



乘势而起，需求启动新周期

—— 锂电产业链 25Q3 业绩回顾

分析师：曾韬、段尚昌



乘势而起，需求启动新周期

—— 锂电产业链 25Q3 业绩回顾

2025 年 11 月 21 日

核心观点

- 动力稳增长，中国引领全球电动进程。** 1) 中国：短期看年末存在 26 年购置税减免取消的政策窗口红利效应，26 年及以后国内电动化率迈入 50%+，多年的市场培育、补能网络建设已形成良好的内生增长动力，补贴减弱的负面影响边际递减，同时在固态电池、智驾等技术加速落地的背景下，新能源汽车市场长期增长可期，出口及商用车两大边际变化值得关注。2) 美国：“大而美”法案取消补贴致使 Q3 出现抢购效应同时透支后续需求，政策退坡对美新能源车市影响较大，叠加公共设施不足等因素，美国销量市场或进入持续低迷期。3) 欧洲：26 年碳排放法规趋严将刺激电动车推广，预计维持 10~20% 左右增长。全球来看，中国依旧是电动化领军者，在欧美市场前景相对不明朗背景下，中国市场份额将进一步扩大。而另一方面，国内较高的竞争形势亦倒逼国内车企出海寻求新兴的、高爆发的市场，南美、中东、东南亚等市场潜力较大。
- 储能需求超预期，国内外共振。** 1) 海外：由于海外电网建设薄弱，储能在新能源并网过程成为刚需角色，新能源存量项目及一体化项目拉动明显，同时 AI 浪潮带来的缺电效应以及新兴地区电力保障为储能发展提速。2) 国内：在容量电价政策、电芯成本下移等因素作用下，储能内生性发展动力渐渐形成，国内装机、招标市场有望持续超预期。
- 电芯开启新一轮扩产周期。** 25Q3 行业营收 1532 亿元，同/环比 +16.5%/+10.0%，归母净利润 225 亿元，同/环比 +54%/+27%，下游动储景气度较高市场规模持续扩容。动力领域稳增长，储能需求持续超预期，下游景气度上行使产能利用率推至高位，龙头纷纷开启新一轮扩产周期。盈利上行业已越过周期低点向上，格局上看好龙头新品&旗舰产品竞争力，在固态电池、钠电池等新技术浪潮下，龙头竞争优势明显，积极看好龙头业绩兑现表现。
- 材料环节重视价格弹性：** 1) 电解液及其相关环节，需求启动后涨价率先落地，供需格局最紧且有望持续，价格上涨仍可行，将带来业绩反转确定性。2) 铜箔，经历 24 年低谷期逆转向上，电子铜箔顺应 AI 浪潮贡献弹性增量。3) 磷酸铁锂，产能扩张的同时依旧保持持续攀升的稼动率，高竞争态势下看好高压实密度产品及出海带来的价格弹性空间。4) 负极材料，竞争加剧盈利回归中枢，成本压力下蓄势涨价，同时看好硅碳负极等贡献超预期。5) 结构件，锂电行业较独特的“避险”属性，经营稳定性很强。6) 隔膜，盈利极致承压，价格持续探底，行业自律下中性看待后续量价走势，关注龙头企业在膜材料业务的增量变化，如固态电池等领域。
- 投资建议：** 推荐宁德时代、亿纬锂能、天赐材料等，建议关注华盛锂电、湖南裕能、龙蟠科技、嘉元科技、璞泰来、厦钨新能、当升科技、贝特瑞、尚太科技、中科电气、星源材质、恩捷股份、天奈科技等。
- 风险提示：** 能源车销量、储能装机等下游需求不及预期的风险。资源品或零部件短缺导致原材料价格大涨、企业经营困难的风险。

电力设备行业

推荐 维持评级

分析师

曾韬

☎：010-80927653

✉：zengtao_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525030001

段尚昌

☎：010-80927653

✉：

duanshangchang_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524090003

相对沪深 300 表现图

2025 年 11 月 14 日



资料来源：中国银河证券研究院

目录

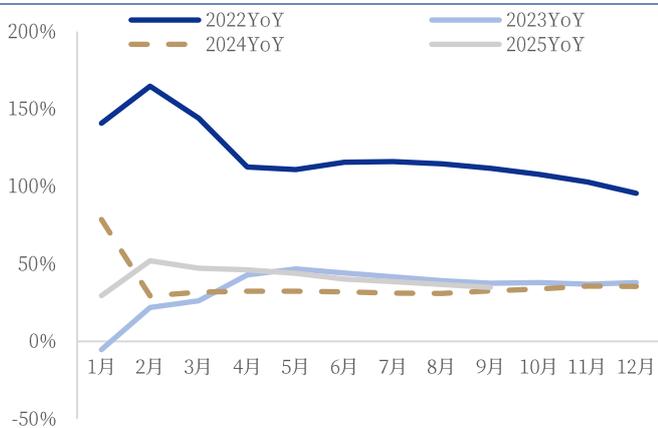
Catalog

一、需求：储能超预期，行业维持高景气度	3
二、产业链：25Q3 持续复苏	9
三、电芯：新一轮扩产周期启动	12
四、材料：修复迹象显现，静待涨价兑现	16
(一) 电解液：龙头效应凸显	16
(二) 铜箔集流体：逆转向上，电子铜箔贡献弹性	19
(三) 正极材料&前驱体：关注高压密铁锂趋势	21
(四) 负极材料：成本压力下蓄势涨价	25
(五) 结构件：稳定表现穿越周期	28
(六) 隔膜：探底筑基	30
五、充电设备及服务板块：景气度回升	32
六、泛零部件：业绩增长趋势良好	35
七、综述&投资建议	36
八、风险提示	37

一、需求：储能超预期，行业维持高景气度

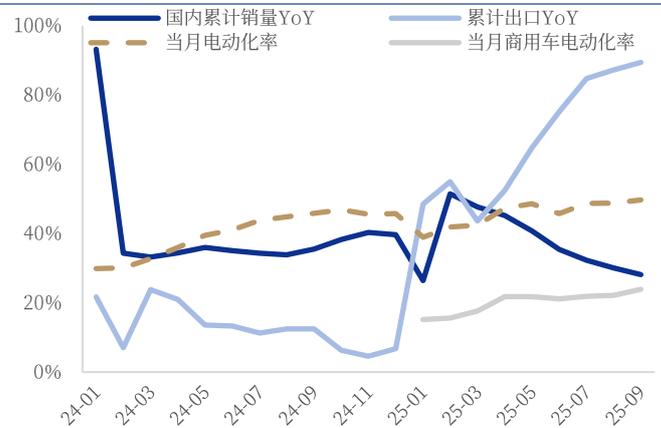
中国：25年以旧换新等政策支持力度较大，同时小米SU7 Ultra、YU7等新车型的爆发使车市维持高热度，上半年爆发性增长后Q3维稳，尽管9月未出现“金九银十”高增现象，但整体仍交出亮眼成绩单：据中汽协，25年1-9月中国新能源汽车销量为1122.8万辆，同比高增35%，高于去年同期2pcts。展望后续，短期看年末存在26年购置税减免取消的政策窗口红利效应，全年增速有望维持30%+；而26年及以后，我们认为国内电动化率或迈入50%+（尽管Q3增速平稳但渗透率持续攀升至49.7%），多年的市场培育、补能网络建设已形成良好的内生增长动力，补贴减弱的负面影响边际递减，同时在固态电池、智驾等技术加速落地的背景下，新能源汽车市场长期增长可期，两大边际变化值得关注：1) 出口态势向好，前三季度累计出口同比+89%，电动化加速外溢至海外市场；2) 商用车有望复刻乘用车轨迹，9月商用车电动化率24%，年初至今+9pcts，增速近乘用车领域一倍，电池降本等积极因素促进商用车电动化进入快车道对成长性形成较强支撑。

图1：近年中国新能源汽车销售同比增速情况



资料来源：中汽协，中国银河证券研究院

图2：出口和商用车成为中国新能源汽车两大发展方向



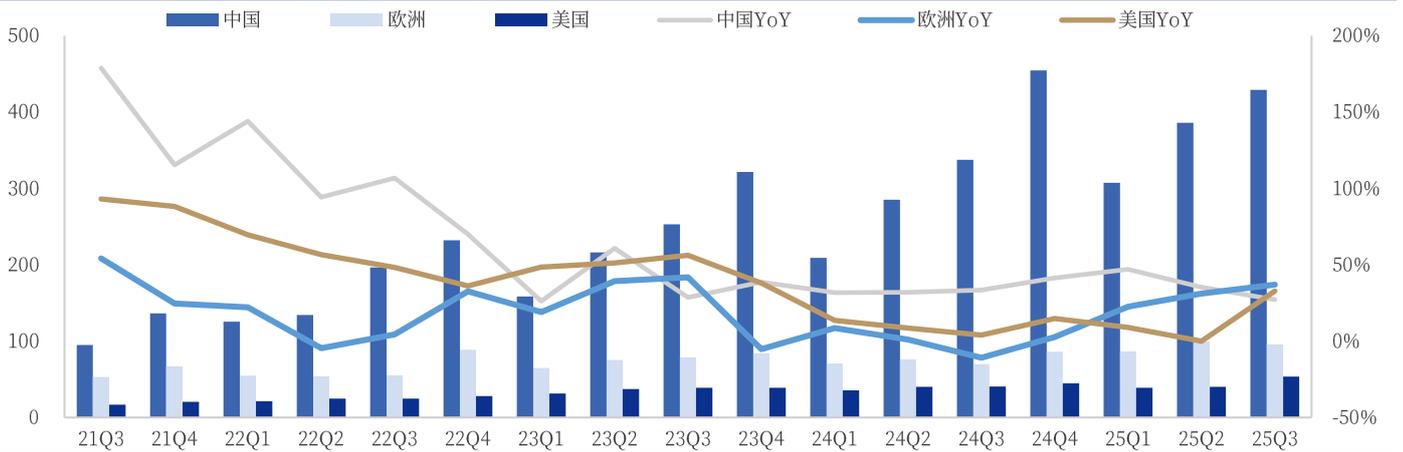
资料来源：中汽协，中国银河证券研究院

美国：据 MarkLines 统计，25Q1-3 美国新能源汽车销量达 133.0 万辆，同比+14.1%，其中 Q3 销量 53.6 万辆，同/环比+33%/+32.8%贡献主要增量，主要系特朗普政府“大而美”法案规定 9 月 30 日后取消此前 7500 美元税收抵免政策，Q3 出现抢购效应同时透支后续需求。展望后续，政策退坡对美新能源车市影响较大，叠加公共设施不足等因素，美国销量市场或进入持续低迷期。

欧洲：据 MarkLines 统计，25Q1-3 欧洲新能源汽车销量达 282.1 万辆，同比+30.3%，其中 Q3 销量 95.9 万辆，同/环比+37%/+3.7%，经历 24 年低谷期后 25 年欧洲新能源车市场重新进入缓慢增长期，英国等地区成为中国车企出海的先头阵地，在整体车市低迷背景下电动化率持续提升至 Q3 的 13%。展望后续，26 年碳排放法规趋严将刺激电动车推广，但本土车企电动化节奏不及预期影响市场成长性，同时基础设施的不完善等拖累转型，预计维持 10~20%左右增长。

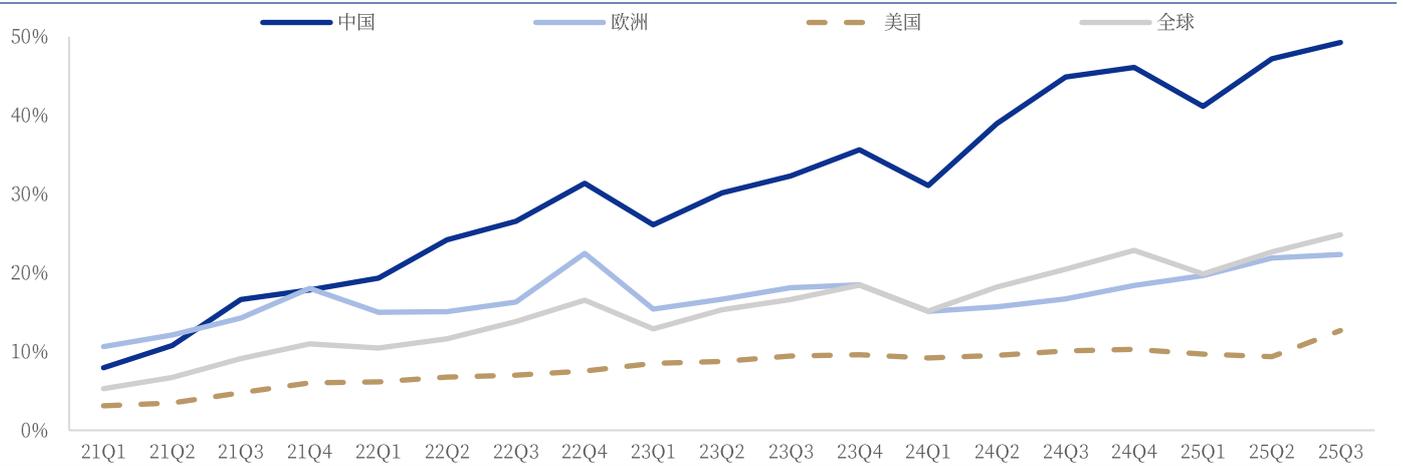
全球：全球来看，25Q3 新能源汽车销量约 585.5 万辆，同比+28.2%，环比+9.9%；渗透率 25%，同比+4.4pcts，环比+2.2pcts。中国依旧是电动化领军者，在欧美市场前景相对不明朗背景下，中国市场份额将进一步扩大。而另一方面，国内较高的竞争形势亦倒逼国内车企出海寻求新兴的、高爆发的市场，南美、中东、东南亚等市场潜力较大。

图3: 中美欧新能源汽车季度销量 (单位: 万台)



资料来源: 中汽协, MarkLines, 中国银河证券研究院

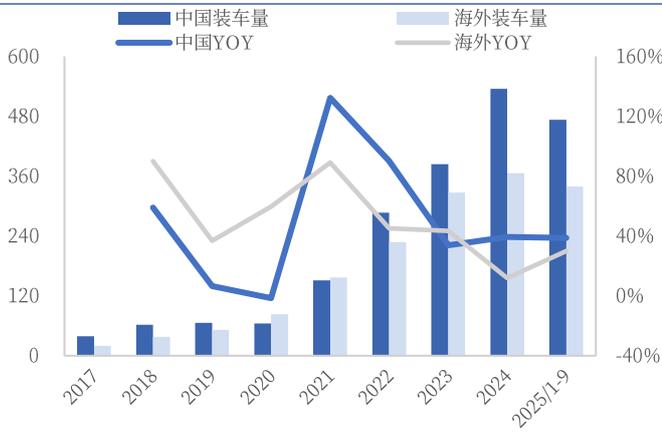
图4: 中美欧新能源汽车季度渗透率



资料来源: 中汽协, MarkLines, 中国银河证券研究院

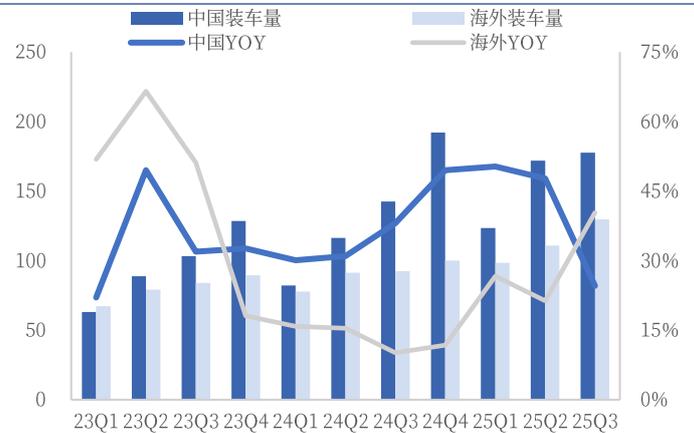
需求带动下全球动力电池装机维持较高增速。据 SNE Research 统计, 25Q1-3 全球动力电池装车量 812GWh, 同比+34.7%, 增速较去年同期+10.5pcts, 主要是海外成长性体现, 中国装车量 472.8GWh, 同比+38.7%超预期, 增速+5.1pcts, 海外装车量同增 29.6%, 增速+16pcts。25Q3 全球新增装车量 307.3GWh 同比+31%, 环比+9%, 其中国内 177.6GWh 同比+25%, 环比+3%, 海外 129.7GWh 同比+40%, 环比+17%, 海外 (尤其北美) 阶段性高增长以弥补国内市场增速退坡。

图5: 全球年度动力电池装车量数据 (单位: GWh)



资料来源: SNE Research, 中国银河证券研究院

图6: 全球季度动力电池装车量数据 (单位: GWh)



资料来源: SNE Research, 中国银河证券研究院

全球：2025Q3 全球动力电池装车格局相对稳定，宁德时代市占率 34.6%稳居榜首，同/环比分别-2.6pcts/-2.9pcts，一方面，二三线厂家份额快速提升，另一方面储能出货提升挤占一定产能。比亚迪受车端份额有所下滑影响，全球市占率同比-0.4pcts 至 17.9%，国内市场同样环比下滑 1.8pcts。TOP10 日韩企业份额进一步收缩至 22%。在宏光 MINI、吉利星愿等车型销售带动下，国内二线企业同比均有上行。整体看，我们认为国内电池企业强势地位不变且有强化趋势，随着企业出海潮推进，宁德时代在欧洲、亿纬锂能在马来西亚等产能不断释放，市占率有望进一步提升。

图7：单季度全球动力电池装车格局

	24Q3	25Q2	25Q3	YoY	QoQ
宁德时代	37.2%	宁德时代 37.5%	宁德时代 34.6%	↓	↓
比亚迪	18.3%	比亚迪 18.7%	比亚迪 17.9%	↓	↓
LG	10.3%	LG 8.3%	LG 10.6%	↑	↑
SK On	4.3%	中创新航 4.7%	中创新航 5.7%	↑	↑
中创新航	4.3%	SK On 3.2%	SK On 4.8%	↑	↑
松下	3.7%	松下 4.1%	松下 4.6%	↑	↑
三星SDI	2.9%	国轩高科 3.6%	国轩高科 3.8%	↑	↑
国轩高科	3.5%	三星SDI 3.1%	三星SDI 2.3%	↓	↓
亿纬锂能	1.9%	亿纬锂能 2.8%	亿纬锂能 2.7%	↑	↓
欣旺达	2.2%	蜂巢能源 2.6%	蜂巢能源 2.5%	↑	↓
其他	11.4%	其他 11.4%	其他 10.4%	↓	↓

资料来源：SNE Research, 中国银河证券研究院

图8：累计全球动力电池装车格局

	24Q1-3	2024	25Q1-3	YoY	QoQ
宁德时代	37.5%	宁德时代 37.9%	宁德时代 36.6%	↓	↓
比亚迪	16.5%	比亚迪 17.2%	比亚迪 17.9%	↑	↑
LG	11.5%	LG 10.8%	LG 9.8%	↓	↓
SK On	4.6%	中创新航 4.4%	中创新航 4.8%	↓	↑
中创新航	4.6%	SK On 4.4%	SK On 4.3%	↓	↓
松下	4.2%	松下 3.9%	松下 4.1%	↓	↓
三星SDI	4.0%	国轩高科 3.3%	国轩高科 3.7%	↑	↑
国轩高科	3.0%	三星SDI 3.2%	三星SDI 2.8%	↓	↓
亿纬锂能	2.1%	亿纬锂能 2.3%	亿纬锂能 2.7%	↑	↑
欣旺达	2.1%	欣旺达 2.1%	蜂巢能源 2.5%	↑	↑
其他	9.8%	其他 10.5%	其他 10.8%	↑	↑

资料来源：SNE Research, 中国银河证券研究院

海外：2025Q3 海外动力电池装车格局变化相对较大。宁德时代拿下国内外双料冠军，但受北美影响份额下滑，同/环比分别+0.3pcts/-3.4pcts。日韩企业份额在中企强势出海背景下进一步受到缩小，同/环比分别-1.6pcts/+4.9pcts，其中 SK On 受益于现代改版 IONIQ 5 和 EV 6 销量释放以及大众 ID.7 和 ID.4 较强增长。比亚迪出海战略成效显著，同/环比分别+3.1pcts/-0.6pcts。另外特斯拉自 24Q3 进入海外装车 TOP10，丰田&松下系 PPES、PEVE 跌出 TOP10。我们认为中企当前在欧美或面临关税等壁垒挑战，但出海大势不改，中企市场份额有望进一步提升。

图9：单季度海外动力电池装车格局

	24Q3	25Q2	25Q3	YoY	QoQ
宁德时代	26.2%	宁德时代 29.9%	宁德时代 26.5%	↑	↓
LG	24.0%	LG 19.0%	LG 22.9%	↓	↑
SK On	10.9%	SK On 8.3%	SK On 11.3%	↑	↑
松下	9.3%	松下 10.5%	松下 10.9%	↑	↑
三星SDI	7.4%	三星SDI 7.9%	比亚迪 7.8%	↑	↓
比亚迪	4.7%	比亚迪 8.4%	三星SDI 5.4%	↓	↓
PPES	2.3%	Farasis 2.6%	Farasis 1.9%	↓	↓
中创新航	2.4%	特斯拉 1.8%	国轩高科 2.3%	↑	↑
Farasis	5.5%	国轩高科 1.7%	蜂巢能源 2.2%	↑	↑
特斯拉	1.2%	蜂巢能源 1.7%	特斯拉 2.1%	↑	↑
其他	6.2%	其他 8.2%	其他 6.7%	↑	↓

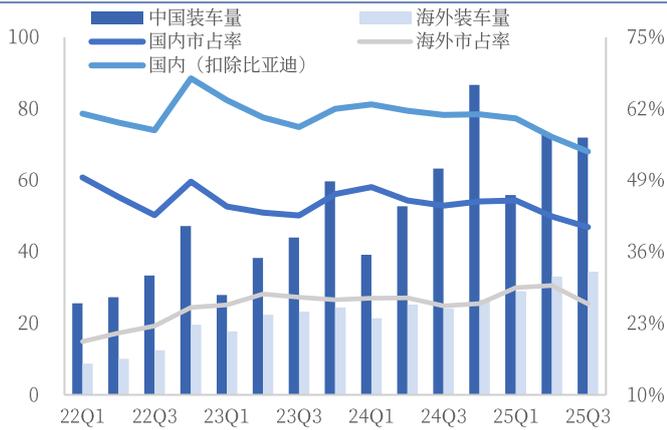
资料来源：SNE Research, 中国银河证券研究院

图10：累计海外动力电池装车格局

	24Q1-3	2024	25Q1-3	YoY	QoQ
宁德时代	27.1%	宁德时代 27.0%	宁德时代 28.5%	↑	↑
LG	24.6%	LG 24.6%	LG 21.5%	↓	↓
SK On	10.6%	SK On 10.8%	SK On 10.1%	↓	↓
松下	9.6%	松下 9.7%	松下 9.7%	↓	↑
三星SDI	9.2%	三星SDI 8.2%	比亚迪 7.6%	↑	↑
比亚迪	4.0%	比亚迪 4.1%	三星SDI 6.8%	↓	↓
PPES	2.4%	特斯拉 2.2%	Farasis 2.1%	↑	↑
中创新航	2.1%	Farasis 2.1%	国轩高科 2.0%	↑	↑
Farasis	2.0%	PPES 2.0%	蜂巢能源 1.9%	↑	↑
特斯拉	1.8%	国轩高科 1.9%	特斯拉 1.9%	↑	↓
其他	6.6%	其他 7.6%	其他 7.8%	↑	↑

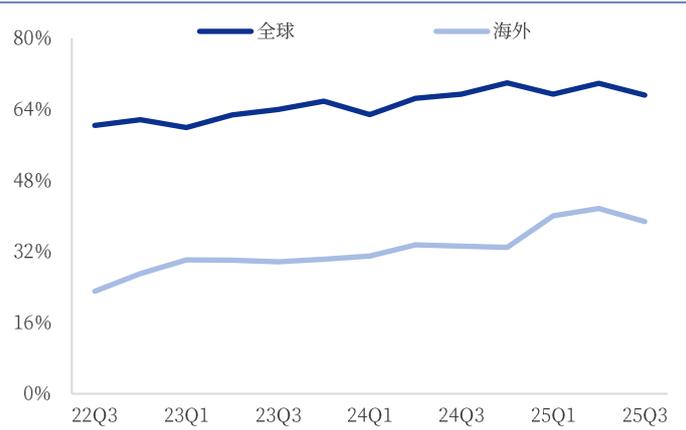
资料来源：SNE Research, 中国银河证券研究院

图11: 宁德时代全球装车量及市占率变化 (单位: GWh)



资料来源: SNE Research, 中国银河证券研究院

图12: TOP10 中国内企业市占率合计

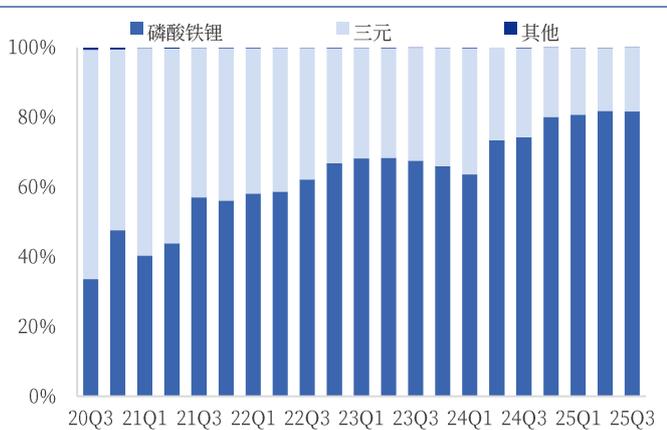


资料来源: SNE Research, 中国银河证券研究院

需求结构: 铁锂持续领先。据中国动力电池产业联盟统计, 25Q3 动力电池装车量中磷酸铁锂装车量占比提升至 81.6%, 同比+7.4pcts, 环比-0.2%, 磷酸铁锂渗透率进入平台期。我们认为当前新能源汽车市场仍在成长期, 渗透率加速上行重要驱动力之一仍是强大的成本优势, 海外接受度亦逐渐提高, 此外头部车企陆续推出磷酸铁锂高能量密度、超快充产品逐步提升电池性能, 高性价比下磷酸铁锂市占率预计仍将维持高位, 而三元材料未来机会更多是在高能量密度需求场景如低空经济、人形机器人等的崛起。此外 2024 年是高压实密度磷酸铁锂爆发元年, 我们认为 2025 年将延续趋势, 同时快充成为新的角力点。

单车装车量: 受益于今年各价位段纯电车型增长更快、电池技术的迭代进步, 电车带电量逐步提升, 据中国动力电池产业联盟统计, 25 年 9 月国内新能源汽车单车平均带电量同比提升 20% 至 55kWh, 跨过 23Q4 低点后增长趋势维持。我们认为纯电市场热度不减, 神行 2 代等技术带来的电量提升也将带动单车带电量持续上行。

图13: 国内动力电池装车结构划分



资料来源: 中国动力电池产业联盟, 中国银河证券研究院

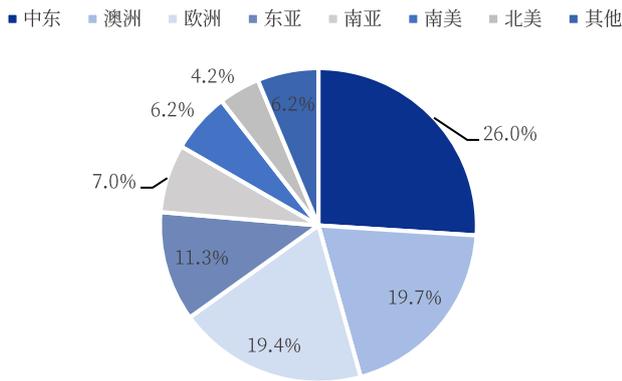
图14: 国内新能源汽车单车平均单车装车电量 (单位 kWh)



资料来源: 中国动力电池产业联盟, 中国银河证券研究院

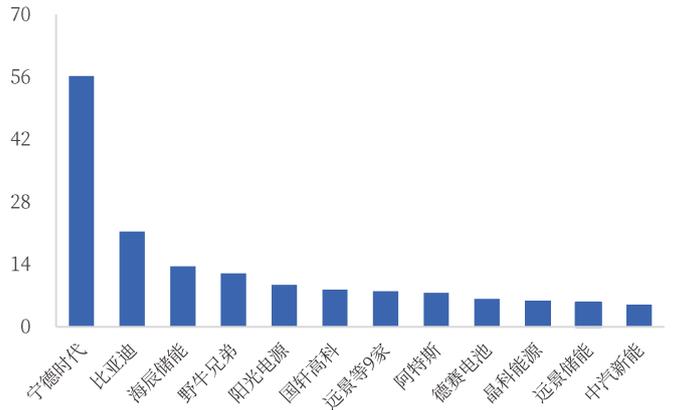
海外储能热度高, 中东频现大单。由于海外电网建设薄弱, 储能在新能源并网过程成为刚需角色, 新能源存量项目及一体化项目拉动明显, 同时 AI 浪潮带来的缺电效应以及新兴地区电力保障为储能发展提速。据储能与电力市场统计, 25Q1-3 中国企业海外储能合作签约累计超 208.9GWh, 其中中东、澳洲、欧洲、东亚合计占比超 76%, 如阿联酋 RTC 光储项目含 19GWh 储能系统 (宁德时代作为首选供应商)、比亚迪与沙特电力公司签约的 12.5GWh 超级储能项目。

图15: 2025年1-9月中国企业海外储能签约项目分区域



资料来源: 储能与电力市场, 中国银河证券研究院

图16: 中国企业海外储能签约项目分企业 (单位: GWh)



资料来源: 储能与电力市场, 中国银河证券研究院

国内储能超预期, 容量电价适时出台促进发展。 136号文出台后取消强制配储推升Q2抢装潮, 同时一定程度压制了市场预期。而后多因素共同发力实现国内储能热度高涨超预期: 1) 容量电价或将通行, 优化独立储能盈利性; 2) 电芯价格低位进一步改善收益率; 3) 新能源场站面对负电价风险有储能刚需; 4) 运营改善调用频次提升; 5) 市场化交易、调峰调频等多元化收益提升, 储能内生性发展动力渐渐形成。

表1: 2025年国内重要储能政策

时间	文件名	相关内容
2025/2	《关于深化新能源上网电价市场化改革 促进新能源高质量发展的通知》	不得将配置储能作为新建新能源项目核准、并网、上网等的前置条件
2025/2	《新型储能制造业高质量发展行动方案》	到2027年, 我国新型储能制造业全链条国际竞争优势凸显, 优势企业梯队进一步壮大, 产业创新力和综合竞争力显著提升, 实现高端化、智能化、绿色化发展
2025/9	《新型储能规模化建设专项行动方案(2025—2027年)》	到2027年, 全国新型储能装机规模达到1.8亿千瓦以上, 带动项目直接投资约2500亿元 ; 推动完善新型储能等调节资源 容量电价机制 , 有序建立可靠容量补偿机制
2025/10	《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》	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, 大力发展新型储能 , 加快智能电网和微电网建设
2025/11	《关于促进新能源消纳和调控的指导意见》	提出“创新促进新能源消纳的价格机制”, 并明确“健全完善煤电、抽水蓄能、 新型储能 等调节性资源 容量电价机制 ”

资料来源: 中国政府网等, 中国银河证券研究院

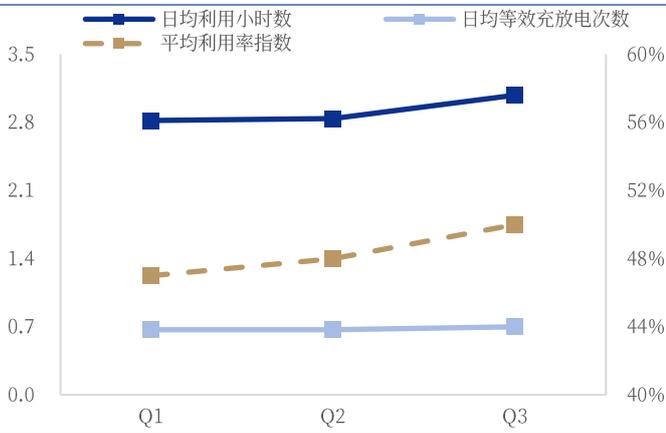
表2: 目前国内各省市出台容量电价政策

省份	内容
宁夏 (征求意见稿)	固定容量电价。2025年10月至12月按 100元/千瓦年 , 2026年递增至 165元/千瓦年 。容量电费由区内全体工商业用户月度用电量和发电企业月度外送电量按比例分摊。
山西 (征求意见稿)	采用“容量供需系数”调整的容量电价 (参考数据: 煤电机组容量电价24-25年标准为 100元/千瓦年含税)
甘肃 (征求意见稿)	固定容量电价。年度暂定 330元/千瓦·年 。试行2年
山东 (正式)	参与电力现货市场的发电机组0.0991元/千瓦时 (含税), 示范项目 按煤电容量补偿的2倍执行 。
辽宁 (征求意见稿)	采用固定容量电价补偿, 对电网侧新型储能提供的系统容量 按贡献予以补偿 ; 后期探索建立容量市场, 通过供需确定价格。
河北 (正式)	固定容量电价。年度容量电价标准为 100元/千瓦 , 月度标准按8.3333元/千瓦执行。已按退坡执行的追补至100元/千瓦。
内蒙古 (正式)	固定容量电价按发电量补偿。2025年 0.35元/千瓦时 , 2026年调整为 0.28元/千瓦时
上海 (正式)	对纳入本市年度建设计划, 未与新能源项目开发企业运成租赁容量服务协议独立储能电站, 可阶段性给予容量补贴, 容量补贴水平将综合独立储能电站充放电次数, 参与市场化交易收益等情况明确。

广东（正式）	可获得电费补偿金额根据补偿标准和月度可用最大容量确定，其中年度补偿标准统一为 100元/千瓦(含税)
浙江（正式）	2024-2026年分别按200元/千瓦年、180元/千瓦年、170元/千瓦年 的补偿标准发放补偿
（新疆（正式））	固定容星电价。按发电量补偿。2025年底前，补偿标准按发电量计算： 2023年为0.2元/千瓦时 ，2024年起逐年递增20%， 2024年0.16元/千瓦时，2025年0.128元/千瓦时 。参与调峰辅助服务市场享受电量补偿的，不再享受容量电价补偿。

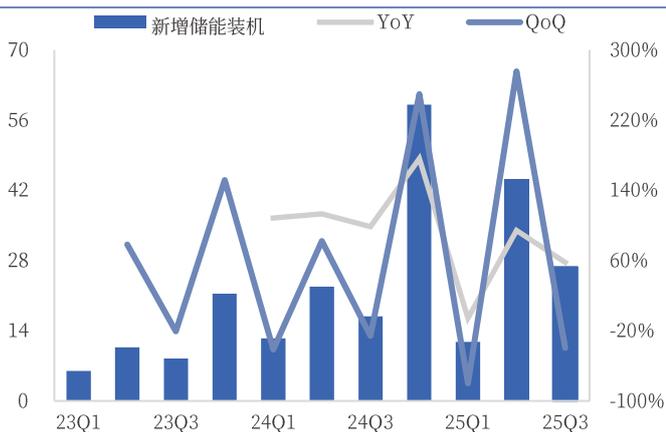
资料来源：CESA，中国银河证券研究院

图17：电化学储能季度间运营情况



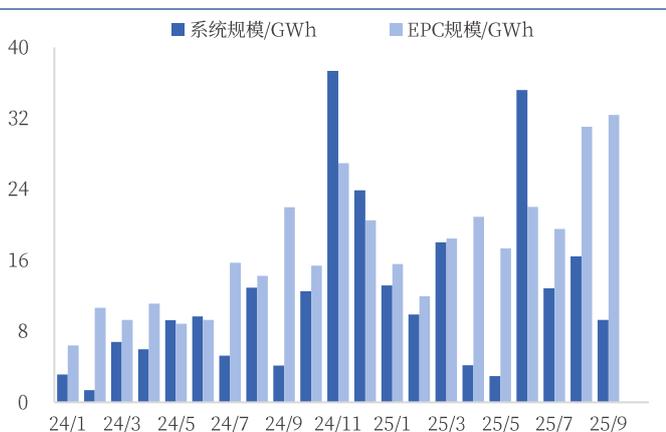
资料来源：中电联，中国银河证券研究院

图19：国内新型储能装机（单位：GWh）



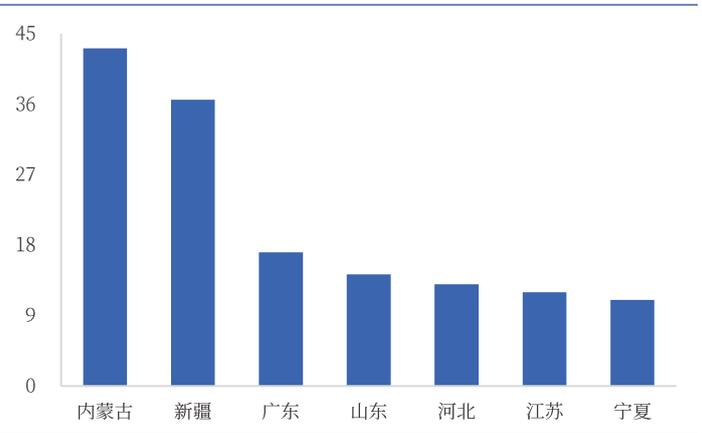
资料来源：CNESA，中国银河证券研究院

图21：国内新型储能项目招标市场情况



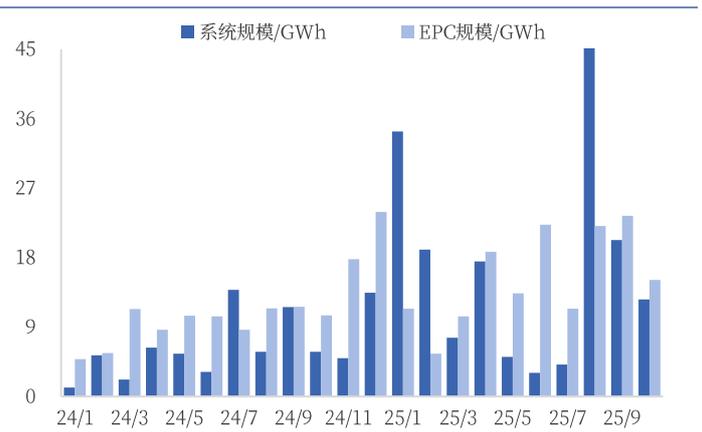
资料来源：CNESA，中国银河证券研究院

图18：国内新型储能项目招投标项目落地规模（单位：GWh）



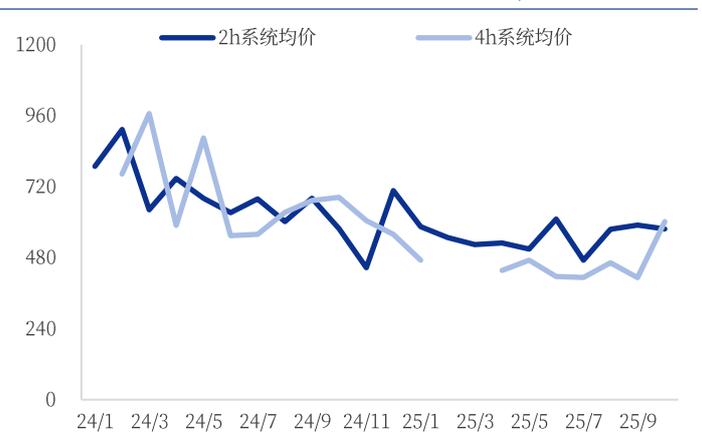
资料来源：CESA，中国银河证券研究院

图20：国内新型储能项目中标市场情况



资料来源：CNESA，中国银河证券研究院

图22：国内新型储能项目中标价格情况（单位：元/kWh）



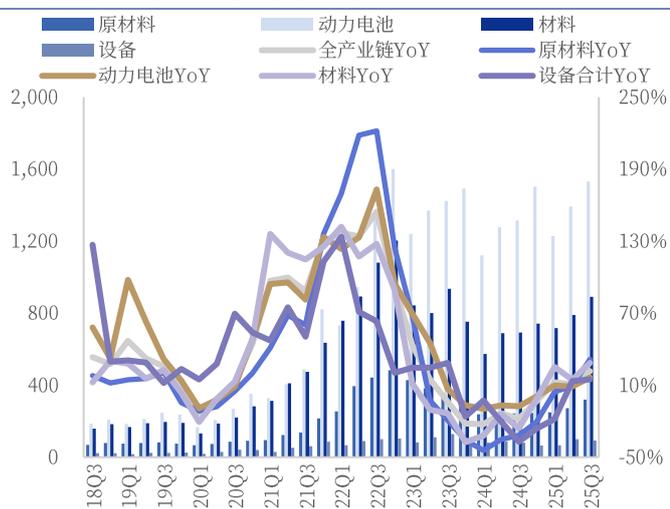
资料来源：CNESA，中国银河证券研究院

二、产业链：25Q3 持续复苏

营收：25Q1 锂电全产业链营收 2837.1 亿元，同比+11.1%，环比+21.6%；归母净利润 278.5 亿元，同比+64%，环比+33%，行业进入复苏期。分环节看，原材料、动力电池、材料（正极、负极、电解液、隔膜、集流体、结构件）、设备营收分别同比+32%/+16%/+29%/+15%，环比+1%/+14%/+7%/-21%。25Q3 各环节价格基本触底且大部分有所回升，受益于下游景气度高涨，需求超预期下产业链迎来反转，材料环节改善最明显。环比看满足季节性规律。预计后市维持恢复趋势。

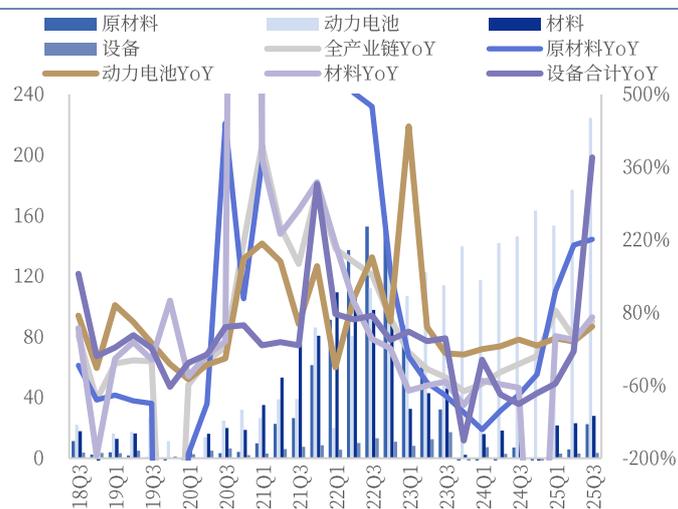
利润：分环节看，原材料、动力电池、材料、设备归母净利率分别同比扭亏为盈/+31%/+35%/-56%，环比扭亏为盈/-6%/扭亏为盈/扭亏为盈。同比看，除设备环节外，其余各环节均已进入修复期，上游原材料（锂钴）大幅扭亏，主要系价格企稳，震荡微升；动力电池和材料环节同比增速可观，而在 24 年末计提资产减值后，25Q1 上游原材料、设备、材料环节环比显著修复均实现扭亏，电池环节微降。综合看，我们认为动力电池作为产业链核心环节，拥有强势定价权地位，较高的壁垒、市场格局等因素使其引领行业复苏，净利润占比占绝对主导地位，具有强阿尔法效应。

图23：动力电池产业链营收情况（单位：亿元）



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图24：动力电池产业链归母净利润情况（单位：亿元）

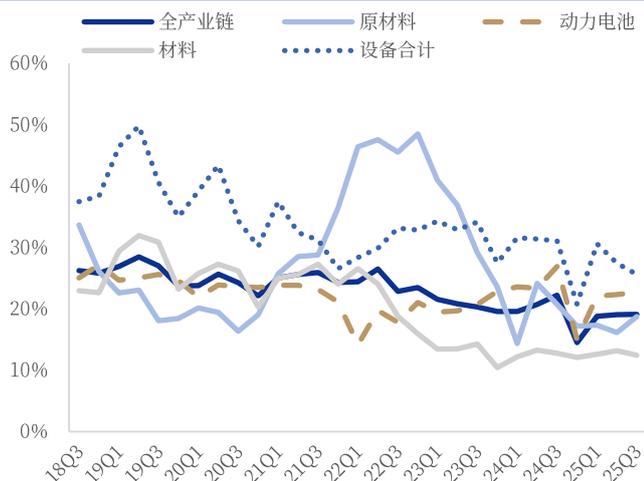


资料来源：iFind，中国银河证券研究院

毛利率：25Q3 锂电全产业链毛利率 19%，同比-3.09pcts，环比+0.1pcts，盈利向上；分环节看，上下游环比均有修复迹象，其中动力电池同比-4.23pcts 主要系会计政策变化带来的影响，核心企业降本持续、价格企稳、产品结构高端化、出海带来的盈利能力提升。设备环节毛利率同/环比-5.5/-1.8pcts 主要系订单确认节奏影响。上游原材料毛利率环比+2.61pcts 主要系 Q3 价格回升。

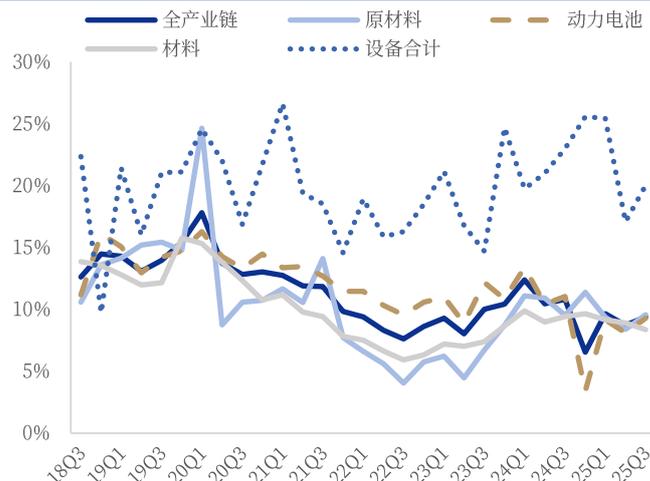
费用率：25Q3 锂电全产业链期间费用率 9%，同比-1.4pcts，环比+0.65pcts，行业周期底部企业控费措施效果较明显，其中锂电设备期间费用率同/环比-2.97/+2.93pcts。动力电池环节期间费用率同比+1.74pcts 主要系会计政策影响，环比+1.19pcts 符合季节性规律。

图25: 动力电池产业链毛利率情况



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图26: 动力电池产业链期间费用率情况

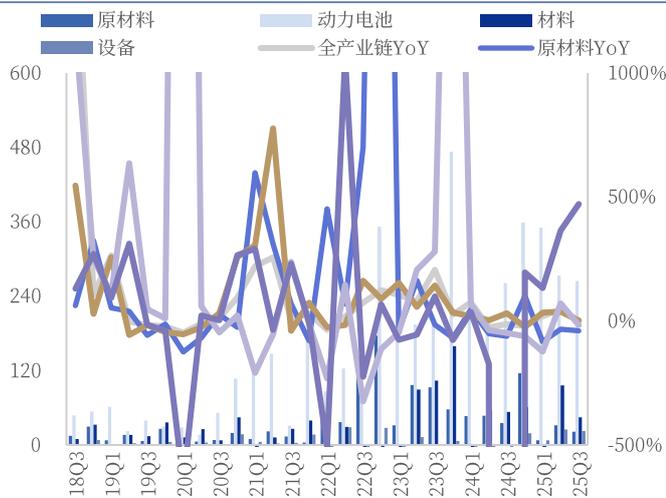


资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

现金流: 25Q3 锂电全产业链经营净现金流 353.1 亿元, 同比+3%, 环比-17%。除设备及动力电池环节外, 现金流表现弱化, 动力电池强势产业链地位不变, 同比+1%, 环比微降 3%。

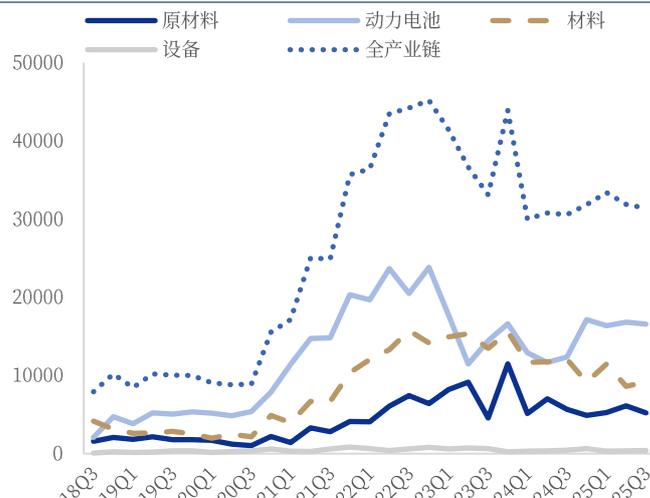
资本开支: 我们用购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金作为资本开支参考, 25Q3 锂电全产业链期间资本开支 313.9 亿元, 同比+2.7%, 环比-1.5%, 增长主要来源于动力电池环节。设备环节则保持整体低强度投资节奏。需求向好背景下, 动力电池环节已率先开启新一轮扩产潮。

图27: 动力电池产业链经营性现金流净额情况 (单位: 亿元)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图28: 动力电池产业链资本开支情况 (单位: 百万元)

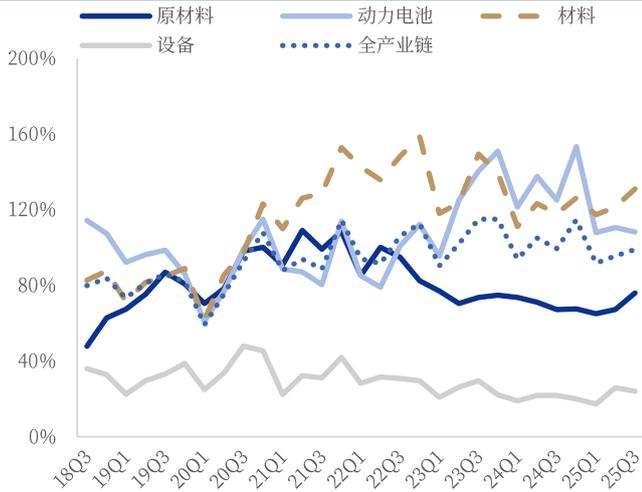


资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

库存周转率: 25Q3 锂电全产业链库存周转率 0.99 次。同比上材料环节有所改善, 动力电池降 0.17 次至 1.08 次, 环比微降 0.02 次主要系为年后生产旺季提前备货。环比上原材料和材料环节提升, 表现去库。

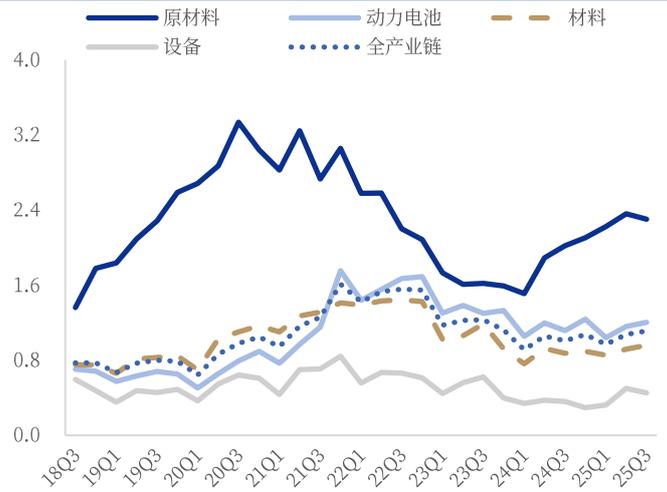
应收周转率: 25Q3 锂电全产业链应收周转率 1.11 次, 同环比均有所提升。自 24 年, 上游原材料明显增强了回款管理, 应收周转率保持快速提升趋势。产业链整体符合季节性规律及行业周期特征。

图29: 动力电池产业链库存周转率情况 (单位: 次)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图30: 动力电池产业链应收周转率情况 (单位: 次)



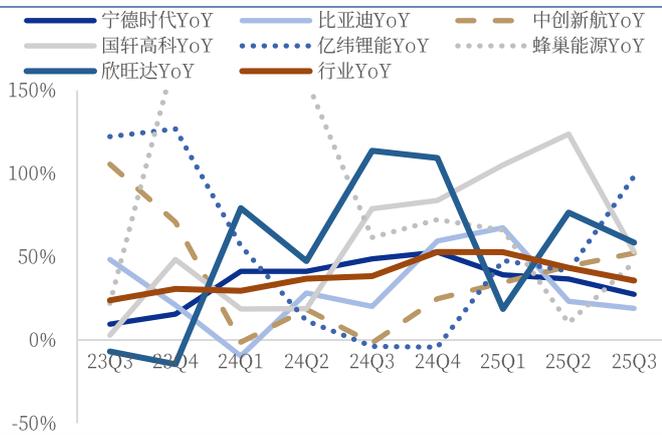
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

三、电芯：新一轮扩产周期启动

基本面-量：据中国动力电池产业创新联盟统计，25Q3 国内动力电池装车量 194GWh，同比+36%，环比+15%，结合中汽协新能源汽车销量数据看（同比+27%，环比+11%），电芯同比增幅较终端增幅更大，主要系纯电车型年初表现突出，同比+41%（vs 插混 6%），单车带电量提升。细分来看，二线电芯企业崛起显著，中创新航（52%）、国轩（53%）、亿纬（98%）、蜂巢能源（47%）、欣旺达（59%）等同比增长明显，比亚迪（+19%）受车销量增速下滑影响，宁德（27%）增速持续退坡，但整体看市场格局稳定，TOP2 维持 63% 高位水平。展望后续，25Q4 受政策退坡窗口影响以及车企冲销量，产销水平有望持续提升。

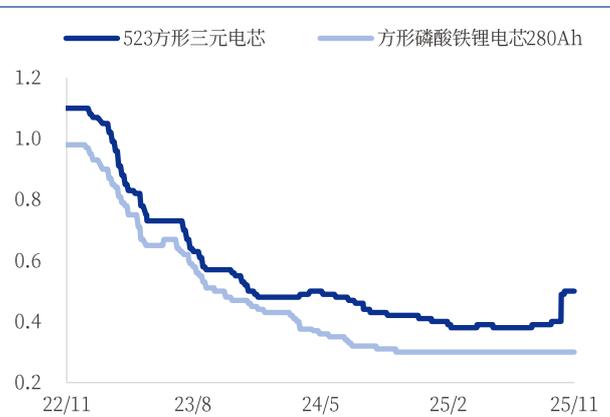
基本面-价：据 Wind 统计，25Q3 期内 523 方形三元电芯均价同比下滑 13%，较 24 年同期（-30%）跌幅明显缩小，环比+2.6% 价格开始修复，主要系原材料端涨价压力；但储能用方形磷酸铁锂电芯 280Ah 价格维持低位。展望后续，523 方形三元电芯 9 月底至今跳升至 0.5 元/Wh，储能用电芯待涨，随着需求迅速回暖，目前整个产业链材料价格中枢上行将带动终端价格稳步提升。

图31: 国内动力锂电池销量同比增速情况



资料来源：中国动力电池产业联盟，中国银河证券研究院

图32: 锂电池价格（单位：元/Wh）

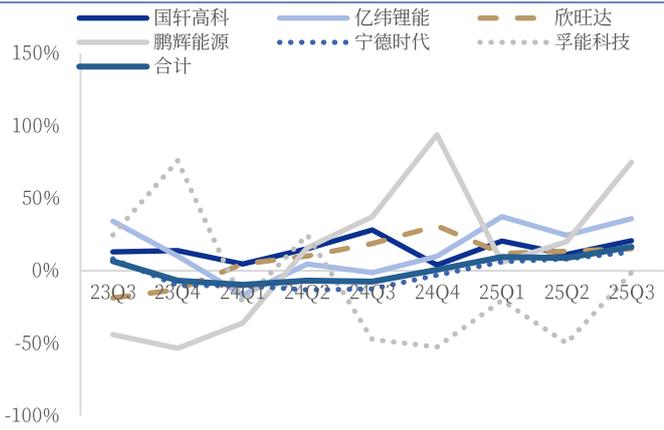


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

营收：25Q3 行业营收 1532 亿元，同比+16.5%，环比+10.0%，下游动储景气度较高市场规模持续扩容。细分看除孚能科技（软包电池市场需求进一步收缩所致）外，其余选取标的营收同比均上升，其中鹏辉能源同增 75% 最高主要系储能增量显著，宁德贡献板块 68% 营收。展望后续，随着价格企稳，企业业绩将迎来出货量与收入的共振。

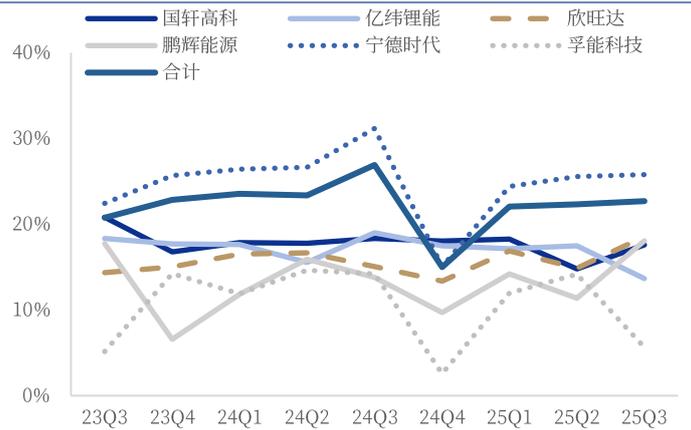
毛利率：25Q3 行业毛利率 22.7%，同比-4.23pcts，环比+0.37pcts，同比下滑主要系会计政策影响，环比持续提升。细分看，宁德时代毛利率 25.8% 明显领先于二线梯队，25 年公司在手订单饱满，产能利用率高，预计后续持续提升。二线梯队基本回升至 16% 左右水平，其中鹏辉能源 25Q3 同/环比+4.3/+6.7pcts 主要系储能端产品升级及海外贡献增长所致。

图33: 动力电池环节营收同比增速情况



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

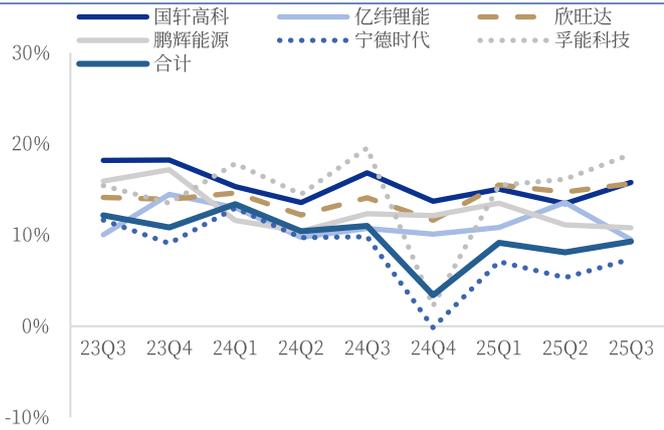
图34: 动力电池环节毛利率情况



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

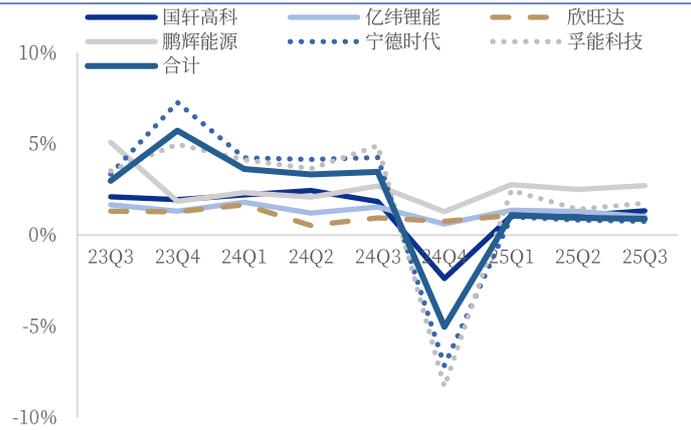
费用控制: 25Q3 行业期间费用率 9.3%，同比-1.74pcts，环比+1.19pcts，变化主要系会计政策调整所致，整体趋势下降趋势，行业控费能力进一步提升，其中研发费用率 7.4% 维持历史高位。细分看，宁德时代期间费用率 7.4% 处于行业最低水平，研发费用合计超二线梯队总和，技术优势将持续领先，财务费用受益于汇兑贡献一定盈利，全年预计维持合理水平。二线梯队中，期间费用率 孚能 > 欣旺达 > 国轩 > 鹏辉 > 亿纬，亿纬表现更好。

图35: 动力电池环节期间费用率情况



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

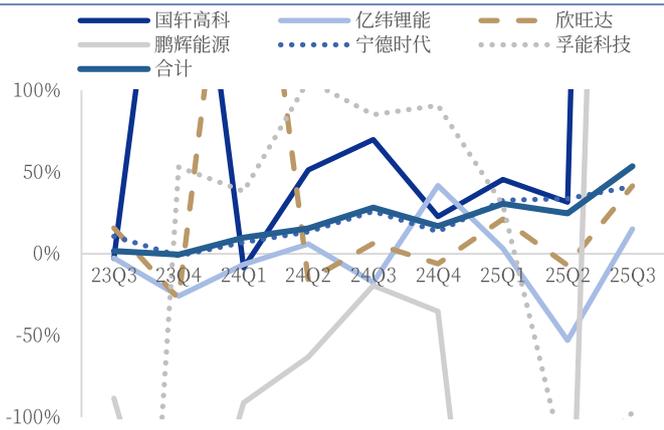
图36: 动力电池环节销售费用率情况



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

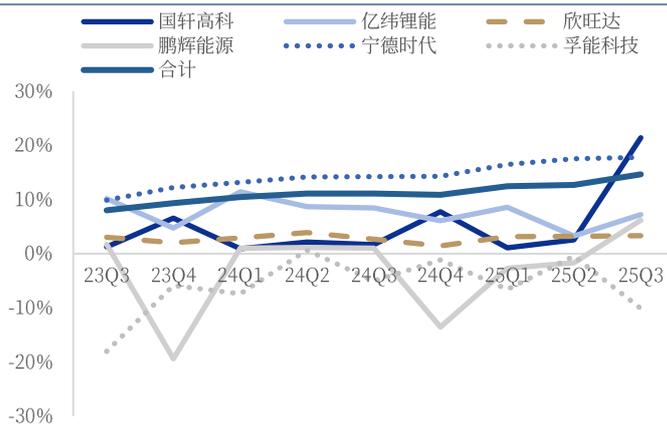
净利润: 24 年行业基本将高价库存等减值影响释放，使得 25 年盈利能力同环比均有改善（除孚能科技外）。25Q3 行业归母净利润 225 亿元，同比+54%，环比+27%，归母净利率 14.7%，同比+3.5pcts，环比+1.9pcts，整体在宁德时代带动下，维持季度间稳步提升趋势，行业进入复苏向上趋势。细分看，国轩高科同比增速达 1434% 主要系基数较低、出货放量以及投资收益影响。鹏辉能源受益储能环比扭亏为盈，孚能亏损进一步扩大。

图37: 动力电池环节归母净利润同比增速情况



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图38: 动力电池环节归母净利率情况

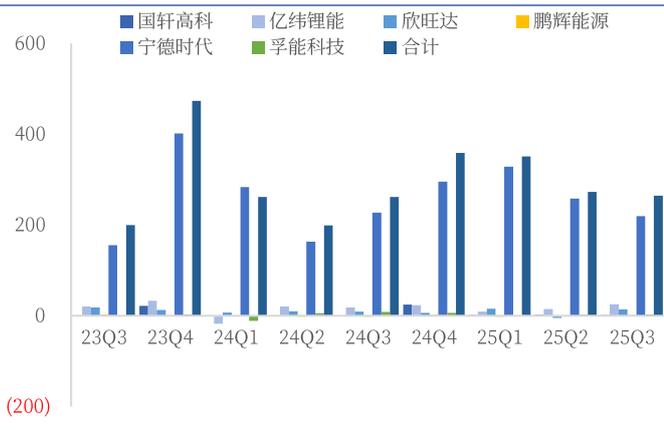


资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

经营性现金流: 25Q3 行业公司经营性净现金流同比+1.2%，除宁德时代及孚能科技外，大部分企业现金流同比持续改善，国轩及鹏辉（由负转正）同比大增，欣旺达环比由负转正。

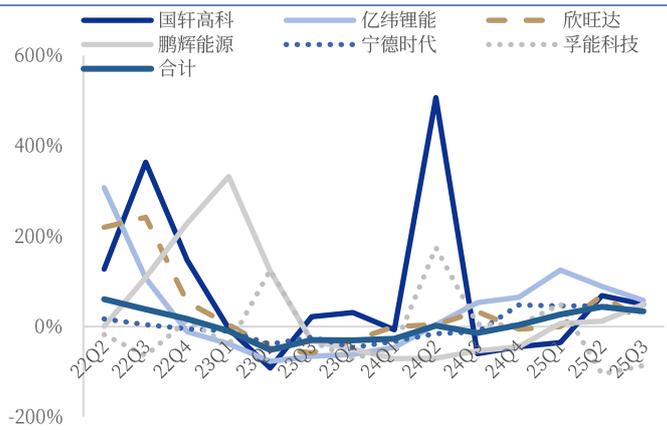
资本开支: 经历 23 年及 24H1 行业扩产节奏放缓后，24Q4 行业资本开支重新进入上升期，25Q3 行业资本开支同比增长 34%至 166 亿元，除孚能科技外，各公司均开展新一轮资本开支潮。本轮扩产主要集中在头部企业，需求向好企业产能利用率维持较高水平，扩产集中于国内先进、海外产能建设等，行业整体供需预计维持偏松。

图39: 动力电池环节经营性净现金流情况 (单位: 亿元)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

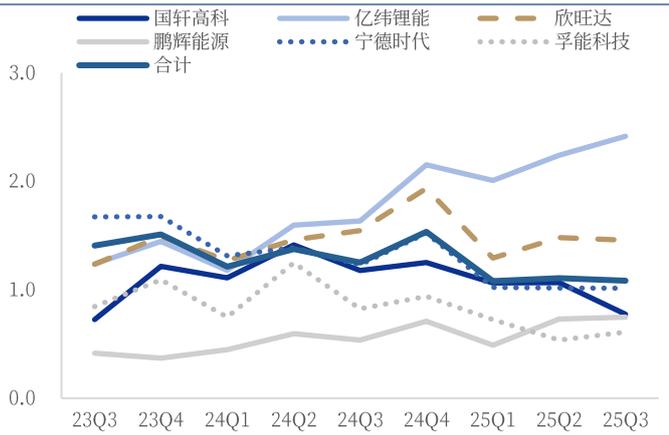
图40: 动力电池环节资本开支同比增速情况



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

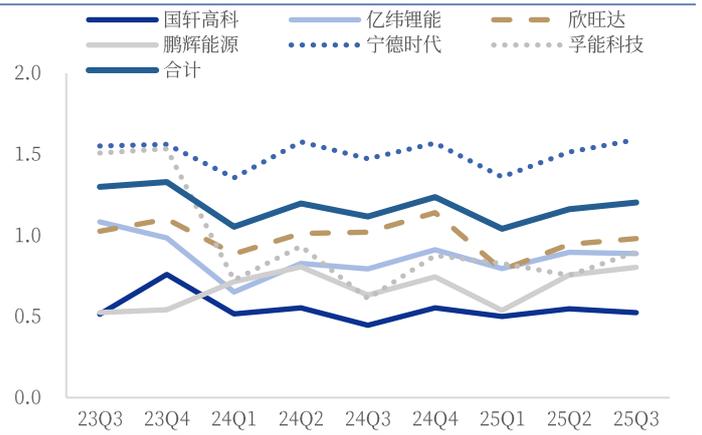
营运效率: 25Q3 行业存货周转率、应收周转率分别为 1.08 次、1.2 次，符合季节性规律。宁德凭借强势产业链话语权，营运效率保持在领先水平。

图41: 动力电池环节存货周转率情况 (单位: 次)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图42: 动力电池环节应收周转率情况 (单位: 次)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

展望后续: 需求观察窗口期, 推荐稳健向上的龙头。25Q4 国内新能源车市受益于政策退坡窗口期效应, 年末车企冲销量有望推高出货, 尽管 26 年购置税减免政策取消, 但国内消费市场培育已形成, 智驾等技术使新车型竞争力进一步提升, 预计维持稳定增速, 海外则受益于欧洲、新兴市场等电动化加速, 动力电池整体有望维稳。储能方面, 国内大超预期, 海外同频共振形成高景气度, 储能趋势已成将带领行业重回上升周期。盈利上行业已越过周期低点向上, 龙头订单饱满, 产能利用率稳步提升, 盈利能力有望进一步增强。格局上看好龙头新品&旗舰产品竞争力, 在固态电池、钠电池等新技术浪潮下, 龙头竞争优势明显, 积极看好龙头业绩兑现表现。

表3: 动力电池环节主要企业营收明细 (单位: 百万元)

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	YoY	QoQ
002074.SZ 国轩高科	7,507.91	9,285.96	8,380.98	10,216.97	35,391.82	9,055.23	10,338.31	10,114.44	20.7%	-2.2%
300014.SZ 亿纬锂能	9,317.32	12,342.08	12,389.88	14,565.28	48,614.56	12,796.14	15,373.42	16,831.95	35.9%	9.5%
300207.SZ 欣旺达	10,975.00	12,943.38	14,360.30	17,741.95	56,020.63	12,288.69	14,696.49	16,548.57	15.2%	12.6%
300438.SZ 鹏辉能源	1,597.01	2,175.99	1,874.86	2,312.65	7,960.51	1,690.10	2,610.59	3,280.17	75.0%	25.6%
300750.SZ 宁德时代	79,770.78	86,996.06	92,277.92	102,967.81	362,012.55	84,704.59	94,181.66	104,185.73	12.9%	10.6%
688567.SH 孚能科技	2,924.21	4,049.68	2,237.84	2,468.74	11,680.47	2,325.24	2,027.92	2,211.02	-1.2%	9.0%
合计	112,092.24	127,793.14	131,521.76	150,273.39	521,680.54	122,859.99	139,228.40	153,171.89	16.5%	10.0%

资料来源: iFind, 公司公告, 中国银河证券研究院

表4: 动力电池环节主要企业扣非净利润明细 (单位: 百万元)

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	YoY	QoQ
002074.SZ 国轩高科	10.60	38.46	8.11	205.37	262.54	14.59	58.28	12.51	54.2%	-78.5%
300014.SZ 亿纬锂能	701.28	797.82	1,001.02	661.58	3,161.71	817.72	339.25	780.41	-22.0%	130.0%
300207.SZ 欣旺达	279.03	531.41	352.16	442.41	1,605.01	262.36	320.90	431.24	22.5%	34.4%
300438.SZ 鹏辉能源	4.31	7.34	1.66	-335.69	-322.38	-80.30	-78.74	174.76	10418.1%	321.9%
300750.SZ 宁德时代	9,247.44	10,806.50	12,122.47	12,816.51	44,992.92	11,829.17	15,368.30	16,421.76	35.5%	6.9%
688567.SH 孚能科技	-183.87	7.14	-141.06	-48.35	-366.14	-146.20	-45.83	-230.24	-63.2%	-402.3%
合计	10,058.80	12,188.67	13,344.36	13,741.83	49,333.67	12,697.34	15,962.15	17,590.44	31.8%	10.2%

资料来源: iFind, 公司公告, 中国银河证券研究院

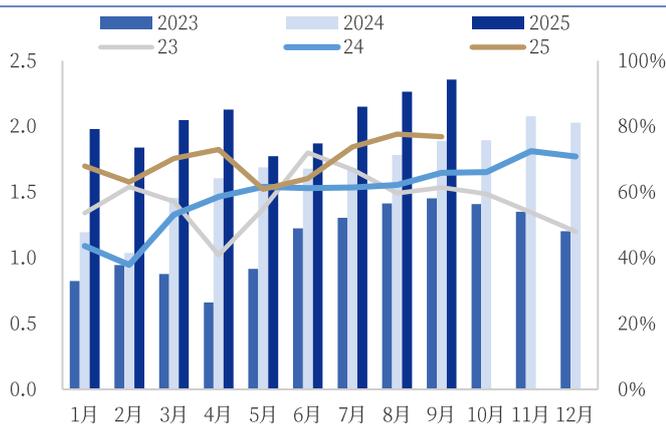
四、材料：修复迹象显现，静待涨价兑现

锂电池产业链上游主要是四大主材等关键零部件，随着行业近年来的调整，电芯凭借强势的产业链地位迎来率先修复，材料各环节则由于技术周期、产能周期、库存周期等不同而表现出不同的发展态势。经过横纵向对比 25Q3 产业链主要公司业绩，综合产业周期、供需关系、技术等因素，我们认为材料产业链当前已迎来修复良机，建议布局：电解液及相关环节、铜箔、磷酸铁锂、负极材料、三元、结构件、隔膜。

（一）电解液：龙头效应凸显

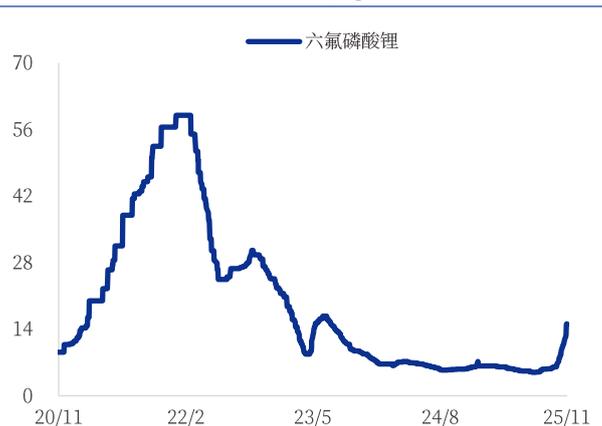
基本面：据鑫椏统计，25Q3 行业代表公司电解液合计产量 58 万吨，同比+43%，环比+16%，产能利用率达到 51%同环比皆上行；六氟磷酸锂合计产量 6.8 万吨，同比+26%，环比+17%，产能利用率提升至 77%。价格方面，25Q3 六氟磷酸锂均价 5.36 万元/吨，同比-6.6%，整体仍处于历史低位。展望后续，9 月中下旬开始，由于下游需求井喷开工率高位，六氟磷酸锂等原材料供不应求，国庆节后跳涨至 7+万元/吨，价格中枢快速提升将对企业业绩带来明显改善；经历长期行业大面积亏损经营，无明显大规模新增产能同时低端产能退出，行业加速出清逐渐完成，而企业间达成基本共识理性经营扩产，价格上行动力充足。建议关注供需关系紧张弹性较大，同时在半/全固态电池领域技术进展。

图43：电解液产量及产能利用率情况（单位：万吨）



资料来源：鑫椏锂电，中国银河证券研究院

图44：六氟磷酸锂价格（单位：元/kg）

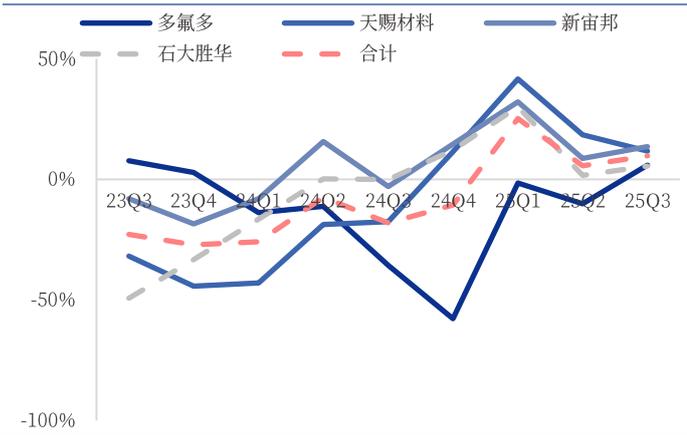


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

业绩：边际修复迹象初显。25Q3 行业营收 102 亿元，同比+9.7%，环比+8.1%，其中龙头天赐材料高增 11.8%。盈利上行业归母净利率 4.3%，同/环比+0.91pcts/+0.78pcts，开工率上行直接改善行业盈利水平而后续新一轮价格谈判落地有望带动盈利大幅修复。

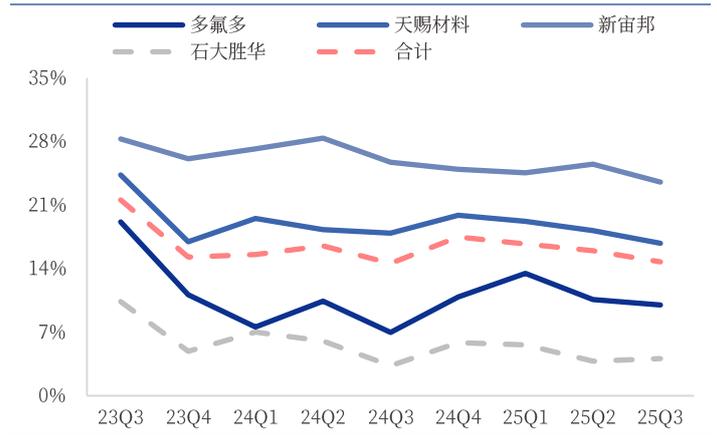
行业毛利率 14.7%，同/环比分别+0.16pcts/-1.23pcts，一线天赐、新宙邦领先行业，波动主要受价格影响，新宙邦整体毛利率领先主要系公司其他产品毛利率维持较高水平，单电解液业务预计略低于天赐。行业期间费用率 12%，同/环比-0.3pcts/-0.9pcts，控费有效，天赐领先。

图45: 电解液环节营收同比增速情况



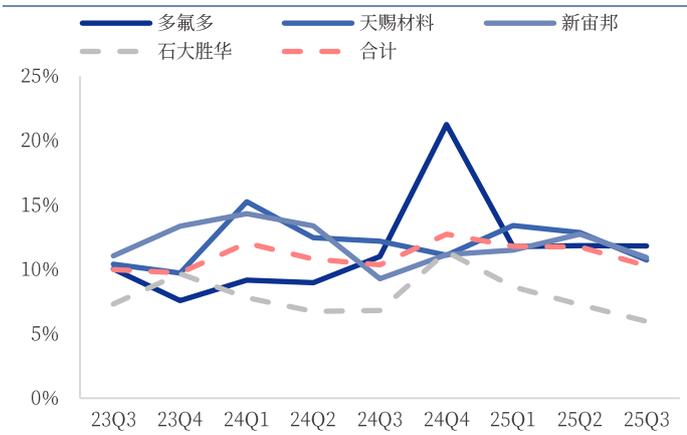
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图46: 电解液环节毛利率情况



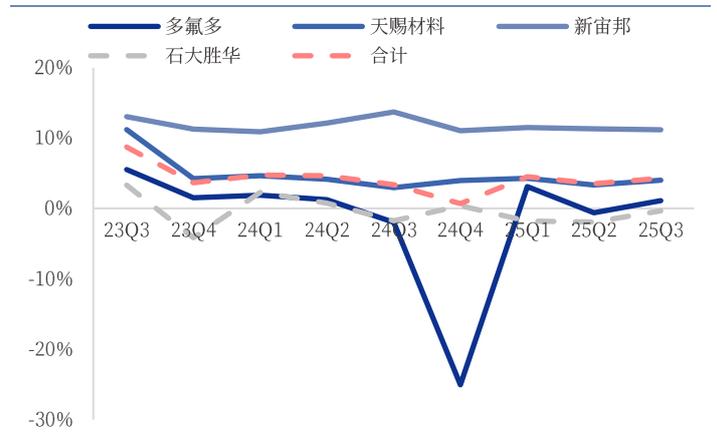
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图47: 电解液环节期间费用率情况



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

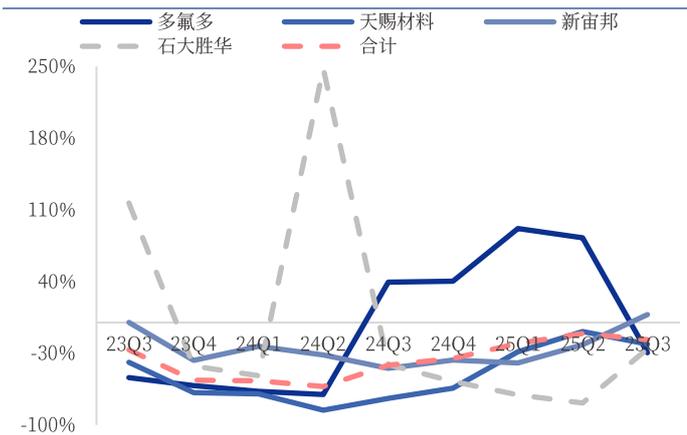
图48: 电解液环节归母净利润率情况



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

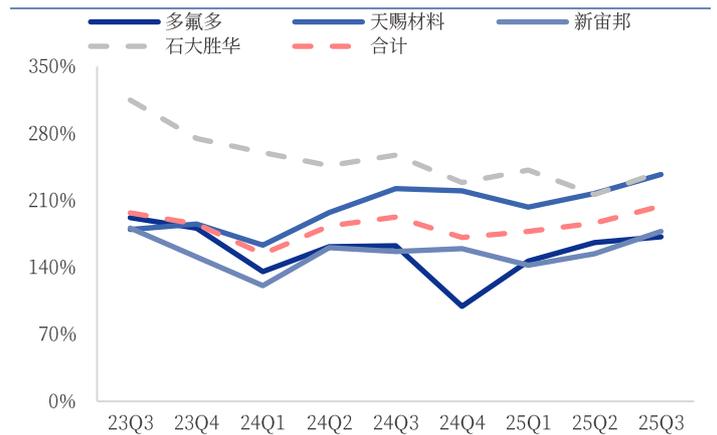
行业产能扩张期自 23Q3 后快速收紧进入调整期, 也是锂电材料中调整周期最长的环节之一, 25Q3 资本开支同比-17%进一步萎缩。行业库存周转率快速提升。

图49: 电解液环节资本开支同比增速情况



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图50: 电解液环节应收周转率情况 (单位: 次)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

表5: 电解液环节主要企业营收明细 (单位: 百万元)

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	YoY	QoQ
002407.SZ 多氟多	2,129.15	2,480.14	2,267.05	1,330.61	8,206.95	2,098.07	2,230.37	2,400.40	5.9%	7.6%
002709.SZ 天赐材料	2,463.06	2,986.97	3,412.79	3,655.48	12,518.30	3,488.66	3,540.07	3,813.84	11.8%	7.7%
300037.SZ 新宙邦	1,515.40	2,067.09	2,084.57	2,179.74	7,846.79	2,002.43	2,245.84	2,368.14	13.6%	5.4%
603026.SH 石大胜华	1,220.81	1,400.21	1,539.68	1,386.04	5,546.73	1,588.13	1,422.74	1,624.40	5.5%	14.2%
合计	7,328.40	8,934.41	9,304.08	8,551.87	34,118.76	9,177.28	9,439.02	10,206.78	9.7%	8.1%

资料来源: iFind, 公司公告, 中国银河证券研究院

表6: 电解液环节主要企业扣非净利润明细 (单位: 百万元)

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	YoY	QoQ
002407.SZ 多氟多	8.10	7.17	-72.55	-346.50	-403.77	20.84	-25.65	-18.52	74.47%	27.79%
002709.SZ 天赐材料	100.67	85.51	100.59	94.84	381.60	134.24	100.36	138.57	37.76%	38.07%
300037.SZ 新宙邦	183.68	247.29	275.43	243.95	950.34	221.89	244.24	249.18	-9.53%	2.02%
603026.SH 石大胜华	23.61	7.76	-28.82	2.84	5.39	-29.64	-27.50	-8.89	69.15%	67.67%
合计	316.07	347.73	274.65	-4.88	933.57	347.33	291.45	360.33	31.20%	23.63%

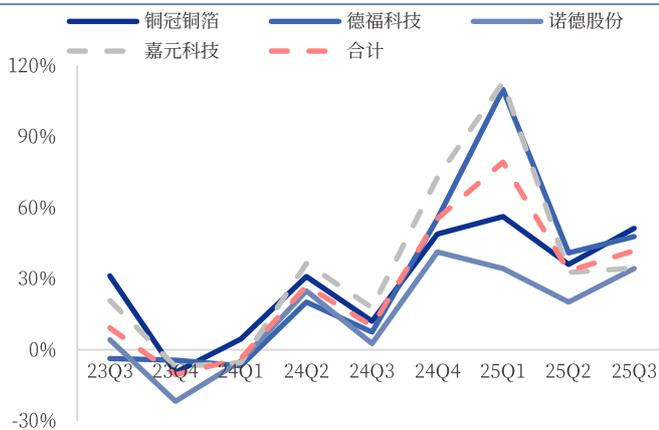
资料来源: iFind, 公司公告, 中国银河证券研究院

(二) 铜箔集流体：逆转向上，电子铜箔贡献弹性

业绩：进入向上行期。25Q3 行业营收 93 亿元，同比+42%，环比+16%，主要系加工费明显提升，6 μ m 铜箔加工费自 24H2 涨价后 25 年重新稳定，同时电解铜维持较高水平；此外，AI 浪潮推动消费电子等行业强劲复苏，电子铜箔贡献可观增长。盈利上行业归母净利率 0.4%，同/环比高增 4.0pcts/+0.1pcts，行业走过至暗时刻即将见到曙光。随着下游需求持续高增，铜箔后续涨价落地将持续兑现业绩，实现超行业表现、超预期的增长。

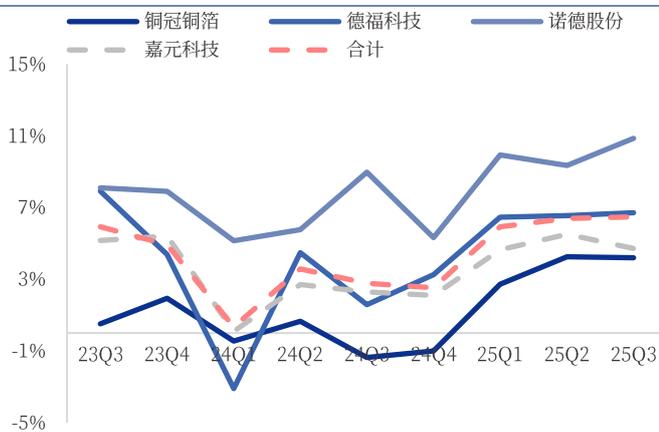
行业毛利率 6.5%，同/环比分别+3.7pcts/+0.1pcts，24Q1 行业毛利率恶化至龙头企业亏现金水平，企业挺价意愿极强，同时下游需求的爆发也促进 24H2 后的持续涨价。行业期间费用率 5.5%，同/环比-1.1pcts/-0.8pcts，主要系规模提升带来的摊薄效应，其中诺德股份费用率较高，或因规模效应相对较弱，嘉元科技在一线企业中占优。

图51：铜箔环节营收同比增速情况



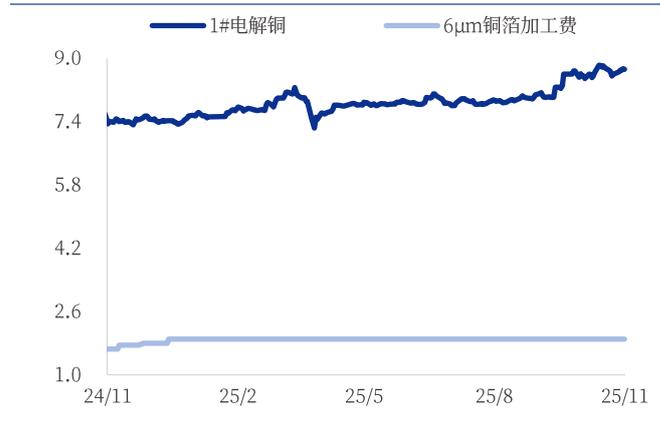
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图53：铜箔环节毛利率情况



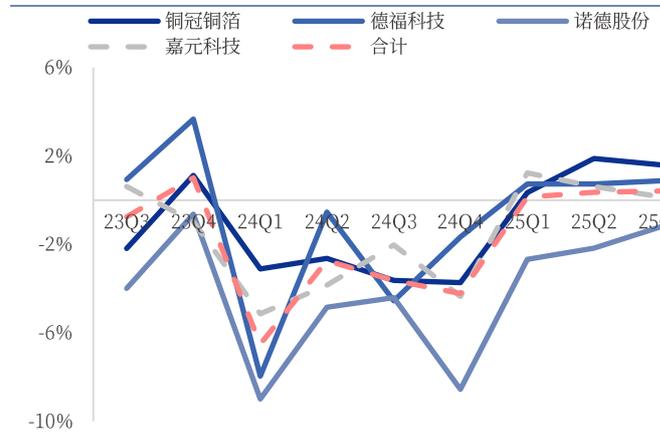
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图52：铜箔产业链价格（单位：万元/吨）



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

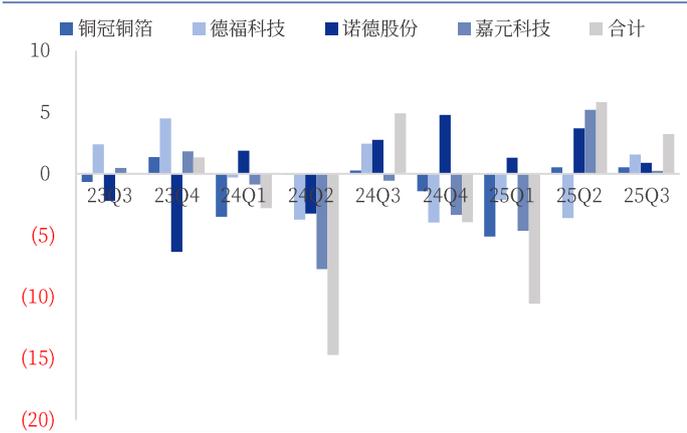
图54：铜箔环节归母净利率情况



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

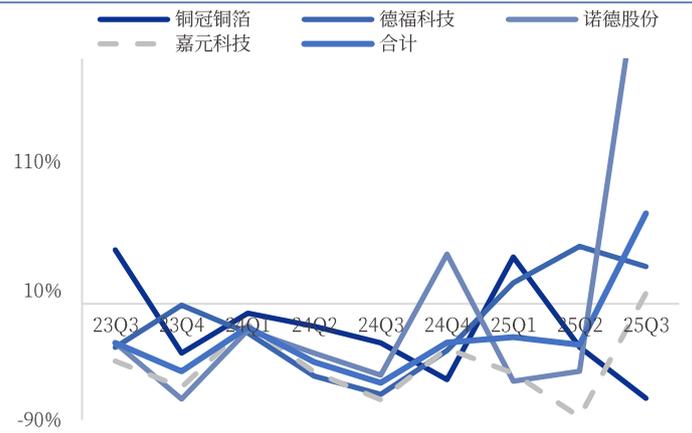
从现金流角度看，目前行业经营性净现金流已连续两个季度净流入，现金流好转一定程度环节了企业经营压力但仍有提升空间，25Q3 为 3.24 亿元，同/环比-34%/-44%。2024 年 11 月中国电子材料行业协会电子铜箔分会就发表倡议书，要求合理调整铜箔产品价格，我们认为行业行动性一致性较强，积极看好后续走势。25Q3 行业资本开支同/环比+70%/+43%，主要系铜箔企业为应对新一轮电子芯片升级换代需求，扩建新型电子铜箔产线或将传统锂电铜箔转线至电子铜箔领域。营运能力方面，行业应收周转率、库存周转率正向变化。

图55: 铜箔环节经营性现金流情况 (单位: 亿元)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图56: 铜箔环节应收周转率情况 (单位: 次)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

表7: 铜箔环节主要企业营收明细 (单位: 百万元)

		24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	YoY	QoQ
301217.SZ	铜冠铜箔	892.46	1,177.48	1,148.10	1,500.86	4,718.91	1,394.87	1,602.34	1,737.48	51.3%	8.4%
301511.SZ	德福科技	1,190.53	1,986.20	2,164.40	2,464.32	7,805.45	2,500.57	2,798.83	3,200.72	47.9%	14.4%
600110.SH	诺德股份	1,049.45	1,336.77	1,323.14	1,567.96	5,277.32	1,409.36	1,606.16	1,777.27	34.3%	10.7%
688388.SH	嘉元科技	929.97	1,493.08	1,916.45	2,182.77	6,522.27	1,980.80	1,982.12	2,577.20	34.5%	30.0%
	合计	4,062.41	5,993.53	6,552.08	7,715.91	24,323.94	7,285.60	7,989.44	9,292.67	41.8%	16.3%

资料来源: iFind, 公司公告, 中国银河证券研究院

表8: 铜箔环节主要企业扣非净利润明细 (单位: 百万元)

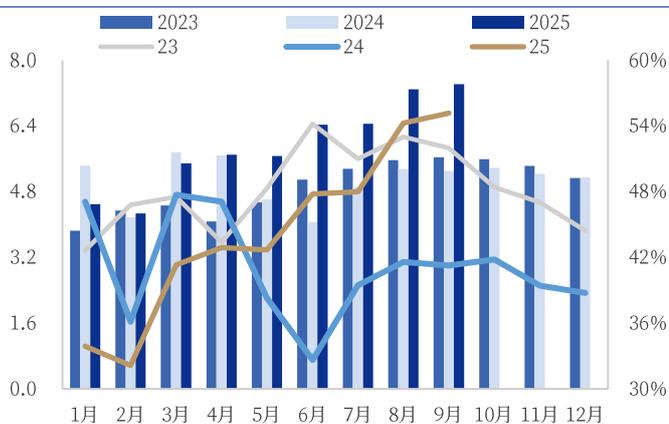
		24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	YoY	QoQ
301217.SZ	铜冠铜箔	-32.46	-36.04	-48.29	-63.99	-180.79	-4.78	29.05	23.74	149.15%	-18.28%
301511.SZ	德福科技	-103.95	-11.14	-96.04	-25.63	-236.76	5.89	5.81	13.64	114.20%	134.55%
600110.SH	诺德股份	-101.89	-93.19	-70.12	-150.18	-415.38	-44.02	-40.78	-23.69	66.22%	41.90%
688388.SH	嘉元科技	-51.38	-71.44	-51.32	-110.06	-284.19	8.33	2.03	1.02	101.98%	-49.87%
	合计	-289.68	-211.81	-265.78	-349.86	-1,117.13	-34.58	-3.89	14.70	105.53%	478.13%

资料来源: iFind, 公司公告, 中国银河证券研究院

(三) 正极材料&前驱体：关注高压密铁锂趋势

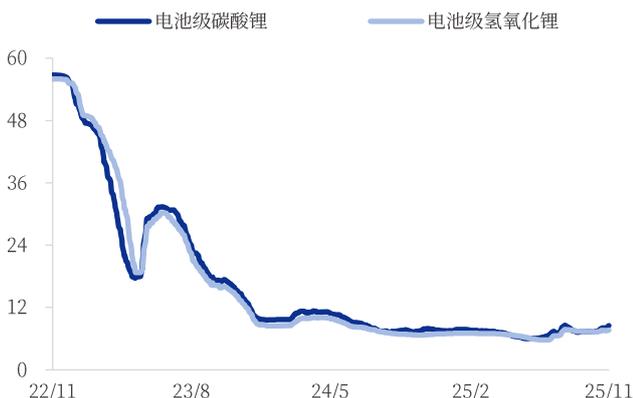
基本面：据鑫椤锂电统计，25Q3 行业代表公司正极材料合计产量 123 万吨，其中主要贡献来自于磷酸铁锂，25Q3 产量 102 万吨，同比+59%（vs 三元 36%），季末产能利用率 93%（vs 三元 55%），磷酸铁锂在产能扩张的同时依旧保持持续攀升的稼动率。三元材料年初至今稼动率已缓慢回升至 23 年峰值位置，预计磷酸铁锂在海外电动化趋势下占比有望进一步提升，而三元或更依赖于半固态/固态电池发展趋势。价格方面，电池级碳酸锂 25Q3 止跌企稳并波动向上，均价 7.3 万元/吨同比-8.5%，锂价自 25Q2 末触底后进入缓慢回升阶段，同时叠加短期政策扰动价格振幅增大，我们认为碳酸锂供需两侧博弈仍在进行，若需求持续超预期锂价有望继续向上突破。传导至下游，25Q3 三元 NCM811、磷酸铁锂均价分别为 14.58 元/kg、3.30 元/kg，同比-2.8%/-8.1%，其中铁锂涨势更好，期内价格变动+2.1%/+12.1%。展望后续，在市场价格氛围下三元市场份额持续受到挤压，后预计企稳，高端领域价格敏感性较高挺价能力相对较强；磷酸铁锂受益储能景气度高，尽管未来仍有较大新增产能，但需求增速若跑赢则涨价有望落地，同时高压实密度产品及出海带来的价格弹性空间。

图57：三元正极产量及产能利用率情况（单位：万吨）



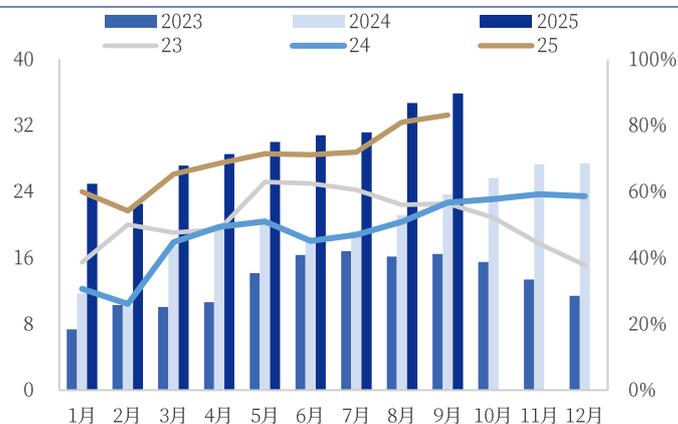
资料来源：鑫椤锂电，中国银河证券研究院

图59：锂价走势（单位：元/kg）



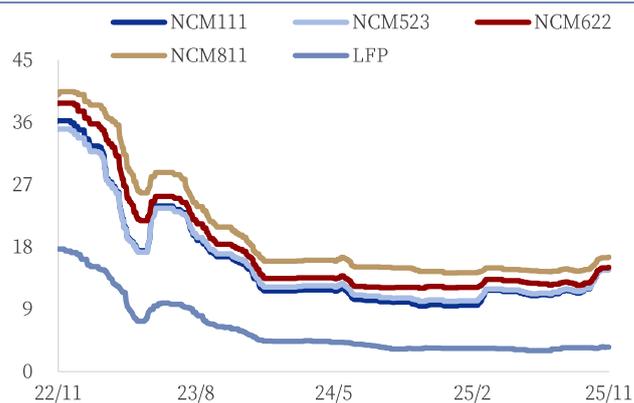
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图58：磷酸铁锂正极产量及产能利用率情况（单位：万吨）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图60：正极材料价格走势（单位：元/kg）



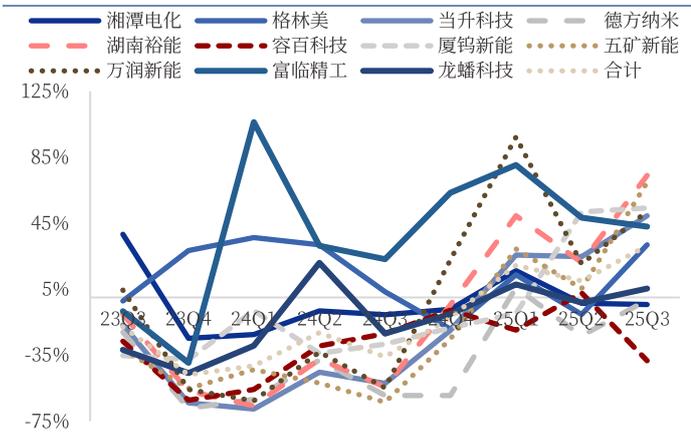
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

业绩：行业盈利仍承压，高压密产品提高差异性。25Q3 行业营收 432 亿元，同比+31%，环比+16%，湖南裕能（同增 74%）、五矿新能（同增 70%）、厦钨新能（同增 54%）、万润新能（同增 52%）前五，容百科技、德方纳米与湘潭电化同比下滑；盈利上行业归母净利率 2.0%，同/环比+1.1/+0.4pcts，尽管铁锂需求态势更好，但内部分化明显，湖南裕能回归至近两年高位，富临精工

凭借高比例高压密产品快速提升市占率，技术议价叠加利用率提升使盈利能力稳步上行至 4.6%；三元方面，当升科技下滑至保持微弱优势，容百受高镍占比下滑影响持续收缩，亏损扩大至-4.9%。

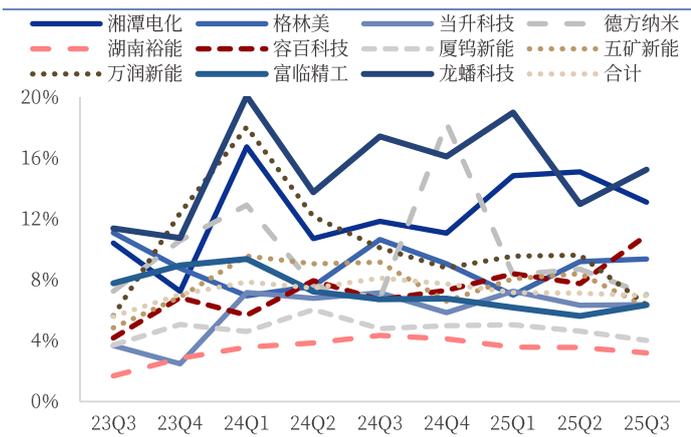
行业毛利率 9.7%，同/环比分别+0.1pcts/+0.03pcts；前驱体企业毛利率水平靠前，富临精工、当升科技、厦钨新能表现优异，德方纳米环比转正。行业期间费用率 7.0%，同/环比-1.1pcts/-0.2pcts，龙蟠科技（15%）、湘潭电化（13%）费用率较高，龙蟠主要或因高强度研发以及出海战略前期加大投入，利息费用较高所致。

图61: 正极材料环节营收同比增速情况



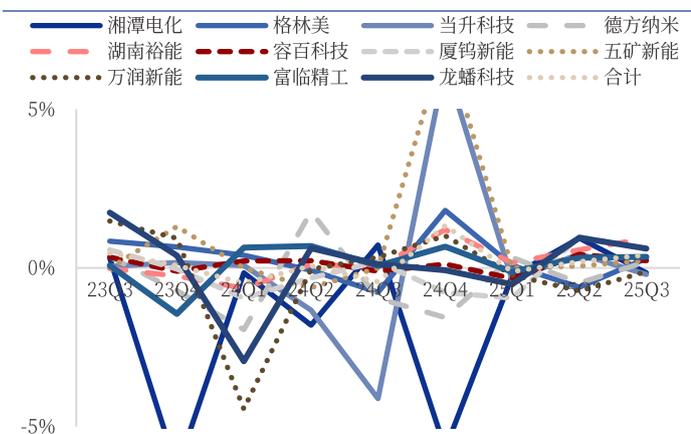
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图63: 正极材料环节期间费用率情况



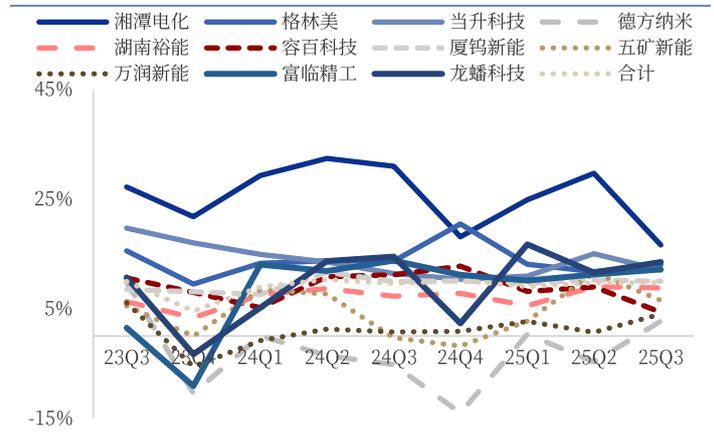
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图65: 正极材料环节应收减值占营收比情况



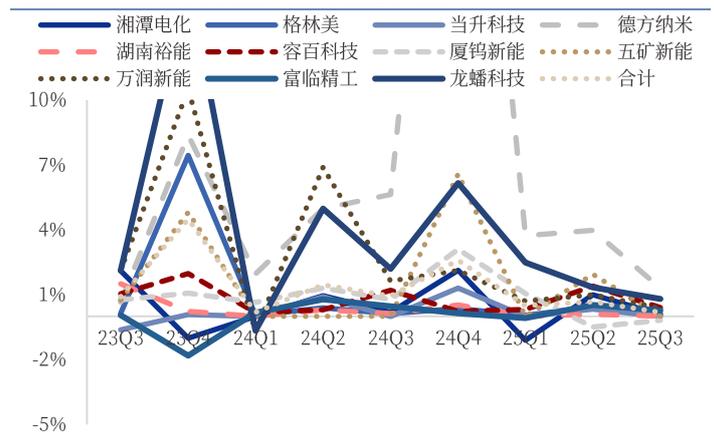
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图62: 正极材料环节毛利率情况



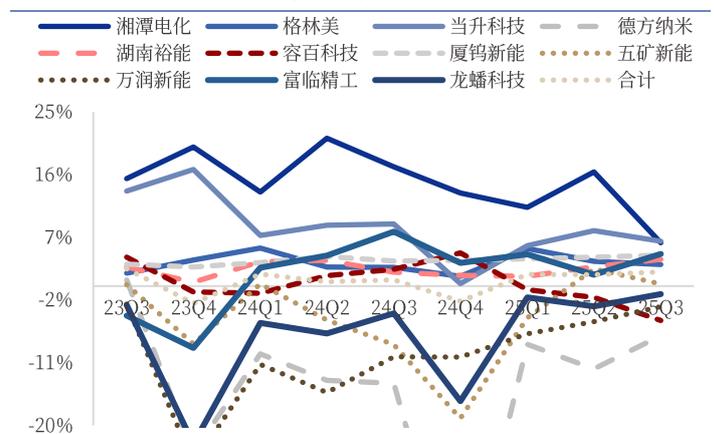
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图64: 正极材料环节资产减值占营收比情况



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

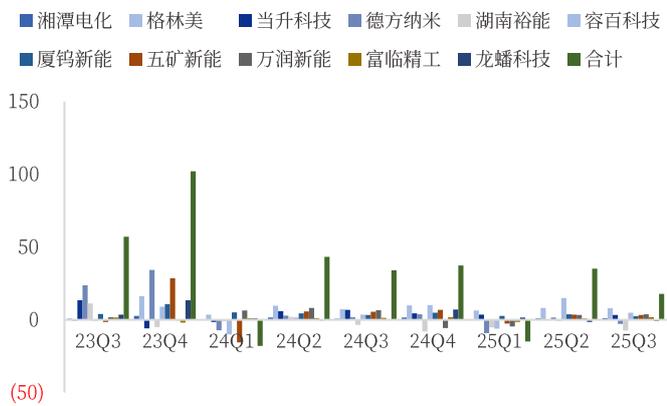
图66: 正极材料环节归母净利润率情况



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

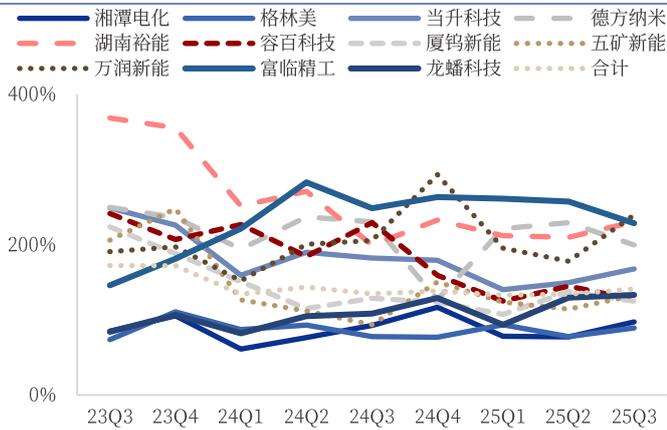
25Q3 行业经营性现金流+17.75 亿元，同/环比-48%/-50%。资本开支同比-0.1%，其中磷酸铁锂占主体，三元方面当升科技资本开支达 4.9 亿元，主要系其铁锂产能扩张、海外工厂建设以及固态产品产线建设。存货周转率 1.33 次同环比微增，应收周转率 1.08 次同比改善主要系加强回款。

图67: 正极材料环节经营性净现金流情况 (单位: 亿元)



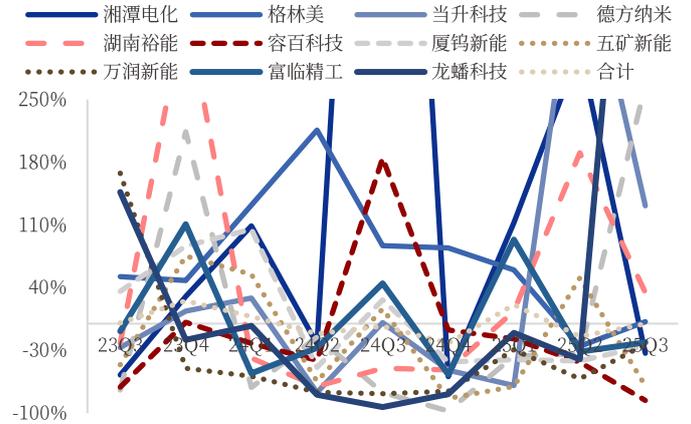
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图69: 正极材料环节存货周转率情况 (单位: 次)



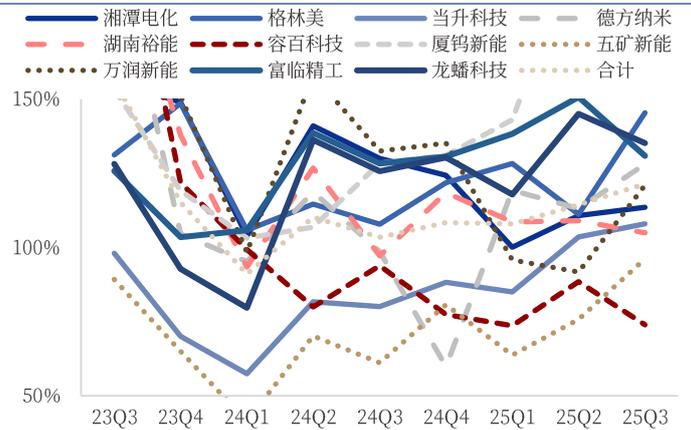
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图68: 正极材料环节资本开支同比增速情况



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图70: 正极材料环节应收周转率情况 (单位: 次)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

表9: 正极材料环节主要企业营收明细 (单位: 百万元)

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	YoY	QoQ
002125.SZ 湘潭电化	359.70	496.12	527.60	529.01	1,912.44	417.81	479.04	505.45	-4.2%	5.5%
002340.SZ 格林美	8,354.16	8,983.99	7,534.28	8,327.40	33,199.83	9,495.95	8,064.79	9,936.96	31.9%	23.2%
300073.SZ 当升科技	1,516.72	2,024.57	1,983.97	2,067.83	7,593.10	1,908.01	2,524.49	2,966.75	49.5%	17.5%
300769.SZ 德方纳米	1,892.06	2,448.76	2,189.57	1,082.55	7,612.94	2,003.63	1,878.00	2,154.50	-1.6%	14.7%
301358.SZ 湖南裕能	4,520.11	6,261.51	5,097.54	6,719.37	22,598.53	6,762.14	7,595.64	8,868.44	74.0%	16.8%
688005.SH 容百科技	3,691.64	3,195.98	4,435.66	3,764.28	15,087.55	2,963.86	3,284.57	2,737.43	-38.3%	-16.7%
688778.SH 厦钨新能	3,298.79	3,001.35	3,582.22	3,414.43	13,296.79	2,976.56	4,557.15	5,525.52	54.2%	21.2%
688779.SH 五矿新能	1,087.64	1,419.11	1,266.38	1,765.97	5,539.10	1,408.04	1,496.14	2,150.23	69.8%	43.7%
688275.SH 万润新能	1,154.69	1,792.97	1,904.55	2,670.39	7,522.59	2,278.17	2,157.72	2,899.78	52.3%	34.4%
300432.SZ 富临精工	1,495.75	2,099.16	2,287.78	2,587.55	8,470.24	2,696.81	3,116.27	3,271.53	43.0%	5.0%
603906.SH 龙蟠科技	1,474.47	2,094.14	2,092.08	2,012.36	7,673.05	1,592.28	2,029.60	2,203.50	5.3%	8.6%
合计	28,845.74	33,817.64	32,901.63	34,941.16	130,506.17	34,503.25	37,183.40	43,220.08	31.4%	16.2%

资料来源: iFind, 公司公告, 中国银河证券研究院

表10: 正极材料环节主要企业扣非净利润明细 (单位: 百万元)

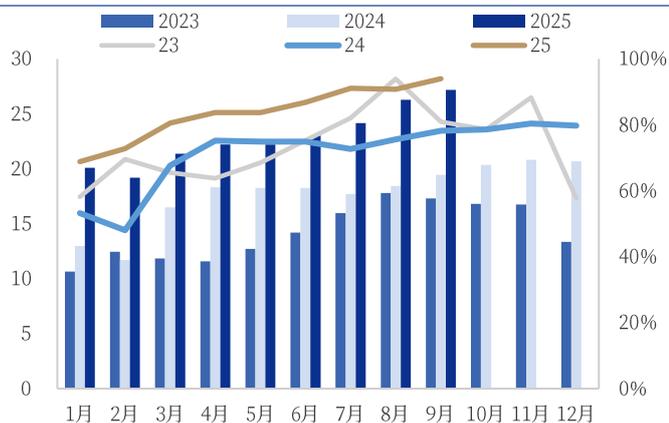
	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	YoY	QoQ
002125.SZ 湘潭电化	48.28	92.60	88.54	14.48	243.89	45.43	65.36	30.06	-66.0%	-54.0%
002340.SZ 格林美	378.68	324.30	96.58	490.96	1,290.52	445.70	263.78	111.25	15.2%	-57.8%
300073.SZ 当升科技	104.22	112.33	105.05	-48.92	272.69	66.57	184.68	135.89	29.4%	-26.4%
300769.SZ 德方纳米	-192.02	-343.11	-319.71	-518.61	-1,373.45	-182.46	-246.71	-98.48	69.2%	60.1%
301358.SZ 湖南裕能	151.89	228.23	95.74	94.43	570.30	84.95	225.05	324.43	238.9%	44.2%
688005.SH 容百科技	-38.33	34.52	92.52	155.36	244.07	-24.99	-54.32	-141.50	-252.9%	-160.5%
688778.SH 厦钨新能	102.63	117.10	121.70	105.48	446.91	111.37	179.20	215.43	77.0%	20.2%
688779.SH 五矿新能	-9.33	-78.55	-120.21	-349.02	-557.12	-74.14	21.79	-2.80	97.7%	-112.8%
688275.SH 万润新能	-136.18	-279.02	-198.21	-278.32	-891.73	-165.23	-192.61	-86.86	56.2%	54.9%
300432.SZ 富临精工	30.72	87.50	130.43	71.05	319.69	83.30	38.06	139.18	6.7%	265.7%
603906.SH 龙蟠科技	-114.34	-182.00	-105.02	-286.58	-687.94	-53.69	-78.07	-40.19	61.7%	48.5%
合计	326.22	113.90	-12.59	-549.70	-122.16	336.82	406.20	586.42	4758.3%	44.4%

资料来源: iFind, 公司公告, 中国银河证券研究院

(四) 负极材料：成本压力下蓄势涨价

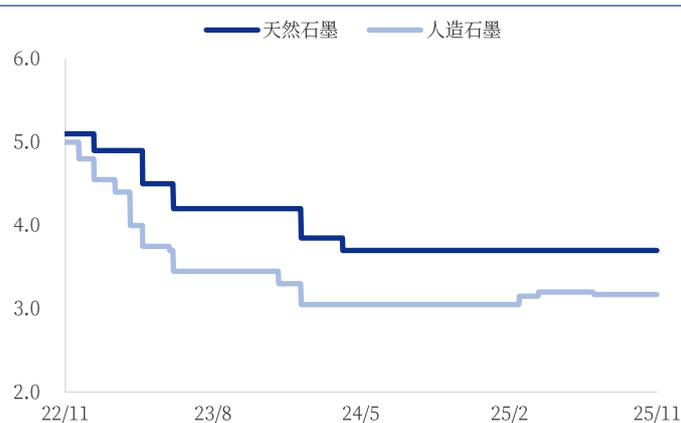
基本面：据鑫椏锂电统计，25Q3 行业代表公司负极材料合计产量 77.6 万吨，同比+40%，环比+15%，产能利用率达到 94% 历史高位。价格方面，石墨负极企稳回升，25Q3 天然石墨、人造石墨均价 3.70 万元/吨、3.183.05 万元/吨，同比不变、环比+4.3%。尽管价格有所恢复，但原料焦价格的提升对负极材料企业形成不小压力。展望后续，我们认为负极材料开工率有望在需求支撑下维持高水平，但盈利压力难以为继，负极材料涨价呼声渐强。

图71：负极材料产量及产能利用率情况（单位：万吨）



资料来源：鑫椏锂电，中国银河证券研究院

图72：负极材料价格（单位：万元/吨）

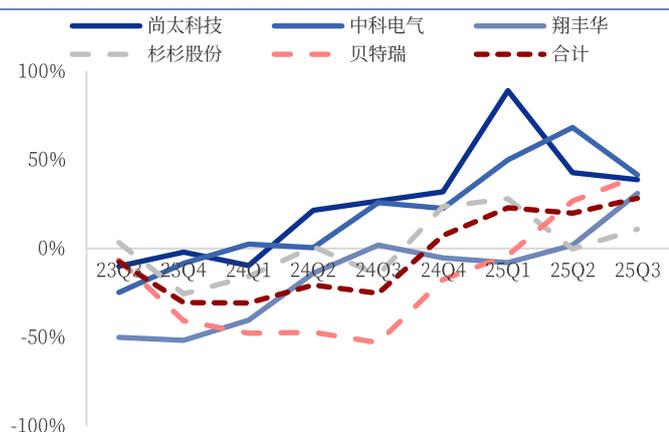


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

业绩：盈利能力有所改善。25Q3 行业营收 143.5 亿元，同比+28%，环比+5.1%，量价向上背景下各企业均实现同比大幅增长，尚太科技 25 年至今维持高增，市占率持续攀升。盈利上行业归母净利率 5.2%，同/环比+0.4pcts/-1.1pcts，环比波动主要系减值改善，尚太科技凭借强大大一体化成本控制力保持盈利领先。

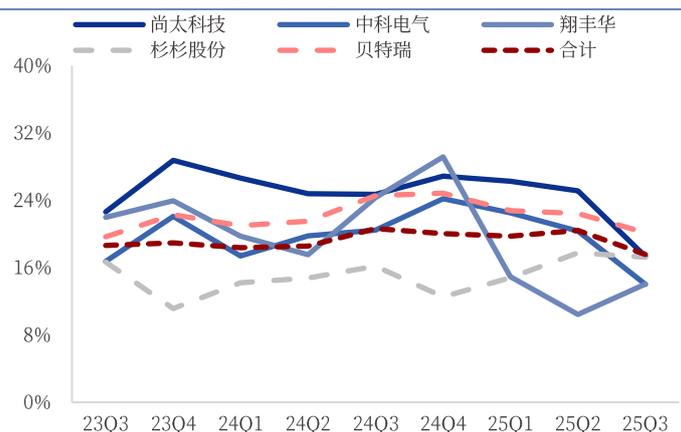
行业毛利率 17.6%，同/环比分别-3.1pcts/-2.9pcts，竞争激化出现趋同现象，中枢向 17% 左右靠拢，尚太科技波动较大，贝特瑞排名第一。行业期间费用率 11%，同/环比-2.1pcts/-0.02pcts，龙头贝特锐费率高于平均主要系海外扩产过程中管理费率较高，杉杉股份研发费率快速提升至 7%，尚太科技费率明显领先，预计后续规模化效应下有进一步下行空间。

图73：负极材料环节营收同比增速情况



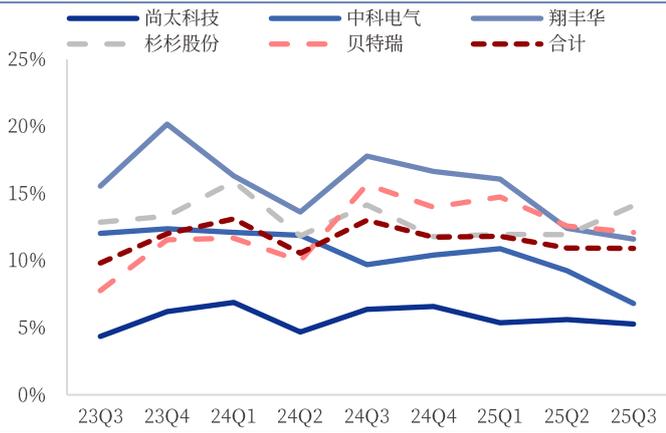
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图74：负极材料环节毛利率情况



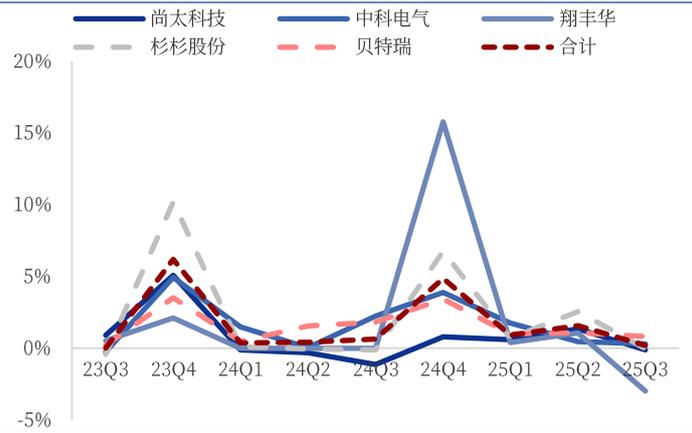
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图75: 负极材料环节期间费用率情况



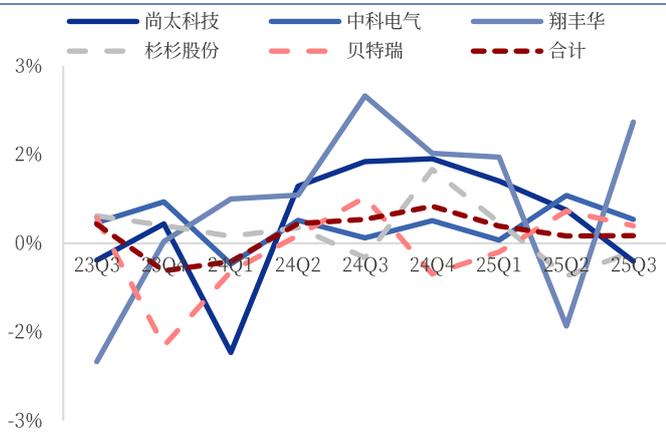
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图76: 负极材料环节资产减值占营收比情况



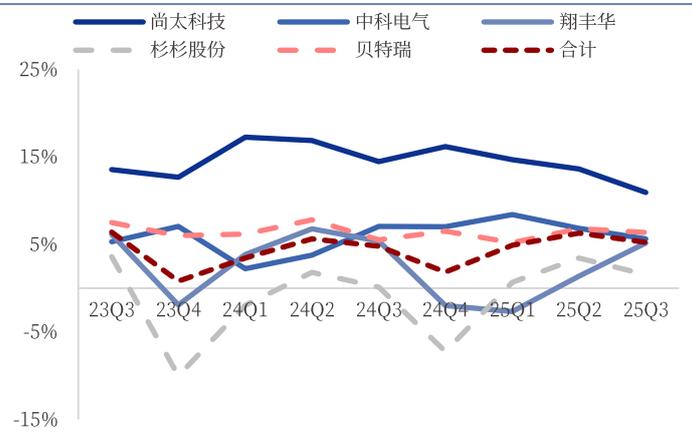
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图77: 负极材料环节应收减值占营收比情况



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

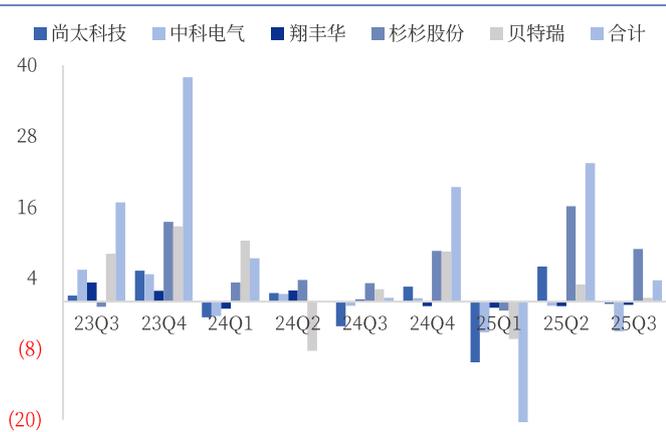
图78: 负极材料环节归母净利率情况



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

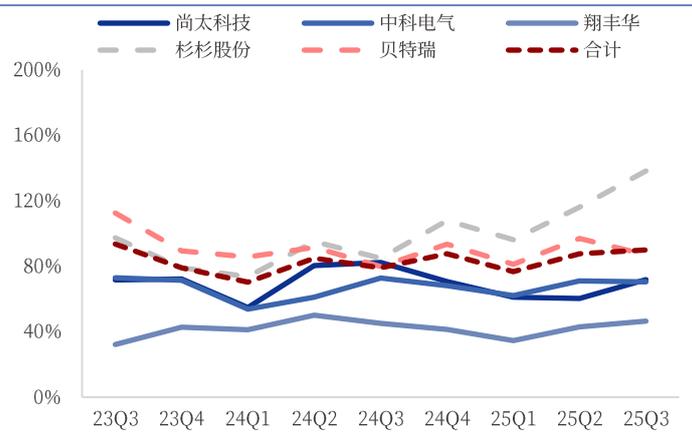
25Q3 行业经营性现金流为正, 但环比大减少, 或因原料上涨提前备货引起的成本线上移。资本开支同比-21%, 24 年贝特瑞、尚太集中扩产投资, 除中科电气外企行业整体进入扩产放缓阶段。营运能力上龙一龙二应收周转率明显优于二三线企业。

图79: 负极材料环节经营性净现金流情况 (单位: 亿元)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图80: 负极材料环节应收周转率情况 (单位: 次)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

表11: 负极材料环节主要企业营收明细 (单位: 百万元)

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	YoY	QoQ
001301.SZ 尚太科技	861.22	1,232.26	1,526.50	1,609.27	5,229.25	1,627.68	1,760.16	2,117.78	38.7%	20.3%
300035.SZ 中科电气	1,065.77	1,197.93	1,619.96	1,697.39	5,581.05	1,597.77	2,015.06	2,291.31	41.4%	13.7%
300890.SZ 翔丰华	332.92	374.46	338.19	342.78	1,388.34	306.02	381.57	443.31	31.1%	16.2%
600884.SH 杉杉股份	3,752.32	5,067.54	4,463.78	5,396.09	18,679.73	4,804.30	5,054.18	4,950.61	10.9%	-2.0%
920185.BJ 贝特瑞	3,528.39	3,509.43	3,231.46	3,967.53	14,236.82	3,391.59	4,446.06	4,546.81	40.7%	2.3%
合计	9,540.61	11,381.62	11,179.88	13,013.07	45,115.18	11,727.37	13,657.03	14,349.82	28.4%	5.1%

资料来源: iFind, 公司公告, 中国银河证券研究院

表12: 负极材料环节主要企业扣非净利润明细 (单位: 百万元)

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	YoY	QoQ
001301.SZ 尚太科技	143.15	205.03	223.19	237.18	808.55	247.07	243.46	239.08	7.12%	-1.80%
300035.SZ 中科电气	32.62	55.79	117.41	139.50	345.32	125.73	156.34	129.25	10.09%	-17.32%
300890.SZ 翔丰华	11.65	13.16	13.68	-8.25	30.23	-10.32	-4.48	19.86	45.21%	543.52%
600884.SH 杉杉股份	-73.35	97.26	12.43	-804.73	-768.40	14.97	153.63	54.10	335.36%	-64.79%
920185.BJ 贝特瑞	253.71	280.67	144.67	234.04	913.08	162.96	267.08	214.45	48.24%	-19.71%
合计	367.78	651.91	511.37	-202.26	1,328.80	540.41	816.02	656.75	28.43%	-19.52%

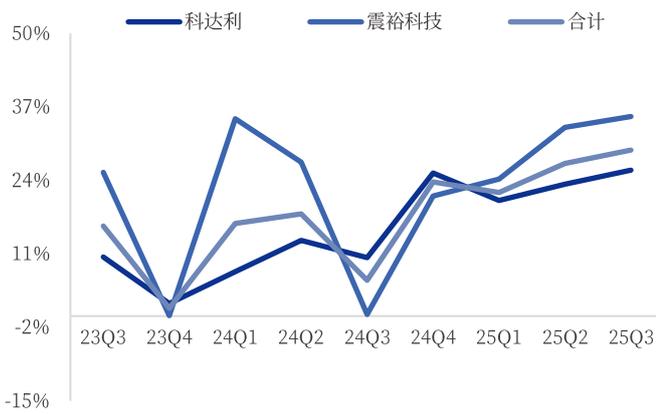
资料来源: iFind, 公司公告, 中国银河证券研究院

(五) 结构件：稳定表现穿越周期

业绩：维持稳定表现。25Q3 行业营收 65 亿元，同比+29%，环比+11%，同比增速始终维持为正。盈利上行业归母净利率 9.5%，同/环比+1.3pcts/+0.6pcts，一年内振幅不超过 2pcts 龙头具备绝对领先优势。结构件环节商业模式区别于其他主材，偏向于机械精密制造而非电化学产业，具有核心 know-how，市场格局清晰且稳定，企业深度绑定核心客户且粘性强，凭借产品质量、一致性、自动化水平形成市场护城河，竞争有序，最终形成锂电行业较独特的“避险”属性，我们认为该环节经营稳定性很强，后续共振于需求市场兑现业绩。

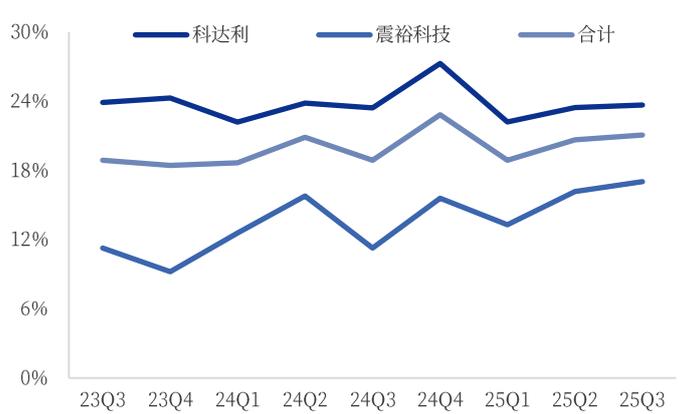
行业毛利率 21.1%，同/环比分别+2.2pcts/+0.4pcts，中枢水平稳定，龙头科达利显著占优。行业期间费用率 8.7%，同/环比+0.2pcts/-0.3pcts 维持稳定。减值方面彰显行业经营稳健风格。

图81：结构件环节营收同比增速情况



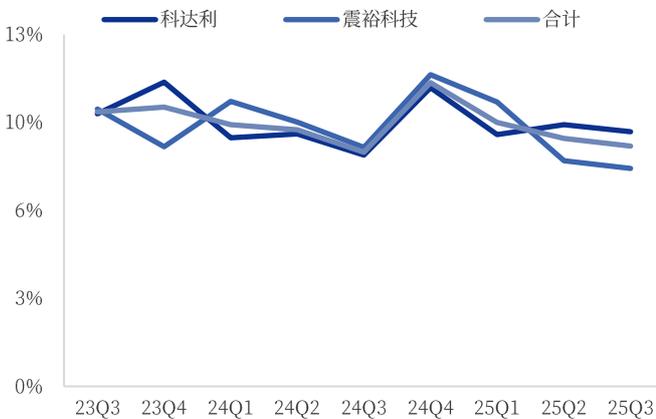
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图82：结构件环节毛利率情况



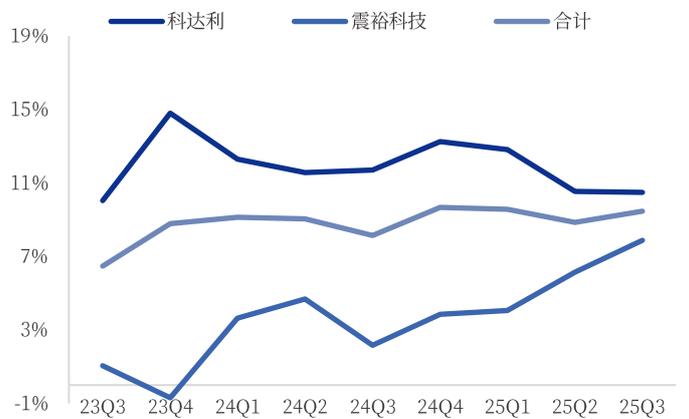
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图83：结构件环节期间费用率情况



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

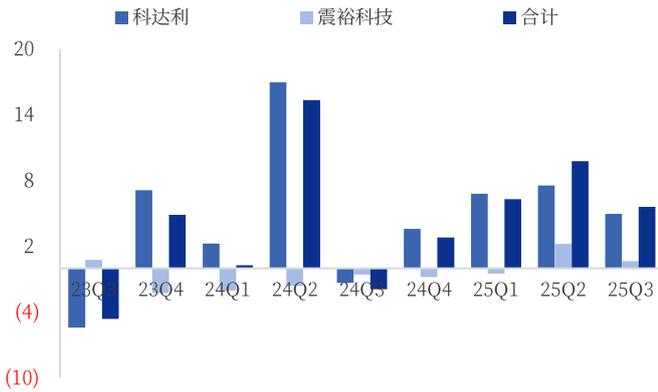
图84：结构件环节归母净利率情况



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

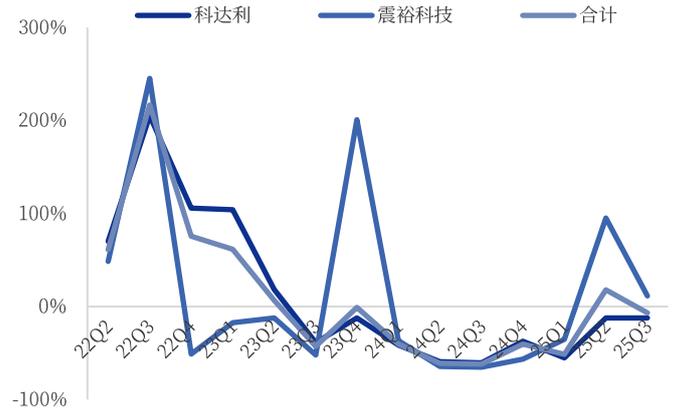
从现金流角度看，行业表现符合季节性规律，25Q3 经营性现金流同比增速超预期，同比高增 396%，现金流能力强大。拉长周期看，行业资本开支同比增速节奏与电芯环节一致性较好，行业于 23 年前后完成主要资本开支活动，25 年重新进行有序扩产。

图85: 结构件环节经营性现金流情况 (单位: 亿元)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图86: 结构件环节资本开支同比增速情况



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

表13: 结构件环节主要企业营收明细 (单位: 百万元)

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	YoY	QoQ
002850.SZ 科达利	2,508.51	2,937.31	3,146.35	3,437.50	12,029.68	3,021.73	3,622.95	3,958.54	25.8%	9.3%
300953.SZ 震裕科技	1,442.97	1,690.01	1,882.04	2,113.68	7,128.69	1,792.74	2,254.02	2,546.45	35.3%	13.0%
合计	3,951.47	4,627.32	5,028.39	5,551.18	19,158.37	4,814.47	5,876.97	6,504.98	29.4%	10.7%

资料来源: iFind, 公司公告, 中国银河证券研究院

表14: 结构件环节主要企业扣非净利润明细 (单位: 百万元)

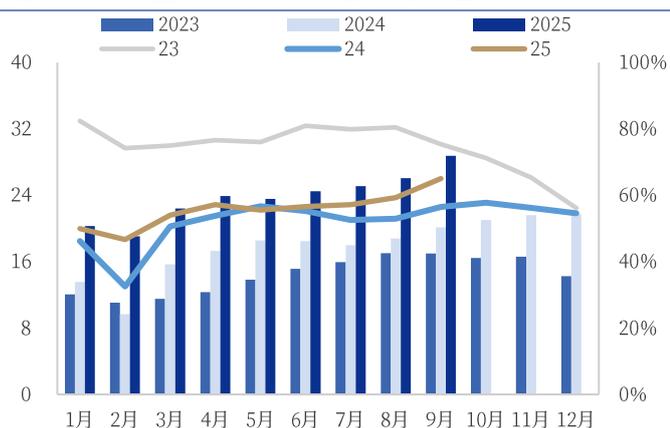
	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	YoY	QoQ
002850.SZ 科达利	295.25	333.07	357.17	458.52	1,444.01	352.93	367.20	408.52	14.4%	11.3%
300953.SZ 震裕科技	38.14	81.72	37.15	74.13	231.14	65.23	132.47	200.21	439.0%	51.1%
合计	333.39	414.79	394.32	532.65	1,675.15	418.16	499.67	608.72	54.4%	21.8%

资料来源: iFind, 公司公告, 中国银河证券研究院

(六) 隔膜：探底筑基

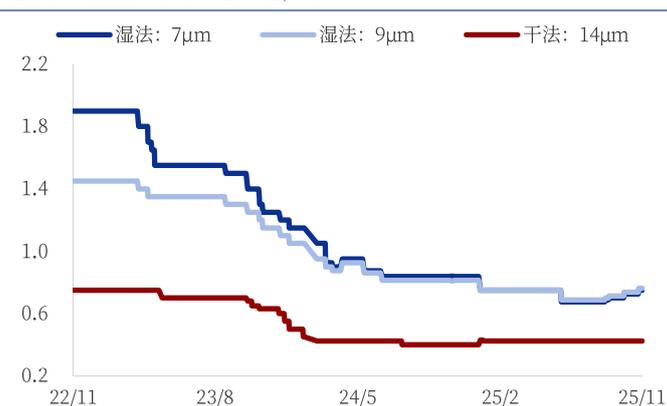
基本面：据鑫椏锂电统计，25Q3 行业代表公司隔膜合计产量 80 亿平，同比+40%，增幅四大主材中最低，环比+11%，产能利用率回升至 65%。价格方面，25Q3 湿法 9 μ m/干法 14 μ m 均价分别为 0.69 元/平、0.43 元/平，同比-15%/+5%，湿法产品逐渐趋同，干法超跌后 25 年初迎来一波阶段性挺价回升。展望后续，近两年隔膜产能集中释放使行业竞争快速激化，25 年价格迅速滑至历史低位，但需求的推动使行业开工率、价格指数上行，湿法隔膜触底回升。目前行业协会已推动行业自律活动以助力走出周期，中性看待后续量价走势。建议关注龙头企业在膜材料业务的增量变化，如固态电池等领域。

图87：隔膜产量及产能利用率情况（单位：亿平）



资料来源：鑫椏锂电，中国银河证券研究院

图88：隔膜价格（单位：元/平）

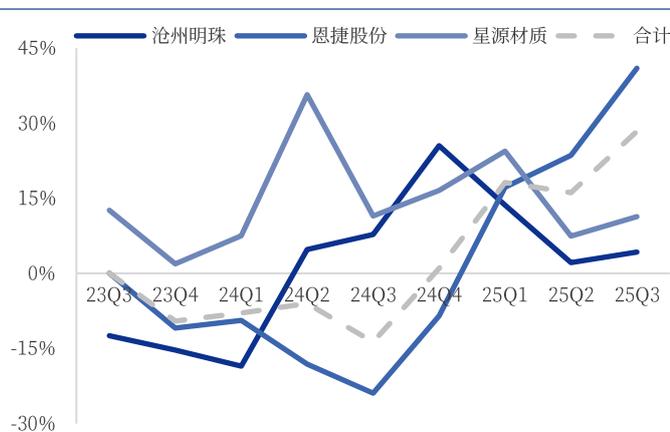


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

业绩：盈利极致承压。25Q3 行业营收 56 亿元，同比+28%，环比+17%，其中星源材质始终稳定在正增长区间。盈利上行业归母净利润率 1.4%，同/环比-5.7pcts/+2.0pcts，盈利能力尚在历史低位但已摆脱 25Q2 亏损状态，除星源材质外均呈回升态势，星源主要系其湿法放量使得产品结构发生变化同时湿法降价压力更大。

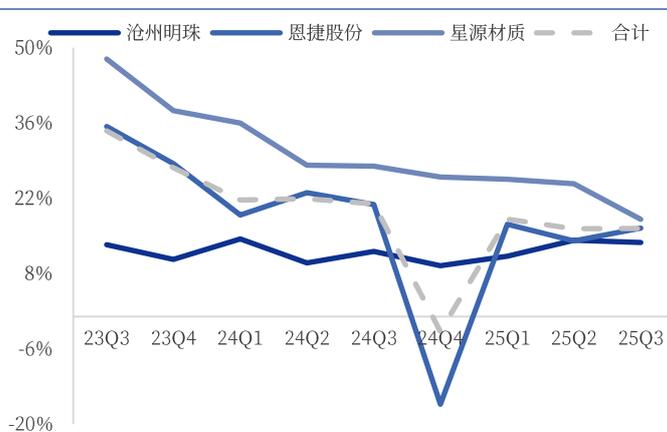
行业毛利率 16.4%，同/环比分别-4.6pcts/+0.1pcts，除恩捷股份外其余企业环比均有下滑，沧州明珠同比上涨主要系其他主营业务修复更大所致；星源材质维持行业领先地位。行业期间费用率 13.5%，同/环比+0.2pcts/-2.2pcts，星源材质费用率高主要体现在研发及管理费用更高，环比快速下滑主要系 25Q2 大额利息支出和汇兑损失形成的基数。

图89：隔膜环节营收同比增速情况



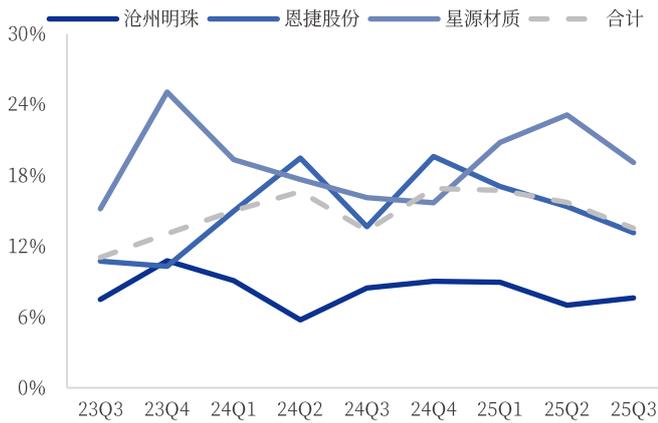
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图90：隔膜环节毛利率情况



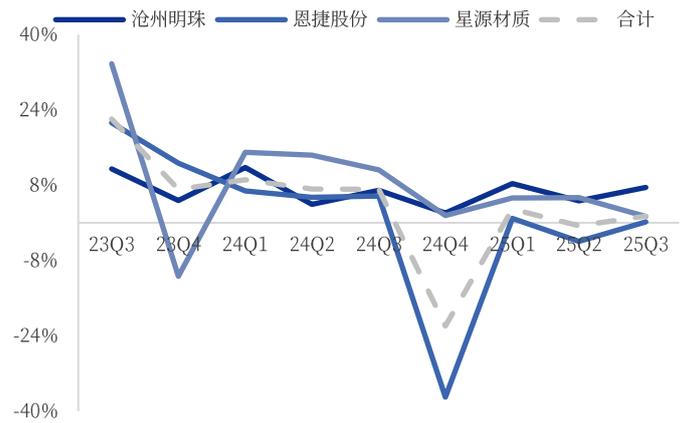
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图91: 隔膜环节期间费用率情况



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

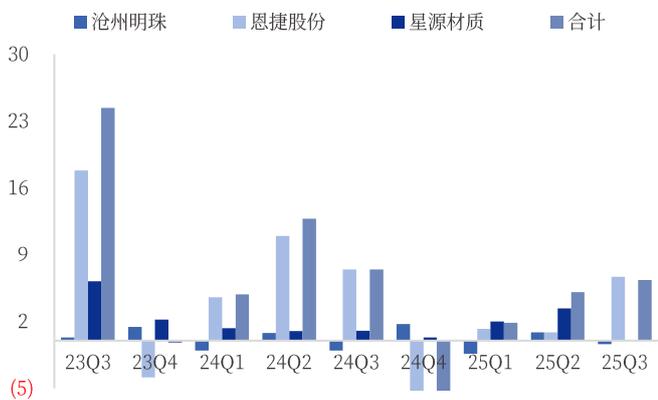
图92: 隔膜环节归母净利润率情况



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

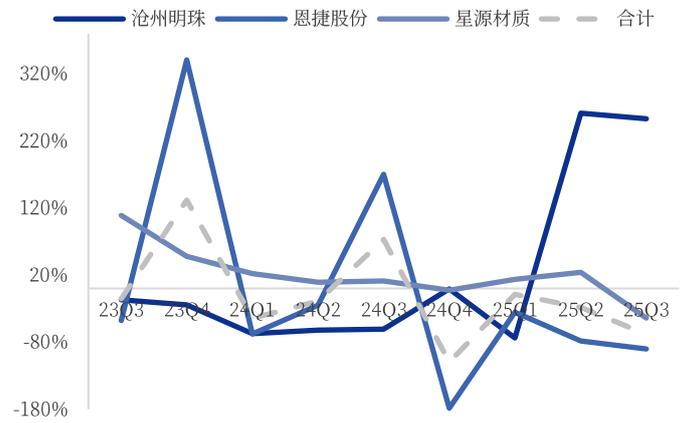
25Q3 行业经营性净现金流 6.36 亿元, 同比-15%, 环比+25%。当前行业整体资本开支持续收缩。营运能力方面, 行业应收周转率、库存周转率变化相对可控。

图93: 隔膜环节经营性现金流情况 (单位: 亿元)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图94: 隔膜环节资本开支同比增速情况



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

表15: 隔膜环节主要企业营收明细 (单位: 百万元)

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	YoY	QoQ
002108.SZ 沧州明珠	509.52	725.01	727.88	785.63	2,748.04	578.97	740.49	758.73	4.2%	2.5%
002812.SZ 恩捷股份	2,327.57	2,455.67	2,681.43	2,698.98	10,163.66	2,728.63	3,034.25	3,780.40	41.0%	24.6%
300568.SZ 星源材质	714.66	938.92	951.74	935.78	3,541.11	889.33	1,008.72	1,059.82	11.4%	5.1%
合计	3,551.76	4,119.60	4,361.06	4,420.38	16,452.80	4,196.92	4,783.47	5,598.96	28.4%	17.0%

资料来源: iFind, 公司公告, 中国银河证券研究院

表16: 隔膜环节主要企业扣非净利润明细 (单位: 百万元)

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	YoY	QoQ
002108.SZ 沧州明珠	56.26	24.32	42.91	-25.59	97.90	36.79	31.77	58.98	37.47%	85.65%
002812.SZ 恩捷股份	149.11	110.40	157.31	-1,030.12	-613.30	29.20	-123.73	10.17	-93.53%	108.22%
300568.SZ 星源材质	96.93	80.21	89.83	15.55	282.52	34.26	9.31	-27.70	-130.84%	-397.70%
合计	302.30	214.93	290.05	-1,040.16	-232.88	100.24	-82.66	41.45	-85.71%	150.15%

资料来源: iFind, 公司公告, 中国银河证券研究院

环比-5.5%，其中英可瑞、绿能慧充同比增幅亮眼。绿能慧充主要受益于其充电桩业务的快速放量增长，期内推出大功率群充二代 640/800/1000kW 分体式直流充电机满足快充趋势，24 年公司收购中创航空 57%的股权布局重载无人机业务，有望在后续持续放量。

表17: 充电设备及服务板块季度营收

	23Q3	23Q4	2023	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	YoY	QoQ
300001.SZ 特锐德	3,795.47	5,199.09	14,601.77	2,568.94	3,763.15	4,158.00	4,884.39	15,374.48	2,102.22	4,153.32	3,578.76	-13.9%	-13.8%
002276.SZ 万马股份	4,505.01	3,377.26	15,121.00	3,801.39	4,737.37	4,481.75	4,740.16	17,760.67	3,969.82	5,301.70	4,837.05	7.9%	-8.8%
002130.SZ 沃尔核材	1,478.75	1,710.61	5,723.22	1,389.48	1,705.92	1,725.10	2,106.03	6,926.53	1,759.11	2,186.16	2,136.90	23.9%	-2.3%
002227.SZ 奥特迅	84.84	69.66	297.65	52.84	87.42	81.26	81.26	302.79	46.41	80.54	56.83	-30.1%	-29.4%
002518.SZ 科士达	1,245.85	1,371.20	5,439.58	831.11	1,060.36	1,020.27	1,247.24	4,158.98	943.43	1,219.38	1,445.82	41.7%	18.6%
300360.SZ 炬华科技	394.01	522.95	1,771.34	467.59	547.22	531.36	482.64	2,028.82	432.97	451.10	366.17	-31.1%	-18.8%
300491.SZ 通合科技	271.00	407.32	1,008.57	178.45	280.96	277.26	472.46	1,209.14	207.25	378.62	389.47	40.5%	2.9%
300693.SZ 盛弘股份	630.76	918.22	2,650.97	599.26	831.51	664.33	941.07	3,036.17	604.48	757.79	853.94	28.5%	12.7%
300713.SZ 英可瑞	69.90	73.54	270.72	48.43	69.91	51.02	84.33	253.70	82.65	114.71	104.18	104.2%	-9.2%
600212.SH 绿能慧充	258.71	138.52	650.47	153.34	236.88	222.07	402.78	1,015.07	201.39	378.90	464.78	109.3%	22.7%
688208.SH 道通科技	741.91	1,061.56	3,251.15	863.23	978.52	962.41	1,128.10	3,932.26	1,093.78	1,251.66	1,150.99	19.6%	-8.0%
688517.SH 金冠电气	127.33	212.44	571.39	128.72	187.31	153.13	188.70	657.87	139.48	201.05	184.23	20.3%	-8.4%
合计	13,603.54	15,062.37	51,357.84	11,082.79	14,486.54	14,327.97	16,759.16	56,656.46	11,583.00	16,474.93	15,569.13	8.7%	-5.5%

资料来源: iFind, 公司公告, 中国银河证券研究院

盈利方面，25Q3 充电设备及服务板块扣非净利合计 13.87 亿元，同比+35.3%，环比+5.0%，其中通合科技、绿能慧充扭亏。特锐德盈利增幅大超营收主要系高毛利产品放量。万马股份业绩大增主要系主业电缆业务受益于电网投资回暖，规模效应放大。

表18: 充电设备及服务板块季度扣非净利

	23Q3	23Q4	2023	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	YoY	QoQ
300001.SZ 特锐德	114.82	229.78	403.13	47.33	112.90	224.85	378.79	763.87	45.49	204.53	330.70	47.1%	61.7%
002276.SZ 万马股份	168.59	35.81	421.89	51.71	123.44	36.04	77.05	288.24	60.63	159.98	149.91	315.9%	-6.3%
002130.SZ 沃尔核材	179.90	191.76	647.37	172.97	219.74	226.93	178.87	798.50	241.26	296.54	258.12	13.7%	-13.0%
002227.SZ 奥特迅	-14.07	-15.27	-53.82	-15.79	-5.62	-9.81	-5.63	-36.86	-19.85	-12.56	-22.47	-128.9%	-78.8%
002518.SZ 科士达	186.75	142.72	818.16	115.68	91.25	121.63	15.92	344.48	103.10	133.49	183.00	50.5%	37.1%
300360.SZ 炬华科技	133.07	134.97	525.15	137.72	228.81	196.43	82.40	645.36	145.76	146.00	118.71	-39.6%	-18.7%
300491.SZ 通合科技	29.09	32.50	84.09	6.84	11.48	-0.72	1.44	19.04	-7.92	20.57	3.26	552.2%	-84.2%
300693.SZ 盛弘股份	88.43	121.84	380.69	59.83	113.61	86.24	157.09	416.78	68.37	83.05	114.67	33.0%	38.1%
300713.SZ 英可瑞	-7.66	-21.26	-45.34	-14.32	-14.51	-20.88	-40.06	-89.77	-9.67	-17.12	-18.61	10.9%	-8.7%
600212.SH 绿能慧充	9.35	-5.15	5.82	-8.35	7.56	-5.16	17.22	11.26	-7.42	7.54	12.15	335.2%	61.1%
688208.SH 道通科技	78.22	99.06	366.83	124.90	164.31	154.38	97.18	540.77	196.72	277.94	243.13	57.5%	-12.5%
688517.SH 金冠电气	14.01	30.02	75.64	18.08	27.18	14.89	22.16	82.30	16.53	21.25	14.48	-2.8%	-31.9%
合计	980.49	976.78	3,629.61	696.60	1,080.14	1,024.82	982.42	3,783.98	832.99	1,321.22	1,387.05	35.3%	5.0%

资料来源: iFind, 公司公告, 中国银河证券研究院

毛利率/扣非净利率方面，25Q3 年充电设备及服务板块毛利率/扣非净利率分别为 26.6%/8.9%，同比+0.1pcts/+0.25pcts，环比+0.01pcts/+0.11pcts，其中万马股份及特锐德毛利率同比提升明显，环比看整体变化不大。

表19: 充电设备及服务板块季度毛利率

	23Q3	23Q4	2023	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	YoY/pcts	QoQ/pcts
300001.SZ 特锐德	20.37%	30.54%	23.36%	18.28%	21.80%	20.75%	37.51%	25.92%	22.12%	27.42%	27.76%	0.34	0.01
002276.SZ 万马股份	13.24%	16.49%	14.27%	12.57%	11.52%	10.30%	11.09%	11.32%	11.96%	12.87%	12.80%	0.24	0.01
002130.SZ 沃尔核材	32.94%	33.38%	32.63%	33.16%	33.29%	32.15%	29.18%	31.73%	32.53%	32.39%	31.38%	0.02	0.03
002227.SZ 奥特迅	21.75%	47.15%	28.53%	24.94%	28.77%	24.43%	-13.45%	15.61%	21.48%	21.79%	20.05%	0.18	0.08
002518.SZ 科士达	33.15%	32.71%	32.89%	33.36%	30.95%	31.11%	24.15%	29.43%	29.37%	28.70%	27.93%	0.10	0.03
300360.SZ 炬华科技	46.83%	47.13%	44.83%	41.39%	53.17%	48.36%	46.26%	47.55%	42.52%	43.62%	44.04%	0.09	0.01
300491.SZ 通合科技	32.46%	34.64%	33.15%	30.97%	27.88%	26.49%	25.91%	27.25%	25.99%	27.10%	22.34%	0.16	0.18
300693.SZ 盛弘股份	43.49%	38.67%	41.01%	39.54%	39.59%	41.46%	37.06%	39.20%	39.61%	38.52%	41.38%	0.00	0.07
300713.SZ 英可瑞	24.26%	25.55%	23.24%	26.04%	20.17%	24.79%	14.64%	20.38%	27.40%	17.28%	12.90%	0.48	0.25
600212.SH 绿能慧充	22.12%	38.96%	26.71%	26.41%	30.00%	30.82%	23.09%	26.90%	31.79%	28.41%	25.01%	0.19	0.12
688208.SH 道通科技	77.12%	72.87%	74.38%	73.11%	74.70%	74.89%	75.37%	74.63%	73.00%	72.82%	77.07%	0.03	0.06
688517.SH 金冠电气	36.88%	40.05%	37.91%	37.13%	38.49%	31.42%	24.40%	32.54%	29.45%	29.15%	27.31%	0.13	0.06
合计	24.70%	31.17%	26.80%	25.04%	25.47%	24.29%	28.15%	25.88%	26.10%	26.29%	26.60%	0.09	0.01

资料来源: iFind, 公司公告, 中国银河证券研究院

表20: 充电设备及服务板块季度扣非净利率

	23Q3	23Q4	2023	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	YoY/pcts	QoQ/pcts
300001.SZ 特锐德	3.03%	4.42%	2.76%	1.84%	3.00%	5.41%	7.76%	4.97%	2.16%	4.92%	9.24%	0.71	0.88
002276.SZ 万马股份	3.74%	1.06%	2.79%	1.36%	2.61%	0.80%	1.63%	1.62%	1.53%	3.02%	3.10%	2.85	0.03
002130.SZ 沃尔核材	12.17%	11.21%	11.31%	12.45%	12.88%	13.15%	8.49%	11.53%	13.71%	13.56%	12.08%	-0.08	-0.11
002227.SZ 奥特迅	-16.58%	-21.92%	-18.08%	-29.87%	-6.43%	-12.08%	-6.93%	-12.17%	-42.78%	-15.60%	-39.53%	-2.27	-1.53
002518.SZ 科士达	14.99%	10.41%	15.04%	13.92%	8.61%	11.92%	1.28%	8.28%	10.93%	10.95%	12.66%	0.06	0.16
300360.SZ 炬华科技	33.77%	25.81%	29.65%	29.45%	41.81%	36.97%	17.07%	31.81%	33.67%	32.37%	32.42%	-0.12	0.00
300491.SZ 通合科技	10.73%	7.98%	8.34%	3.83%	4.09%	-0.26%	0.31%	1.58%	-3.82%	5.43%	0.84%	4.22	-0.85
300693.SZ 盛弘股份	14.02%	13.27%	14.36%	9.98%	13.66%	12.98%	16.69%	13.73%	11.31%	10.96%	13.43%	0.03	0.23
300713.SZ 英可瑞	-10.96%	-28.91%	-16.75%	-29.57%	-20.76%	-40.92%	-47.50%	-35.38%	-11.70%	-14.92%	-17.86%	0.56	-0.20
600212.SH 绿能慧充	3.61%	-3.71%	0.89%	-5.45%	3.19%	-2.33%	4.27%	1.11%	-3.68%	1.99%	2.61%	2.12	0.31
688208.SH 道通科技	5.29%	5.79%	6.41%	8.99%	9.63%	8.95%	4.61%	7.81%	11.18%	12.71%	11.38%	0.27	-0.11
688517.SH 金冠电气	11.00%	14.13%	13.24%	14.04%	14.51%	9.72%	11.74%	12.51%	11.85%	10.57%	7.86%	-0.19	-0.26
合计	7.21%	6.48%	7.07%	6.29%	7.46%	7.15%	5.86%	6.68%	7.19%	8.02%	8.91%	0.25	0.11

资料来源: iFind, 公司公告, 中国银河证券研究院

六、泛零部件：业绩增长趋势良好

收入方面，25Q3 泛零部件环节收入合计 73.1 亿元，同比增长 24%，环比增长 8%，其中中熔电气 (+60%) 同环比增幅亮眼。中熔电气受益于新能源汽车业务高增拉动，新产品激励熔断器表现亮眼。西典新能受益于宁德时代、特斯拉等原有客户需求增长，同时已建成 8 条 FCC 产线已在部分主流车企、车型实现批量应用，预计 25 年完成 24 条产线建设，将对后续业绩实现支撑。宏发股份受益于通用继电器、汽车弱电、高压直流、工业等领域需求超预期，以及欧洲市场增长超预期。

表21：泛零部件环节季度营收（单位：百万元）

	23Q3	23Q4	2023	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	YoY	QoQ
301031.SZ 中熔电气	262.7198	301.8272	1,059.5558	269.0234	324.8209	371.9282	455.1549	1,420.9274	390.0412	448.4706	595.3844	60.1%	32.8%
600563.SH 法拉电子	899.7036	1,008.3237	3,879.7933	980.2511	1,136.9614	1,321.8613	1,332.6776	4,771.7512	1,203.5953	1,295.7117	1,444.9680	9.3%	11.5%
600885.SH 宏发股份	3,258.1442	2,999.3215	12,929.7779	3,452.8129	3,778.3784	3,637.8089	3,233.4981	14,102.4983	3,982.7957	4,364.2642	4,567.0578	25.5%	4.6%
603312.SH 西典新能	500.3631	480.4120	1,835.3370	392.4274	446.6934	575.7778	749.6358	2,164.5343	707.3528	684.7129	701.5580	21.8%	2.5%
合计	4,920.9308	4,789.8843	19,704.4639	5,094.5147	5,686.8541	5,907.3761	5,770.9664	22,459.7113	6,283.7850	6,793.1594	7,308.9682	23.7%	7.6%

资料来源：iFind，公司公告，中国银河证券研究院

盈利方面，25Q3 泛零部件环节扣非净利合计 9.7 亿元，同比增长 19%，环比-1.5%，其中中熔电气 (+92%) 同比增幅亮眼。中熔电气 25Q3 盈利增幅明显高于营收主要系规模效应、降本增效等原因带来的期间费用大幅下降。

表22：泛零部件环节季度扣非净利（单位：百万元）

	23Q3	23Q4	2023	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	YoY	QoQ
301031.SZ 中熔电气	28.0514	30.4699	114.4519	25.7905	37.9181	54.4443	65.7308	183.8838	58.5947	76.2906	104.4391	91.83%	36.90%
600563.SH 法拉电子	219.2762	271.0837	998.9967	203.1756	257.0922	291.3163	272.2464	1,023.8306	258.4621	297.1815	311.3293	6.87%	4.76%
600885.SH 宏发股份	344.3030	250.5136	1,330.0241	333.1487	453.1895	413.3924	315.0098	1,514.7404	380.5194	546.1774	483.7688	17.02%	-11.43%
603312.SH 西典新能	56.1844	52.0060	194.9398	48.7397	42.3531	55.4849	72.0502	218.6279	72.2358	65.7293	70.9177	27.81%	7.89%
合计	647.8151	604.0732	2,638.4125	610.8545	790.5530	814.6379	725.0374	2,941.0827	769.8121	985.3789	970.4548	19.13%	-1.51%

资料来源：iFind，公司公告，中国银河证券研究院

毛利率/扣非净利率方面，25Q3 泛零部件环节毛利率、扣非净利率分别为 33.5%、13.3%，同比/环比分别变化-0.49pcts/+0.23pcts、-0.51pcts/-1.23pcts。整体看主要受竞争加剧、原材料价格波动等影响，扣非净利率同环比均有所下滑。

表23：泛零部件环节季度毛利率

	23Q3	23Q4	2023	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	YoY/pcts	QoQ/pcts
301031.SZ 中熔电气	40.7%	41.3%	40.9%	38.0%	38.6%	39.1%	42.1%	39.7%	38.6%	41.4%	41.1%	2.08	0.21
600563.SH 法拉电子	38.5%	38.3%	38.6%	33.1%	34.9%	34.2%	31.5%	33.4%	31.3%	34.7%	32.5%	1.63	2.20
600885.SH 宏发股份	36.8%	41.2%	36.9%	34.9%	34.6%	35.9%	39.7%	36.2%	33.8%	34.7%	35.4%	0.59	0.69
603312.SH 西典新能	18.6%	18.7%	39.3%	19.7%	15.9%	17.6%	16.8%	17.4%	17.3%	16.0%	16.6%	1.02	0.61
合计	35.4%	38.3%	37.7%	33.6%	33.5%	34.0%	35.0%	34.0%	31.7%	33.2%	33.5%	0.49	0.23

资料来源：iFind，公司公告，中国银河证券研究院

表24：泛零部件环节季度扣非净利率

	23Q3	23Q4	2023	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	YoY/pcts	QoQ/pcts
301031.SZ 中熔电气	10.7%	10.1%	10.8%	9.6%	11.7%	14.6%	14.4%	12.9%	15.0%	17.0%	17.5%	2.90	0.53
600563.SH 法拉电子	24.4%	26.9%	25.7%	20.7%	22.6%	22.0%	20.4%	21.5%	21.5%	22.9%	21.5%	-0.49	-1.39
600885.SH 宏发股份	10.6%	8.4%	10.3%	9.6%	12.0%	11.4%	9.7%	10.7%	9.6%	12.5%	10.6%	-0.77	-1.92
603312.SH 西典新能	11.2%	10.8%	10.6%	12.4%	9.5%	9.6%	9.6%	10.1%	10.2%	9.6%	10.1%	0.47	0.51
合计	13.2%	12.6%	13.4%	12.0%	13.9%	13.8%	12.6%	13.1%	12.3%	14.5%	13.3%	-0.51	-1.23

资料来源：iFind，公司公告，中国银河证券研究院

七、综述&投资建议

动力稳增长，中国引领全球电动进程。 1) 中国：短期看年末存在 26 年购置税减免取消的政策窗口红利效应，26 年及以后国内电动化率迈入 50%+，多年的市场培育、补能网络建设已形成良好的内生增长动力，补贴减弱的负面影响边际递减，同时在固态电池、智驾等技术加速落地的背景下，新能源汽车市场长期增长可期，出口及商用车两大边际变化值得关注。2) 美国：“大而美”法案取消补贴致使 Q3 出现抢购效应同时透支后续需求，政策退坡对美新能源车市影响较大，叠加公共设施不足等因素，美国销量市场或进入持续低迷期。3) 欧洲：26 年碳排放法规趋严将刺激电动车推广，预计维持 10~20%左右增长。全球来看，中国依旧是电动化领军者，在欧美市场前景相对不明朗背景下，中国市场份额将进一步扩大。而另一方面，国内较高的竞争形势亦倒逼国内车企出海寻求新兴的、高爆发的市场，南美、中东、东南亚等市场潜力较大。

储能需求超预期，国内外共振。 1) 海外：由于海外电网建设薄弱，储能在新能源并网过程成为刚需角色，新能源存量项目及一体化项目拉动明显，同时 AI 浪潮带来的缺电效应以及新兴地区电力保障为储能发展提速。2) 国内：在容量电价政策、电芯成本下移等因素作用下，储能内生性发展动力渐渐形成，国内装机、招标市场有望持续超预期。

电芯开启新一轮扩产周期。 25Q3 行业营收 1532 亿元，同/环比+16.5%/+10.0%，归母净利润 225 亿元，同/环比+54%/+27%，下游动储景气度较高市场规模持续扩容。动力领域稳增长，储能需求持续超预期，下游景气度上行使产能利用率推至高位，龙头纷纷开启新一轮扩产周期。盈利上行业已越过周期低点向上，格局上看好龙头新品&旗舰产品竞争力，在固态电池、钠电池等新技术浪潮下，龙头竞争优势明显，积极看好龙头业绩兑现表现。

材料环节重视价格弹性： 1) 电解液及其相关环节，需求启动后涨价率先落地，供需格局最紧且有望持续，价格上涨仍可行，将带来业绩反转确定性。2) 铜箔，经历 24 年低谷期逆转向上，电子铜箔顺应 AI 浪潮贡献弹性增量。3) 磷酸铁锂，产能扩张的同时依旧保持持续攀升的稼动率，高竞争态势下看好高压实密度产品及出海带来的价格弹性空间。4) 负极材料，竞争加剧盈利回归中枢，成本压力下蓄势涨价，同时看好硅碳负极等贡献超预期。5) 结构件，锂电行业较独特的“避险”属性，经营稳定性很强。6) 隔膜，盈利极致承压，价格持续探底，行业自律下中性看待后续量价走势，关注龙头企业在膜材料业务的增量变化，如固态电池等领域。

投资建议： 推荐宁德时代、亿纬锂能、天赐材料等，建议关注华盛锂电、湖南裕能、龙蟠科技、嘉元科技、璞泰来、厦钨新能、当升科技、贝特瑞、尚太科技、中科电气、星源材质、恩捷股份、天奈科技等。

八、风险提示

1、新能源车销量、储能装机等不及预期的风险。新能源车、储能市场是锂电最重要的下游应用场景，若销量不及预期将直接导致锂电池需求不足，供需关系进一步恶化导致行业发展受限。

2、资源品或零部件短缺导致原材料价格上涨、企业经营困难的风险。原材料价格上涨将直接提高企业成本，若无法向下传导，将导致行业盈利能力下滑。

图表目录

图 1: 近年中国新能源汽车销售同比增速情况.....	3
图 2: 出口和商用车成为中国新能源汽车两大发展方向	3
图 3: 中美欧新能源汽车季度销量 (单位: 万台)	4
图 4: 中美欧新能源汽车季度渗透率	4
图 5: 全球年度动力电池装车量数据 (单位: GWh)	4
图 6: 全球季度动力电池装车量数据 (单位: GWh)	4
图 7: 单季度全球动力电池装车格局	5
图 8: 累计全球动力电池装车格局	5
图 9: 单季度海外动力电池装车格局	5
图 10: 累计海外动力电池装车格局.....	5
图 11: 宁德时代全球装车量及市占率变化 (单位: GWh)	6
图 12: TOP10 中国内企业市占率合计	6
图 13: 国内动力电池装车结构划分.....	6
图 14: 国内新能源汽车单车平均单车装车电量 (单位 kWh)	6
图 15: 2025 年 1-9 月中国企业海外储能签约项目分区域.....	7
图 16: 中国企业海外储能签约项目分企业 (单位: GWh)	7
图 17: 电化学储能季度间运营情况.....	8
图 18: 国内新型储能项目招投标项目落地规模 (单位: GWh)	8
图 19: 国内新型储能装机 (单位: GWh)	8
图 20: 国内新型储能项目中标市场情况	8
图 21: 国内新型储能项目招标市场情况	8
图 22: 国内新型储能项目中标价格情况 (单位: 元/kWh)	8
图 23: 动力电池产业链营收情况 (单位: 亿元)	9
图 24: 动力电池产业链归母净利润情况 (单位: 亿元)	9
图 25: 动力电池产业链毛利率情况.....	10
图 26: 动力电池产业链期间费用率情况	10
图 27: 动力电池产业链经营性现金流净额情况 (单位: 亿元)	10
图 28: 动力电池产业链资本开支情况 (单位: 百万元)	10
图 29: 动力电池产业链库存周转率情况 (单位: 次)	11
图 30: 动力电池产业链应收周转率情况 (单位: 次)	11
图 31: 国内动力锂电池销量同比增速情况	12
图 32: 锂电池价格 (单位: 元/Wh)	12

图 33: 动力电池环节营收同比增速情况	13
图 34: 动力电池环节毛利率情况.....	13
图 35: 动力电池环节期间费用率情况	13
图 36: 动力电池环节销售费用率情况	13
图 37: 动力电池环节归母净利润同比增速情况	14
图 38: 动力电池环节归母净利率情况	14
图 39: 动力电池环节经营性净现金流情况 (单位: 亿元)	14
图 40: 动力电池环节资本开支同比增速情况	14
图 41: 动力电池环节存货周转率情况 (单位: 次)	15
图 42: 动力电池环节应收周转率情况 (单位: 次)	15
图 43: 电解液产量及产能利用率情况 (单位: 万吨)	16
图 44: 六氟磷酸锂价格 (单位: 元/kg)	16
图 45: 电解液环节营收同比增速情况	17
图 46: 电解液环节毛利率情况.....	17
图 47: 电解液环节期间费用率情况.....	17
图 48: 电解液环节归母净利率情况.....	17
图 49: 电解液环节资本开支同比增速情况	17
图 50: 电解液环节应收周转率情况 (单位: 次)	17
图 51: 铜箔环节营收同比增速情况.....	19
图 52: 铜箔产业链价格 (单位: 万元/吨)	19
图 53: 铜箔环节毛利率情况.....	19
图 54: 铜箔环节归母净利率情况.....	19
图 55: 铜箔环节经营性现金流情况 (单位: 亿元)	20
图 56: 铜箔环节应收周转率情况 (单位: 次)	20
图 57: 三元正极产量及产能利用率情况 (单位: 万吨)	21
图 58: 磷酸铁锂正极产量及产能利用率情况 (单位: 万吨)	21
图 59: 锂价走势 (单位: 元/kg)	21
图 60: 正极材料价格走势 (单位: 元/kg)	21
图 61: 正极材料环节营收同比增速情况	22
图 62: 正极材料环节毛利率情况.....	22
图 63: 正极材料环节期间费用率情况	22
图 64: 正极材料环节资产减值占营收比情况	22
图 65: 正极材料环节应收减值占营收比情况	22
图 66: 正极材料环节归母净利率情况	22
图 67: 正极材料环节经营性净现金流情况 (单位: 亿元)	23
图 68: 正极材料环节资本开支同比增速情况	23
图 69: 正极材料环节存货周转率情况 (单位: 次)	23

图 70: 正极材料环节应收周转率情况 (单位: 次)	23
图 71: 负极材料产量及产能利用率情况 (单位: 万吨)	25
图 72: 负极材料价格 (单位: 万元/吨)	25
图 73: 负极材料环节营收同比增速情况	25
图 74: 负极材料环节毛利率情况	25
图 75: 负极材料环节期间费用率情况	26
图 76: 负极材料环节资产减值占营收比情况	26
图 77: 负极材料环节应收减值占营收比情况	26
图 78: 负极材料环节归母净利率情况	26
图 79: 负极材料环节经营性净现金流情况 (单位: 亿元)	26
图 80: 负极材料环节应收周转率情况 (单位: 次)	26
图 81: 结构件环节营收同比增速情况	28
图 82: 结构件环节毛利率情况	28
图 83: 结构件环节期间费用率情况	28
图 84: 结构件环节归母净利率情况	28
图 85: 结构件环节经营性现金流情况 (单位: 亿元)	29
图 86: 结构件环节资本开支同比增速情况	29
图 87: 隔膜产量及产能利用率情况 (单位: 亿平)	30
图 88: 隔膜价格 (单位: 元/平)	30
图 89: 隔膜环节营收同比增速情况	30
图 90: 隔膜环节毛利率情况	30
图 91: 隔膜环节期间费用率情况	31
图 92: 隔膜环节归母净利率情况	31
图 93: 隔膜环节经营性现金流情况 (单位: 亿元)	31
图 94: 隔膜环节资本开支同比增速情况	31
图 95: 季度新增公共充电桩及同比增速	32
图 96: 月度充电基础设施车桩增量比及直流桩占比	32
图 97: 25Q1 新增公共充电桩功率 (外) 占比及累计占比 (单位: kW)	32
图 98: 截至 25 年 3 月累计公共充电桩运营企业市场占有率情况	32
表 1: 2025 年国内重要储能政策	7
表 2: 目前国内各省市出台容量电价政策	7
表 3: 动力电池环节主要企业营收明细 (单位: 百万元)	15
表 4: 动力电池环节主要企业扣非净利润明细 (单位: 百万元)	15
表 5: 电解液环节主要企业营收明细 (单位: 百万元)	18
表 6: 电解液环节主要企业扣非净利润明细 (单位: 百万元)	18

表 7: 铜箔环节主要企业营收明细 (单位: 百万元)	20
表 8: 铜箔环节主要企业扣非净利润明细 (单位: 百万元)	20
表 9: 正极材料环节主要企业营收明细 (单位: 百万元)	23
表 10: 正极材料环节主要企业扣非净利润明细 (单位: 百万元)	24
表 11: 负极材料环节主要企业营收明细 (单位: 百万元)	27
表 12: 负极材料环节主要企业扣非净利润明细 (单位: 百万元)	27
表 13: 结构件环节主要企业营收明细 (单位: 百万元)	29
表 14: 结构件环节主要企业扣非净利润明细 (单位: 百万元)	29
表 15: 隔膜环节主要企业营收明细 (单位: 百万元)	31
表 16: 隔膜环节主要企业扣非净利润明细 (单位: 百万元)	31
表 17: 充电设备及服务板块季度营收	33
表 18: 充电设备及服务板块季度扣非净利	33
表 19: 充电设备及服务板块季度毛利率	34
表 20: 充电设备及服务板块季度扣非净利率	34
表 21: 泛零部件环节季度营收 (单位: 百万元)	35
表 22: 泛零部件环节季度扣非净利 (单位: 百万元)	35
表 23: 泛零部件环节季度毛利率.....	35
表 24: 泛零部件环节季度扣非净利率	35

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

曾韬，2025年3月加入银河证券，曾任职于中金公司。《亚洲货币》新能源行业2018-2023年连续第一名，《机构投资者》2020年全球最受欢迎十位分析师，锂电池2020年第一名，新能源2018年第一名，2019-2020年第二名，2021-2024年第一名。2017年新财富分析师第二名，水晶球第二名，金牛奖第一名，IAMAC保险最受欢迎分析师第一名。2016年新财富分析师第三名。

段尚昌，北京大学本科。2022年8月加入银河证券。曾任职于网易有道、字节跳动，从事互联网教育产品的研发工作。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间	
	中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间	
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院		机构请致电：	
深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层	深广地区：	苏一耘 0755-83479312	suyiyun_yj@chinastock.com.cn
		程曦 0755-83471683	chengxi_yj@chinastock.com.cn
上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层	上海地区：	林程 021-60387901	lincheng_yj@chinastock.com.cn
		李洋洋 021-20252671	liyongyang_yj@chinastock.com.cn
北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦	北京地区：	田薇 010-80927721	tianwei@chinastock.com.cn
		褚颖 010-80927755	chuying_yj@chinastock.com.cn
公司网址：www.chinastock.com.cn			