0.16	0.25	0.15	0.18	0.14
璞泰来	出货(万吨)	4.6	6.3	9.7	13.9	3.0	3.8	4.2	4.5	3.1	3.6	3.3	3.2	3.1	3.9	3.3
	单价(万元/吨)	7.54	6.51	5.96	6.20	5.59	4.39	3.99	3.72	-	-	-	-	-	-	-
	单位净利(万元/吨)	0.98	1.02	1.14	1.19	0.90	0.35	-0.55	-0.62	-0.05	-0.30	-0.30	-1.10	-0.10	0.00	0.05
中科	出货(万吨)	1.8	2.4	5.9	11.4	2.5	3.4	4.0	4.2	3.8	5.0	6.5	7.0	7.0	8.7	10.0
	单价(万元/吨)	4.70	3.56	3.69	3.95	4.71	3.97	3.64	3.72	3.17	2.69	2.82	2.73	2.58	2.62	2.59
	单位净利(万元/吨)	0.85	0.62	0.53	0.40	-0.54	0.07	0.21	0.29	0.09	0.11	0.17	0.20	0.19	0.18	0.13

7 负极：行业总体过剩，主流厂商公司满产

- ◆ **负极行业25年产龙头厂商满产满销，26年我们预计实现供需拐点。**我们测算26年负极需求388万吨，增长25%，26年供给507万吨，增长14%，我们预计产能利用率从25年的70%提升至77%。当前头部厂商已满产，尚太订单供不应求寻找外协，26年尚太、中科、贝特瑞有效产能新增10万吨产能，其余主流厂商扩产稳健，预计龙头可维持满产状态，行业供需改善。

表：供需格局预测

负极	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年E	2026年E
全行业有效供给（万吨）	57	96	137	233	331	444	507
同比	40%	69%	43%	70%	42%	34%	14%
需求（万吨）	46	81	125	171	219	309	388
同比	30%	76%	54%	37%	28%	41%	25%
产能利用率	81%	85%	91%	74%	66%	70%	77%

表：主流厂商产能利用率

	25年产能（万吨）	25年出货（万吨）	产能利用率	26年产能（万吨）	26年出货（万吨）	产能利用率
尚太科技	30	33	110%	40	42	105%
中科电气	30	30	100%	40	40	100%
贝特瑞	60	58	97%	66	65	98%
璞泰来	25	15	58%	30	25	83%

7 负极：自身降本+海外产能落地贡献盈利弹性

- ◆ **负极龙头厂商满产满销，小客户涨价已逐步落地，我们预计26年有望实现大客户价格上涨。**当前头部厂商产能满产满销，且小客户涨价落地10%，Q4逐步体现，大客户价格谈价中，有望26年落地。
- ◆ **考虑海外产能弹性+自身降本，行业盈利有望逐步改善：**26年头部厂商维持满产满销，随着海外产能落地，单位盈利明显高于国内，且尚太、璞泰来等新产能成本进一步降低，我们预计盈利可持续提升，行业盈利逐步改善。

表：主流厂商利润空间测算（万吨，万元/吨）

	市值	26年出货		26E（原预期）			26E（涨价）			
	(亿元)	(万吨、亿平)	产能利用率	单位盈利 (万元/吨)	业绩 (亿元)	估值	涨价预期	单位盈利 (万元/吨)	业绩 (亿元)	估值
尚太科技	263	42	100%	0.33	14	19	0.15	0.44	19	14
中科电气	185	40	100%	0.20	8	23	0.15	0.31	13	15
贝特瑞	420	65	100%	0.20	13	32	0.15	0.31	20	21
璞泰来	648	25	83%	0.20	30	22	0.15	0.31	33	20

8 隔膜：行业Q3价格仍小幅下降，龙头仅维持微利

- ◆ **2025Q1-Q3隔膜行业仍小幅降价，行业盈利进一步承压。** 行业Q1-Q3实现营收475亿元，同比+22%；归母净利润33亿元，同比+19%。2025Q1-Q3毛利率21.7%，同比-0.1pct；归母净利率7.0%，同比-0.1pct。
- ◆ **三季度收入、盈利环比微增，行业龙头仅维持微利。** 2025Q3实现营收179亿元，同比+25%，环比+7%；归母净利润12.1亿元，同比+43%，环比+3%。25Q3毛利率21.2%，同比+0.2pct，环比-1.1pct；归母净利率6.8%，同比+0.8pct，环比-0.3pct。

图表：2025年Q1-Q3及Q3隔膜板块情况（亿元）

	2025Q1-Q3	25Q1-Q3同比	25Q1	25Q2	25Q3	25Q3同比	25Q3环比
营业收入（亿元）	475	22%	130	166	179.0	25%	7%
归母净利润（亿元）	33	19%	9.5	11.7	12.1	43%	3%
毛利率	21.7%	-0.1pct	21.7%	22.3%	21.2%	0.2pct	-1.1pct
归母净利率	7.0%	-0.1pct	7.3%	7.1%	6.8%	0.8pct	-0.3pct
经营活动净现金流（亿元）	65.5	22%	3.7	35.0	26.8	-34%	-23%
费用率	1.6%	0.1pct	1.8%	1.7%	1.3%	-0.1pct	-0.4pct

	2024年底	25Q1末	25Q2末	25Q3末	25Q3末较年初增长
应收账款（亿元）	200.3	195	211	230	15%
预收账款（亿元）	42.5	41	40	41	-4%
存货（亿元）	159.4	173	173	180	13%
无息现金（亿元）	-259.8	-283	-268	-268	-3%
营运资本（亿元）	93.3	93	67	74	-21%

8 隔膜：行业Q3价格仍小幅下降，龙头仅维持微利

- ◆ 隔膜板块25Q3龙头仅维持微利，行业整体承压。恩捷股份25Q3营收38亿元，同环比+41%/+25%，归母净利润0.1亿元，同环比-96%/+106%；星源材质25Q3营收11亿元，同环比+11%/+5%，归母净利润0.1亿元，同环比-87%/-74%；璞泰来25Q3 营收37 亿元，同环比 +7%/-3%，归母净利润6.4 亿元，同环比 +69%/+14%。

图表：2025年Q1-Q3及Q3隔膜板块情况（亿元）

新能源汽车板块		收入							归母净利润						
隔膜		25Q1-Q3	25Q1-Q3同比	25Q1	25Q2	25Q3	25Q3同比	25Q3环比	25Q1-Q3	25Q1-Q3同比	25Q1	25Q2	25Q3	25Q3同比	25Q3环比
002108.SZ	沧州明珠	21	6%	6	7	8	4%	2%	1	1%	0.5	0.3	0.6	14%	65%
002080.SZ	中材科技	217	29%	55	78	84	33%	7%	15	143%	3.6	6.4	4.8	235%	-24%
300568.SZ	星源材质	30	14%	9	10	11	11%	5%	1	-67%	0.5	0.5	0.1	-87%	-74%
002812.SZ	恩捷股份	95	28%	27	30	38	41%	25%	-1	-119%	0.3	-1.2	0.1	-96%	106%
688733.SH	壹石通	4	16%	1	2	2	20%	8%	0	-194%	-0.2	0.0	0.0	-59%	637%
603659.SH	璞泰来	108	10%	32	39	37	7%	-3%	17	37%	4.9	5.7	6.4	69%	14%
合计		475	22%	130	166	179	25%	7%	33	19%	9.5	11.7	12.1	43%	3%

8 隔膜：头部公司现金压力较大，营运资本环比下降

◆ 隔膜板块25Q3资金状况依旧紧张，龙头无息现金持续为负。恩捷股份25Q3无息现金-105.9亿元，较年初+4%，营运资本-2.1亿元，较年初-216%；星源材质无息现金-70.1亿元，较年初-38%，营运资本-5.8亿元，较年初-139%；璞泰来无息现金19.0亿元，较年初+1172%，营运资本71.8亿元，较年初+10%。沧州明珠、中材科技资金缺口仍大。整体来看，板块25Q3无息现金为-268亿元，较年初-3%，营运资本74亿元，较年初-21%。

图表：2025年Q1-Q3及Q3隔膜板块现金及营运资本情况（亿元）

新能源汽车板块		无息在手现金					营运资本				
隔膜		24年Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q3 较年初增长	24年Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q3 较年初增长
002108.SZ	沧州明珠	-5.9	-7.9	-11.0	-14.5	-147%	9.7	11.9	8.1	7.9	-19%
002080.SZ	中材科技	-97.5	-112.0	-101.4	-97.1	0%	-6.1	-9.2	-7.8	-6.4	-4%
300568.SZ	星源材质	-50.8	-56.7	-63.3	-70.1	-38%	14.8	10.0	3.9	-5.8	-139%
002812.SZ	恩捷股份	-110.7	-121.5	-109.7	-105.9	4%	1.8	6.7	-5.4	-2.1	-216%
688733.SH	壹石通	3.6	2.8	2.0	0.4	-89%	7.5	8.7	8.3	8.3	10%
603659.SH	璞泰来	1.5	12.2	15.5	19.0	1172%	65.6	65.4	60.1	71.8	10%
合计		-260	-283	-268	-268	-3%	93	93	67	74	-21%

8 隔膜：行业价格基本见底，龙头仅维持微利

- ◆ **湿法价格触底，当前龙头仅维持微利，26年价格有望修复，且海外产能独立定价可获取超额盈利。** 25Q3湿法价格仍小幅下行，恩捷股份单位盈利维持微利，星源材质亏损。当前主流公司盈利下行空间已较小，头部厂商挺价意愿显著，低价订单期望谈价上涨，已有部分小客户谈价落地，此外海外产能对标海外客户，独立定价，可获取超额盈利，我们预计26年逐步贡献盈利弹性。

图表：隔膜板块主流公司季度盈利拆分

代表公司	单位	2021A	2022A	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3
恩捷股份	出货(亿平)	30.1	46.5	10.0	12.0	15.0	12.5	12.2	15.3	20.0	20.5	21.0	25.2	32.0
	单价(元/平)	2.38	2.33	2.90	2.83	2.66	2.67	2.16	1.82	1.52	1.48	1.47	1.36	1.33
	单位净利(元/平)	0.85	0.84	0.60	0.60	0.50	0.30	0.13	0.09	0.08	-0.25	0.01	0.04	0.04
星源材质	出货(亿平)	11.3	17.0	4.2	6.0	7.8	7.3	6.4	10.0	11.5	12.6	11.0	11.5	12.0
	单价(元/平)	1.71	1.90	1.79	1.30	1.24	1.25	1.27	1.06	0.94	0.88	0.91	0.99	1.00
	单位净利(元/平)	0.25	0.45	0.40	0.33	0.33	0.05	0.15	0.08	0.08	0.08	0.03	0.01	-0.02

8 隔膜：25年产能利用率企稳，26年拐点

- ◆ 隔膜行业25年产能利用率底部企稳，龙头厂商满产满销，26年我们预计实现供需拐点。我们测算26年隔膜需求482亿平，增长24%，26年供给636亿平，增长10%，产能利用率我们预计从2025年的66%提升至2026年的76%。当前头部厂商湿法产能已满产，中材产能利用率提升至60%+，新进入者产能已基本投产，暂无新增产能大幅投产，干法产能联合挺价，26年供需拐点明确。

图：隔膜行业供需测算

隔膜	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年E	2026年E
全行业有效供给（亿平）	78.8	110.9	188.7	282.3	421.8	579.8	636.4
-同比		41%	70%	50%	49%	37%	10%
需求（亿平）	57.8	103.0	160.1	209.8	274.8	387.2	482.0
-同比		78%	55%	31%	31%	41%	24%
产能利用率	73%	93%	85%	74%	65%	67%	76%

图：主流厂商出货量（亿平）

	25年产能	25年出货	产能利用率	26年产能	26年出货	产能利用率
恩捷股份	125	110	88%	135	130	96%
星源材质	60	50	83%	75	60	80%
中材科技	60	40	67%	60	50	83%
璞泰来	20	15	75%	22	22	100%

8 隔膜：考虑低价订单上涨，行业盈利明显改善

- ◆ 若隔膜价格上行10%，行业盈利有望明显改善：26年头部厂商海外产能落地，单平净利可达0.5元+，恩捷、星源均有海外产能落地，我们预计盈利明显修复，且考虑国内隔膜低价订单已低于成本线，假设价格上涨10%左右，涂覆膜价格对应上涨0.1元/平左右，龙头盈利弹性明显。

表：主流厂商利润空间测算（亿平，亿元）

	市值	26年出货		26E（原预期）			26E（涨价）			
	(亿元)	(亿平)	产能利用率	单位盈利 (元/平)	业绩(亿元)	估值	涨价预期	单位盈利 (元/平)	业绩(亿元)	估值
恩捷股份	598	130	100%	0.08	10	58	0.1	0.16	20	30
星源材质	229	60	100%	0.08	5	48	0.1	0.16	9	25

9 结构件：竞争格局稳定，龙头盈利稳健，二线盈利改善

- ◆ **2025Q1-Q3结构件龙头收入稳健增长，行业盈利整体改善。** 结构件板块Q1-Q3实现营收459亿元，同比+12%；归母净利润28亿元，同比+26%。2025Q1-Q3毛利率16.3%，同比+0.7pct；归母净利率6.2%，同比+0.7pct。
- ◆ **三季度收入环比高增长，盈利水平同环比小幅改善。** 25Q3结构件行业实现营收173亿元，同比+13%，环比+19%；归母净利润11.2亿元，同比+26%，环比+41%。25Q3毛利率16.9%，同比+1.1pct，环比+0.9pct；归母净利率6.4%，同比+0.7pct，环比+0.9pct。

图表：2025年Q1-Q3及Q3结构件板块情况（亿元）

	2025Q1-Q3	25Q1-Q3同比	25Q1	25Q2	25Q3	25Q3同比	25Q3环比
营业收入（亿元）	459	12%	139.5	146.2	173	13%	19%
归母净利润（亿元）	28	26%	9.3	7.9	11.2	26%	41%
毛利率	16.3%	0.7pct	16.0%	16.0%	16.9%	1.1pct	0.9pct
归母净利率	6.2%	0.7pct	6.6%	5.4%	6.4%	0.7pct	1.0pct
经营活动净现金流（亿元）	52.3	26%	19.9	21.7	10.7	126%	-51%
费用率	0.7%	0.0pct	8.5%	9.0%	0.7%	-0.6pct	-0.1pct

	2024年底	25Q1末	25Q2末	25Q3末	25Q3末较年初增长
应收账款（亿元）	151.7	140.1	142.4	160.0	6%
预收账款（亿元）	3.5	3.3	4.0	3.0	-22%
存货（亿元）	89.1	92.5	93.3	104.0	17%
无息现金（亿元）	-52.3	-29.5	-26.0	-59.0	-12%
营运资本（亿元）	108.3	111.7	116.0	121.0	12%

9 结构件：竞争格局稳定，龙头盈利稳健，二线盈利改善

◆ 龙头降本增效对冲降价影响，Q3盈利稳定，龙二盈利持续改善，盈利同环比高增长。科达利25Q3营收40亿元，同环比+26%/+9%，归母净利润4.2亿元，同环比+13%/+9%；震裕科技25Q3营收25亿元，同环比+35%/+13%，归母净利润2亿元，同环比+393%/+45%；斯莱克25Q3营收7亿元，同环比+72%/+83%，归母净利润+0.3亿元，同环比+206%/+210%；东山精密25Q3实现营收101亿元，同环比+3%/+21%，归母净利润4.7亿元，同环比-8%/+54%。

表：2025年Q1-Q3及Q3结构件板块主要厂商营收情况

新能源汽车板块		收入							归母净利润						
结构件		25Q1-Q3	25Q1-Q3 同比	25Q1	25Q2	25Q3	Q3同比	Q3环比	25Q1-Q3	25Q1-Q3 同比	25Q1	25Q2	25Q3	Q3同比	Q3环比
002850.SZ	科达利	106	23%	30.2	36.2	40	26%	9%	12	17%	3.9	3.8	4.2	13%	9%
300953.SZ	震裕科技	66	31%	17.9	22.5	25	35%	13%	4	139%	0.7	1.4	2.0	393%	45%
300382.SZ	斯莱克	16	35%	5.3	3.9	7	72%	83%	0	-195%	0.1	-0.3	0.3	206%	210%
002384.SZ	东山精密	271	2%	86.0	83.5	101	3%	21%	12	15%	4.6	3.0	4.7	-8%	54%
合计		459	12%	139	146	173	13%	19%	28	26%	9.3	7.9	11.2	26%	41%

表：主要厂商利润拆分情况

代表公司	单位	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3
科达利	收入	22.3	19.9	44.7	86.5	105.1	25.1	29.4	31.5	34.4	30.2	36.2	39.6
	毛利率	28%	28%	26%	24%	24%	22%	24%	23%	27%	22%	23%	24%
	净利率	10%	9%	12%	11%	12%	12%	12%	12%	13%	13%	10%	10%
震裕科技	收入	7.5	11.9	30.3	57.5	60.2	14.4	16.9	18.8	21.1	17.9	22.5	25.5
	毛利率	27%	26%	18%	12%	12%	13%	16%	11%	16%	13%	16%	17%
	净利率	10%	11%	6%	2%	1%	4%	5%	2%	4%	4%	6%	8%
	结构件业务收入	2.2	5.7	16.5	32.6	32.7	8.1	9.4	11.5	13.4	10.9	14.2	17.0
	结构件业务毛利率	13%	22%	17%	9%	9%	10%	14%	11%	11%	10%	15%	16%
	结构件业务净利率					-12%	2%	2%	2%	3%	3%	5%	7%

9 结构件：龙头在手现金良好，二线整体承压

◆ **龙头现金流情况良好，二线仍承压。**科达利25Q3无息在手现金24.3亿元，较年初+90%，营运资本64.7亿元，较年初+17%；震裕科技25Q3无息在手现金-20.8亿元，较年初+19%，营运资本9.2亿元，较年初+45%；斯莱克25Q3无息在手现金-9.8亿元，较年初+9%，营运资本9.4亿元，较年初-16%；东山精密25Q3无息在手现金-52.3亿元，较年初-83%，营运资本37.5亿元，较年初+7%。整体来看，行业无息在手现金从24Q4的-52.3亿元下降至25Q3的-59亿元，营运资本则增至121亿元，较年初+12%。

图表：2025年Q1-Q3及Q3结构件板块现金及营运资本情况（亿元）

新能源汽车板块		无息在手现金					营运资本				
结构件		24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q3 较年初增长	24年Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q3 较年初增长
002850.SZ	科达利	12.8	20.7	21.4	24.3	90%	55.5	62.7	61.1	64.7	17%
300953.SZ	震裕科技	-25.7	-19.2	-21.2	-20.8	19%	6.3	4.7	7.2	9.2	45%
300382.SZ	斯莱克	-10.9	-9.7	-9.4	-9.8	9%	11.3	11.9	10.0	9.4	-16%
002384.SZ	东山精密	-28.5	-21.4	-16.8	-52.3	-83%	35.1	32.4	37.8	37.5	7%
合计		-52.3	-30	-26	-59	-12%	108.3	112	116	121	12%

10 三元正极：Q3盈利水平有所下滑

- ◆ **Q1-3归母净利增长，Q3盈利水平有所下滑。** 2025Q1-3实现营收356亿元，同比增长11%；归母净利润5亿元，同比增长12%。其中，25Q3营收137亿元，同环比+17%/+12%，归母净利润1.9亿元，同环比+9%/-24%。25Q1-3毛利率为8.7%，同比增长0.1pct；归母净利率1.4%，同比增长0pct。25Q3毛利率8.1%，同减0.4pct，环减2.2pct；归母净利率1.4%，同减0.1pct，环减0.7pct。
- ◆ **Q3经营性现金流环比下降，资本开支环比小幅下降。** 25Q1-3经营活动净现金流32.8亿元，同增2042%，25Q3经营活动净现金流12.9亿元，同减20%，环减31%；25Q3资本开支8.1亿元，同减35%，环减4%。Q3末存货为109亿元，较年初增加40%；Q3末无息在手现金86亿元，较年初减少1%，营运资本236亿元，较年初增加5%。

图表：2025年Q1-3三元正极板块情况（亿元）

	2025Q1-3	2025Q1-3同比	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q3同比	2025Q3环比
营业收入（亿元）	356	11%	95	123	137	17%	12%
归母净利润（亿元）	5	12%	0.5	2.6	1.9	9%	-24%
毛利率	8.7%	0.1%	7.5%	10.3%	8.1%	-0.4%	-2.2%
归母净利率	1.4%	0.0%	0.5%	2.1%	1.4%	-0.1%	-0.7%
费用率	6.8%	0.0%	7.4%	6.5%	6.5%	0.0%	0.0%
经营活动净现金流（亿元）	32.8	2042%	1.1	18.7	12.9	-20%	-31%
资本开支（亿元）	23.6	-25%	7.2	8.4	8.1	-35%	-4%

	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q3较年初增长
应收账款（亿元）	119	95	111	118	-1%
预收款项（亿元）	1	4	3	4	472%
存货（亿元）	78	83	89	109	40%
在建工程（亿元）	42	45	40	39	-6%
无息在手现金（亿元）	87	92	92	86	-1%
营运资本（亿元）	226	237	243	236	5%

10三元正极：Q3部分厂商利润环比下滑，厦钨业绩亮眼

◆ Q3大部分厂商利润环比下降，厦钨业绩持续提升。容百科技25年Q3营收27亿元、同减38%、环减17%，归母净利-1.4亿元、同减227%、环减155%；当升科技25年Q3营收30亿元、同增50%、环增18%，归母净利1.9亿元、同增8%、环减4%，盈利水平仍大幅领先行业平均；厦钨新能25年Q3营收55亿，同增54%，环增21%，归母净利2.5亿，同增91%，环增29%，主要是钴酸锂量利双升。

表：2025年Q1-3三元正极板块主要厂商营收及利润情况（亿元）

新能源汽车板块		收入					归母净利润				
三元正极		2025Q1-3	同比	2025Q3	同比	环比	2025Q1-3	同比	2025Q3	同比	环比
688005.SH	容百科技	90	-21%	27	-38%	-17%	-2	-275%	-1.4	-227%	-155%
300073.SZ	当升科技	74	34%	30	50%	18%	5	8%	1.9	8%	-4%
688707.SH	振华新材	11	-27%	4	-27%	-20%	-3	0%	-1.2	10%	4%
688779.SH	长远锂科	51	34%	22	70%	44%	0	88%	0.1	106%	-82%
688778.SH	厦钨新能	131	32%	55	54%	21%	6	50%	2.5	91%	29%
合计		356	52%	137	108%	46%	5	12%	2	9%	-24%

10三元正极：容百新业务加速突破，当升铁锂盈利大幅改善

- ◆ 容百科技25Q3扣除钠电、前驱体等新业务的投入及集团费用分摊，三元业务整体盈亏平衡，其中韩国工厂Q3汇兑损失影响数千万。随韩国工厂产能利用率提升，且中镍和新8系产品放量，三元将逐步恢复至合理利润。
- ◆ 当升科技Q3三元正极单吨扣非利润1万元+，环比微降，主要由于国际客户占比略有下降；随着LGES放量，国际客户占比保持增长态势，我们预计盈利水平稳步提升。25Q3铁锂单吨净利约600-700元，环比扭亏。
- ◆ 厦钨新能25Q3钴酸锂销量1.8万吨，环增6%左右，单吨净利1万/吨以上，环比增长10%+。三元Q3销量约1.5万吨，环增20%，单吨扣非利润约0.2万，环比持平。

图表：三元正极行业主流厂商利润拆分情况

代表公司	单位	2021A	2022A	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3
当升	出货(万吨)	4.4	6.2	1.4	1.6	1.8	1.2	1.0	1.2	1.0	1.0	1.0	1.4	1.5
	单位净利(万元/吨)	1.55	4.10	2.98	3.95	3.00	2.80	1.10	0.96	1.00	-0.50	0.60	1.20	1.00
容百	出货(万吨)	5.2	8.9	2.6	1.9	2.7	2.7	2.6	2.7	3.5	3.1	2.5	2.5	2.1
	单位净利(万元/吨)	1.48	1.37	1.20	0.36	0.88	-0.12	-0.12	0.20	0.41	0.60	0.27	0.28	-0.50
厦钨(含钴酸锂)	出货(万吨)	7.2	8.0	1.1	1.7	2.0	2.4	2.4	2.1	2.6	2.6	2.7	3.4	3.9
	单位净利(万元/吨)	0.71	1.22	0.92	0.75	0.70	0.42	0.42	0.57	0.55	0.50	0.50	0.51	0.55

10三元正极：行业在手现金情况良好，后续扩产集中海外

◆ 行业在手现金情况良好，后续扩产集中海外。容百科技25Q3在手现金-10.7亿元，较年初-57%；营运资本26.8亿元，较年初-16%。当升科技25Q3在手现金83.5亿元，较年初+12%；营运资本99.9亿元，较年初+10%。振华新材25Q3在手现金2.0亿元，较年初-78%；营运资本21.1亿元，较年初+19%。长远锂科24Q3在手现金-3.2亿元，较年初+40%；营运资本50.9亿元，较年初+4%。厦钨新能25Q3在手现金14.8亿元，较年初-4%；营运资本37.3亿元，较年初+4%。

图表：25年Q1-3三元正极板块现金及营运资本情况（亿元）

新能源汽车板块		无息在手现金				营运资本			
三元正极		2025Q1	2025Q2	2025Q3	25Q3较年初增长	2025Q1	2025Q2	2025Q3	25Q3较年初增长
688005.SH	容百科技	-7.4	-10.6	-10.7	-57%	40.2	34.0	26.8	-16%
300073.SZ	当升科技	79.1	83.5	83.5	12%	94.4	100.9	99.9	10%
688707.SH	振华新材	12.4	5.5	2.0	-78%	16.7	19.9	21.1	19%
688779.SH	长远锂科	-8.6	-5.9	-3.2	40%	47.9	50.6	50.9	4%
688778.SH	厦钨新能	16.5	19.1	14.8	-4%	38.1	37.2	37.3	4%
合计		91.9	91.7	86.4	-1%	237.3	242.7	236.1	5%

11 三元前驱体：Q3行业盈利同环比提升，经营性现金流持续提升

- ◆ **Q3行业盈利同环比提升，一体化企业盈利相对稳健。** 2025Q1-3实现营收1216亿元，同比增加18%；归母净利润61亿元，同比增加30%。其中，25Q3营收444亿元，同环比+32%/+15%，归母净利润21.8亿元，同环比+28%/+11%。25Q1-3毛利率为14.1%，同比下降0.7pct；归母净利率5.0%，同比增长0.4pct。25Q3毛利率14.7%，同减0.7pct，环增0.8pct；归母净利率4.9%，同减0.2pct，环减0.2pct。
- ◆ **Q3经营性现金流环比提升，资本开支增长。** 25Q1-3经营活动净现金流81.9亿元，同减1%，25Q3经营活动净现金流38.7亿元，同增32%，环增46%；25Q3资本开支77.8亿元，同增37%，环增50%。Q3末存货为402亿元，较年初增加9%；Q3末无息在手现金-559亿元，较年初减少11%，营运资本80亿元，较年初增加4%。

表： 2025年Q1-3三元前驱体板块情况（亿元）

	2025Q1-3	2025Q1-3同比	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q3同比	2025Q3环比
营业收入（亿元）	1,216	18%	386	386	444	32%	15%
归母净利润（亿元）	61	30%	19.7	19.7	21.8	28%	11%
毛利率	14.1%	-0.7%	13.6%	13.9%	14.7%	-0.7%	0.8%
归母净利率	5.0%	0.4%	5.1%	5.1%	4.9%	-0.2%	-0.2%
费用率	7.6%	-1.2%	7.1%	7.6%	8.1%	-2.1%	0.5%
经营活动净现金流（亿元）	81.9	-1%	16.7	26.5	38.7	32%	46%
资本开支（亿元）	207.3	15%	77.5	52.0	77.8	37%	50%

	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q3较年初增长
应收账款（亿元）	184	189	197	209	14%
预收款项（亿元）	34	48	36	27	-22%
存货（亿元）	370	386	406	402	9%
在建工程（亿元）	226	260	239	259	15%
无息在手现金（亿元）	-503	-604	-573	-559	-11%
营运资本（亿元）	77	95	91	80	4%

11 三元前驱体：25Q3业绩分化明显，一体化布局企业盈利稳健

◆ 25Q3业绩分化明显，一体化布局企业盈利稳健。华友钴业25年Q3营收217亿，同增41%，环增12%，归母净利15.1亿，同增12%，环增3%。中伟股份25年Q3营收120亿、同增19%、环增14%，归母净利3.8亿、同减17%、环减11%。格林美25Q3营收99亿元，同增32%，环增23%；归母净利润3.1亿元，同增53%，环增8%。

图表： 2025年Q1-3三元前驱体板块主要厂商营收情况（亿元）

新能源汽车板块		收入					归母净利润				
三元前驱体		2025Q1-3	同比	2025Q3	同比	环比	2025Q1-3	同比	2025Q3	同比	环比
603799.SH	华友钴业	589	30%	217	41%	12%	42	40%	15.1	12%	3%
300919.SZ	中伟股份	333	10%	120	19%	14%	11	-16%	3.8	-17%	-11%
002340.SZ	格林美	275	11%	99	32%	23%	11	23%	3.1	53%	8%
688148.SH	芳源股份	15	5%	6	57%	20%	-1	-2%	0.3	153%	128%
688184.SH	帕瓦股份	4	-53%	1	-32%	-27%	-2	51%	-0.5	82%	56%
合计		1,216	18%	444	117%	42%	61	-3%	22	283%	184%

11 三元前驱体：Q3镍利润稳定，看好后续钴涨价利润弹性

- ◆ 华友钴业镍贡献主要利润、钴利润弹性明显。湿法项目华越6万吨和华飞12万吨持续超产，25Q1-3MHP出货量约18万吨，单吨利润0.3万美金左右，预计公司25年镍利润贡献30-35亿。25Q3钴均价上涨至27万元/吨，我们预计Q3贡献2亿左右利润增量；若钴价上涨至40-50万元/吨，26年刚果钴和印尼钴合计贡献30-40亿利润弹性。
- ◆ 中伟股份Q3出货量增长稳健、钴涨价小幅增厚利润。9月起受益于特斯拉销量恢复、欧洲电动化加速，公司三元产能利用率大幅提升至80-90%，单月排产增加至2万吨+，我们预计全年三元出货量近22万吨、四钴3.1万吨，合计25万吨，同比增23%。25Q3基本保持稳定，单吨利润为0.6-0.65万/吨，其中金属钴涨价小幅增厚利润。

表：前驱体行业主流厂商利润拆分情况

中伟股份	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
前驱体 (百万, 四钴和三元)	335	330	315	210	240	420	397
-出货量 (万吨)	6.20	5.50	5.25	3.50	4.80	6.40	6.40
-单吨利润 (万元/吨)	0.54	0.60	0.60	0.60	0.50	0.66	0.62
磷酸铁 (百万)	-15	-23	-40	-80	-25	-23	-20
-出货量 (万吨)	0.40	1.10	1.70	4.20	2.80	4.10	4.30
镍产品 (百万)	20	120	80	10	100	0	0
-出货量 (万吨金属)	1.46	2.04	2.30	2.90	3.30	2.60	2.40
归属于母公司所有者的净利润 (百万元)	379	485	460	143	308	425	380
华友钴业	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
前驱体 (百万)	81	120	72	90	21	21	90
-出货量 (万吨)	2.70	4.00	2.40	3.00	2.10	2.10	3.00
-单吨利润 (万元/吨)	0.30	0.30	0.30	0.30	0.10	0.10	0.30
正极 (巴莫)	0	0	0	0	21	30	33
-出货量 (万吨)	2.40	2.90	2.00	1.70	1.90	2.70	3.00
-单吨利润 (万元/吨)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.30	0.30	0.30
铜产品 (百万)	126	250	220	220	160	190	200
钴产品 (百万, 含资产减值损失)	60	75	85	75	65	365	485
硫酸镍 (百万)	352	536	396	300	321	268	300
-出货量 (万金吨)	1.60	1.80	1.80	1.80	1.80	1.80	1.80
-单吨利润 (万元/吨)	2.20	2.98	2.20	1.67	1.79	1.49	1.67
金属镍 (百万)	475	644	1,050	589	1,083	928	884
-出货量 (万金吨)	1.90	2.30	4.20	3.00	5.20	5.20	4.50
-单吨利润 (万美金/吨)	0.36	0.40	0.36	0.28	0.30	0.26	0.28
归属于母公司所有者的净利润 (百万元)	522	1,148	1,350	1,134	1,252	1,459	1,505

11三元前驱体：一体化布局加大资金压力，营运资本普遍下降

◆ 一体化布局资金需求大，行业厂商无息现金普遍为负，营运资本普遍下降。华友钴业25Q3在手现金-240.7亿元，较年初+12%；营运资本-7.4亿元，较年初-142%。中伟股份25Q3在手现金-120.0亿元，较年初-71%；营运资本70.0亿元，较年初-28%。格林美25Q3在手现金-183.3亿元，较年初降25%；营运资本14.7亿元，较年初+132%。芳源股份25Q3在手现金-14.8亿元，较年初-5%；营运资本-0.7亿元，较年初-222%。帕瓦股份25Q3在手现金-0.6亿元，较年初-133%；营运资本3.7亿元，较年初-52%。

表：2025年Q1-3三元前驱体板块现金及营运资本情况

新能源汽车板块		无息在手现金				营运资本			
三元前驱体		2025Q1	2025Q2	2025Q3	24Q3较年初增长	2025Q1	2025Q2	2025Q3	24Q3较年初增长
603799.SH	华友钴业	-309.4	-296.9	-240.7	12%	21.6	13.8	-7.4	-142%
300919.SZ	中伟股份	-106.0	-93.5	-120.0	-71%	102.4	74.4	70.0	-28%
002340.SZ	格林美	-177.4	-170.6	-183.3	-25%	-36.6	0.5	14.7	132%
688148.SH	芳源股份	-13.7	-14.4	-14.8	-5%	0.1	-1.4	-0.7	-222%
688184.SH	帕瓦股份	2.1	2.2	-0.6	-133%	7.3	3.8	3.7	-52%
合计		-604.4	-573.2	-559.5	11%	94.8	91.1	80.2	4%

12 导电剂：Q3归母净利润环比略增，经营性现金流下降

- ◆ 25Q3归母净利润同比大幅提升，环比略增。25Q3收入48.2亿，同环比+1.3%/+11.2%，归母净利润1.7亿元，同环比+63%/+1.2%。25Q1-3毛利率为13.3%，同比增长1.1pct；归母净利率3.0%，同比增加1.1pct。25Q3毛利率14.6%，同增1.4pct，环增0.6pct；归母净利率3.5%，同增1.3pct，环减0.3pct。
- ◆ 25Q3经营性现金流下降显著，无息在手现金缺口有所扩大。25Q1-3经营活动净现金流8.4亿元，同增48%，25Q3经营活动净现金流1.5亿元，同减63%，环减72%。Q3末存货为39.5亿元，较年初增7%；Q3末无息在手现金-31亿元，较年初增加10%，而25Q3营运资本53.6亿元，较年初+4%。

图表： 2025年Q1-3导电剂板块情况（亿元）

	2025Q1-3	2025Q1-3同比	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q3同比	2025Q3环比
营业收入（亿元）	134.2	-7.1%	42.7	43.3	48.2	1.3%	11.2%
归母净利润（亿元）	4.0	45.6%	0.7	1.7	1.7	63.0%	1.2%
毛利率	13.3%	1.1pct	11.0%	14.1%	14.6%	1.4pct	0.6pct
归母净利率	3.0%	1.1pct	1.6%	3.8%	3.5%	1.3pct	-0.3pct
费用率	8.6%	0.3pct	8.1%	8.9%	8.8%	-0.6pct	-0.1pct
经营活动净现金流（亿元）	8.4	48%	1.4	5.5	1.5	-63%	-72%
资本开支（亿元）	6.6	-45%	3.6	1.5	1.5	-25%	-1%

	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q3较年初增长
应收账款（亿元）	34.0	34.2	29.5	33.2	-2%
预收款项（亿元）	1.2	0.9	0.8	1.0	-16%
存货（亿元）	37.0	37.7	39.0	39.5	7%
在建工程（亿元）	20.1	21.1	22.5	20.0	0%
无息在手现金（亿元）	-34.4	-32.1	-26.2	-31.0	10%
营运资本（亿元）	51.6	48.9	55.3	53.6	4%

12 导电剂：龙头Q3单壁贡献利润增量，持续高增可期

◆ 龙头25Q3单壁贡献利润增量，持续高增可期。天奈科技25Q1-3单壁浆料（纯单壁+四代）出货约2600吨，其中Q3出货约1600吨，环比翻倍。下游快充、高循环、高能量密度产品对四代浆料的需求高增，价值量占电芯材料成本的4-5%，已成为重要的电芯材料。公司当前产能40吨粉体，年底将扩产至100吨粉体（对应2.5万吨浆料），Q4单壁浆料出货有望达3000-4000吨，全年出货我们预计6000-7000吨；26H1粉体产能将达130-140吨，26年单壁浆料出货我们预计4万吨。盈利方面，单壁和四代产品国内仅公司可实现大批量出货，我们预计单吨利润维持1万/吨+，26年有望贡献5亿以上利润。

图表： 2025年Q1-3添加剂主要厂商营收情况（亿元）

新能源汽车板块		收入					归母净利润				
导电剂		2025Q1-3	同比	2025Q3	同比	环比	2025Q1-3	同比	2025Q3	同比	环比
688116.SH	天奈科技	10.0	-3.8%	3.5	-11.8%	8.9%	2.0	7.4%	0.8	18.3%	35.4%
300409.SZ	道氏技术	60.0	-1.8%	23.5	18.8%	23.8%	4.2	182.4%	1.9	408.3%	-0.9%
002068.SZ	黑猫股份	64.2	-12.1%	21.2	-11.1%	0.2%	-2.1	-284.6%	-1.0	-18597.1%	-21.6%
合计		134.2	-7.1%	48.2	11.2%	33.0%	4.0	45.6%	1.7	1.2%	13.0%

表：天奈科技季度盈利拆分

天奈科技	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E
碳纳米管浆料（百万）	52	60	65	61	52	54	69
-多壁出货量（吨）	15,000	21,000	23,000	26,000	19,500	17,000	17,000
-多壁单吨利润（万/吨）	0.34	0.28	0.28	0.24	0.27	0.27	0.29
-单壁出货量（吨）						800.00	1,600
-单壁单吨利润（万/吨）						1.00	1.20
减值损失	2	1	-1	-4	2	5	7
其他经营收益	2.14	1.97	2.30	6.43	6.46	6.60	9.99
归属于母公司所有者的净利润	54	62	67	68	58	59	79
-同比	35%	23%	-6%	-50%	8%	-5%	18%
-环比	-60%	15%	9%	1%	-14%	1%	35%

12 导电剂：龙头现金较年初显著增长

- ◆ 龙头在手现金较年初显著增长，行业营运资本环比上升。天奈科技25Q3在手现金5.2亿元，较年初增4149%；营运资本22.9亿元，较年初增50%。道氏技术25Q3在手现金-8.2亿元，较年初增47%；营运资本35亿元，较年初增6%。黑猫股份25Q3在手现金-28亿元，较年初降50%；营运资本-4.2亿元，较年初降226%。

表：2025年Q1-3导电剂板块现金及营运资本情况（亿元）

新能源汽车板块		无息在手现金				营运资本			
导电剂		2025Q1	2025Q2	2025Q3	25Q3较年初增长	2025Q1	2025Q2	2025Q3	25Q3较年初增长
688116.SH	天奈科技	-1.4	5.9	5.2	4149%	15.8	22.9	22.9	50%
300409.SZ	道氏技术	-7.4	-5.1	-8.2	47%	32.1	32.7	35.0	6%
002068.SZ	黑猫股份	-23.3	-27.0	-28.0	-50%	0.9	-0.3	-4.2	-226%
合计		-32.1	-26.2	-31.0	10%	48.9	55.3	53.6	9.6%

13 铝箔：25Q3利润环比改善，经营性现金流承压

- ◆ **25Q3归母净利环比提升。**2025Q1-3实现营收236.9亿元，同比增加5.9%；归母净利润2.2亿元，同比增16.6%。其中，25Q3营收76.9亿元，同环比-2.5%/-5.0%，归母净利润0.8亿元，同环比+503.7%/51.0%。25Q1-3毛利率为8.0%，同比降0.2pct；归母净利率0.9%，同比增0.1pct。25Q3毛利率7.6%，同增0.9pct，环增0.3pct；归母净利率1.1%，同增0.9pct，环增0.4pct。
- ◆ **Q3经营性现金流承压，在手现金较年初大幅下降。**25Q1-3经营活动净现金流5.4亿元，同增689%，25Q3经营活动净现金流0.0亿元，同减97%，环减100%。Q3末存货为53.9亿元，较年初减4%；Q3末无息在手现金-26.1亿元，较年初下降230%，而25Q3营运资本32.7亿元，较年初增114%。

表：2025年Q1-3铝箔板块情况（亿元）

	2025Q1-3	2025Q1-3同比	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q3同比	2025Q3环比
营业收入（亿元）	236.9	5.9%	79.2	80.9	76.9	-2.5%	-5.0%
归母净利润（亿元）	2.2	16.6%	0.8	0.6	0.8	503.7%	51.0%
毛利率	8.0%	-0.2%	9.1%	7.3%	7.6%	0.9%	0.3%
归母净利率	0.9%	0.1%	1.0%	0.7%	1.1%	0.9%	0.4%
费用率	6.7%	0.2%	6.8%	6.4%	7.0%	0.6%	0.6%
经营活动净现金流（亿元）	5.1	689%	-4.7	9.8	0.0	-97%	-100%
资本开支（亿元）	6.6	-15%	1.6	1.7	3.3	7%	93%

	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q3较年初增长
应收账款（亿元）	51.2	54.8	52.9	53.9	5%
预收款项（亿元）	1.4	1.2	1.1	1.3	-9%
存货（亿元）	56.0	60.3	53.5	53.9	-4%
在建工程（亿元）	14.2	14.6	13.2	12.6	-11%
无息在手现金（亿元）	-7.9	-7.1	0.5	-26.1	-230%
营运资本（亿元）	15.3	17.6	22.6	32.7	114%

13 铝箔：龙头盈利能力远超二线，订单充足后续有望提价

◆ 鼎胜新材Q3电池箔单位盈利提升，订单充足后续有望提价。鼎胜新材25Q3营收62.9亿元，同增2.6%，环减8.3%；归母净利润1.2亿元，同增190.4%，环增15.8%。万顺新材25Q3营收14亿元，同减20.3%，环减13.5%；归母净利润-0.3亿元，同减26.6%，环减26.7%。

图表：2025年Q1-3铝箔板块主要厂商营收情况（亿元）

新能源汽车板块		收入					归母净利润				
铝箔		2025Q1-3	同比	2025Q3	同比	环比	2025Q1-3	同比	2025Q3	同比	环比
300057.SZ	万顺新材	40.9	-13.9%	14.0	-20.3%	13.5%	-0.9	-140.5%	-0.3	-26.6%	26.7%
603876.SH	鼎胜新材	196.0	11.3%	62.9	2.6%	-8.3%	3.1	36.6%	1.2	190.4%	15.8%
合计		236.9	5.9%	76.9	-5.0%	5.2%	2.2	16.6%	0.8	51.0%	42.5%

表 鼎胜季度盈利拆分（万吨）

鼎盛新材	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
电池箔（百万）	56	66	51	56	53	74	97
-出货量（万吨）	2.8	3.3	3.9	4.5	4.1	4.9	5.7
-单吨利润（万/吨）	0.20	0.20	0.13	0.13	0.13	0.15	0.17
双零箔（百万）	-15	30	-8	4	4	5	5
-出货量（万吨）	3.0	4.0	4.0	4.0	3.5	4.0	3.7
-单吨利润（万/吨）	-0.05	0.08	-0.02	0.01	0.01	0.01	0.01
单零箔（百万）	-15	30	-8	4	4	5	5
-出货量（万吨）	3.0	4.0	4.0	4.0	3.5	4.0	3.7
-单吨利润（万/吨）	-0.05	0.08	-0.02	0.01	0.01	0.01	0.01
空调箔+板带（百万）	8	20	-8	9	12	12	8
归属于母公司所有者的净利润	30	153	41	77	85	103	119

13 铝箔：龙头现金情况紧张，营运资本逐季上升

- ◆ 龙头在手现金情况较年初较为紧张，营运资本上升明显。万顺新材25Q3在手现金-15.8亿元，较年初-26%；营运资本12.6亿元，较年初-3%。鼎胜新材25Q3在手现金-10.3亿元，较年初-323%；营运资本20.2亿元，较年初+742%。

表：2025年Q1-3铝箔板块现金及营运资本情况（亿元）

新能源汽车板块		无息在手现金				营运资本			
铝箔		2025Q1	2025Q2	2025Q3	25Q3较年初增长	2025Q1	2025Q2	2025Q3	25Q3较年初增长
300057.SZ	万顺新材	-14.8	-12.8	-15.8	-26%	12.8	12.3	12.6	-3%
603876.SH	鼎胜新材	7.7	13.4	-10.3	-323%	4.8	10.3	20.2	742%
合计		-7.1	0.5	-26.1	270.2%	17.6	22.6	32.7	86.0%

14 铜箔：25Q3行业盈利大幅好转，经营性现金流下降

- ◆ **25Q3归母净利润同环比扭亏。**2025年Q1-3实现营收287.7亿元，同比增长43%；归母净利润1.2亿元，同比上升115.7%，其中，25Q3营收108.2亿元，同比+37.7%，归母净利润0.6亿元，同比增长124.4%；25年Q1-3毛利率6.2%，同比上升3.6pct；归母净利率0.4%，同比上升4.1pct。25Q3毛利率6.4%，同增3.3pct，环增0.1pct；归母净利率0.6%，同增3.8pct，环增0.1pct。
- ◆ **25Q3经营性现金流下降，在手现金减少。**25Q1-3经营活动净现金流-4.7亿元，同增71%，25Q3经营活动净现金流3.4亿元，同减48%，环减38%。Q3末存货为56.3亿元，较年初增加11%；Q3末无息在手现金-57.8亿元，较年初减少63%，25Q3营运资本82.8亿元，较年初增18%。

表：2025年Q1-3铜箔板块情况（亿元）

	2025Q1-3	2025Q1-3同比	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q3同比	2025Q3环比
营业收入（亿元）	287.7	43.0%	85.3	94.2	108.2	37.7%	14.8%
归母净利润（亿元）	1.2	115.7%	0.1	0.5	0.6	124.4%	32.2%
毛利率	6.2%	3.6%	5.7%	6.3%	6.4%	3.3%	0.1%
归母净利率	0.4%	4.1%	0.1%	0.5%	0.6%	3.8%	0.1%
费用率	6.0%	-0.9%	6.2%	6.2%	5.5%	-1.0%	-0.7%
经营活动净现金流（亿元）	-4.7	71%	-13.5	5.4	3.4	-48%	-38%
资本开支（亿元）	19.3	-8%	6.6	5.2	7.5	71%	43%

	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q3较年初增长
应收账款（亿元）	85.4	88.5	95.2	104.7	23%
预收款项（亿元）	0.3	0.7	0.8	1.2	355%
存货（亿元）	50.5	52.2	55.3	56.3	11%
在建工程（亿元）	28.1	29.3	24.0	23.2	-17%
无息在手现金（亿元）	-35.5	-45.0	-54.2	-57.8	-63%
营运资本（亿元）	70.3	83.6	67.7	82.8	18%

14 铜箔：25Q3业绩普遍高增，主流厂商均实现盈利

◆ 25Q3业绩普遍高增，主流厂商均实现盈利。嘉元科技25Q3营收25.8亿元，同增34.5%，环比30.0%；归母净利润0.0亿元，同增110.6%，环增66.5%。诺德股份25Q3营收17.8亿元，同增34.3%，环增10.7%；归母净利润-0.2亿元，同增63.5%，环增38.7%。中一科技、铜冠铜箔Q3均实现盈利。

图表： 2025年Q1-Q3及2025年Q3铜箔行业主流厂商营收及利润情况（亿元）

新能源汽车板块		收入					归母净利润				
铜箔		25Q1-Q3	25Q1-Q3同比	25Q3	25Q3同比	25Q3环比	25Q1-Q3	25Q1-Q3同比	25Q3	25Q3同比	25Q3环比
688388.SH	嘉元科技	65.4	50.7%	25.8	34.5%	30.0%	0.4	128.4%	0.0	110.6%	66.5%
301150.SZ	中一科技	42.0	19.5%	15.2	17.0%	6.6%	0.4	156.5%	0.2	245.3%	26.1%
301217.SZ	铜冠铜箔	47.3	47.1%	17.4	51.3%	8.4%	0.6	162.5%	0.3	166.8%	8.1%
301511.SZ	德福科技	85	59%	32	48%	14%	0.7	133%	0.3	128%	36%
600110.SH	诺德股份	47.9	29.2%	17.8	34.3%	10.7%	-0.9	56.9%	-0.2	63.5%	38.7%
合计		202.7	37.1%	76.1	15.0%	55.7%	1.2	115.7%	0.6	533.9%	26.3%

14 铜箔：在手现金较年初下滑，后续扩产能力较弱

◆ 25Q3铜箔厂商在手现金较年初普遍下滑，扩产能力较弱。嘉元科技25Q3在手现金-24.2亿元，较年初降24%；营运资本36.1亿元，较年初增10%。诺德股份25Q3在手现金-20.2亿元，较年初降34%；营运资本-2.4亿元，较年初增59%。中一科技25Q3在手现金14.8亿元，较年初降23%；营运资本23.2亿元，较年初增5%。铜冠铜箔25Q3在手现金-1.5亿元，较年初降144%；营运资本27.2亿元，较年初增9%。

表：2025年Q1-3铜箔板块现金及营运资本情况（亿元）

新能源汽车板块		在手现金类资产-长短期借款				营运资本			
铜箔		2025Q1	2025Q2	2025Q3	Q3较年初增长	2025Q1	2025Q2	2025Q3	Q3较年初增长
688388.SH	嘉元科技	-21.1	-19.8	-24.2	-24%	38.8	35.6	36.1	10%
301150.SZ	中一科技	16.1	15.5	14.8	-23%	22.3	22.8	23.2	5%
301217.SZ	铜冠铜箔	-1.6	-1.6	-1.5	-144%	28.5	26.6	27.2	9%
600110.SH	诺德股份	-14.2	-11.4	-20.2	-34%	-7.9	-9.5	-2.4	59%
合计		-20.8	-17.4	-31.1	49.6%	81.7	75.5	84.1	2.9%

投资建议和风险提示

投资建议：筑底完成，龙头率先复苏

- ◆ **投资建议：**锂电电动产销两旺，26年龙头指引大超市场预期，电池一线盈利持续向好、二线盈利拐点，继续强推电池板块（**宁德时代、亿纬锂能、欣旺达、中创新航**等，关注**鹏辉能源、派能科技**）；同时材料各环节价格拐点明确，六氟、铁锂等环节涨价超预期，盈利弹性大，看好材料龙头（**天赐材料、湖南裕能、科达利、当升科技、尚太科技、璞泰来、华友钴业、富临精工、恩捷股份、星源材质、容百科技、德方纳米**等，关注**天际股份、多氟多、万润新能、龙蟠科技**）；同时看好价格反弹的碳酸锂（**赣锋锂业、天齐锂业、中矿资源、盛新锂能、永兴材料**等）；并强推Q4催化剂密集落地的固态板块（**厦钨新能、当升科技、上海洗霸、纳科诺尔**等）。
- ◆ **风险提示：**价格竞争超市场预期、原材料价格波动、投资增速下滑。

表 相关公司估值表（截至2025年11月14日）

	证券代码	名称	总市值 (亿元)	股价	归母净利润 (亿元)			PE			评级
					2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	
电池	300750.SZ	宁德时代	18,580	407	661	802	966	28	23	19	买入
	002594.SZ	比亚迪	8,722	98	450	589	710	20	15	13	买入
	300014.SZ	亿纬锂能	1,690	83	47	75	105	36	23	16	买入
	300207.SZ	欣旺达	593	32	21	25	30	29	24	20	买入
	002245.SZ	蔚胜锂芯	202	18	7	10	13	29	20	15	买入
	688063.SH	派能科技	169	69	3	5	8	61	33	22	买入
	688772.SH	珠海冠宇	282	25	7	15	18	40	19	16	买入
	002850.SZ	科达利	435	159	17	22	27	26	20	16	买入
电解液	002709.SZ	天赐材料	913	47	8	15	23	114	61	39	买入
负极	300037.SZ	新宙邦	459	61	12	16	20	38	28	23	买入
	603659.SH	璞泰来	648	30	25	31	40	26	21	16	买入
	920185.BJ	贝特瑞	420	37	12	15	18	35	28	23	买入
	001301.SZ	尚太科技	263	101	10	13	16	26	20	16	买入
隔膜	301349.SZ	信德新材	60	59	0	1	1	149	68	55	买入
	002812.SZ	恩捷股份	598	61	2	8	18	287	74	33	买入
	300568.SZ	星源材质	229	17	1	5	7	229	45	33	买入
	688733.SH	壹石通	68	34	1	1	2	131	54	36	增持
正极	603799.SH	华友钴业	1,244	66	60	90	109	21	14	11	买入
	300919.SZ	中伟股份	465	50	15	20	26	30	23	18	买入
	300769.SZ	德方纳米	161	57	-4	3	5	-39	60	31	增持
	688005.SH	容百科技	211	30	-2	5	8	-105	42	26	买入
	300073.SZ	当升科技	360	66	8	11	14	45	34	26	买入
	688778.SH	厦钨新能	397	79	8	9	11	49	43	35	买入
	301358.SZ	湖南裕能	638	84	11	30	40	61	21	16	买入
	300432.SZ	富临精工	332	19	5	10	14	66	33	24	买入
导电剂	688116.SH	天奈科技	208	57	3	7	10	69	30	21	买入
铝箔	603876.SH	鼎胜新材	134	14	4	6	8	30	22	18	买入
设备	301325.SZ	曼恩斯特	91	63	1	2	3	76	43	27	买入
	688392.SH	骄成超声	131	113	2	3	5	86	44	26	买入
锂	002466.SZ	天齐锂业	917	57	4	9	14	208	108	65	买入
	002460.SZ	赣锋锂业	1346	69	4	20	32	327	71	44	买入
	002756.SZ	永兴材料	279	52	7	10	14	40	28	20	买入
	000408.SZ	藏格矿业	948	60	38	57	86	25	17	11	买入
	002738.SZ	中矿资源	453	63	4	14	23	113	32	20	买入
	002497.SZ	雅化集团	262	23	6	10	13	46	25	20	买入
	002240.SZ	盛新锂能	299	33	-6	5	10	-50	60	30	买入
	002850.SZ	科达利	435	159	17	22	27	26	20	16	买入
机器人	300432.SZ	富临精工	332	19	5	10	14	66	33	24	买入
	603119.SH	浙江荣泰	308	85	3	5	6	94	65	48	买入
	300953.SZ	震裕科技	254	147	6	9	13	42	28	20	买入
	301325.SZ	曼恩斯特	91	63	1	2	3	76	43	27	买入
	603200.SH	上海洗霸	140	80	1	2	6	99	70	22	买入
	688778.SH	厦钨新能	397	79	8	11	13	49	43	35	买入
固态	300073.SZ	当升科技	360	66	8	11	14	45	34	26	买入
	920522.BJ	纳科诺尔	98	62	1	2	3	112	48	28	买入
	920914.BJ	远航精密	32	32	1	1	1	40	31	24	买入
	002460.SZ	赣锋锂业	1346	69	4	20	32	327	71	44	买入

- ◆ **价格竞争超市场预期：**新能源汽车市场迅速发展，市场竞争日趋激烈。动力电池作为新能源汽车核心部件之一，吸引众多投资者通过产业转型、收购兼并等方式参与市场竞争，各大厂商产能扩大迅速，市场竞争十分激烈，市场平均价格逐年走低，压缩了公司的盈利水平。
- ◆ **原材料价格不稳定，影响利润空间：**原材料成本在整体成本中占比较高，原材料价格波动将会直接影响各板块的毛利水平。
- ◆ **投资增速下滑：**各板块投资开始逐渐放缓，对行业发展和核心技术的突破有直接影响。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证50指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园