



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) 分析师: 宇文甸 (执业 S1130522010005) 分析师: 张嘉文 (执业 S1130523090006)
yaoy@gjzq.com.cn yuwendian@gjzq.com.cn zhangjiawen@gjzq.com.cn

分析师: 唐雪琪 (执业 S1130525020003) 联系人: 范晓鹏
tangxueqi@gjzq.com.cn fanxiaopeng@gjzq.com.cn

联系人: 陆文杰
luwenjie3@gjzq.com.cn

光伏产业链盈利修复 4 月望持续, 再重申“抢装”后需求不悲观

子行业周度核心观点:

光伏&储能: 产业链景气修复持续进行时, 玻璃 4 月盈利水平有望继续大幅改善, 测算头部电池片产能已实现盈利, 各地新能源市场化交易新政紧锣密鼓制定中; 重申 4 月内板块将迎来对需求侧悲观预期的修正、以及股价对基本面右侧的追赶。

风电: 江苏 1.55GW 新一轮海风竞配项目前期工作招标, 要求 25 年核准、26/27 年并网, 浙江、河北等省海风产业布局加速, 初步验证“十五五”需求的高景气, 看好年内海风招标规模持续提升, 带动行业信心走强及板块估值重塑。

电网: 1) 国网 25 年特高压设备 1 批招标公示, 招标金额 19.6 亿元, 需求主要来自烟威工程、平圩电厂、大同-天津南 1000kV 交流工程, 重申 25 年是特高压核准交付大年, 特高压设备招标存在超预期空间; 2) 伊戈尔、金杯电工、南网科技、云路股份披露 2024 年度业绩报告, 整体业绩兑现度处于合理区间, 符合市场预期。

新能源车: 1) 比亚迪 24Q4 及 24 年财报正式发布, 业绩整体符合预期, 规模效应、全栈自研下优秀成本优势显著, 公司经营地位稳固, 持续看好。2) 吉利领克 900 开启预售: 定价符合预期, 订单略超预期, 新车上市有望进一步降价下探。

锂电: 3 月 25 日, 中国证监会正式向宁德时代出具了其 H 股发行的备案通知书, 从受理到获批仅耗时 25 天, 港股上市将有助于宁德时代拓宽融资渠道, 筹集更多海外资金用于支持全球化布局, 吸引更多国际投资者的关注。募集资金中约 60% 将用于扩大公司在欧洲等地的生产能力, 20% 将投入到固态电池等前沿技术研发, 剩余 20% 用于补充公司的运营资金, 帮助应对锂价波动及地缘政治风险。

氢能与燃料电池: 中石化为氢能行业发展先锋, 其氢能业务情况可代表行业趋势, 尤其是加氢站和绿氢项目: 加氢站整体盈利能力持续改善, 2024 年共建成加氢站 142 座; 并且将以示范项目带动氢能规模化利用。北京国际氢能大会展览为制氢端居多, 碱槽占据半壁江山, 整体看行业洗牌趋势确定, 拿单及下游客户认可是重点, 产业链整合已开始。

本周重要行业事件:

光储风: 缅甸 7.9 级地震或短期内影响部分地区硅片产出; 江苏 1.55GW 新一轮海风项目竞配启动前期工作招标; 通威股份拟引入战略投资者增资 100 亿元; 部分光伏 (福莱特、联泓新科)、风电 (东方电缆、金雷股份、运达股份、金风科技、嘉泽新能) 重点公司年报披露。

电网: 国家电网 25 年特高压设备 1 批招标公示; 国家电网公司董事长会见新加坡淡马锡公司首席执行长。

新能源车&锂电: 比亚迪 24 年财报发布; 领克 900 开启预售; 宁德时代获 H 股发行的备案通知书; 亿纬锂能、天鹏电源等推出全极耳圆柱新品。

氢能与燃料电池: 北京再次发布氢能产业标准体系建设指导文件; 国鸿氢能拟实施 H 股全流通; 华南最大氢燃料电池供氢中心改造项目正式投产, 年产能提升 3600 吨; 山西鼓励批量集中采购氢车, 研究出台高速费补贴政策; 氢内燃机将被纳入新版重柴车排放管理标准。

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：**产业链景气修复持续进行时，玻璃4月盈利水平有望继续大幅改善，测算头部电池片产能已实现盈利，各地新能源市场化交易新政紧锣密鼓制定中；重申4月内板块将迎来对需求侧悲观预期的修正、以及股价对基本面右侧的追赶。
- 一、光伏玻璃库存持续下降，4月新单仍有涨价动力，连续两周没有新窑炉点火，供需展望维持良好；电池片环节盈利持续修复，头部厂商开始实现盈利；重申“抢装”后的需求后劲最快将从4月中旬开始验证，并有望触发预期修正及股价对右侧基本面的追赶。
- 近期，在旺盛的终端需求和产业链各环节仍相对“克制”的供给释放共同作用下，光伏产业链大部分环节的测算盈利持续修复，部分此前库存相对较高的环节持续去库，对4月景气度继续向上打下坚实基础。
- 以光伏玻璃为例，尽管伴随3月产品价格的显著调涨，3月上半月内有三座合计日融化量3600吨的新窑炉点火（同时也有一座650吨/日的窑炉停产），但在整个3月下半年月内暂无新窑炉点火。截至3月末，光伏玻璃合计名义产能较2月底仅环增3%，显著小于3-4月预计平均可达20%左右的组件排产环比增幅。
- 据卓创资讯，整个3月内光伏玻璃持续处于去库过程，截至3月末，行业平均库存水平已降至27天，较春节后的年内库存高点大幅下降近20%。考虑到新窑炉的烤窑及调试时间，预计月内点火新产线具备批量供应合格品玻璃的时间点不早于4月底/5月初，而组件端4月排产预计仍有较显著的环比增长，因此4月内行业库存水平继续下降将是大概率时间，4月新单仍有较强的提价动能，同时考虑到4月成本端天然气将开始执行淡季价格，光伏玻璃企业4月盈利水平仍将处于快速改善的趋势中。
- 同时我们再次强调，由于当前产业界对下半年需求能见度偏低，这与去年同期产业对需求端一致乐观、并引发大量新窑炉集中点火的情况完全不同，考虑到需求预期、企业财务状况、停产窑炉（普遍未启动冷修）的状态，我们重申对光伏玻璃全年供需维持相对健康，头部企业盈利修复具备较强持续性的判断。
- 此外，主产业链上有效产能过剩幅度最小的电池片环节本周价格也仍在上行，头部企业盈利持续修复。据SMM数据，受分布式抢装需求拉动最明显的210R电池片供应紧缺，成交价格连续六周上涨至0.34元/W，183N电池开始执行0.31元/W价格。根据我们测算，头部企业210R电池片已有1-2分/W净利，综合考虑各型号产品出货比例后，整体仍在盈亏平衡以上。
- 再次重申，我们认为2025下半年终端需求不会出现市场普遍担心的“断崖式”下跌（3-5月并网装机高峰后的延期组件安装需求、当前被普遍推迟的海外订单交付支撑、沙戈荒大基地在下半年的集中启动、各省紧锣密鼓制定市场化交易新政策中），全年国内及全球需求增长仍可期。考虑到近期以430为政策节点的分布式项目为终端“抢装”需求主力，我们预计当5月的组件排产量在4月中旬形成一定能见度的时候，就是市场对下半年需求持续性的悲观预期开始得到修正、并触发股价开启对已经进入右侧的行业基本面追赶的时点。
- 二、投资建议：当前光储板块仍是业绩、情绪、关注度的三重底部，光伏量价已逐渐走向右侧，重申年度策略提出的“玻璃、电池片、新技术、大储”四大核心推荐方向，短期重点关注有望受组件排产拉升驱动而实现盈利改善弹性最显著的：玻璃、电池片、胶膜环节。
- 我们此前反复强调，低库存+严控产+终端需求复苏，将驱动春节后产业链量价修复，甚至因触发需求端“买涨不买跌”情绪而形成阶段性正循环，并建议大家在情绪低位布局。近期分布式及新能源入市政策节点的设置则一步放大了这种效果，产业链表现出的量价右侧强度超预期。
- 然而在近期产业链强势量价表现的衬托下，板块股价仍不温不火，我们认为主要还是市场观点认为近期的行业量价景气修复主要是由抢装需求驱动，担心抢装节点过后需求呈现“断崖式”下跌，并将行业景气度再次拖入谷底，甚至产业界目前也确实普遍反馈对下半年需求“看不清”。我们近期基于历史数据复盘与逻辑分析，从组件需求释放的平滑性、国内外出货的可调性、潜在需求端政策托举手段等角度，提出对下半年及全年需求不应过分悲观的判断，最快有望于4月中旬展望5月组件排产的时间窗口开启验证，并触发股价对基本面的追赶。
- 在几乎全行业亏损的背景下，光伏产业链（尤其是玻璃、电池片等供需偏紧、格局良好、年内供给恢复弹性弱的环节）将具备较强的涨价及盈利修复动力及持续性。重申推荐，首选α突出的光伏玻璃：信义光能、福莱特玻璃、福莱特等，电池片：钧达股份、爱旭股份，胶膜：福斯特等，其次是新技术（非贵金属化）及主链龙头。
- **风电：**江苏1.55GW新一轮竞配项目前期工作招标，要求2025年核准、2026/27年并网，浙江、河北等省海风产业布局加速，初步验证“十五五”需求的高景气，看好年内海风招标规模持续提升，带动行业信心走强及板块估值重塑。
- 江苏1.55GW新一轮竞配项目启动加速，26年海风景气度持续提升。3月26日，江苏省招标投标公共服务平台发布《盐城射阳北区H1#、盐城大丰H19#、盐城东台H4#/H6#海上风电项目前期专题报告编制及工程勘察设计招标公告》。根据公告，投标人提供的专题报告及技术文件应满足招标人在2025年取得核准批复，2026/27年投产的要求。我们认为伴随着江苏海风审批问题逐步解决，本轮竞配的海风项目的推进将会逐步回归常态化开发周期，项目从前期工作到中期招标再到并网的时间将会回归到2年左右，参考招标公告给的时间限制，本轮江苏海风竞



配项目预计最快将有望在今年完成招标并在 2026 年实现并网。

- 3 月 27 日, 浙江省海洋风电发展有限公司与海洋石油工程股份有限公司在杭州开展交流座谈, 双方深入交流深远海风电项目合作有关事宜; 3 月 24 日, 河北省秦皇岛市昌黎县人民政府与国电投智能新源科技举行投资合作签约仪式, 后者宣布建设北方地区大型海上风力发电基地; 3 月 24 日, 三峡集团总经理李富民与辽宁省大连市委副书记、市长陈绍旺一行座谈, 双方表示将进一步深化在海上风电等方面的合作。海风项目投资规模大, 需要的配套设施多, 各省海风产业布局加速初步验证预期需求的高景气, 并将有望在年内逐步转变为实质性的招投标订单, 进而带动市场情绪从“狼来了”的疑虑转变为基于强基本面的信心, 持续重点推荐海风相关受益标的。
- 东方电缆披露 2024 年年报: 在手订单创新高, 产能有望逐步释放。
- 公司披露 2024 年年报, 全年实现营 90.9 亿元, 同比增长 24.4%, 归母净利润 10.1 亿元, 同比增长 0.8%。其中 Q4 营收 23.9 亿元, 同比增长 22.1%, 环比下降 9.0%; 归母净利润 0.76 亿元, 同比下降 57.3%, 环比下降 73.6%。
- 预计受海风项目交付节奏影响, Q4 业绩略有波动: 公司 Q4 业绩同环比有所下降, 我们认为主要受海风项目交付节奏影响, 从收入结构来看, Q4 毛利率较低的陆缆收入占比约 72%。从目前公司在手订单项目推进情况来看, 订单价值量较高的阳江帆石一、青州五等项目均已实现开工, 公司海缆产品有望逐步进入交付阶段。
- 产品结构持续优化, 海缆单价有所提升: 公司 2024 年实现海缆收入 27.8 亿元, 同比微增 0.4%, 实现海缆毛利率 39.6%, 同比下降 9.6pct, 预计主要受海外项目盈利不及预期及原材料价格影响; 测算 24 年海缆销售单价约 351 万元/公里, 同比提升 8%, 预计主要受价值量更高的高电压等级交付占比影响。公司优势区域广东省高电压海风项目储备规模较大, 公司海缆产品结构有望持续优化。
- 在手订单创历史新高, 验证当前海风景气上行: 受益于海风景气上行, 项目招投标规模增加, 公司在手订单大幅增长, 截至 3 月 21 日, 公司在手订单约为 180 亿元, 环比 10 月增长 95%, 创历史新高。从结构来看, 海缆订单 88 亿元, 环比+199%, 创历史新高; 海洋工程 28 亿元, 环比+100%; 陆缆订单 64 亿元, 环比+30%。
- 新增产能逐步释放, 迎接海风黄金发展期: 据公司年报披露, 截至 2024 年底公司阳江海缆生产基地工程进度达 75%, 我们预计有望在 2025 年逐步达产, 年内贡献新增产能从而满足当前在手订单交付需求。此外, 公司计划在 2025 年启动北部(山东)产业基地建设, 有望建立区位优势, 加速订单获取。
- 根据公司年报及我们对行业最新判断, 预测 2025-2027 年归母净利润分别为 18.6、22.9、26.5 亿元, 对应 PE 为 18、15、13 倍, 维持“买入”评级。
- 金雷股份披露 2024 年报, 景气上行带动出货高增, 零部件重回通胀。
- 全年实现营收 19.7 亿元, 同比增长 1.1%; 实现归母净利润 1.73 亿元, 同比降低 58.0%, 处于此前披露的业绩预告范围下限。Q4 实现营收 6.54 亿元, 同比增长 7.2%, 环比增长 9.0%; 实现归母净利润 0.24 亿元, 同比降低 71.8%, 环比降低 68.0%。公司发布 2025 年一季度业绩预告, 预计 25Q1 实现归母净利润 0.50-0.56 亿元, 同比+71.0%-91.5%
- 受铸件产能爬坡影响, 公司 24 年业绩承压: 2024 年公司整体毛利率为 21.3%, 同比下降 11.7pct, 其中风电铸锻件毛利率 19.3%, 同比下降 14.2pct, 其他铸锻件毛利率 29.8%, 同比下降 7.0pct, 预计主要受公司铸造项目产能爬坡, 规模效益尚未形成, 折旧摊销等成本费用较高影响所致, 公司铸造业务子公司金雷重装 2024 年实现净亏损 1.2 亿。
- 风机大型化应用加速, 产能稀缺助力铸件环节重回通胀: 在下游整机大型化占比迅速提高的背景下, 风机铸件需求旺盛, 根据公司一季度业绩预告披露, 一季度公司铸造产品价格有所上涨, 考虑到风电零部件谈价一般为一年一谈, 预计全年铸件出货价格有望实现同比提升, 带动铸造业务实现盈利修复。
- 25 年风电景气上行, 产能利用率提升盈利有望修复: 据不完全统计 2024 年国内风机招标规模接近 160GW, 同比+93%, 行业景气度持续提升, 据公司业绩预告显示, 25Q1 锻造风电主轴、铸造风电产品出货量均大幅提升。公司铸造业务固定成本较大, 随着下游需求持续释放, 公司铸造产能有望快速释放, 有望形成规模效益带动公司盈利能力实现修复。
- 根据公司年报及我们对行业最新判断, 预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 4.0、6.0、7.2 亿元, 对应 PE 为 17、12、10 倍, 维持“买入”评级。
- 嘉泽新能披露 2024 年年报, 项目开发向外拓展, 资产结构有望优化。
- 公司全年实现营收 24.2 亿元, 同比增长 0.8%; 实现归母净利润 6.3 亿元, 同比下降 21.5%。其中, Q4 实现营收 6.1 亿元, 同比增长 5.6%; 实现归母净利润 0.79 亿元, 同比下降 48.4%。
- 规模增长平抑新能源入市影响, 发电业务保持稳定: 受各省新能源入市试点政策影响, 公司弃电率及上网电价均有所波动, 2024 年公司弃风/弃光率分别为 4.2%/4.7%, 同比+1.2pct/+3.0pct; 风/光上网电价分别为 0.45/0.36 元/度, 同比-0.02/-0.09 元/度。但受益于装机规模的提升(24 年底并网容量同比+12%)以及对项目的精细化管理, 24 年“新能源电站开发-建设-运营-出售”业务实现收入 22.8 亿元, 同比-0.14%, 实现毛利率 62.71%, 同



比-0.16pct，整体保持相对稳定。

- 项目开发向外拓展，资产结构有望逐步优化：公司宁夏地区销售占比超90%，依托产业投资与项目开发一体化推进的模式，公司加速向外布局电站项目。现有开发项目主要位于黑龙江、广西等地区，两省燃煤标杆电价分别为0.37元/度和0.42元/度，较宁夏0.26元/度有较大幅度提升，且黑龙江、广西对于新能源参与市场化交易的政策较为友好，风资源情况较好，预计投产后有望为公司带来较高的盈利增量，优化公司资产结构。
- 电站运维积累深厚，全面入市背景下优势有望凸显：2月9日，国家发改委及能源局发布“136号文”，新能源迈入全面入市阶段，对运营商市场化交易提出更高要求。公司市场化交易经验丰富，早在2021年8月子公司宁夏嘉骏便获得售电（代理）资质，在全国范围内为多个新能源项目提供专业化交易托管服务，我们认为新能源全面入市背景下公司积累的交易经验有望贡献超额收益。
- 年度分红政策落地，预计每十股派息1元：公司拟向全体股东每10股派发现金股利约1元（含税），预计共计派发现金股利2.43亿元（含税），占当期归属于母公司股东的净利润的38.63%。
- 根据公司年报及我们对行业最新判断，调整2025-2027年归母净利润预测至6.6、7.7、9.3亿元，对应PE为15、13、10倍，维持“买入”评级。
- 2025年海陆高增趋势明确，国内海外需求共振，我们重点推荐三条更具盈利弹性的主线：
- 1) 受益于“两海”需求高景气、海外订单外溢，盈利有望向上的海缆、单桩环节，重点推荐：东方电缆、海力风电，建议关注：中天科技、大金重工、泰胜风能；
- 2) 受益于国内价格企稳回升、海外收入结构提升驱动盈利趋势性改善的整机环节，重点推荐：运达股份、金风科技、明阳智能，建议关注：三一重能；
- 3) 受益于大兆瓦风机占比加速提升，短期供给格局良好具备提价基础的大型化铸锻件、叶片环节，重点推荐：金雷股份、日月股份；建议关注：中材科技等。
- 电网：1) 国网25年特高压设备1批招标公示，招标金额19.6亿元，需求主要来自烟威工程、平圩电厂、大同-天津南1000kV交流工程，重申25年是特高压核准交付大年，特高压设备招标存在超预期空间；2) 伊戈尔、金杯电工、南网科技、云路股份披露2024年度业绩报告，整体业绩兑现度处于合理区间，符合市场预期。
- 3月28日，国家电网25年特高压设备1批招标公示，招标金额19.6亿元，需求主要来自烟威工程、平圩电厂、大同-天津南1000kV交流工程。分产品招标金额看，1000kV组合电器14.1亿元，1000kV电抗器1.8亿元，二次设备1.3亿元，三类产品合计占本批次总金额87%。分上市公司中标金额看，平高电气3.1亿元、保变电气1.8亿元、国电南瑞0.5亿元、风范股份0.34亿元、中国西电0.3亿元、许继电气0.3亿元。重申25年是特高压核准交付大年，特高压设备招标存在超预期空间，关注板块底部布局机会。
- 3月28日，伊戈尔、金杯电工、南网科技、云路股份分别披露2024年度业绩报告，整体业绩兑现度处于合理区间，符合市场预期：
 - ① 伊戈尔：24年实现营业收入46.4亿元，同比+27.8%，归母净利润2.9亿元，同比+39.8%。公司坚持国际化、多元化道路，加快全球化产业布局，市场拓展取得有效进展，订单较上年同期显著增加。目前公司在全球拥有7个生产基地，全球产能布局初见成效。
 - ② 金杯电工：24年实现营业收入176.7亿元，同比+15.5%，归母净利润5.7亿元，同比+8.8%。电磁线板块成为公司增长的重要引擎，全年实现营收66.1亿元，同比+31.7%，其中新能源车用扁线发货量同比+60%，利润贡献占比已突破40%。公司布局产能扩张及海外市场，无锡基地新增产能已投产，湘潭新能源三期等项目正在建设中，捷克生产基地建设顺利推进，预计2025年底或2026年初实现投产。
 - ④ 南网科技：24年实现营业收入30.1亿元，同比+18.8%；归母净利润3.7亿元，同比+29.8%。公司储能技术市场拓展显著，中标了广东省能源集团、深南电(中山)等多个大型项目；在智能监测设备领域的市场占有率稳步提升，输电监测3个品类产品在南方电网公司集中采购中中标份额均排名第一。
 - ⑤ 云路股份：24年实现营业收入19.0亿元，同比+7.2%，归母净利润3.6亿元，同比增长8.7%。公司非晶产业全球布局与场景化应用成效显著，非晶产品已远销超30余个国家，在工业、建筑、轨道交通、数据中心等领域实现非晶材料规模化应用突破，非晶干式变压器市场销售量同比增长50%以上。
- 25年我们持续推荐电力设备板块三条具有结构性机会的投资主线：
- 1) 电力设备出海——①逻辑：我国电力设备（智能电表、变压器、组合电器等）出口景气度上行趋势明显，海外供需错配严重，部分电气设备处于大规模替换阶段，前期积极出海的龙头有望迎来一轮估值重塑。②后续催化：海外重点地区电网投资规划和落地方案、海关总署出口数据超预期、个股海外订单/出货/业绩超预期。③看好在海外市场产能、渠道布局领先，具备客户基础、竞争优势的电力设备出口龙头企业，建议关注：思源电气、三星医疗、金盘科技、海兴电力、华明装备、神马电力、伊戈尔、明阳电气。



- 2) 特高压线路&主网——①逻辑: 新型电力系统建设大背景下, 风光大基地的外送需求强烈, 国网最为紧迫的第一要事是完成远距离新能源消纳, 因此特高压为后续电网很长一段时间投资的主要方向, 2025 年预计开工 4 条特高压直流线路, “十五五”期间有望保持高投资强度。②催化: 新增披露线路、柔直渗透率提升、项目招标金额/个股中标份额超预期、个股业绩超预期或兑现节奏提前; ③25 年重点把握特高压核准开工加速打破“弱现实”(或进而带来的批次招标增长)与企业业绩兑现的共振点、重点企业网内横向品类扩张&纵向更高电压等级突破进展。建议关注: 思源电气、平高电气、长高电新、中国西电、许继电气、国电南瑞、国网信通、大连电瓷、四方股份。
- 3) 配用电环节——①逻辑: 出台《配网高质量发展指导意见》、《增量配电业务配电区域划分实施办法》, 顶层对于配网建设的重视程度超过往年。用电环节, 考虑到配件、通信模块、A 级单相电表仍有较大招标或存量替换空间、新标准施行等因素持续催化, 2025 年电表单价存在修复空间, 电表新一轮替换高峰有可能延续至 2026 年及以后。②催化: 顶层政策出台、网省招标超预期、个股中标突破/份额提升。③市场对配网(尤其设备端)投资力度加大的感知将逐渐强烈, 头部企业业绩逐步兑现将验证此点, 建议关注: 三星医疗、东方电子、许继电气、威胜信息、平高电气、海兴电力。
- **氢能与燃料电池:** 中石化加氢站整体盈利能力持续改善, 2024 年共建成加氢站 142 座。中石化为氢能行业发展先锋, 公司氢能业务的发展情况可代表行业的发展趋势, 尤其是加氢站和绿氢项目。加氢站方面, 公司可持续发挥成品油销售业务一体化优势, 拓展更多用氢场景, 以示范带动氢能交通规模化利用, 持续打造“油气氢电服”综合能源服务商。2024 年, 公司加氢站整体盈利持续改善, 在目前所经营加氢站中, 部分负荷较高、毛利较好的加氢站已经实现盈利。此外, 在绿氢项目端, 公司将加快绿电业务规模化布局, 提升绿氢炼化项目运营水平; 并且打造用氢场景, 以示范项目带动氢能规模化利用。
- 北京国际氢能大会展览为制氢端居多, 碱槽占据半壁江山。第四届国际氢能大会暨国际氢能及燃料电池产业展览会本周在北京国家会议中心举行, 展馆以制氢端为主, 包括中国电解槽及产业链零部件企业, 其中电解槽整机厂近 50 家; 燃料电池企业仅捷氢科技携手东岳、嘉资以及济平等供应链企业以联合布展的方式出现, 行业热度集中在制氢端, 制氢端内又是碱槽和零部件为主。此外, 多家企业展出了单台 1MW 的 AEM 电解槽, AEM 热度延续。整体看, 行业洗牌趋势确定, 能拿到订单并得到下游客户认可是当前重点, 行业产业链整合已经开始。
- 重点看好绿氢一体化项目方向, 把握制氢设备和绿色运营商机遇:
 - (1) 行业拿订单并在项目现场实地验证是现阶段的重点, 制氢设备的渠道优势和一体化优势是关键, 首选能源央企下属或合作公司, 建议关注: 华电科工、华光环能、昇辉科技;
 - (2) 绿醇绿氨的崛起为绿氢和电解槽带来更多的发展机会, 布局高价值量及关键核心装备: 风电和光伏产业链、绿氢合成氨/醇技术与设备、生物质处理的企业将率先受益: 吉电股份、中国天楹、森松国际。
 - (3) 燃料电池方向: 示范、补贴、降本三重因素将推动燃料电池汽车放量落地, 对应带动系统、电堆、储氢瓶等价值量高的燃料电池零部件率先受益, 建议关注燃料电池系统头部企业: 亿华通、国鸿氢能; 储、运氢瓶头部企业: 中集安瑞科、国富氢能; 检测设备头部企业: 科威尔。
- **新能源车&整车:** 比亚迪 24 年财报发布整体符合预期; 领克 900 正式开启预售;
- **汽车周销量:** 3 月 1-23 日乘用车销售 115.4 万辆电车 62.2 万辆
- **乘联会口径:** 1) 乘用车: 3 月 1-23 日, 乘用车市场零售 115.4 万辆, 同/环比+18%/+25%, 25 年累计零售 433 万辆, 同比+5%。全国乘用车批售 132.1 万辆, 同/环比+16%/+33%, 累计批售 518.6 万辆, 同比+13%。
- 2) 新能源: 3 月 1-23 日, 新能源市场零售 62.2 万辆, 同/环比+30%/+40%, 25 年累计零售 204.8 万辆, 同比+34%; 新能源批售 67 万辆, 同/环比+35%/+30%, 累计批售 238.9 万辆, 同比+44%。
- **比亚迪 24Q4 及 24 年财报点评:** 业绩符合预期, 经营地位稳固
- 3 月 24 日, 比亚迪发布 24 年全年财报:
 - 1、营收: Q4 汽车销售 152.4 万辆(包含商用车), 同/环比+61.7%/+34.3%, 营收 2748.5 亿元, 同/环比+52.7%/+36.7%; 其中汽车及电池业务营收 2196.7 亿元, 同/环比+54.4%/+39.4%。剔除比亚迪电子后, 我们计算 Q4 单车 ASP 为 14.4 万元, 同/环比-4.5%/+3.8%。24 年累计销售 427.2 万辆, 同比+41.1%, 其中乘用车 425.5 万辆, 营收 7771 亿元, 同比+29%, 单车 ASP14 万元, 同比-12.1%。
 - 2、费用: 还原会计准则变动的 123.7 亿元影响后, 我们计算 Q4 销售/管理/研发费用率分别为 4.6%/2.3%/7.2%, 环比-0.2pct/-0.1pct/+0.4pct。
 - 3、利润: 还原会计准则变动后, 我们计算公司 Q4 毛利率 21.5%, 同/环比+0.3pct/-0.4pct; 其中汽车业务毛利率 25.5%, 同/环比+0.4pct/-0.1pct; Q4 归母净利 150.2 亿元, 同/环比+73.1%/+29.4%, 去除比电 Q4 单车净利 0.93 万元, 同/环比+9.8%/+0.1%。24 年毛利率 21%, 同比+0.8pct; 归母净利 402.5 亿元, 同比+34%; 单车净利 0.88 万元, 同比-3.1%。



- 点评：1、业绩符合预期，毛利率、单车净利等核心指标环比维持稳健：1) Q4 公司 Z9 GT/豹 8 等高端车上市，高端车占比环比小幅抬升，拉高单车 ASP 及单车成本。但为缓解市场竞争压力，公司于 Q4 推出的终端折扣，与 DM 5.0 车型换代及规模效应相抵消，因而毛利率整体维持稳健；2) 费用板块，公司持续加大支出，Q4 研发费用、销售费用环比大幅提升，压低净利润，导致单车净利润维持稳健。
- 2、规模效应、全栈自研下优秀成本优势显著，公司经营地位稳固。低成本带来利润空间，是比亚迪最大的竞争优势：公司可以利用低成本，不断发动价格战或者利用配置增加降价，挤压竞争对手利润，从而出清市场竞争对手，因而先后形成了 DM 5.0/高速 NOA 及高压快充三轮新车周期波动。目前看，仅有少数车企对公司勉强具备跟进能力，其他车企则已经不具备与比亚迪进行价格对垒的能力。
- 由此展望 Q1，虽然市场处于传统淡季，但公司业绩预计稳健、竞争优势仍稳固，我们预计公司 Q1 归母净利润同比或有大幅提升，持续看好。
- **吉利领克 900 开启预售：定价符合预期订单略超预期，电车板块扭亏加速**
- 事件：3 月 25 日晚，吉利领克 900 正式开启预售，新车定位大六座插混 SUV，配备 EM-P 动力系统和 SPA-Evo 架构；车身尺寸 5240/1999/1810mm，轴距 3160mm，预售价 33-43.5 万元，整体符合预期，主要竞争对手为理想 L8/问界 M8 等。
- 点评：1、竞品角度看：新车主力款车型应为 1.5T halo/Ultra 版本，预售价 33/35.8 万元。新车车身尺寸与理想 L9/问界 M9/腾势 N9 基本一致，轴距在四者中略大，但定价和理想 L8/问界 M8 接近。新车相对竞争对手的优点在于：1) 车身尺寸更大，车内空间更大；2) 舒适度配置更佳，如三排配备座椅按摩、Ultra 版标配 31 扬声器哈曼卡顿音响及二排旋转座椅、尺寸更大的后排娱乐屏、后备箱天地门等；3) 预售定价相对问界 M8 更低，但相比理想 L8 Pro 略贵。
- 整体看，领克 900 本次定价体现了吉利错位定价思路仍在延续，因而小订表现较好。但预售阶段并不彻底，事实上作为错位竞争产品，尤其吉利系目前智驾能力不足（低配仅采用 H5 智驾，2.0T 才有 H7）、领克在高端品牌力较弱，起售价应低于理想 L8（32.18 万元），正式上市仍需继续降价，目前的小订是对产品力的认可，但观望情绪较重，我们预计最终起售价格将继续下探。
- 2、高毛利新车批量上市，协同效应放量，吉利电车扭亏加速。1) 吉利银河：降本后毛利率大幅提升，今年 5 款新车批量上市，全年盈利有望转正；2) 极氪&领克：领克 900 上市后作为高毛利产品，将协助领克扭亏；此外，根据公司披露，整合研发费用将有缩减，结合同样高毛利的极氪 9X/8X 将在下半年上市，预计全年港股口径有望小幅盈利，公司全年盈利存在超预期可能。
- **持续看好 25 年车市需求，看好整车车企销量及业绩兑现，关注 AI+机器人+智能化下整车车企边际估值重塑机会。**
- 1、**持续看好 25 年市场需求：**政策已出台，新车周期到来，看好 25 年市场销量维持强势。1) 需求端：1 月 8 日国家发改委已下发 25 年以旧换新政策，政策刺激下 25 年需求无忧，考虑以旧换新政策对电车将有一定倾斜，预计全年需求、尤其是全年电车需求将维持强势，电车渗透率有望破新高；2) 供给端：24 年受市场价格战影响，车企新车有后延现象，25 年电车市场将迎新一轮新车潮，比亚迪、吉利汽车、小鹏汽车、理想汽车等主流车企均将进入新车周期，新车供给提升将刺激电车需求持续释放。
- 2、**看好乘用车板块。**25 年的市场是竞争更加激烈的市场，25 年的整车市场是竞争加剧的市场，我们从基本面、信息面、情绪面三个维度，综合考量乘用车整车板块的投资策略，其中：
- 1) **从基本面兑现角度：**推荐强爆款打造能力+强新车周期的比亚迪、小鹏汽车和零跑汽车，关注吉利汽车，在“以旧换新”政策加持下，以上公司 25 年具备业绩超预期之可能；
- 2) **从信息面角度：**边际关注华为系新车周期动态，长期建议关注具备稀缺性、唯一性的江淮汽车，25 年边际关注赛力斯（问界 M8，爆款确定性最强）、北汽蓝谷（享界 S9 增程+后续 SUV）、上汽集团（新品牌尚界新车年底上市）；
- 3) **从情绪面角度：**关注智驾浪潮下港股汽车股向科技股估值切换机会，其中的软件壁垒将使得市场竞争出现明显的滚雪球效应，先发优势强者胜；若市场乐观情绪维持，则建议关注软件打造能力强、当前软硬件布局积极的新势力车企，关注小鹏汽车+理想汽车+小米集团。
- **锂电：**
- 3 月 25 日，中国证监会正式向宁德时代出具了其 H 股发行的备案通知书。整个过程从受理到获批仅耗时 25 天，这一速度创下了近年来中国企业境外上市备案的最快纪录之一。此次高效获批不仅标志着宁德时代即将成为“A+H”两地上市的企业，距离实现这一目标仅剩最后一步，同时也意味着其全球化战略进入了加速发展阶段。港股上市将有助于宁德时代拓宽融资渠道，筹集更多海外资金用于支持全球化布局，吸引更多国际投资者的关注。此外，港股上市有助于优化股东结构，增强跨境资源整合能力，推动公司长期国际化战略的发展。
- **募集资金用途：**根据招股说明书，宁德时代计划发行不超过 220,169,700 股境外上市普通股（H 股）。本次募集资金将主要用于以下几个方面：海外产能扩张：约 60% 的资金将用于扩大公司在欧洲等地的生产能力，如匈牙利德



布勒森基地建设年产 100GWh 的电池生产线，以及与 Stellantis 合资的西班牙磷酸铁锂工厂等项目。技术研发投入：大约 20% 的资金将投入到固态电池、钠离子电池等前沿技术的研发中，以保持公司在技术领域的领先地位。补充营运资金：剩余 20% 的资金将用于补充公司的运营资金，帮助应对锂价波动及地缘政治风险。

- **亿纬锂能全极耳圆柱新品首发，推出倍率型圆柱电池全面解决方案。**2025 年 3 月 24 日，亿纬锂能重磅发布 18650 30PL 与 21700 50PL 两款全极耳圆柱电池新品，采用创新全极耳结构设计，标准尺寸下性能全面升级，超低阻抗+高效热管理+超高可靠性，探索圆柱电池技术与能效新高度。18650 30PL 全极耳圆柱电池功率突破 10Kw/kg，较传统 18650 电池提升 100%+；支持 40A 持续放电 4.5min，较传统 18650 电池提升 200%；单体能量达到 10.95Wh，续航突破，较传统 18650 电池提升 20%；超快充技术，可实现 9min 补能 80%，同时具备 1500+ 次超长循环。21700 50PL 全极耳圆柱电池实现 36C 超高电流秒级脉冲放电，支持 40A 持续放电 7.5min，较传统 21700 电池提升 150%；能量密度突破 273Wh/kg，较传统 21700 电池提升 20%；超快充技术，同样可实现 9min 补能 80%，同时具备 1000+ 次超长循环。
- **蔚来首款半固态电池卡车正式发布，加速中国商用车新能源转型。**2025 年 3 月 20 日，时代汽车宣告其首款半固态电池卡车祥菱 Q 正式发布。祥菱 Q 搭载福田自主研发的 40.18kWh 和 50.23 两款半固态电池，标志着商用车正式迈入“高能量密度”新时代。重点打造“长寿命、高安全、补能快”三个核心竞争力：电池质保 8 年/40 万公里，单体电芯循环寿命 6400 次，同时；配有四重防火措施，电芯全方位针刺枪击不起火，浸在 1 米水中，96 小时功能不失效；充电 10 分钟续航 70 公里，自然冷却下可达到 1.2C 充电倍率，30%-80% 电量区间快充仅需 25 分钟，大大提升补能效率。在整车可靠性方面，福田祥菱 Q 爱易科产品通过 20 台耐久样车 36 万公里极限坏路试验和 150 万公里全区域、全工况社会道路试验验证，确保整车 10 年 30 万公里无大修。
- **美国固态电池公司 ION 成功下线无阳极、无压缩多层陶瓷固态电池，计划进入电动车市场。**2025 年 3 月 27 日，ION Storage Systems (简称“ION”) 成功利用半自动化生产线生产出首款多层陶瓷固态电池 (SSB)。这一进展延续了 ION 在 2024 年 2 月底的公告，当时其单层 40×40mm 电池容量提升 25 倍，循环次数突破 1,000 次。此外，2024 年 8 月，ION 宣布其无阳极、无压缩设计的 SSB 已实现 800 次循环，解决了长期困扰 SSB 发展的压缩问题。ION 的 SSB 采用独特的 3D 陶瓷结构，无需传统负极材料，使其更安全、更易量产，已达到 ARPA-E 和能源部车辆技术办公室在室温下的快速充电目标。ION 计划进入电动汽车市场，并已与 OEM 厂商接触，短期内主要专注于消费电子、可穿戴设备和军用领域，未来扩展至电动汽车和长时储能市场。
- **25 年，我们看好锂电周期触底反转，龙头公司和技术变革是主基调。**
- (1) 周期：电池投资时钟转动到产能利用率触底提升，细分赛道龙头公司和部分产能紧缺赛道全面行情启动。电池作为周期成长赛道，需求增速、产能和库存周期是产业链基本面的核心影响因素。25 年是需求增速和产能增速基本匹配，龙头公司结构性行情将持续。部分环节如高压实铁锂、六氟磷酸锂等需求增速高于供给增速，25 年 5 月开始，随着行业产能利用率边际上行，高压实等供需平衡表大幅改善的赛道或出现量价弹性。
- (2) 格局：细分赛道龙头仍是最佳配置策略。从成本和产品差异度看，电芯、结构件、负极、铁锂、三元前驱体、隔膜等赛道，龙头公司产品和成本竞争优势明显，行业将维持龙头公司作为行业最优质产能的产能利用率率先打满的态势，业绩兑现度最确定、弹性也最强。
- (3) 成长：①25 年复合集流体等将打响电池材料技术迭代第一枪。我们认为，复合铜箔 25 年将迎来 0-1 大规模应用在即。复合铝箔 (MA) 24 年已在 3C 数码、车端实现实现小批量出货，复合铜箔 (MC) 23 年行业解决了 pp 膜的掉粉、方阻等产品质量问题，24 年围绕磁控溅射和水镀设备效率和降本问题进行了快速迭代，目前行业正在解决复合集流体电芯生产线的良率和成本问题，有望逐步达到批量应用条件。长期看，复合集流体是电池材料技术大迭代周期的起点。产业链按照投资弹性依次为制造、设备和基膜；②固态等产业化加速。随着产业研发投入力度大幅加强，固态电池产业化将加速。从技术迭代 roadmap 角度看，负极将是率先开启技术革新：复合集流体+硅碳，随后是壳体、电解质等。固态电池的产业化前景是确定的，但迭代到固态的技术路线是渐进式的，材料的技术革新行情将会按照技术和产业逻辑依次展开。
- **投资组合：**
- 光伏：推荐：信义光能、钧达股份、福莱特 (A/H)、聚和材料、阿特斯、阳光电源、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：阿特斯、阳光电源、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。
- 风电：推荐：东方电缆、日月股份、海力风电，建议关注：运达股份、金风科技、明阳智能、金雷股份、大金重工、中际联合、中天科技、中材科技。
- 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。
- 电力设备与工控：推荐：三星医疗，建议关注：海兴电力、思源电气、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、麦格米特、宏发股份、许继电气。

- 新能源车：推荐：比亚迪，小鹏汽车，零跑汽车；建议关注：吉利汽车，理想汽车，赛力斯，江淮汽车。
- 锂电：推荐：宁德时代、亿纬锂能、科达利，建议关注：富临精工、豪鹏科技、欣旺达、蔚蓝锂芯、东方电热、信德新材、湖南裕能、中科电气、尚太科技、星源材质、容百科技、璞泰来、万润新能、龙蟠科技、天赐材料、恩捷股份。

产业链主要产品价格及数据变动情况及简评

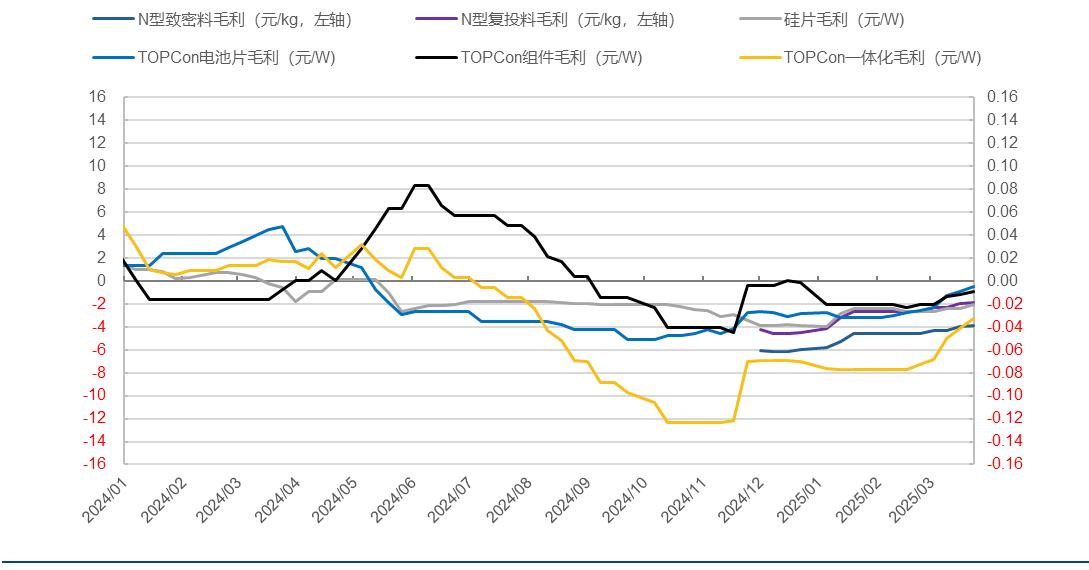
光伏产业链

要点：<1>截至3月26日，本周中下游价格继续上涨，其余环节基本持稳。

<2>当前光储板块仍是业绩、情绪、关注度的三重底部，光伏量价已逐渐走向右侧，重申年度策略提出的“玻璃、电池片、新技术、大储”四大核心推荐方向，短期重点关注有望受组件排产拉升驱动而实现盈利改善弹性最显著的：玻璃、电池片、胶膜环节。

- 1) 硅料：硅料价格已突破所有企业现金成本，企业减产幅度加大；
- 2) 硅片：硅片盈利持续承压，部分二三线企业因成本压力停产；
- 3) 电池片：电池片盈利持续修复，头部企业进入盈亏平衡附近；
- 4) 组件：除部分海外高盈利市场外，组件整体盈利承压。

图表1：主产业链单位毛利趋势（测算，截至2025/3/26）



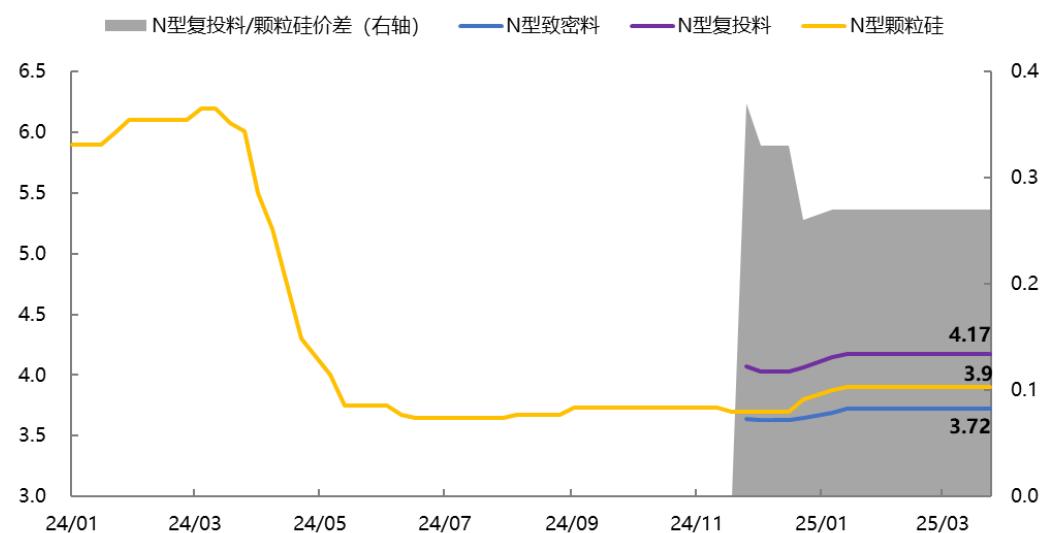
注：单位毛利为测算值，实际因各家企业库存及技术水平不同有所差异，建议关注“变化趋势”为主。

产业链价格描述：

- 1) 硅料价格持稳：3月整体成交量低于预期，下游企业去库意愿强烈，本周开始下月订单签订、仅少量成交，预计行业库存呈持续下降趋势；现阶段行业对中长期需求态度较为消极，硅片企业多晶硅库存大幅下降、硅料企业库存增加，短期硅料端涨价动力不足，平稳运行为主。截至3月26日，多晶硅期货主力合约收盘价为4.36万元/吨。



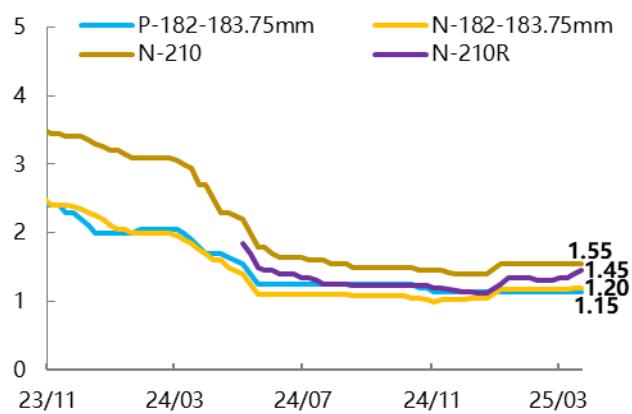
图表2：多晶硅料及工业硅价格（万元/吨）



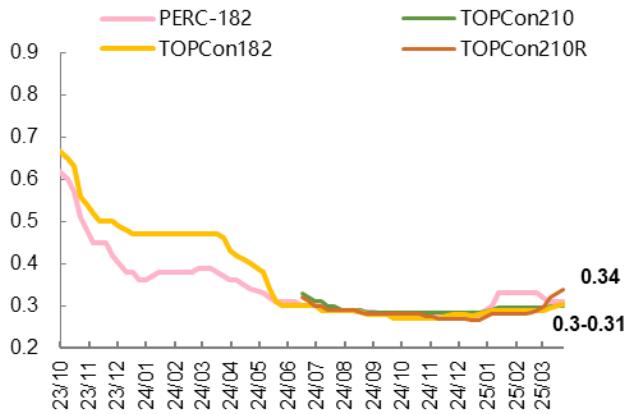
来源：PVInfoLink、硅业分会，国金证券研究所，截至 2025-03-26

- 2) 210RN 硅片价格上涨：下游抢装节点将至，分布式需求强劲，硅片成交价持续上涨、厂家报价仍在持续上调。
- 3) 电池片价格上涨：政策因素带动终端需求上升，G12R 电池片供应紧缺，成交价格连续六周上涨至 0.34 元/W，183N 电池端开始执行 0.31 元/W 价格，落地情况有待观察；根据我们测算，头部企业 G12R 电池片已有 1-2 分净利，考虑 183N 生产占比后，整体仍在盈亏平衡以上。

图表3：硅片价格（元/片）



图表4：电池片价格（元/W）



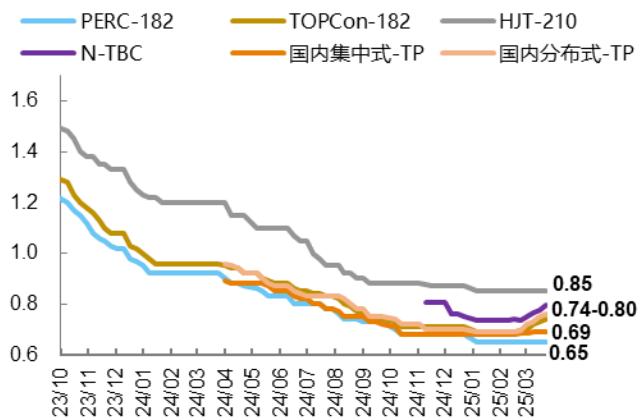
来源：PVInfoLink、硅业分会，国金证券研究所，截至 2025-03-26

来源：PVInfoLink，国金证券研究所，截至 2025-03-26

- 4) 组件价格小幅上涨：分布式抢装节点逼近，本周新签订单价格上涨至 0.75-0.77 元/W，集中式项目近期交付体量少，成交区间小幅上移至 0.635-0.73 元/W；组件厂家基本遵循自律、谨慎排产。
- 5) 海外价格基本持稳：TOPCon 分区价格，美国开始关注印尼、老挝产品，受政策影响买方意愿降低，东南亚输入价格小幅下探至 0.2-0.27 美元，本地生产报价上行至 0.33-0.34 元/W；亚太区域受近期中国电池片涨价影响小幅上行约 0.09 美元，其中印度市场价格约 0.14-0.15 美元；欧洲约 0.085-0.1 美元，澳洲区域约 0.09 美元，巴西约 0.08-0.095 美元，中东约 0.085-0.09 美元，拉美 0.08-0.095 美元。HJT 执行价 0.095-0.12 美元，PERC 执行价 0.07-0.08 美元，N-TBC 执行价 0.1-0.11 美元。

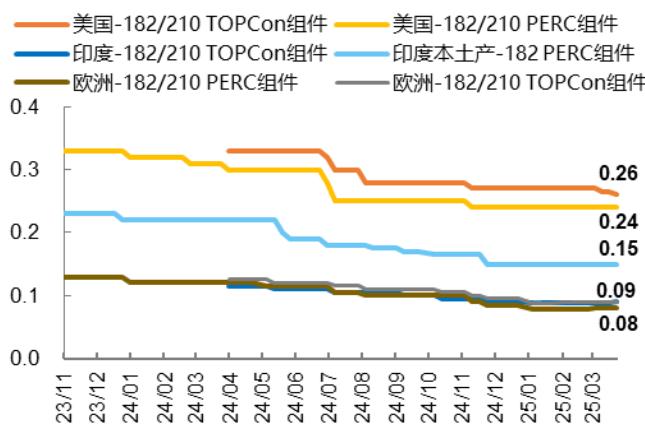


图表5：组件价格 (元/W)



来源：PVInfoLink, 国金证券研究所, 截至 2025-03-26

图表6：各区域组件价格 (USD/W)

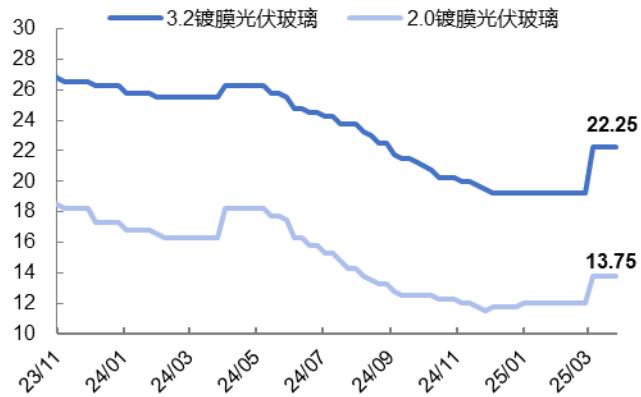


来源：PVInfoLink, 国金证券研究所, 截至 2025-03-26

6) 光伏玻璃价格持稳：下游组件企业开工率提升、需求支撑良好，供应端生产稳定，部分新产能投产，但产能爬坡需要时间、短期供应变化不大，玻璃厂商订单跟进充足，库存天数环比下降 1.43 天至 27 天左右。

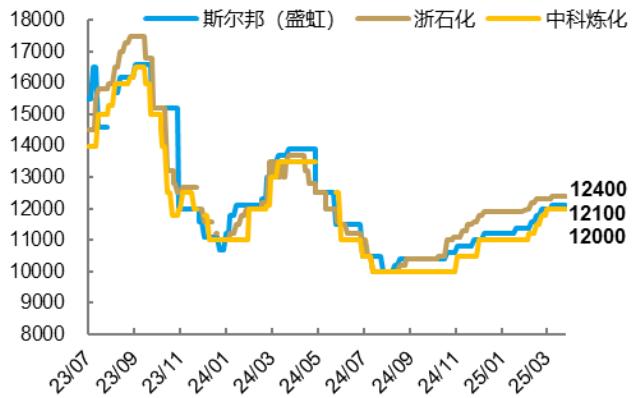
7) EVA 树脂价格持稳：组件企业抢装提产、胶膜需求大幅提升，EVA 料市场库存保持较低水平，光伏料价格在 11550-11950 元/吨。

图表7：光伏玻璃价格 (元/平)



来源：PVInfoLink, 卓创资讯, 国金证券研究所, 截至 2025-03-26

图表8：光伏 EVA 树脂报价 (元/吨)



来源：卓创资讯, 国金证券研究所, 截至 2025-03-28



锂电产业链

1) MB 钴本周价格波动: 3月 28 日, MB 标准级钴报价 15.75 美元/磅, 较上周下降 2.17%; MB 合金级钴报价 19.25 美元/磅, 与上周持平。

根据百川盈孚, 供应方面: 本周国内多数电解钴冶炼厂满负荷生产, 个别企业有减产停产操作, 但未对整体造成明显影响, 市场供应保持充足状态。

需求方面: 本周欧洲钴市需求平淡, 国际钴价稳中下调。国内下游磁材及合金市场整体需求未有明显好转, 场内仍多以刚需采购为主导模式, 实际成交寡淡。

成本方面: 本周国际钴价下调, 截至目前标准级钴报价区间在 15.0-16.50 美元/磅, 合金级钴报价为 18.3-20.0 美元/磅, 原料主流供应商系数维持在 72%-75%; 钴矿价格-CIF 到岸运行于 11.1 美元/磅, 与上周价格相比不变; 钴原料市场均价为 11.5 美元/磅, 周内价格不变。国内冶炼厂生产成本随之调整。

2) 锂盐本周价格持平: 3月 28 日, 氢氧化锂报价 6.99 万元/吨, 较上周持平; 碳酸锂报价 7.46 万元/吨, 较上周持平。

根据百川盈孚, 本周期货市场小幅回弹, 现货价格微幅上涨。现货市场, 期现商报价减少, 基差呈上行趋势, 部分贸易库存较少, 多以收货为主。锂盐厂散单出货较少, 部分企业平水或升水出货, 或以预售形式出货。下游在周内低位积极补货, 价格回涨后多观望情绪。

供应端: 本周碳酸锂产量维持高位, 企业增量有限, 外采企业多亏损经营, 下月某四川大厂检修。头部大厂维持长单出货, 散单报价较高, 普遍捂货惜售, 现货流通减少, 中小企业多寻矿维持生产, 仅少量出货。行业库存总量仍有累库, 盐厂控销库存累积, 中游贸易商库存减少, 下游多维持安全库存, 周内低位有少量补库, 仓单难有新货补充, 降至 3.58 万吨。

需求端: 3月下游材料产量恢复至 1 月水平, 4 月排产增量预期较小, 动力市场维持稳定增量, 增量多在磷酸铁锂需求。头部大厂排产稳定, 三元受钴镍涨价影响, 出货受阻。碳酸锂采购仍以长协及客供为主, 余量在价格低位补货。

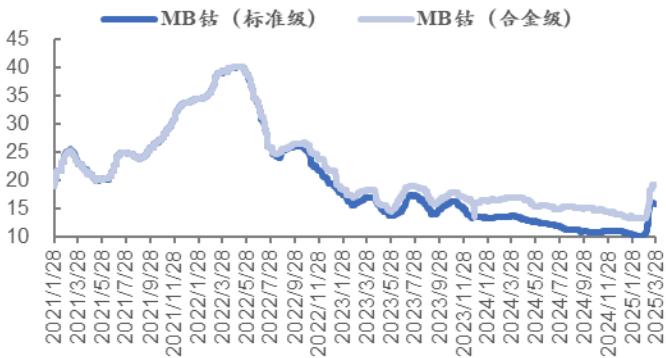
成本利润端: 国内锂精矿价格下调, 澳矿挺价意愿下降, 但外采矿企业仍呈倒挂趋势, 目前价格难以覆盖成本, 盐湖及自有矿企业利润下降, 已降至部分自有矿企业成本线。

国内氢氧化锂价格弱稳运行。本周氢氧化锂现货市场交投清淡, 但在需求疲软主导下, 供应端议价能力明显减弱。市场现货流动性较差, 部分供应商反映询盘冷清, 报价缺乏支撑, 同时缺乏大单成交指引行情。现氢氧化锂价格延续弱势, 下游接货意愿低迷, 需求不振导致市场情绪偏空, 采购节奏进一步放缓, 终端消费需求乏力。下游多端维持观望态势, 备货意愿不足, 市场等待长单定价指引方向。

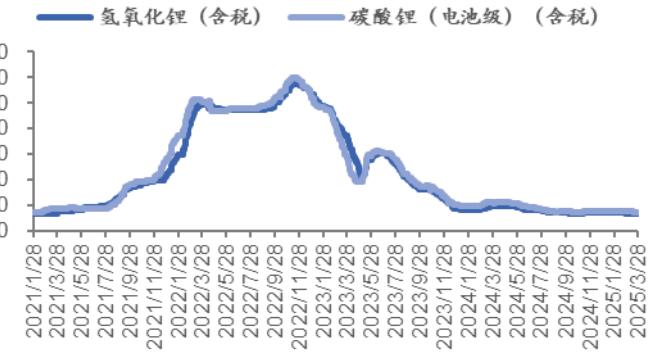
供应方面: 本周氢氧化锂产量整体持稳。自有矿山的企业仍有一定利润空间, 主要根据订单安排生产, 但由于国内外下游需求疲软, 开工率受到抑制, 部分产线转向碳酸锂生产。尽管原材料价格有所回落, 但依赖外购原料的企业仍处于成本倒挂状态。中小企业在采购议价中处于劣势, 难以获取低价原料资源, 因此除少数龙头大厂外, 多数生产商仍面临较大的生产压力。

需求方面: 受磷酸铁锂成本优势挤压及高镍三元需求低迷影响, 三元电池市场增长乏力, 导致三元材料需求缺乏上涨支撑, 并进一步向上游传导, 制约氢氧化锂的市场空间。当前正值季度长单谈判期, 下游企业采购策略趋于保守, 除必要生产订单外, 多数买家持观望态度等待市场明朗化。

图表9: MB 钴报价 (美元/磅)



图表10: 锂盐报价 (万元/吨)



来源: 生意社, 国金证券研究所

来源: 鑫椤锂电, 国金证券研究所

3) 正极材料本周本周价格持平: 3月 28 日, 三元正极 NCM523 均价 11.750 万元/吨, 较上周持平; NCM622 均价 12.050 万元/吨, 较上周持平; NCM811 均价 9.400 万元/吨, 较上周持平; 磷酸铁锂正极报价为 3.3-3.43 万元/吨, 较上周持平。



根据百川盈孚，本周原料端涨势稍缓，企业多执行长单为主。

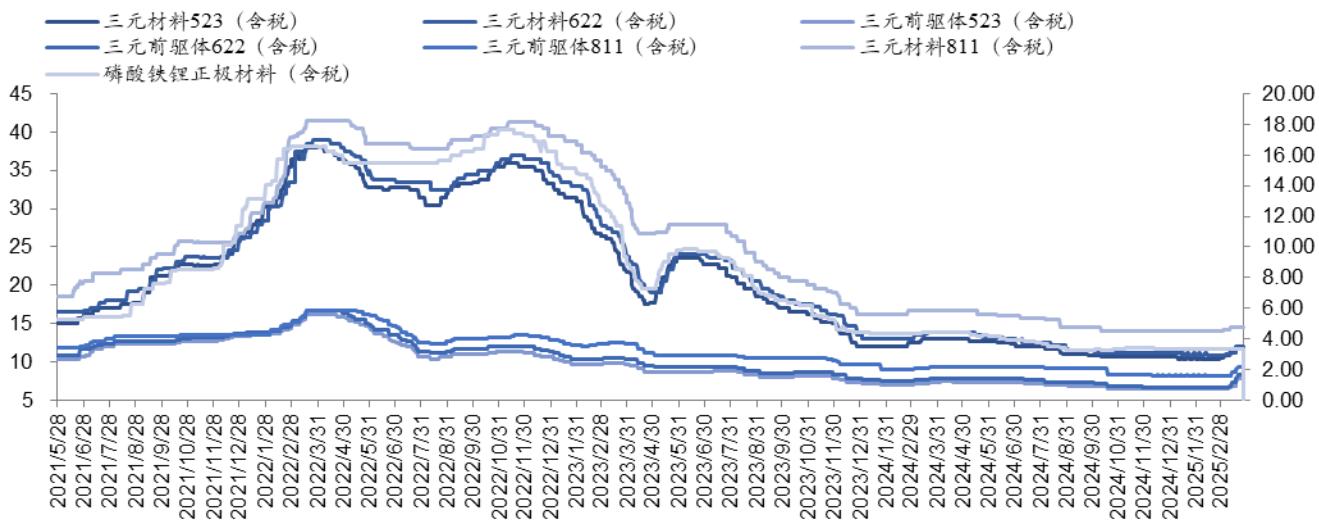
供应方面：头部三元材料企业订单恢复至1月水平，中后部企业仍维持2月低量生产，行业整体排产不及1月，据统计，3月三元材料国内市场供应量预计在5.6万吨左右。近期下游对高价三元材料接受能力不足，厂家出货速率放缓，导致企业库存出现小幅升高情况。综合来看，供应量短期未出现严重过剩情况，支撑三元材料价格高位运行。

需求方面：动力电池与数码电池采购量稳中有增，然储能领域需求仍以磷酸铁锂为主导，受磷酸铁锂成本优势及高镍三元需求疲软压制，三元电池增速平缓，带动三元材料需求拉涨动力不足。

成本方面：周内理论成本上扬幅度减缓，本周碳酸锂期现商报价平稳，厂家出货以长协为主，散单低价不出，捂盘暂不报价。下游采购活跃度有所提升，询盘增加，市场成交逐渐好转；前驱体跟随钴盐价格调整，周内价格微幅上扬。然短期内头部企业前驱体原料供应相对稳定，成本影响减弱。

利润方面：周内三元材料价格高位持稳，利润整体变化不大。现市场多执行长单，同时正极厂与下游电芯厂结算方式多按月结算，单晶，中高镍，高镍占比较大，企业利润表现较好。

图表11：正极材料价格（万元/吨）



来源：鑫椤锂电，国金证券研究所

4) 负极材料本周价格持平：3月28日，人造石墨负极（中端）2.4-3.9元/吨，人造石墨负极（高端）3.2-6.5万元/吨，天然石墨负极（中端）3.3-4.1万元/吨，天然石墨负极（高端）5.0-6.5万元/吨，均较上周持平。

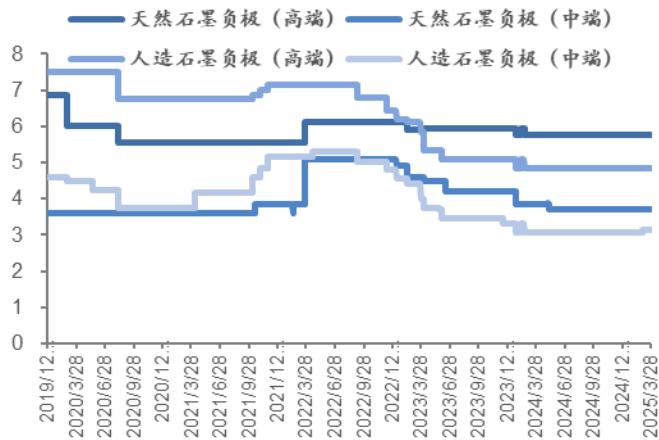
根据百川盈孚，本周（2025.3.21-2025.3.27）百川盈孚中国锂电负极材料市场参考价格为33030元/吨，较上周价格暂稳，百川盈孚高端负极材料主流价格4.3-6.5万元/吨，中端负极材料主流价格2.2-3.2万元/吨，低端负极材料主流价格1.65-2.2万元/吨。本周负极材料市场交投暂稳，从企业反馈来看，周内下游需求波动不大，负极材料企业多延续前期订单以销定产为主，头部负极企业开工多保持高位，部分中小型企业开工维持中低位，在头部市场份额占比较大的情况下，市场整体供应仍旧充足。此外，近期原料端石油焦价格波动较为频繁，在此情况下，据了解部分负极材料企业采购态度偏谨慎，多按需采购为主，暂无大量固货意愿。

供应方面：百川盈孚测算本周负极材料产量约为4.67万吨，其中人造石墨负极材料产量约为4.25万吨，占负极材料本周总产量的91.03%，天然石墨负极材料产量约为0.42万吨，占负极材料本周总产量的8.97%。

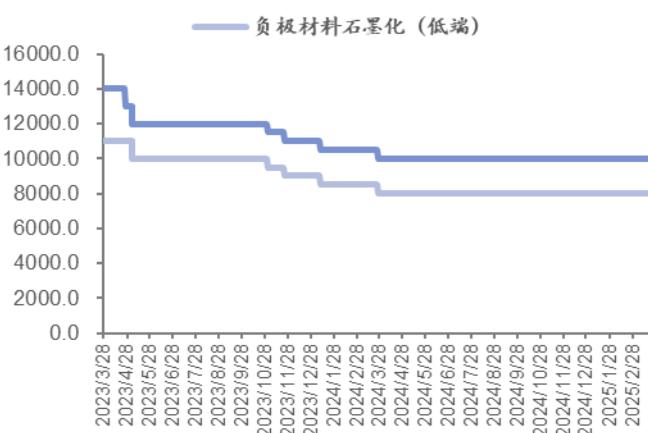
需求方面：近期，财政部发布《2024年中国财政政策执行情况报告》，回顾了2024年充换电设施补短板试点取得的成绩，并明确2025年以更积极的财政政策继续推广新能源汽车，新能源汽车销量有望进一步增加，从而负极材料市场交投，带动负极材料需求逐步恢复。



图表12: 负极材料价格 (万元/吨)



图表13: 负极石墨化价格 (万元/吨)



来源: 鑫椤锂电, 国金证券研究所

来源: 鑫椤锂电, 国金证券研究所

6) 6F (国产) 本周价格持平: 3月 28 日, 六氟磷酸锂 (国产) 价格为 6.05 万元/吨, 较上周持平; 电池级 EMC 价格为 0.71 万元/吨, 较上周持平; 电池级 DMC 价格为 0.47 万元/吨, 较上周持平; 电池级 EC 价格为 0.48 万元/吨, 较上周持平; 电池级 DEC 价格为 0.90 万元/吨, 较上周持平; 电池级 PC 价格为 0.77 万元/吨, 较上周持平; 三元电池电解液 (常规动力型) 1.82-2.16 万元/吨, 较上周持平; 磷酸铁锂电池电解液报价 1.85 万元/吨, 较上周持平。

根据百川盈孚, 本周六氟磷酸锂价格微幅下降, 企业对新单报价不积极, 实际成交价格变化不大。

供应方面: 本周产量出现小幅减少。大厂自年后生产持续保持高水平状态, 但市场消化能力有限, 各家根据实际情况一定程度下调开工水平。中小企业相对稳定, 保持中低水平生产。行业整体生产小幅微降, 开工仍处于较高水平。

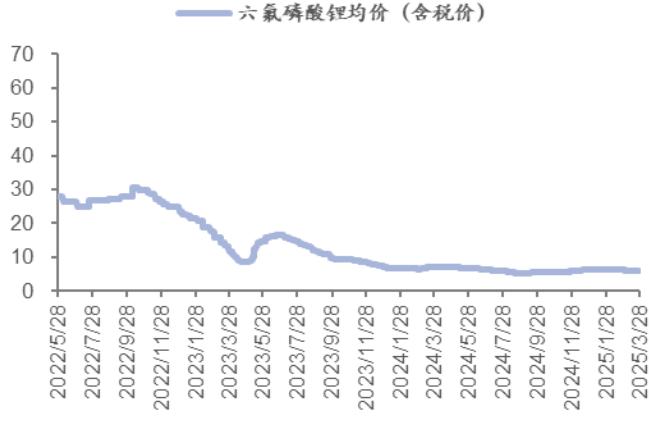
库存方面: 企业库存情况有所改善。前期一般企业着力于清理库存, 甚至进行低价出清, 得到较为明显效果, 库存压力减小。个别企业对库存另有计划, 库存水平相对较高。目前整体行业库存量有所下降, 企业库存压力释放。

电解液市场价格平稳运行。原料端: 本周原料六氟磷酸锂大部分企业库存压力得到释放, 企业对当前价格较为坚持, 抵触下调价格, 市场成交重心偏稳为主。溶剂市场入市采购情绪偏谨慎, 消化观望为主, 对高价抵触, 多数产品市场价格暂稳。添加剂市场整体波动空间有限, 多以稳为主。整体来看, 电解液企业多维持按需采买为主, 满足日常生产所需, 提前建库意愿尚未显现, 观望气氛犹存。

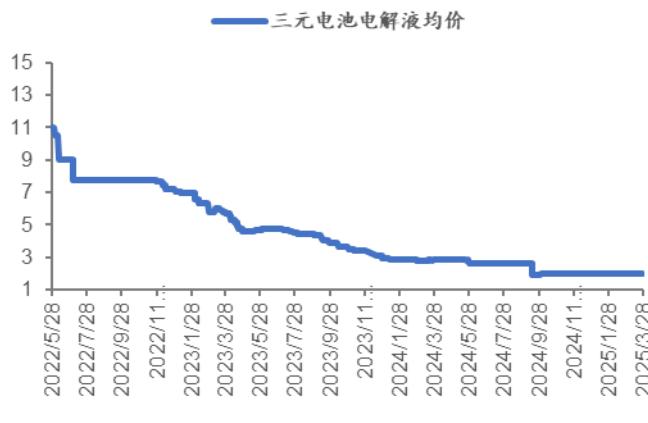
供应方面: 本周国内电解液产量窄幅上扬。当前市场整体需求仍持稳中有增态势, 下游头部企业需求尚可, 支撑主流电解液企业开工负荷处于常态, 但中小型电解液企业则生存环境愈加艰难, 逐渐被挤占市场份额, 客户资源陆续集中向主流企业靠拢, 行业整体开工水平略有波动。

需求方面: 锂离子电池电解液主要应用于锂电池领域。本周电解液市场整体需求表现尚可, 头部企业略有增量, 整体表现可圈可点, 但下游中小型电芯厂开工水平不高, 对于电解液的采购热情不够高涨。整体来看, 下游需求程度存在一定的差异化, 大体保持稳中有增态势。

图表14: 六氟磷酸锂均价 (万元/吨)



图表15: 三元电池电解液均价 (万元/吨)



来源: 鑫椤锂电, 国金证券研究所

来源: 鑫椤锂电, 国金证券研究所

7) 隔膜本周价格持平: 3月 28 日, 国产中端 16 μm 干法基膜价格 0.35-0.45 元/平米, 较上周持平; 国产中端 9 μm



湿法基膜 0.70-0.925 元/平米，较上周持平。国产中端湿法涂覆膜 9+3 μm 价格为 0.85-1.10 元/平米，均较上周持平。

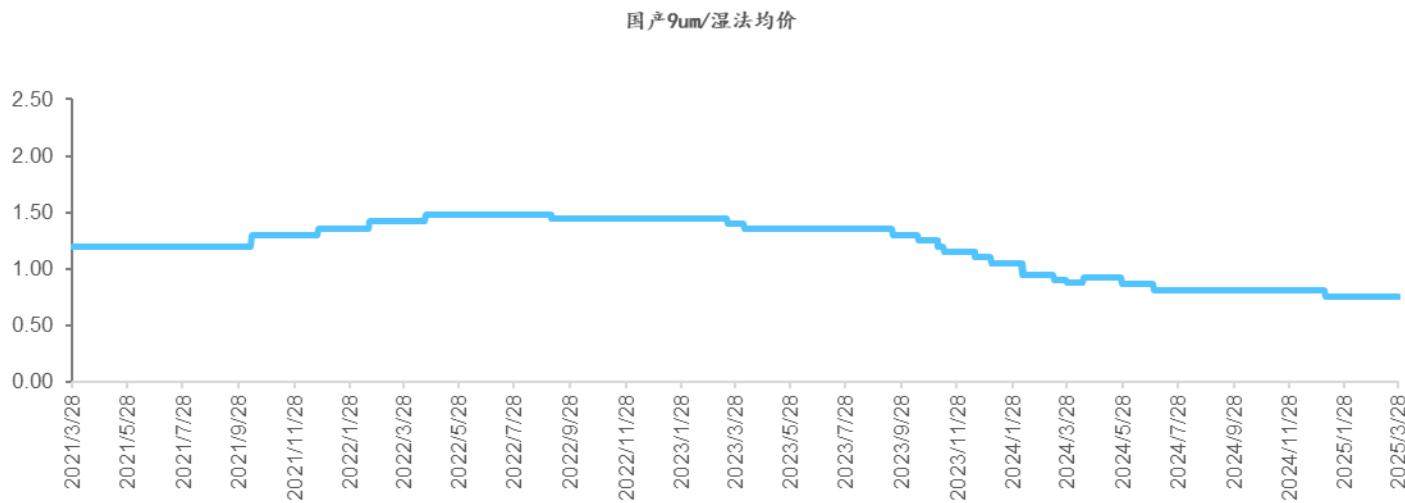
根据百川盈孚，本周锂电池隔膜价格维持平稳。随着隔膜市场逐渐回暖，下游需求攀升，隔膜企业开工率持续上升。此前价格战使隔膜材料价格被压低，企业盈利空间收窄，故而产生挺价意向。本周在需求增长与企业挺价双重作用下，隔膜价格整体保持稳定。

供需方面：本周隔膜周产量在 49900 万平方米左右，较上周增加，开工率同步上调。随着隔膜市场逐渐回暖，下游需求增加，隔膜企业开工率呈上升态势。

库存方面：据百川盈孚统计，本周国内锂电池隔膜厂家库存量整体较上周相比增加，库存量 50400 万平方米左右。尽管下游电芯企业需求持续，但隔膜生产商增产过多，导致市场库存持续上升，整体供应呈现过剩态势，供应十分充足。

成本利润方面：本周国内锂电池隔膜成本波动调整。隔膜生产所需原材料包括聚乙烯、聚丙烯、石蜡油、二氯甲烷等，其中以聚乙烯 (PE) 为主，占原材料比重相对较大。周内原料市场价格涨跌互现，聚乙烯下调 60 元/吨，隔膜成本区间调整，隔膜价格持稳，利润震荡整理。目前行业平均毛利在 991.85 元/万平方米左右。后期头部企业有望凭借低成本及高订单量维持盈利，行业整体盈利或上行。

图表16：国产中端 9um/湿法均价 (元/平米)



来源：鑫椤锂电，国金证券研究所

8) 电芯价格本周持平：3 月 28 日，方形磷酸铁锂电池报价为 0.29-0.41 元/wh，较上周持平。方形三元电芯报价为 0.40-0.47 元/wh，较上周持平。

根据百川盈孚，本周锂电池市场价格暂稳。方形动力电池 (三元) 市场均价微 0.44 元/Wh，较上周价格持平；方形动力电池 (磷酸铁锂) 市场均价为 0.38 元/Wh，较上周价格持平。

原材料方面：本周期现商报价减少，基差持稳，部分贸易库存较少，多积极收货。锂盐厂捂盘惜售，部分厂家近期出货多按期货 05 合约平水。下游多观望情绪，仅刚需采购，点价挂单在低位。

正极材料，3 月国内磷酸铁锂市场供应量预计在 25.9 万吨左右。3 月下游需求充足，部分铁锂厂实现满产满销，铁锂供应量较上月增量明显。开工方面，月内平均开工在 5.4 成，头部企业装置高负荷运行，月内下游动力需求增量明显，于产品方面，铁锂二代产品及高压实产品均有增量。

负极材料，当前负极材料市场仍处于供求环境失衡的情况，且下游需求虽有释放，但需求提振力度仍不及预期，企业间订单前抢夺不断，低价竞争现象仍存，负极材料价格延续低位。

电解液，本周国内电解液产量基本与上周持平。本周国内电解液企业多维持常态化开工为主，适度筛选优质老客户供应，整体开工负荷变化不大。主要由于当前电解液行情低迷，多数企业盈利水平不佳，过多的拓展客户也存在一定的经营隐患，导致各企业开工谨慎，行业整体开工水平与上周相比基本无异。

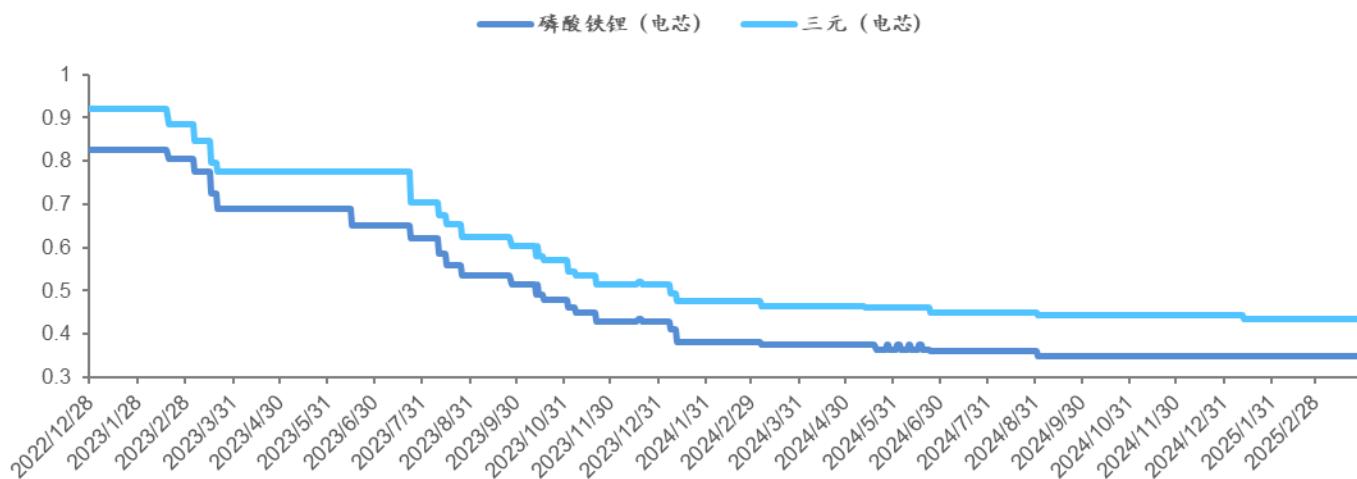
隔膜，随着隔膜市场逐渐回暖，下游需求增加，隔膜企业开工率呈上升态势。此前受价格战影响，隔膜材料价格被压至低位，企业盈利空间受限，由此产生挺价意向。

供应方面：2025 年 3 月中国电池厂动力+储能产量预估 106.0GWh，环比 14.7%。A: 3 月 57GWh，环比 16.7% B: 3 月 26GWh，环比 10.3% C: 3 月 7.6GWh，环比 7.1% D: 3 月 7GWh，环比 7.9% E: 3 月 7GWh，环比 31.1% F: 3 月 0.9GWh，环比 50.0%



需求方面：正值3月最后一周，下游陆续询货，部分下游电芯厂4月排产更新，据了解，当前下游部分大厂4月对铁锂需求增量较为明显，较3月需求走高。订单方面，自春节以来，下游车企与电芯厂不断出现铁锂锁单消息，不少跨国车企与国内外电池厂商密集签订长期协议，开始供货时间大部分集中于今年和明年。今年2月我国动力电池装车量为34.9GWh，磷酸铁锂电池装车量为28.4GWh，装车量占比达81.5%，占比创历史新高。

图表17：方形动力电池价格（元/wh）



来源：鑫椤锂电，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。

**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认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