



# 电力设备与新能源行业研究

买入（维持评级）

行业周报

证券研究报告

## 国金证券研究所

分析师：姚遥（执业 S1130512080001）  
yaoy@gjzq.com.cn

分析师：张嘉文（执业 S1130523090006）  
zhangjiawen@gjzq.com.cn

分析师：唐雪琪（执业 S1130525020003）  
tangxueqi@gjzq.com.cn

联系人：范晓鹏  
fanxiaopeng@gjzq.com.cn

联系人：陆文杰  
luwenjie3@gjzq.com.cn

## 底部拐点纷纷确认，电新再迎景气上行

### 子行业周度核心观点：

**光伏&储能：**反内卷推动 Q3 亏损显著收窄，部分优势环节/企业实现扭亏，行业基本面底部夯实，景气右侧稳步推进；9 月新增装机 9.7GW 实现环比回升，Q4 国内装机“小幅翘尾”仍可期，年底前“反内卷”或迎来里程碑事件；阳光电源 Q3 业绩超预期继续加温储能板块热度，数据中心配储进一步驱动量/利逻辑升级，持续推荐海外大储优势龙头。

**锂电：**中美经贸团队通过吉隆坡磋商，达成的成果共识包括中方将暂停实施 10 月 9 日公布的相关出口管制等措施一年，并将研究细化具体方案；尚太科技表态基于当前市场供需紧平衡的状况，以及原材料甚至外协加工出现价格温和上涨的趋势，尽管存在不确定性，但预计负极材料价格水平存在一定上涨的动力。持续看好锂电整体产业链。

**风电：**10 月风机招标 9.3GW，海风招标保持高景气，陆风均价环比 Q3 继续提升，看好 26 年整机盈利释放；金风签约沙特 3GW 风电项目，海外服务；英国政府发布 AR7 海风招标预算，26 年欧洲管桩、海缆招标有望加速；能源局宣布“十五五”加大海风开发力度，加快研究出台深远海海风规划性文件和管理办法，看好海风长周期景气。

**氢能与燃料电池：**Bloom Energy 业绩大超预期，Q3 同比扭亏为盈，客户交付进展积极，公司指引 SOFC 成本将继续实现两位数降幅，带来利润率的持续提升，并且数据中心仍存在大量潜在订单，预期业绩将持续超预期。氢能“十五五”新增长极地位确立，重点布局绿氢氨醇、燃料电池十五五规划方向。

**AIDC：**海外 Meta、Microsoft、Alphabet、Amazon 发布三季报，资本开支同环比均实现增长；英伟达召开 2025 年 GTC 大会；本周我们发布科创新源公司深度。

**电网：**1) 十四五规划建议提出能源相关规划：优化能源骨干通道布局，加快智能电网和微电网建设，建议关注特高压、电网智能化等长周期景气方向；2) 海兴电力海外订单交付&新业务放量，Q3 业绩同比+30%，超预期；3) 3Q25 电网板块实现营收 936 亿元，同比+10%；归母净利润 82 亿元，同比+15%，网内交付阶段性放缓，出海&数据中心高景气。

**新能源车：**比亚迪发布 25Q3 业绩，业绩环比恢复明显：1) 毛利率环比恢复；2) 公司控费效果优异，研发费用环比下滑明显；当前市场竞争仍呈现加剧态势，关注公司后续进一步调整动作。

### 本周重要行业事件：

**风光储：**《十四五规划建议》强调全国统一大市场建设、综合整治“内卷式”竞争；能源局公布 9 月风光新增装机，光伏 9.7GW 环比回升；工信部公布符合《光伏制造行业规范条件》企业名单。

**电网：**十四五规划建议优化能源骨干通道布局、加快智能电网和微电网建设；1-9 月全国电网工程投资同比+10%。

**新能源车&锂电：**赛力斯、比亚迪等发布 25Q3 业绩；奇瑞风云 T11、吉利银河星耀 6 正式上市；锂电出口管制暂停；负极现涨价动力。

**氢能与燃料电池：**商务部开展绿氢等可持续燃料贸易，支持开展国际航行船舶绿醇、绿氨等加注业务；央视聚焦“十五五”氢能有望激活万亿市场；康保-曹妃甸氢气长输管道项目开工；Plug Power 将向乌兹别克斯坦供应 2GW 电解槽。

**投资建议与估值：**详见报告正文各子行业观点详情。

**风险提示：**政策调整、执行效果低于预期风险；产业链价格竞争激烈程度超预期风险。



## 子行业周观点详情

**光伏&储能：**反内卷推动 Q3 行业亏损显著收窄，部分优势环节/企业实现扭亏为盈，行业基本面底部夯实，景气右侧稳步推进；9月新增装机 9.7GW 实现环比回升，Q4 国内装机“小幅翘尾”仍可期，年底前“反内卷”或迎来里程碑事件；阳光电源 Q3 业绩超预期继续加温储能板块热度，数据中心配储进一步驱动量/利逻辑升级，持续推荐海外大储优势龙头。

**一、光伏三季报总结：反内卷推动亏损收窄，基本面底部夯实。**

2025 年前三季度光伏终端需求维持增长（前三季度国内新增装机 240GW、同比+49%，电池组件合计出口 266GW、同比+14%），但价格仍处于较低水平，各环节盈利承压，前三季度【SW 光伏设备】口径实现营收 4031 亿元、同比-11%，实现归母净利润-116 亿元、同比基本持平。

25Q3 国内市场受前期抢装影响装机下降（Q3 国内新增装机 28GW，同比-51%、环比-81%），同期海外需求加速释放（Q3 电池组件出口 102.6GW，同比+36%、环比+20%），行业排产降幅较小（Q3 组件排产 157GW、环比-9%）。6 月底以来光伏行业“反内卷”持续推进，Q3 期间以硅料为代表的产业链上游价格显著上涨，带动相关环节盈利修复，【SW 光伏设备】口径实现营收 1403 亿元，同比-6%、环比-5%，主要因企业经营承压背景下出货规模放缓，实现归母净利润-11 亿元，同环比均显著减亏，主要因上游环节价格上涨，且库存减值计提显著下降。板块平均销售毛利率 9.8%，同比-0.5PCT、环比+1.7PCT，销售净利率-1.1%，同比+1.9PCT、环比+3.0PCT，亏损幅度显著收窄。具体分指标看：

**盈利能力：**25Q3 硅料价格上涨，同时丰水期电费成本下降、企业提升稼动率摊薄总成本，盈利能力显著修复，叠加 Q2 末库存减值计提等因素，头部企业硅料业务净利润均实现扭亏；硅片环节受益价格上涨及前期低价库存，盈利能力同样得到修复；电池、组件环节价格涨幅尚未覆盖成本上涨，毛利率无显著改善，仍处于亏损状态，部分一体化企业因美国高盈利市场出货提升、前期储备低价原材料库存等因素，利润实现一定程度修复。辅材环节 Q3 盈利基本持稳，支架、逆变器等与主产业链相关性较低的环节毛利率处于较高水平。

**营运能力：**各环节固定资产周转率较 2022-2023 年周期高点显著下降，净营业周期（应收账款及票据周转天数+存货周转天数-应付账款及票据周转天数）略有下降，辅材营运资金周转压力加大。

**资产结构及偿债能力：**主产业链部分企业负债率仍有一定压力，有息负债阶段性见顶，市场化出清或将加速。

**现金流及资本开支：**主链企业加强现金管理、经营现金流持续改善，筹资现金流转负，资本开支维持低位。

综合来看，光伏企业三季报大致呈显以下几大特征：1) 硅料硅片受益于价格上涨（丰水期成本优势），盈利环比改善显著（销售利润增厚+存货减值冲回），但 Q3 硅料保持垒库趋势；2) 电池组件盈利继续承压，部分企业得益于出货结构和采购策略，有小幅改善减亏；3) 辅材环节龙头仍然维持比较明显的经营优势（福斯特、福莱特等）；4) 经营现金流普遍有所改善。

展望 Q4，我们预计：1) 量：国内装机年底“小翘尾”仍有可能发生，但强度或弱于往年，结合此前因预期出口退税政策调整，海外市场或有提前拉货，叠加年底海外假期+产业链去库，因此 Q4 需求可能呈现同环比相对弱势；2) 利：除非有特别超预期的政策在年底前出台并有效驱动组件价格上涨，否则 Q4 产业链经营端业绩预计与 Q3 基本持稳，考虑部分企业可能还会在年底进行部分老旧、海外产能的固定资产减值，因此 Q4 整体盈利表现或以环比持稳或小幅回踩为主基调。

**二、阳光电源：美储+SST 逻辑开始演绎，推荐逻辑再重申。**

本周阳光电源市值再创新高并突破 4000 亿大关，我们围绕市场分歧和预期差比较大的几点更新观点：

1) **β 层面：**我们近期一直强调明年美储需求超预期的逻辑，根本原因还是美国电力短缺，而燃气轮机等其他电源排产周期非常长，远水解不了近渴。至于美国贸易政策风险，我们认为特斯拉等美企面临一样的供应链问题，阳光的相对优势并没有变化，所以底层逻辑还是美国电力短缺问题的紧迫性较高。

2) **α 层面，**市场反复担心公司储能业务高盈利不可持续，我们再次强调：阳光赚的是 PCS 的钱。当年集中式逆变器业务从普遍担忧格局恶化到最后普遍认可高门槛，相信未来在大储 PCS 会再次演绎。具体来说，电芯厂玩家给客户提供的是直流柜+外采 PCS，并打包报价，欧美客户指定采购售价较高的 PE 或 SMA 品牌 PCS，因此阳光的超额盈利并不来自于电芯的差价，而是 PCS 产品的“欧美市场溢价-中国企业超低的生产成本”，这是阳光海外大储业务长期维持超额利润的核心，只要 PCS 格局不变，未来超额利润就有望保持。

3) 此外，一定要重视 SST 这一电力电子行业重大变革对储能、数据中心等行业颠覆性的影响，我们认为 SST 的产业化加速有望提升未来公司在储能行业的市场份额。

**三、投资建议：**行业基本面触底明确、部分公司 Q3 业绩有望同环比显著改善、临近年底反内卷行动有望迎来里程碑事件，继续建议底部布局光储板块，建议关注：大储龙头（阳光电源、阿特斯、宁德时代 等）、光伏玻璃（信义光能、福莱特玻璃 等）、低成本硅料（通威股份、协鑫科技）、高效电池/组件（钧达股份、横店东磁、爱旭股份、晶澳科技等）、金刚线龙头（美畅股份）；以及主业经营扎实、有能力意愿向电子半导体、机器人、AI 算力等高成长“第二增长曲线”延伸的：辅材（福斯特、永臻股份、聚和材料 等）、设备（奥特维、迈为股份、捷佳伟创、高测股份）、逆变



器/电力电子企业。

### 锂电：出口管制取消，负极现涨价动力

中美经贸团队通过吉隆坡磋商，达成的成果共识包括中方将暂停实施 10 月 9 日公布的相关出口管制等措施一年，并将研究细化具体方案；尚太科技表态基于当前市场供需紧平衡的状况，以及原材料甚至外协加工出现价格温和上涨的趋势，尽管存在不确定性，但预计负极材料价格水平存在一定上涨的动力。

### 锂电池材料：中美达成共识，锂电池材料出口管制取消

商务部新闻发言人就中美吉隆坡经贸磋商联合安排答记者问。问：据了解，中美双方在吉隆坡经贸磋商就解决各自关切的经贸问题达成联合安排。请问商务部能否介绍吉隆坡经贸磋商共识更多情况？答：中美两国元首刚刚在韩国釜山举行会晤，深入讨论了中美经贸关系等议题，同意加强经贸等领域合作。中方愿与美方一道，共同维护好、落实好两国元首会晤重要共识。

中美经贸团队通过吉隆坡磋商，达成的成果共识主要有以下几方面：一、美方将取消针对中国商品（包括香港特别行政区和澳门特别行政区商品）加征的 10% 所谓“芬太尼关税”，对中国商品（包括香港特别行政区和澳门特别行政区商品）加征的 24% 对等关税将继续暂停一年。中方将相应调整针对美方上述关税的反制措施。双方同意继续延长部分关税排除措施。二、美方将暂停实施其 9 月 29 日公布的出口管制 50% 穿透性规则一年。中方将暂停实施 10 月 9 日公布的相关出口管制等措施一年，并将研究细化具体方案。

### 锂电排产：产业链 11 月预排产出炉，电解液产量大增 8%

国内电池样本企业：144.14GWH；环比+1.76%。海外电池样本企业：24.4GWH；环比持平。正极：17.66 万吨；环比+7.35%  
负极：15.5 万吨；环比-1.89%。隔膜：18.9 亿平；环比+3.56%。电解液：10.7 万吨；环比+8%。

### 南都电源：数据中心储能发展迅速，南都电源连续中标

顶住压力持续深入海外。起点锂电获悉，近期南都电源先后中标两个项目，首先是美国得克萨斯州某 AIDC 园区锂电设备采购项目，金额 4.78 亿元人民币，该项目为全美最受关注的算力项目之一，总投资超过 250 亿美元，可容纳 10 座数据中心，建成后总供电容量将达 1.4GW，南都电源能在该项目中分得一杯羹是实力的体现。第二个项目与半固态电池有关，公司近日中标 2.8GWh 半固态电池储能项目，该项目同样主打数据中心领域，由三个独立储能项目构成，建设地区在深圳和汕尾，该项目意义重大，标志着半固态电池技术首次亮相于 GWh 级别储能项目中。搭载于该项目的半固态产品相比于传统锂电池有相当大的技术飞跃，不仅解决了热失控问题，还将循环次数提升至 12000 次，能量密度提升至 320Wh/kg，同时该系统还减少 20% 占地面积。

当前全球 AIDC 数据中心项目发展迅速，预计 2026 年全球数据中心总耗电量将突破 800TWh，所以该领域将会是储能厂商角逐的新战场，所以接下来几年相关储能项目会接连落地，容量规模也会不断扩大。最近英伟达在公开场合做出预测，2026 年底 GPU 总出货量将达到 2000 万颗，销售额突破 5000 亿美元，这不是单纯的 GPU 增速，而是整个产业链的狂欢，这个产业链安全的最后一环就是储能行业。值得注意的是，南都电源就是 AIDC 备用电源领域的头部企业，公司也会凭借技术积淀在 AIDC 储能领域交出漂亮业绩。

### 尚太科技：预计负极材料价格存在一定上涨动力

10 月 29 日，尚太科技在电话会议上表示，公司第三季度销售规模有较大提升，出货量环比增长迅速。公司在自有产能满产的同时，已经扩大了外协加工的规模，以弥补短期生产能力不足，产品供应侧已经出现了局部紧平衡的状况。预计第四季度，市场供需紧平衡的状况将持续。基于当前市场供需紧平衡的状况，以及原材料甚至外协加工出现价格温和上涨的趋势，尽管存在不确定性，但预计负极材料价格水平存在一定上涨的动力。产能方面，目前，公司持续推进的新产能具体是在马来西亚建设年产 5 万吨锂电池负极材料项目（马来西亚项目）和山西省晋中市昔阳县建设年产 20 万吨锂离子电池负极材料一体化项目（即山西四期），上述公司建设项目将加速推进并高质量实施，以应对当前供应紧平衡的状况，在现有基础上继续提高生产效率和信息化、智能化、自动化水平。根据项目当前实际状况，预计公司上述基地将在 2026 年第三季度进入投产阶段，2026 年末，公司将具备超过 50 万吨的人造石墨负极材料一体化生产能力。

**风电：**10 月风机招标 9.3GW，整体需求仍维持相对高位，海风招标保持高景气，陆风均价环比 Q3 继续提升，看好 26 年整机环节盈利释放；金风科技签约沙特 3GW 风电项目，提供从设备到运维的全生命周期解决方案，海外服务业务拓展加速；英国政府发布 AR7 海风招标预算，26 年欧洲管桩、海缆招标有望加速；能源局宣布“十五五”加大海风开发力度，加快研究出台深远海海风规划性文件和管理办法，看好海风长周期景气。

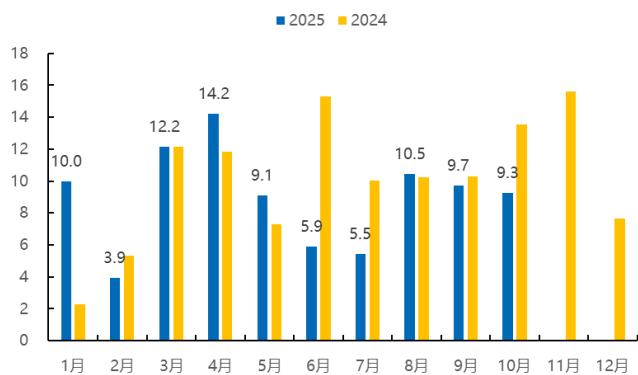
### 一、10 月风机招标规模维持相对高位，海风需求维持高增，陆风均价环比继续提升

10 月风机招标规模维持相对高位，海风需求维持高增根据我们不完全统计，10 月央国企风机招标规模约 9.3GW，同比下降 32%，环比下降 5%，其中海风新增招标约 1.0GW，同比提升 219%，考虑到行业目前在手订单规模预计在 300GW 以上，招标端小幅下滑对短期装机影响较小，且从实际规模来看仍维持单月 10GW 左右的相对高位；1-10 月央国企风机新增招标规模 90.4GW，同比下降 8%，其中海风累计新增招标 9.6GW，同比提升 37%。

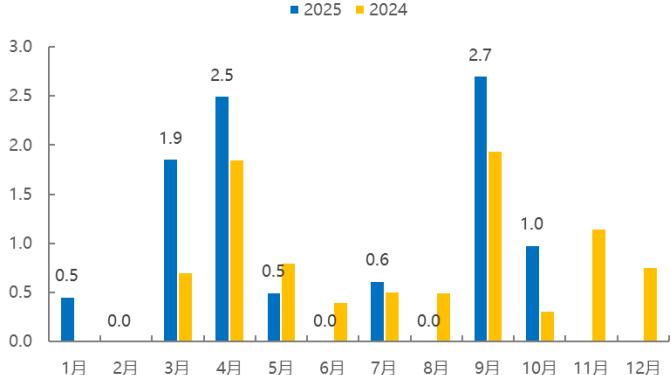


图表1：10月央国企风机招标9.3GW，同比下降32%

图表2：10月央国企海风招标1.0GW，同比提升219%



来源：央国企电子招标平台，国金证券研究所



来源：央国企电子招标平台国金证券研究所

陆风中标均价环比继续提升，看好26年风机盈利弹性释放。根据我们统计，10月央国企陆风（不含塔筒）中标均价为1820元/kW，较Q3提升10%，主要受定标规模较小（10月陆风定标规模仅1.8GW），且项目均为5.X及6.X的小项目影响，但剔除结构影响后实际中标均价环比Q3仍然小幅提升；分功率段来看，5.XMW项目中标均价基本保持平稳，6.XMW项目中标均价环比Q3小幅提升约6%。行业量价持续超预期，继续看好26年整机环节盈利弹性释放。

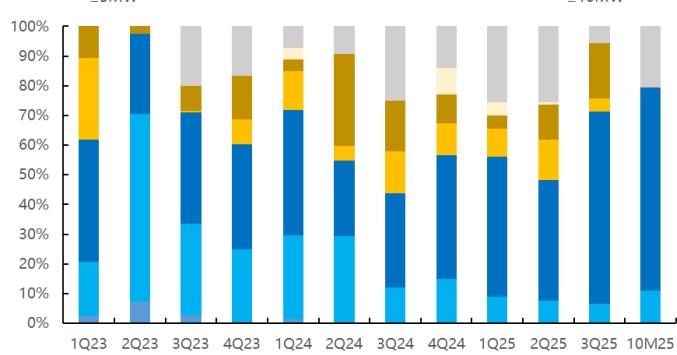
图表3：10月陆风不含塔筒中标均价环比Q3提升10%

图表4：10月陆风中标项目以5.X及6.XMW机型为主

中标均价(元/kW)	1Q25	2Q25	3Q25	10M25	环比	24FY	25YTD	同比
5.XMW	1824	1793	1874	1859	-1%	1653	1826	11%
6.XMW	1508	1653	1730	1831	6%	1526	1668	9%
7.XMW	1563	1476	1568	-	/	1356	1503	11%
8.XMW	1475	1404	1363	-	/	1195	1386	16%
9.XMW	1245	1270	-	-	/	1109	1252	13%
≥10MW	1191	1280	1373	-	/	1100	1272	16%
整体均价	1486	1566	1656	1820	10%	1418	1593	12%

来源：央国企电子招标平台，国金证券研究所

图表4：10月陆风中标项目以5.X及6.XMW机型为主



来源：央国企电子招标平台，国金证券研究所；结构含海风，10月10MW以上机型均为海风项目

## 二、金风科技签约沙特3GW风电项目，看好龙头海外业务拓展

金风科技宣布签署沙特PIF5风电项目协议，将为3GW的风电项目提供从设备到运维的全生命周期解决方案。项目目前已开工，并预计27Q4-28Q1完成投产，有望对公司26-27年海外出货量产生积极影响。

近年来公司持续加大海外EPC业务的开拓，我们看好这种向下游EPC及服务延伸的策略在未来的国际市场上取得较强的竞争优势。相比于单一的风机出口，向下拓展EPC及服务在提高竞标能力的同时也能提高单一项目的利润量（即竞争激烈的时候风机不赚钱但服务赚钱）。以海外风机龙头Vestas为例，过去几年风机制造EBIT利润率波动较大，但服务业务EBIT利润率常年维持20%左右。另一方面，EPC及运维需要一定的本地化团队建设，项目经验积累及团队建设成熟后有望在服务能力包括产品定义上形成壁垒，从而在一定程度上避免竞争加剧的影响。

24年国内企业风机出口+海外本地化销售规模仅8GW，未来3-4年有望扩容至40-50GW规模（对应行业整体复合增速50%-80%）。行业高速增长背景下，看好公司海外业务拓展加速并带动海外EPC及服务业务保持高速发展。我们预测公司25-27年公司业绩36/58/75亿元，对应当前PE仅18/11/9X，估值层面仍有巨大提升空间，持续重点推荐。

## 三、英国政府发布AR7海风招标预算，规模符合行业主流机构预期，看好26年管桩、海缆、风机招标加速

英国发布AR7海风拍卖预算、预计将实现6-7GW的30年前并网海风项目。此轮AR7预算约10.8亿英镑，其中9亿英镑用于固定式（对应大约5-6GW装机），1.8亿英镑用于漂浮式（对应约1GW装机），整体规模基本与前期行业主流机构（如欧洲风能协会）预测一致。但考虑到本轮AR7新规允许政府在后期增加预算以签订更多合同，也不排除后续增加预算并带动实际落地项目规模超预期的可能。

本次AR7中标项目可选并网节点集中在28-30年，项目准备及开发阶段仅5年不到，低于欧洲海风平均7年左右的平



均水平，给开发商预留的供应链谈判时间较少，预计明年1月公布中标结果后中标业主就将迅速启动供应链招采落地工作。看好26年管桩、海缆、风机招标加速以及国内供应链出海机会，重点推荐：大金重工、东方电缆、明阳智能。

#### 四、能源局宣布十五五加大海风开发力度，加快研究出台深远海海风规划性文件和管理办法，看好海风长周期景气

本周能源局召开新闻发布会，综合司副司长张星林在“十五五”期间将“加大海上风电开发力度，完善顶层设计，加快研究出台深远海海上风电规划性文件和管理办法，推动海上风电规范有序建设”。政府层面的持续强势表态，以及政策端的积极催化（海风增值税退税优惠政策延续至27年、后续深远海规划及管理办法），叠加9月以来海风招标的持续加速，我们看好26年国内海风开工、装机实现较快增速，预计25年国内海风装机8GW，26年提升至10-15GW水平。看好十五五海风长周期景气及受益于深远海开发体现通胀的海缆、管桩环节，重点推荐：东方电缆、海力风电、明阳智能；建议关注：中天科技、起帆电缆、天顺风能、泰胜风能。

投资建议：依次看好 整机、两海、零部件 三条主线。

1) 整机：基本面持续向好，看好25H2&26FY制造端盈利趋势性修复。价格端，2025年1-9月国内陆风（不含塔筒）中标均价持续回暖；“两海”方面，国内海风开工加速，海外拓展良好，年内海外签单同比维持高增。随着陆风高价订单及“两海”高盈利订单占比持续提升，我们看好25H2&26FY制造端盈利趋势性修复。重点推荐：金风科技、运达股份、明阳智能、三一重能 等；

2) 两海（海风&出海）：国内海风开工加速驱动管桩、海缆环节盈利弹性兑现，欧洲海风景气回升，订单有望超预期。随国内重点海风项目陆续开工，Q3管桩企业发货量有望继续大幅增长，并驱动业绩弹性迅速释放，海缆施工确收相对略晚，我们预计最快或将于25Q3体现业绩弹性。海外方面，伴随着欧洲海风收益率回暖及并网节点临近，预计项目推进有望加速，基础、海缆招标有望放量。重点推荐：大金重工、东方电缆、海力风电，建议关注：泰胜风能、中天科技、天顺风能 等；

3) 零部件：Q3常规排产旺季，看好涨价全面落地后业绩弹性释放。受风电装机影响，零部件收入呈现较强的季节性特征，Q3为铸锻件常规排产旺季，叠加Q2开始全面执行新价格（Q1部分涨价环节如铸锻件、叶片仍受较大比例订单按24年低价执行拖累），预计Q3零部件环节保持量价齐升，业绩弹性进一步释放。重点推荐：日月股份、金雷股份，建议关注：新强联、广大特材、中材科技 等。

**氢能与燃料电池：**Bloom Energy 业绩大超预期，Q3同比扭亏为盈，客户交付进展积极，预期 SOFC 行业发展速度将持续超预期。

收入增长超预期：公司25Q3收入5.19亿美元，同比+57%，主要受AI需求驱动。利润同比高增且实现扭亏：公司25Q3经调整毛利率30.4%，同比+5.1pct，经调整运营毛利率为8.9%，同比+6.4pct；25Q3经调整EBIDA为59亿美元，高于市场46亿美元预期；业绩也实现了扭亏，营业利润率达到1.5%，相较去年同期的-2.9%大幅上行；经调整EPS为0.15美元，也高于市场0.1美元预期。

SOFC订单交付周期超预期，与甲骨文的合作提前完成。BE与甲骨文原定90天内交付，实际55天即实现交付，并且公司表示双方深入合作，此订单只是开始。

公司通过7种方式参与AI项目建设，通过渗透新的地域和垂直领域打开下游需求。公司通过：1) Hyperscalers：直接供应甲骨文；2) 电力公司：通过AEP间接供应AWS；3) 天然气供应商：间接供应第三方Hyperscaler；4) Colo（托管服务提供商）：公司供应Equinix为代表的IDC厂商；5) NeoClouds：为NeoCloud提供商CoreWeave在伊利诺伊州的高性能数据中心提供现场电力；6) 数据中心开发商；7) 基础设施投资方：例如Brookfield，已在AI投资500亿美元，并计划在未来三年内将其AI战略规模扩大两倍，其与Bloom Energy进行了50亿美元的初始投资，并且今年年底前将宣布一个由Bloom供电的欧洲人工智能推理数据中心项目。

计划扩张产能至2GW以上，产能不会成为公司发展制约瓶颈。公司计划于26年12月，产能扩至2GW，这足以支持4倍于25年的收入。BE的产能不会成为发展瓶颈，当前正在加大投入，招募投资运营人才并构建所需能力，以支撑超过2GW的产能扩张需求。

业绩有望持续超预期，通过降本实现利润率的不断提升。公司预计25年财务指标会优于此前公布的年度指引，预计成本将继续实现两位数降幅，利润率继续提升。

公司再次强调数据中心的机会巨大，目前处于初期阶段。BE技术具备部署快、模块化灵活交付、扩产快、无污染和噪音、且支持高压直流的优势。通过标杆项目进入AI领域后，将争取成为行业首选。

华电科工发布三季报，新签合同创新高，海洋工程和氢能双驱动。

25年前三季度公司营业收入为65.34亿元，同比+32.64%；归母净利润1.20亿元，同比+11.58%；25Q3营业收入26.77亿元，同比+34.19%；归母净利润0.66亿元，同比-7.04%。公司存货和合同负债创新高，业绩进入兑现周期。25Q3公司存货达到11.76亿元和合同负债为13.99亿元，分别相较于25H1增长32.28%和23.81%，创2020年以来的新高，公司将进入业绩兑现期。截至25Q3，公司新签合同112.96亿元，同比增长18.51%，已中标暂未签订合同达到38.50亿元。



制氢设备龙头，绿醇项目入选能源局第一批试点。2025年9月，国家能源局发布《关于开展绿色液体燃料技术攻关和产业化试点工作(第一批)的通知》，辽宁华电调兵山45万千瓦风电制氢耦合绿色甲醇一体化项目等9个项目将开展绿色液体燃料技术攻关和产业化试点工作。制氢设备客户大多为能源央国企，配套公司制氢设备的项目入选第一批试点，受到国家背书。此外，公司制氢设备已在华电达茂旗等多个项目上实现商业化运行，未来氢能行业爆发下，公司作为龙头将充分受益。预计公司25~27年实现归母净利润2.30/3.00/3.65亿元，对应PE分别为38.79倍、29.72倍和24.46倍，维持“买入”评级。

绿色航运和燃料电池车仅是起点，氢能全面渗透可期。“顶层确定发展高度+强制需求创造 + 专项资金支持 + 全链条试点 + 源头成本优化”的政策组合拳。行业正以绿色航运这个当前最明确、最迫切的场景作为突破口，率先跑通“绿电直连-绿氢-绿醇-下游消纳”的完整商业模式。一旦该模式在航运领域被验证成功，并伴随成本下降，绿氢及其衍生物向化工、炼钢、重型交通等其他非电领域的渗透和替代将是水到渠成。我们坚信，在强有力的政策护航下，氢能产业的全面爆发已不再遥远，当前正是布局产业链关键环节的黄金窗口期。从需求逻辑、供给格局、市场规模、盈利贡献等角度，重点布局以下三大方向：

1) 短期绿醇供不应求，绿醇生产商可获取高额溢价收益。绿醇项目的建设和甲醇船舶的建造周期均需2年左右。从目前订单看未来两年需求，共300艘甲醇燃料船舶将陆续投运，带动绿醇680万吨，中长期看掺混10%以上绿醇，2030年全球绿醇需求量将超4000万吨。而当前绿醇产能供给仅小几十万吨，供不应求窗口期机遇显现，带来绿醇价格高弹性。率先落地项目、与绿色甲醇船东合作的绿醇生产商弹性最高，能够获取高额收益，建议关注：金风科技、吉电股份、中集安瑞科、中国天楹、佛燃能源、嘉泽新能、复洁环保等。

2) 电解槽设备受益下游绿氢需求提升带动。各大绿醇项目的建设周期在1~2年，为匹配绿色甲醇船的运营周期，预计25年下半年起，存量备案但未开工绿氢氨醇项目将加速动工，带动上游制氢设备商的需求爆发。此外，其他领域绿氢渗透率的提高将进一步带动绿氢设备需求量的提升，设备环节弹性高。招标倾向于央国企下属及相关合作企业，重点推荐已具备项目经验的设备企业：华电科工、华光环能。

3) 多省市发布氢能高速过路费减免政策，燃料电池汽车场景迎来突破。25年是示范城市群政策的最后一年，也是氢能中长期规划的第一个结算时点，城市群扩容、补贴下发等政策将加速燃料电池车量的释放，后续相关接续性政策也将陆续出台，建议关注燃料电池零部件头部企业：亿华通、国富氢能、重塑能源、国鸿氢能。

**AIDC 液冷：**海外Meta、Microsoft、Alphabet、Amazon发布三季报，资本开支同环比均实现增长；英伟达召开2025年GTC大会；本周我们发布科创新源公司深度。

## 一、本周热议事件

1) **Meta**: 发布2025年三季报，第三季度实现营收512.4亿美元，同比+26.3%，实现归母净利润27.1亿美元，同比-82.7%；本季度资本支出为194亿美元，同比+87.8%，环比+61.3%，全年资本支出指引上调至700-720亿美元(Q2预期指引为660-720亿美元)，预计2026年资本支出增长将明显大于2025年。

2) **Microsoft**: 发布2026财年第一季度业绩，第一季度实现营业收入776.7亿美元，同比+18.4%，实现归母净利润277.5亿美元，同比+12.5%；本季度资本支出为349亿美元，同比+74.5%，环比+44.2%，其中约一半用于购买GPU、CPU以支持不断增长的Azure平台需求、应用程序和人工智能解决方案；其余用于长期资产，如大型数据中心场地的融资租赁。公司预计资本支出将逐季增长，2026财年的增长率将高于2025财年。

3) **Alphabet**: 发布2025年三季报，第三季度实现营收1023.5亿美元，同比+16.0%，实现归母净利润349.8亿美元，同比+33.0%；本季度资本支出为240亿美元，同比+82.3%，环比+7.1%，预计全年资本支出将在910-930亿美元之间(Q2指引为750-850亿美元)，2026年将继续大幅增加在基础设施(包括服务器、网络设备和数据中心)方面的投资。

4) **Amazon**: 发布2025年三季报，第三季度实现营收1801.7亿美元，同比+13.4%，实现归母净利润211.9亿美元，同比+38.2%；本季度资本支出为342亿美元，同比+60.6%，环比+8.9%，主要反映在基础设施以及用于支持我们履行网络的额外产能方面的投资，预计这两方面在2025年和2026年都将有所增加。

5) 英伟达CEO黄仁勋在2025年GTC大会上预计，未来六个季度业务规模将达到5000亿美元，出货2000万块Blackwell和Rubin GPU。

## 二、我们的观点更新

本周海外CSP厂商三季报发布，单季度资本支出同比均有60%以上增长，2025、2026年指引持续上修，且明确指出主要用于购买GPU、CPU以及数据中心基础设施建设，海外主要CSP厂商加紧智算中心建设，将会带动液冷部件需求旺盛，行业β预期持续增强。

根据英伟达指引，2000万块GPU服务器等效约27.8万个NVL72机柜，根据10万美金/柜的二次侧液冷价值量，未来18个月对应二次侧市场空间约2000亿人民币，考虑到Rubin由于功耗增加所带来的更高的散热需求以及数据中心一次侧设备和机房内管路、阀门等设计，预计总体液冷需求将达到3500亿人民币以上。

本周国内企业最新公开进展包括：锦富技术公众号发文称公司定制开发的0.08毫米铲齿散热架构已获得某台湾客户的订单，已用于B200芯片的液冷散热系统，此架构采用业界最新微通道液冷板技术，具备显著的先发优势与技术先



进性，可有效解决 1800–2000W 及以上功耗处理器的 TDP 热效应问题，保障处理器模组低温稳定运行。宁波精达子公司无锡微研公众号发文称与维谛技术在高端换热器模具及相关精密零部件领域进行合作。康盛股份子公司云创智达公众号发文称千岛湖智造基地项目开工，云创智达新一代冷板产品采用高效微通道架构与轻量化合金材质，配合精密封装与焊接工艺，将重点服务于数据中心服务器液冷系统、新能源储能温控及 5G 通信基站等前沿领域。

液冷需求高景气为国内企业带来了较大的增长空间，各部件均有国内企业进入送样、验证或开启合作阶段，预计在未来较长一段时间，国内企业进展将主要分为两种：1) 代工或 CDU 零部件供应商陆续获得台企订单；2) 直接送样英伟达的企业在 Rubin 一代加速验证调试，并在 2026 下半年 Rubin 平台出货前有望开始获取订单。从业绩兑现角度，建议关注代工及 CDU 零部件供应商订单规模增速；从行业地位角度，建议关注密切送样跟进 Rubin 方案的企业进展。

同时基于这两类进展，行业高增速下，国内企业进入大幅扩产期以向英伟达或台企证明其供应可靠性，设备环节有望受益于行业扩产周期获得可观订单，并对公司未来 2-3 年业绩形成有力支撑。

### 三、本周我们发布科创新源公司深度报告

冷板是服务器散热核心部件，焊接是冷板制造重要工艺：在全液冷机柜环境中，冷板占整体解热量约 95%，一块完整冷板的生产制造过程包括设计、CNC 加工、焊接、检测四道，其中焊接工艺及密封性、超声无损检测是冷板长期稳定运行的关键保障。

看好公司成为服务器液冷零部件前排供应商：

- 1) 前瞻布局、业务模式定位清晰：公司 2023 年合作全球领先电子行业材料供应商霍尼韦尔，同年成立子公司创源智热开展数据中心散热结构件业务，采用“代工+直供”双轮驱动模式，2025 上半年已在中国台湾地区开展代工业务，预计 2025–2027 年公司数据中心散热业务有望实现营业收入 0.03/9/20 亿元。
- 2) 收购优质资产、筑高核心竞争壁垒：2024 年 12 月公司拟以 2.295 亿元收购东莞兆科 51% 的股权，排他期至 2025 年 12 月。东莞兆科是一家专注于导热材料研发生产与定制的企业，公司基于自身冷板制造能力，叠加兆科在导热材料技术上的积累，有望建立“TIM+冷板”的整体散热解决方案，从而提升公司在冷板环节的竞争能力；此外，东莞兆科客户关系与英伟达服务器机柜供应商存在高度重合，兆科的客户资源有助于弥补公司在数据中心散热领域行业资源积累不足的问题，推进大陆外地区从代工转向自主产销。

主业热管理+高分子，经营基本盘持续夯实：热管理与高分子业务作为公司基本盘，均与行业头部客户形成良好合作，热管理方面，受益于汽车电动化升级以及公司与宁德时代定点项目的逐步推进，公司水冷板有望迎来“量增+ASP 提升”双击，预计 2025–2027 年公司新能源行业收入有望实现 6/8/10 亿元；高分子方面，下游电力、通信、汽车行业投资增长有望对公司业务增速起到关键作用。

四、当前时点，我们坚定看好国内企业在全球液冷市场后续地位提升所带来的板块投资机会，投资建议：

- 1) 多零部件环节陆续进入海外链、市场份额提升的相关标的：重点推荐 科创新源，建议关注 英维克、奕东电子、思泉新材、飞龙股份、川环科技 等；
- 2) 受益于国内外大厂资本开支提升的 IDC 侧整体解决方案商：重点推荐 申菱环境，建议关注 川润股份、同飞股份、高澜股份 等；
- 3) 受益于全球液冷产业链扩张的相关设备标的：建议关注 津上机床中国、创世纪、宁波精达 等；
- 4) 重视新技术发展方向：微通道、两相冷板、浸没式等液冷新技术路线。

**电网：**1) 十四五规划建议提出能源相关规划：优化能源骨干通道布局，加快智能电网和微电网建设，建议关注特高压、电网智能化等长周期景气方向；2) 海兴电力海外订单交付&新业务放量，Q3 业绩同比+30%，超预期；3) 3Q25 电网板块实现营收 936 亿元，同比+10%；归母净利润 82 亿元，同比+15%，网内交付阶段性放缓，出海&数据中心高景气。

10 月 28 日，《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划的建议》公开，提出了能源相关规划目标：加快建设新型能源体系。全面提升电力系统互补互济和安全韧性水平，科学布局抽水蓄能，大力发展战略性储能，加快智能电网和微电网建设。优化能源骨干通道布局，加力建设新型能源基础设施。直接受益于新型电力系统建设与跨区能源输送的确定性需求，建议关注特高压、电网智能化等长周期景气方向。

**海兴电力：**Q3 业绩超预期，逆周期投入渐显成效。公司前三季度实现营收 33.7 亿元，同比-1.2%；实现归母净利润 7.3 亿元，同比-7.5%；其中，Q3 实现营收 14.4 亿元，同比+25.1%；实现归母净利润 3.4 亿元，同比+30.2%，毛利率 37.7%，同比-11.8pct。上半年受到部分海外项目延迟影响，公司营收/业绩下滑，Q3 公司业绩表现亮眼预计系前期延迟订单已开始执行。此外凭借在用电侧积累的深厚渠道和品牌优势，公司成功将业务延伸至配电、智能水务、新能源领域，新业务已逐步从产品布局阶段迈入项目落地和订单兑现阶段。看好公司向“用电+配电+新能源+水务”的综合能源解决方案平台商加速进化，构建长期增长驱动力。

本周，我们外发了 2025 年三季度电力设备（电网）板块业绩总结报告，报告选取了板块中兼具市场关注度与业务代表性的 42 家上市公司进行分析，核心结论如下：



**Q3 板块营收&业绩持续增长，各环节盈利能力分化：**板块重点标的前三季度实现营收 2637 亿元，同比+12%；实现归母净利润 222 亿元，同比增长 14%；分季度看，3Q25 实现营收 936 亿元，同比增长 10%；实现归母净利润 82 亿元，同比增长 15%。3Q25 板块毛利率和净利率分别为 22% 和 9%，同比持平，其中配用电环节盈利显著承压，Q3 净利率 10%，同比-1.6pct，环比-1.8pct，预计主要系三季度陆续交付今年第一批低价电表、配网设备集采价格下降等因素影响。

**出海&网外环节：**出口数据持续高增长，网外数据中心下游高景气。**①出海：**国内 25 年 1-9 月变压器、隔离开关等出口金额延续较快增长，增速分别为+39%/+31%，欧洲&北美贡献更高增速；智能电表 1-9 月出口同比-7%，主要系出口亚洲/非洲地区影响。**②网外：**下游风光储持续扩容，用电侧 AIDC 供配电需求激增，英伟达发布 800VDC 架构白皮书，明确采用中压整流器/SST 作为最终解决方案，看好 SST 应用前景。

**国内主网&配网环节：**Q3 招标节奏放缓，特高压招标提速，关注电表新标准&配网第二批区域联采提价。**(1) 行业端：**25 年 1-9 月电网基本建设投资 4378 亿元，同比+10%；国网招标 2943 亿元，同比+2%，其中总部招标 1409 亿元（同比+5%），网省+区域联采招标 1535 亿元（同比-1%），Q3 招标节奏放缓；输变电设备前 4 批招标 682 亿元，同比+23%；特高压核准 2 直 1 交，开工两条交流线路，第四批设备招标涉及蒙西-京津冀、藏粤工程，招标体量预计金额突破 150 亿元；国网电表第三批招标，新标+新规有望驱动价格回升；配网第二批联采陆续发布，价格望企稳回升。**(2) 公司端：**多家公司网内业务稳健增长，国网信通/思源电气中标 45/52 亿元，同比+138%/54%，大幅增长。

**电网板块，当前时点我们看好：①AIDC 相关、②变压器出海、③主干网建设、④特高压方向：**

**AIDC 相关：**随着全球 AI 算力需求的快速增长，AIDC 的建设速度显著提升，其对高效率、高密度、高可靠性的电力设备需求也随之增加。诸多传统电网设备公司均在 HVDC、SST、超级电容等领域进行了前瞻布局。（建议关注：金盘科技、良信股份、伊戈尔、明阳电气、思源电气）

**电力变压器出海：**25 年 1-9 月我国电力变压器出口 44 亿美元，同比+53%（高于配电变压器的+16%），持续高景气，主要系电力变压器技术难度更高、扩产周期更长、电气工程师和装配工短缺。（建议关注：思源电气、科陆电子）

**主干网建设：**750kv 变压器和组合电器为西北两大核心变电设备，预计 25 年招标数量和金额均大幅增长。（建议关注：思源电气、长高电新）

**特高压下半年预期修复：**25 以来特高压已核准 2 直 1 交，下半年 2 直（南疆-川渝、巴丹吉林-四川）2 交（达拉特-蒙西、攀西-天府南）5 条跨区背靠背有望陆续核准。23 年开工 4 直 1 交，设备招标 415 亿元；24 年开工 2 直 2 交，设备招标 262 亿元；25 年线路体量大，设备招标额预计突破 500 亿，第四批开始设备招标有望快速释放。

**工控：**9 月订单情况来看，内资头部工控厂商需求同比平稳增长，增速环比提升，主要系去年同期低基数叠加锂电、包装等下游持续复苏。当前内资工控企业密集卡位人形机器人赛道，核心聚焦电机/驱动器/编码器等环节，开辟第二增长曲线，我们看好工控企业人形机器人领域术复用、渠道&供应链协同、工业场景卡位优势，重点推荐汇川技术、雷赛智能、信捷电气等。

**新能源车&整车：**比亚迪发布 25Q3 业绩环比恢复明显，奇瑞风云 T11 上市颇具竞争力

**汽车周销量：**10 月 1-26 日乘用车零售 161 万电车 63.2 万，渗透率 55.9%

**乘联会口径：**1) 乘用车：10 月 1-26 日，乘用车市场零售 161.3 万辆，同/环比-7%/-4%，25 年累计零售 1862.1 万辆，同比+8%。全国乘用车批售 187.1 万辆，同/环比-1%/-5%，累计批售 2271.8 万辆，同比+12%。

2) 新能源：10 月 1-26 日，新能源市场零售 90.1 万辆，同/环比+0%/-8%，新能源零售渗透率 55.9%，25 年累计零售 977.1 万辆，同比+22%；新能源批售 103.4 万辆，同/环比+4%/-5%，新能源厂商批发 55.6 万辆，累计批售 1148 万辆，同比+29%。

**比亚迪 25Q3 财报点评：**反内卷持续、控费效果显著，业绩环比恢复

**事件：**10 月 30 日，比亚迪发布 25Q3 财报：Q3 公司销售汽车 111.4 万辆（包含商用车），同/环比-1.8%/-2.7%，营收 1949.8 亿元，同/环比-3.1%/-3.0%；Q3 归母净利 78.2 亿元，同/环比-32.6%/+23.1%；

1、Q3 业绩环比改善。公司净利润&单车净利环比恢复，主要来自于两点：1) 毛利率环比恢复，系市场竞争加剧下终端优惠在 7-8 月有所缩窄，但 8-9 月伴随旺季临近折扣略有恢复，叠加市场冲量情形下偏好小车，结构变化下公司 ASP 虽无明显改善，但单车成本出现明显下降；2) 公司控费效果优异，三费明显下降，尤其研发费用环比下滑明显，刺激公司利润恢复。

2、展望后续，公司仍有余力，建议关注公司调整方向。我们重申，虽然市场竞争加剧，但公司仍有余力和技术产品储备。1) 公司自 9 月中旬起逐步开启新一轮 26 款车型的换代；Q4 市场为冲量，消费者注意力预计将集中在头部车企和上市新车上，我们认为本轮改款会进一步拉动公司销量并改善毛利率；2) 公司现有技术仍有较大储备。如天神之眼 B，二代刀片电池，兆瓦闪充，云辇等存在下放可能，DM-i 技术也存在迭代可能，26 年仍有机会；更重要的是关注公司是否会在外观内饰板设计上有进步和迭代。3) 市场对 26 年中低端市场预期悲观，高端产品线目前仍较弱；虽然公司 26 年是技术周期，但其效果仍待观望；我们维持原有观点不变，公司海外才是未来的核心增长点，公司目前海外势能依旧较强，出海广度、深度、锐度均属车企第一梯队，并将充实公司后续利润成长，建议重点关注公司出



海进度。

### 整车一周新车串讲：奇瑞风云 T11 颇具竞争力，银河星耀 6 有待观察；

1、奇瑞风云 T11：奇瑞风云 T11 正式上市，新车车身尺寸 5205/1998/1800mm，轴距 3120mm，定位家庭大六座 SUV，售价 17.99-23.99 万，主力竞争对手为吉利银河 M9。相对银河 M9，双方价格接近，但风云 T11 颇有竞争力：1) 优势：风云 T11 配置更加均衡，低配除动力不足外都可接受，T11 轴距更大、内饰质感和底盘车身用料明显更好，且同样价格多四驱，低配多续航；2) 劣势：T11 采用增程小电机，低配动力过差，预计主力版本是四驱低配版，但相对银河 M9 冰彩沙有缺失，虽然轴距大但由于存在三排台阶，三排乘坐体验仍不足。综合来看，双方互有优劣，但 T11 长板更长，明显颇具竞争力（尤其用料问题在价格战情形下消费者颇为关注）。

2、吉利银河星耀 6：定价符合预期，需等待终端变化。10 月 30 日，吉利银河星耀 6 正式上市，车身长宽高分别为 4806/1886/1490mm，轴距 2756mm，售价 6.88-9.98 万元；主要竞争对手为比亚迪秦 PLUS，定价也与 10 月的秦 PLUS 加推板基本一致（125km 定价 7.98 万元）。整体看星耀 6 相对秦 PLUS 外观内饰水平更好，用料水平预计接近，但星耀 6 本次并不如此前银河 A7 等，相对比亚迪车型形成了明显的价格差，反而是一致的定价模式，同时中高配探索+版本价格达到 8.98 万元，相对终端已有小幅优惠的银河 A7 性价比明显不足，后续进一步成长需等待终端优惠落地。

3、岚图泰山公布内饰：岚图泰山定位大六座旗舰 SUV，新车车身尺寸 5230/2025/1817mm，轴距 3120mm，主要竞争对手为领克 900、理想 L9、问界 M8 等。内饰看泰山更接近此前大获成功的三代蔚来 ES8，豪华感更足，相对此前的追光 L 有了大幅改进，并集中了如此前较为成功的日产 N7 的舒感云压座椅、华为座舱&智驾等配置。我们认为岚图泰山素质较高，后续核心是定价，建议后续重点关注。

### 投资组合：

风电：推荐：运达股份、金风科技、明阳智能、三一重能、大金重工、东方电缆、日月股份、海力风电，建议关注：金雷股份、中际联合、中天科技、中材科技。

光伏：推荐：阳光电源、信义光能、钧达股份、福斯特、聚和材料、阿特斯、通威股份、天合光能、晶澳科技、TCL 中环、高测股份、奥特维、捷佳伟创、晶科能源、隆基绿能、金晶科技、林洋能源、昱能科技、迈为股份、信义能源，建议关注：爱旭股份、协鑫科技、大全能源（A/美）、宇邦新材、正泰电器、锦浪科技、固德威、禾迈股份、双良节能、新特能源、海优新材。

储能：推荐：阳光电源、阿特斯、盛弘股份、林洋能源、科士达，建议关注：南都电源、上能电气、科陆电子。

电力设备与工控：推荐：思源电气、三星医疗，建议关注：海兴电力、金盘科技、国能日新、东方电子、国电南瑞、国网信通、安科瑞、望变电气、汇川技术、南网科技、四方股份、伊戈尔、宏发股份、许继电气。

氢能：推荐：富瑞特装、科威尔，建议关注：华光环能、华电科工、昇辉科技、石化机械、厚普股份、亿华通、国鸿氢能、京城股份、致远新能、蜀道装备。

锂电：推荐：宁德时代、亿纬锂能、富临精工、科达利、厦钨新能，建议关注：天赐材料、多氟多、天际股份、当升科技、恩捷股份、璞泰来、宏工科技、纳科诺尔、中一科技、荣旗科技。

新能源车：推荐：小鹏汽车、江淮汽车、零跑汽车、小米集团；建议关注：东风集团股份、赛力斯、吉利汽车、蔚来、长城汽车、比亚迪、理想汽车。

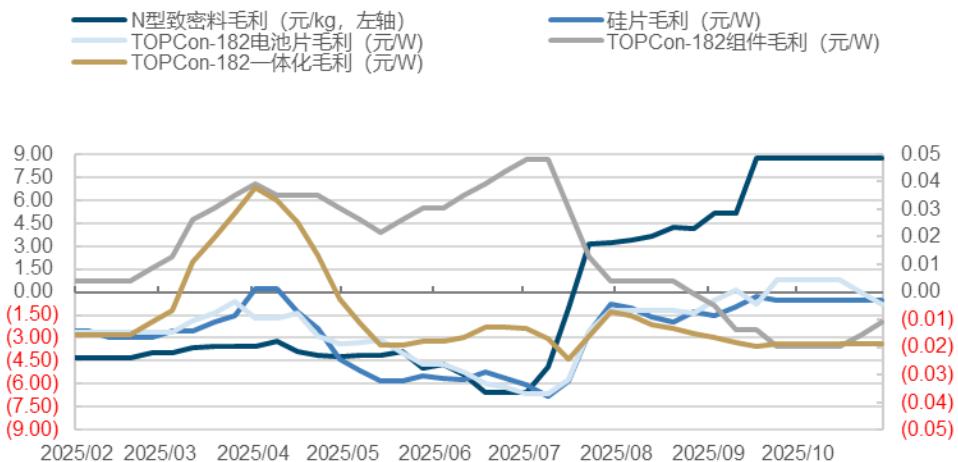


## 产业链主要产品价格及数据变动情况及简评

要点：截至 10 月 29 日，本周硅片、电池片价格下跌，其余环节价格基本持稳。

- 1) 硅料：硅料价格已高于头部企业现金成本；
- 2) 硅片：最新硅片报价可覆盖头部企业全成本；
- 3) 电池片：电池片盈利承压；
- 4) 组件：除部分海外高盈利市场外，组件整体盈利承压。

图表5：主产业链单位毛利趋势（测算，截至 2025/10/29）



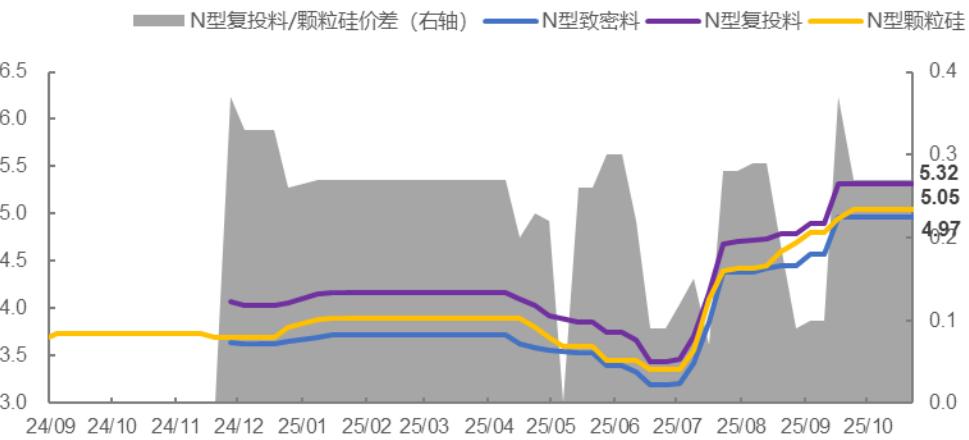
来源：硅业分会、PVInfoLink，国金证券研究所测算

注：单位毛利为测算值，实际因各家企业库存及技术水平不同有所差异，建议关注“变化趋势”为主

### 产业链价格描述：

- 1) 硅料价格持稳：本周签单一般，Q4 光伏装机预期偏弱，下游订单增量有限，硅料需求总体平稳；同时虽有部分企业复产放量但多数企业本月可接订单已近饱和，因此价格持稳运行；根据企业排产计划，11 月起西南地区部分一线大厂有枯水期减产计划，内蒙地区产能同步检修，预计后续硅料产量将逐步回落。截至 10 月 29 日，多晶硅期货主力合约收盘价为 5.3 万元/吨。

图表6：多晶硅料及工业硅价格（万元/吨）

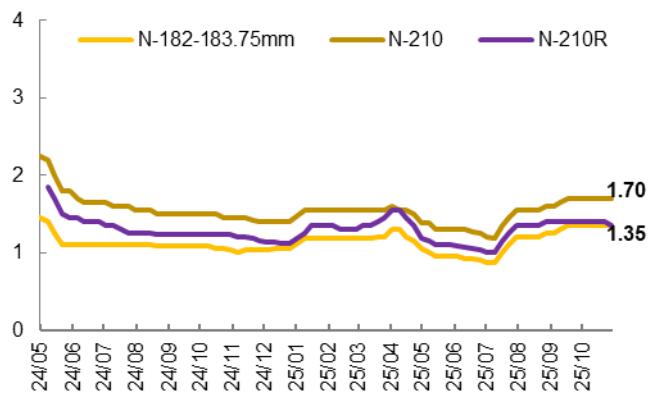


来源：PVInfoLink、硅业分会，国金证券研究所，截至 2025-10-29

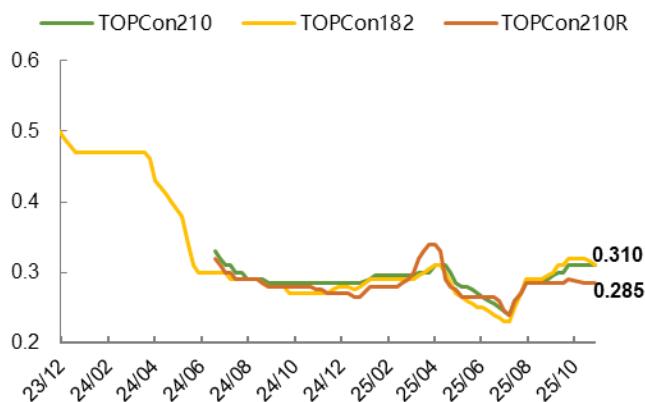
- 2) 硅片价格松动：210R 硅片受电池厂库存偏高影响，采购需求不足，价格有所松动，183/210 硅片价格坚挺，近期行业会议带动部分企业出现短期涨价预期，市场整体观望情绪浓厚。
- 3) 电池片价格下跌：183 电池片前期需求主力来自印度市场，近期受部分国内出口厂家低价抢单影响，同时部分印度需求转向东南亚，价格持续松动；下游需求较弱情况下，210N 电池片报价也出现松动，电池环节受上下游价格博弈影响较大。



图表7：硅片价格（元/片）



图表8：电池片价格（元/W）



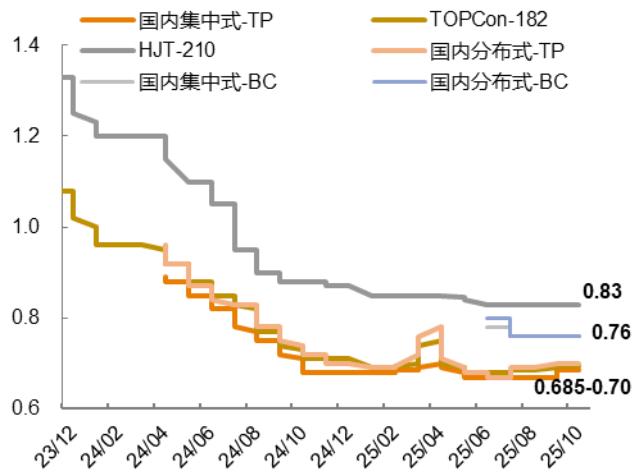
来源：PVInfoLink、硅业分会，国金证券研究所，截至 2025-10-29

来源：PVInfoLink，国金证券研究所，截至 2025-10-29

4) 组件价格持稳：受电池片及辅材成本上升影响，组件价格持稳为主，国内集中式交付价持稳于 0.64-0.7 元/W，近期部分集采项目释出 700W+高功率组件需求，210N 组件报价 0.72-0.75 元/W；10 月起需求有所回落，预计后续价格维持稳定。

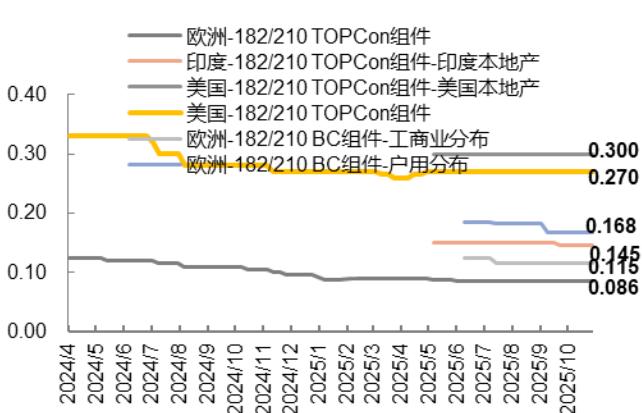
5) 海外组件价格持稳：美国大而美法案对当地供应链重构及溯源合规要求带来明显冲击，多数合约开始增加风险承担与责任划分条款，东南亚输美价格 0.27-0.28 美元，分销市场逼近 0.3 美元以上；亚太区域价格约 0.085-0.09 美元，其中印度市场价格约 0.14-0.15 美元；欧洲 0.084-0.088 美元；澳洲 0.09-0.1 美元；中东约 0.085-0.09 美元；拉美约 0.08-0.09 美元。

图表9：组件价格（元/W）



来源：PVInfoLink，国金证券研究所，截至 2025-10-29

图表10：各区域组件价格 (USD/W)



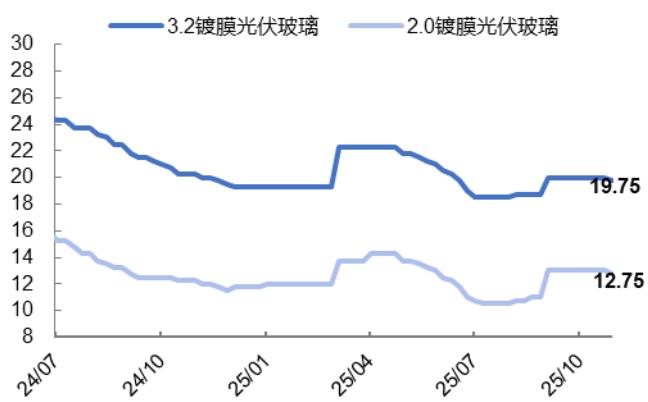
来源：PVInfoLink，国金证券研究所，截至 2025-10-29

6) 光伏玻璃价格下跌：近期终端需求支持不足，组件企业开工率下降、采购趋缓，组件企业压价心理明显，双方略显僵持；生产端供应稳定，库存天数环比上升 1.43 天至 22.61 天。

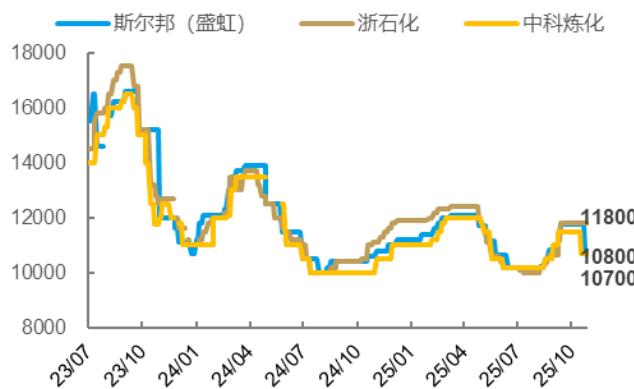
7) EVA 树脂价格下跌：近期市场成交氛围清淡，部分石化厂转产光伏料，市场库存有所上升，光伏料价格下跌在 9700-10200 元/吨。



图表11：光伏玻璃价格（元/平）



图表12：光伏EVA树脂报价（元/吨）



来源：PVInfoLink，卓创资讯，国金证券研究所，截至 2025-10-29

来源：卓创资讯，国金证券研究所，截至 2025-10-31

### 锂电产业链：

1) MB 钴：本周（2025. 10. 24-2025. 10. 30）国内金属钴行情震荡调整，截至本周四，百川盈孚统计 99.8% 电解钴价格 40.0-41.5 万元/吨，较上周同期均价下调 0.15 万元/吨，跌幅 0.37%。本周电解钴市场受原料紧缺预期支撑价格坚挺，厂家普遍延续暂停报价，贸易商多按盘报价，且有个别贸易商为促成交报价偏低，然需求拉动不足，实际成交氛围平平。

供应方面：本周国内电解钴行业开工率延续低位运行态势。市场受原料制约，多数企业因缺料减停产，仅少数企业维持生产，整体产量未出现明显回升。

需求方面：本周电解钴市场需求表现一般，高价抑制了部分采购意愿，中小型下游企业因成本压力仅维持少量刚需补库，合金、磁性材料等工业领域需求释放缓慢，市场整体成交未出现全面放量，观望情绪仍存。

2) 碳酸锂：本周（2025. 10. 24-2025. 10. 30）碳酸锂价格延续升势，供应偏紧格局持续。截止到 10 月 30 日，国内工业级碳酸锂（99.0%为主）市场成交价格区间在 8.25-8.50 万元/吨，市场均价 8.15 万元/吨，较上周价格涨 8.67%；国内电池级碳酸锂（99.5%）市场成交价格区间在 8.15-8.35 万元/吨，市场均价为 8.25 万元/吨，较上周价格涨 7.84%。

本周碳酸锂期货价格延续上涨趋势，期现价格联动走强。期货仓单量持续下降，现货流通资源持续收紧，期现基差维持稳定。现货市场报价减少，主要生产企业散单资源有限，多以长协订单交付为主。需求支撑力度持续强劲，叠加库存去化进程推进，在“十五五”规划预期提振市场情绪的推动下，价格呈现稳步上行态势。储能需求表现强劲，散单询价积极，下游企业维持刚需采购，对高价货源持谨慎态度。

供应端：本周碳酸锂产量预计环比小幅增长。盐湖产能持续爬坡，为市场带来一定供应增量。价格上涨提振厂家生产积极性，加快新产能投放进度。主流厂商目前保持较高的开工水平，多长协或预售，现货流通持续偏紧。库存方面，碳酸锂库存总量延续下降趋势。厂家库存持续下滑，散单多逢高出售，锂盐大厂履行长协订单为主，整体库存维持在低位水平。期货仓单数量进一步下降至 2.76 万吨。

需求端：下游排产维持较高水平。下游电芯及正极材料厂订单充足，储能领域需求表现突出，支撑市场整体需求，动力需求保持稳健。但碳酸锂高价使部分下游持观望态度，采购多刚需或者后点价，对高价货源接受度较差。

3) 三元材料：本周（2025. 10. 24-2025. 10. 30）原料电碳价格窄幅上涨，三元材料企业生产承压。截止到本周四，三元材料 5 系（单晶/动力型）市场均价为 138700 元/吨，较上周价格上涨 1.54%；5 系（多晶/消费型）市场均价为 146900 元/吨，较上周价格上涨 2.94%；613（单晶/动力型）市场均价为 137000 元/吨，较上周价格上涨 0.59%；三元材料 6 系（多晶/消费型）市场均价为 129250 元/吨，较上周价格上涨 0.62%；8 系（多晶/消费型）市场均价为 149400 元/吨，较上周价格上涨 0.54%；8 系（多晶/动力型）市场均价为 158100 元/吨，较上周价格上涨 0.19%。本周硫酸钴价格高位企稳，碳酸锂价格窄幅上涨，传导至三元材料生产成本上涨，企业报价跟随上调。

供应方面：原料电碳价格小幅走强，三元材料低镍产品生产压力增加，价格跟随原料上行。在原料价格高企的背景下，头部企业依托原料采购的价格优势，进一步挤压中小企业的市场份额，个别小型厂家因生产压力较大已暂时停产。下游对当前价格的接受度较低，压价意愿较为强烈。

需求方面：动力电池领域受益于“金九银十”传统旺季，国内电芯厂产销两旺，中高镍产品订单增量明显，头部材料企业排产饱满，海外市场受美国政策调整影响，不确定性增强，进一步加剧国内市场竞争压力。近期由于上游硫酸钴价格大涨，带动低镍产品价格急速攀升，下游对当前低镍产品价格接受程度较低，在新增订单中，低镍产品占比有所下降。

4) 磷酸铁锂：本周（2025. 10. 24-2025. 10. 30）磷酸铁锂企业普遍维持较高开工率，生产主要围绕长协订单交付展开。尽管月度新签订订单仍以加工费为商谈核心，但常规产品供需过剩局面持续，导致加工费承压，多数企业尚未摆脱亏损，



普遍存在压价心态，进而抑制新订单价格上行空间。受此影响，铁锂价格整体涨幅有限。

**价格分析：**截止发稿，磷酸铁锂动力型均价为3.7万元/吨，较上周同期上涨1400元/吨，涨幅3.93%；储能型市场均价为3.54万元/吨，较上周同期上涨700元/吨，涨幅2.02%；修复型铁锂均价2.47万元/吨，较上周同期上涨300元/吨，涨幅1.23%。主要影响因素如下：

一方面，原料碳酸锂价格持续上行。截至发稿，电池级碳酸锂均价达82500元/吨，较上周同期上涨6000元/吨，涨幅为7.84%，对磷酸铁锂价格形成有力支撑。另一方面，虽然需求旺季带动铁锂行业产销两旺，但产能过剩下，加工费依旧承压，一定程度上抑制了磷酸铁锂价格的上涨动力。

**供应端：**根据百川盈孚数据，目前国内磷酸铁锂已建成产能592万吨，其中有效产能535万吨。2025年第44周，行业产量为88436吨，环比增加5.91%，截至10月30日，行业整体开工率为77.83%，较上周增加5.91个百分点。本周开工率提升，主要由于江西地区某企业产能持续释放，带动供应端继续增长。此外，湖北、湖南及四川等地部分企业因订单增加，也相应提高生产负荷，推动产量进一步上升。

**需求端：**本周磷酸铁锂市场在动力与储能双侧需求拉动下表现强劲。动力端受新能源车企集中交付驱动，订单持续增长；储能领域海内外大额订单密集释放，需求同样保持稳健增速。

5) **负极材料：**本周(2025.10.24-2025.10.30)百川盈孚中国锂电负极材料市场参考价格为32493元/吨，较上周价格暂稳，百川盈孚高端负极材料主流价格4.2-6.5万元/吨，中端负极材料主流价格2.1-3.2万元/吨，低端负极材料主流价格1.6-2.2万元/吨。本周负极材料市场整体呈现“需求稳步回暖、价格区间暂稳”的态势。在新能源汽车领域，以旧换新补贴政策逐步落地，叠加终端车企促销活动，共同拉动市场交投活跃度提升，需求持续释放；储能电芯需求保持增长，消费电子市场平稳运行，整体下游需求处于持续向好的状态。需求回暖带动电芯厂采购积极性增强，负极企业订单量延续小幅增长。随着下游企业库存逐步去化至合理水平，负极材料市场需求有望进一步回升。然而，在锂电产业链“降本提质”的大趋势下，下游压价心态仍较强烈，负极材料实际成交价格仍徘徊于低位区间，短期内价格以稳为主。

**供应方面：**百川盈孚测算本周负极材料产量约为5.94万吨，其中人造石墨负极材料产量约为5.44万吨，占负极材料本周总产量的91.5%，天然石墨负极材料产量约为0.5万吨，占负极材料本周总产量的8.5%。

**需求方面：**10月，工信部、财政部、税务总局联合发布新能源汽车购置税新政公告，标志着该政策从“普惠性免征”正式转向“差异化激励”阶段，这一调整有望通过产业链传导带动负极材料需求进一步增加。

6) **负极石墨化：**本周(2025.10.24 - 2025.10.30)中国锂电负极石墨化市场需求延续前期稳步攀升态势，但代工价格整体仍处低位，上涨愿望尚未取得落实。在储能与动力电池市场需求持续向好的带动下，负极石墨化行业整体开工率与产量同步提升，其中配套石墨化企业的提升最为明显，头部企业基本处于满产状态，主流企业开工率也呈上行趋势。然而受制于前期负极材料行业整体产能过剩的结构性问题，部分企业石墨化产能仍未完全释放，开工水平与其负极材料产量尚未完全匹配。此外，独立石墨化企业的增幅虽整体不如配套石墨化企业，但在负极材料端整体需求的拉动下仍保持增产态势。价格方面，尽管市场供需结构有所改善，但在下游持续推进降本增效的背景下，石墨化代工企业议价能力仍显不足，除极个别企业实现窄幅调涨外，主流石墨化代工报价仍然以稳为主，价格传导机制尚未完全畅通。

**价格方面：**石墨化市场探涨意向仍存，但目前多数企业仍处于订单商谈阶段，尚未形成大规模落地执行。受此影响，本周石墨化代工主流价格仍然保持稳定。截至2025年10月30日，石墨化代加工费用主流成交价在8000-9600元/吨。其中艾奇逊坩埚炉负极石墨化代加工费用8000-9600元/吨，箱式炉负极石墨化代加工费用7300-8300元/吨，内串炉负极石墨化代加工费用10500-12500元/吨。

**供应方面：**本周负极石墨化开工企业及满产企业较上一周进一步增加，石墨化企业整体开工率呈现上行趋势。从产量数据来看，9月负极石墨化产量已达22.41万吨，受益于订单支撑与开工负荷提升，预计10月产量将突破24万吨；行业整体开工水平有望实现60%。

7) **6F：**本周(2025.10.24-2025.10.30)六氟磷酸锂价格延续前期涨势，上涨幅度较大。前期长协订单价格再度商议，价格有所上涨，市场现货价格成交持续高位。截至到本周四，六氟磷酸锂市场主流价格在103500元/吨，较上周同期上涨15%。

**本周影响六氟磷酸锂价格的主要因素分析如下：**

**供应方面：**本周产量较上周小幅提升。部分大厂生产已超出产能范围，处于超负荷生产。一般企业基本满开工，行业开工处于高位。目前恢复生产的企业尚未明确出量，对整体供应影响未显现，市场供应量持续处于紧张状态。

**库存方面：**企业库存处于低位，且基本为周转库存。企业排单紧密，集中进行发货已签订单，无余量进行累库。目前供需紧张关系未出现明显改变，行业库存持续处于低位，短期现状难改。

**需求方面：**终端储能市场热度高涨，相关订单增量明显，且前景持续乐观。具有规模的电解液企业产量普遍提升，少部分因原料等原因甚至进行砍单，需求订单持续增长。需求端支撑力增强，对市场持续利好。

8) **隔膜：**本周(2025.10.24-2025.10.30)隔膜价格上涨，截至到本周四，国内5um/湿法隔膜均价为1.3元/平方米，较上周价格上涨8.33%；国内7um/湿法隔膜均价为0.77元/平方米，较上周价格上涨13.24%；国内9um/湿法隔膜均价为0.78元/平方米，较上周价格上涨13.04%；国内12um/干法隔膜均价为0.46元/平方米，较上周价格持平；国内16um/干法隔膜均价为0.45元/平方米，较上周价格上涨4.65%；国内5+2um/湿法涂覆隔膜均价为1.65元/平方米，



较上周价格持平；国内 7+2um/湿法涂覆隔膜均价为 1.04 元/平方米，较上周价格上涨 5.05%；国内 9+3um/湿法涂覆隔膜均价为 1.075 元/平方米，较上周价格上涨 9.14%；国内 12+4um/干法 pvdf 涂覆隔膜均价为 0.98 元/平方米，较上周价格持平；国内 7+2+1+1um/湿法陶瓷+pvdf 涂覆隔膜均价为 1.64 元/平方米，较上周价格持平；国内 9+3+3um/湿法陶瓷+pvdf 涂覆隔膜均价为 1.525 元/平方米，较上周价格持平。

本周锂电池隔膜市场呈现价格温和上扬态势，其核心驱动因素在于国内供需格局的阶段性收紧：下游储能电池与动力电池领域需求持续放量，而行业有效产能扩张步伐相对迟缓，头部企业产能利用率已接近满负荷运转。在此市场环境下，电芯厂商采购策略出现显著分化——部分企业为确保供应链稳定性选择接受价格上调，另一部分则通过拓展中小型隔膜供应商渠道以平衡成本压力。

供需方面：行业产能扩张速度超过市场需求增速，但新增产能节奏明显放缓，供需缺口收窄。头部企业通过规模化生产和技术迭代巩固优势，中小厂商面临淘汰风险。行业规划产能过剩问题凸显，低端产能过剩，高端产品却仍需突破技术瓶颈。企业需聚焦差异化竞争，通过技术升级开发高附加值产品。

图表13：本周新能源与电力设备板块景气度

板块	景气度指标
光伏&储能	拐点向上
风电	稳健向上
电网	略有承压
新能源整车	下行趋缓
锂电	稳健向上
固态电池	高景气维持
氢能与燃料电池	拐点向上

来源：国金证券研究所

## 风险提示

政策调整、执行效果低于预期：虽然风光发电已逐步实现平价上网，能源转型及双碳目标任务仍然高度依赖政策指引，若相关政策的出台、执行效果低于预期，可能会影响相关产业链的发展。

产业链价格竞争激烈程度超预期：在明确的双碳目标背景下，新能源行业的产能扩张明显加速，并出现跨界资本大量进入的迹象，可能导致部分环节因产能过剩程度超预期而出现阶段性竞争格局和盈利能力恶化的风险。



**行业投资评级的说明:**

买入: 预期未来3-6个月内该行业上涨幅度超过大盘在15%以上;  
增持: 预期未来3-6个月内该行业上涨幅度超过大盘在5%-15%;  
中性: 预期未来3-6个月内该行业变动幅度相对大盘在-5%-5%;  
减持: 预期未来3-6个月内该行业下跌幅度超过大盘在5%以上。



扫码获取更多服务

行业周报

**特别声明：**

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

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

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

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

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

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

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

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

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

**上海**

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

**北京**

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

**深圳**

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



**【小程序】  
国金证券研究服务**



**【公众号】  
国金证券研究**