

动储产销两旺，量利双升，继续强推

-- 电动车行业2025年10月策略

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

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

联系电话：021-60199793
2025年10月17日

- ◆ **电动车：中国、欧洲、其他地区销量预期上修。国内销量：**9月主流车企销量96.7万辆，同环比+21%/+11%，符合预期，累计719万辆，同比增39%，预计全年销量1650万辆左右，同比增25%-30%，其中出口预计230万辆，增长85%；商用车预计85万辆，同比增近60%。**欧洲销量：**9月主流9国电动车销量合计31.3万辆，同环比35%/76%，增长态势持续超预期，进一步提升，9国累计销量206万辆，同比+30%，上修欧洲全年销量至380-400万辆，同比增30-37%。同时Q4起欧洲新车型密集上市，预计26年将继续维持30%+增长。**其他地区：**8月销12.9万辆，同环比+53%/+5%，累计93万辆，同比增43%，渗透率6%，全年预计销量150万辆，增长46%。**美国：**10月补贴退出，短期销量承压。总体25年全球电动车销量上修至2128万辆，同比+24%，预计26年近2500万辆，增长17%。
- ◆ **储能：国内储能需求超预期，海外持续强劲，国内外共振。**国内强制配储取消后，地方政府陆续出台容量电价补偿，独立储能经济性跑通，需求爆发，预计25年实现51%增长，26年维持36%增长。美国OBBB执行前项目抢装，装机及出货超预期，25年预计62%增长，26年保持平稳；欧洲与新兴市场爆发，维持1-2倍增长，预计全年储能电池出货量551gwh，同比增70%，同时26年欧洲与新兴市场持续性可期，预计全球储能需求40%增长至773gwh。**总体锂电需求25年上修至42%增长，达1977GWh，26年预计26%增长，供需格局大幅好转。**
- ◆ **排产&价格：旺季加速，10月排产再提升5-10%，**在24年高基数情况下，同比增30-50%，并指引11-12月高景气度持续。价格方面，储能电芯供不应求，价格已调涨1-3分/wh，预计Q1储能电池淡季不淡，紧缺持续至26年中，后续仍有涨价可能。锂电材料方面，各环节一二线厂商基本满产，散单价格已陆续小幅调涨，其中6F散单涨价5k/吨，湿法隔膜、铁锂正极已开始谈价，26年长协有望跟涨。
- ◆ **固态：Q4催化剂密集落地，产业化加速。**人民日报发文，中国科学院金属研究所科研团队研发了一种新材料，利用聚合物分子的设计灵活性，在主链上同时引入具有离子传导功能的乙氧基团和具备电化学活性的短硫链，用作电解质，可解决固固界面接触问题，同时提高能量密度。Q4固态催化剂将密集落地，包括工信部中期验收、头部电池企业量产线技术定型等，看好固态行情。
- ◆ **投资建议：动储产销两旺，量利双升可期，继续强推电池板块（宁德时代、亿纬锂能、欣旺达、中创新航等，关注鹏辉能源、派能科技）；**同时看好材料龙头（科达利、当升科技、天赐材料、湖南裕能、尚太科技、璞泰来、富临精工、华友钴业、恩捷股份、星源材质、容百科技、德方纳米等，关注天际股份、多氟多、万润新能、龙蟠科技）；同时看好价格反弹的碳酸锂（赣锋锂业、天齐锂业、中矿资源、盛新锂能、永兴材料等）；并强推Q4催化剂密集落地的固态板块（厦钨新能、当升科技、上海洗霸、纳科诺尔等）。
- ◆ **风险提示：价格竞争超市场预期、原材料价格不稳定**

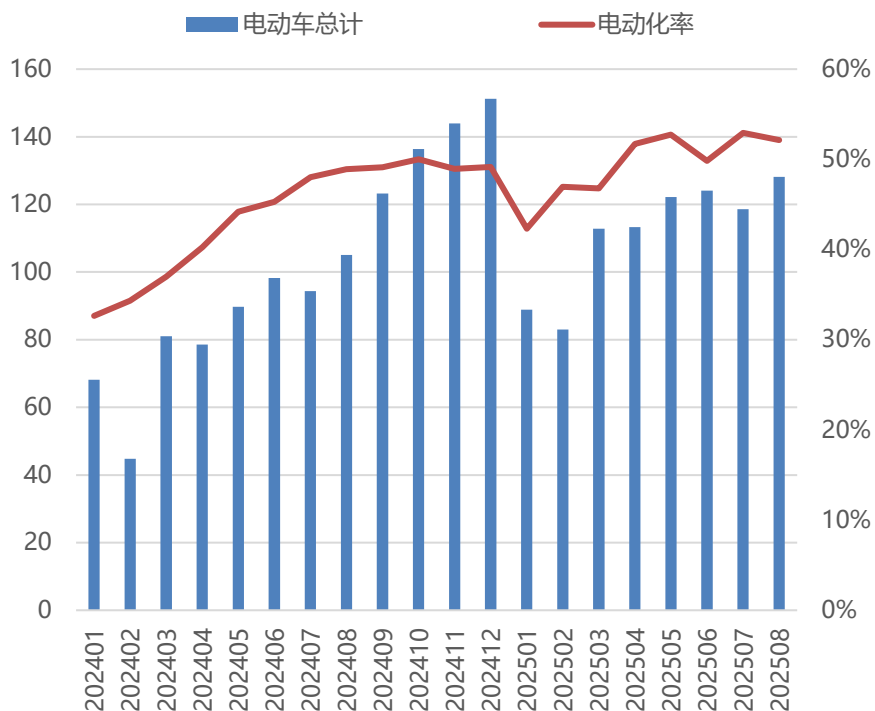


- 电动车：中国、欧洲、其他地区销量均超预期
- 储能：国内外共振，储能需求超预期
- 排产及供需：旺季加速，供需格局大幅好转，具备涨价弹性
- 新技术：Q4固态催化剂密集落地，产业化加快
- 投资建议
- 风险提示

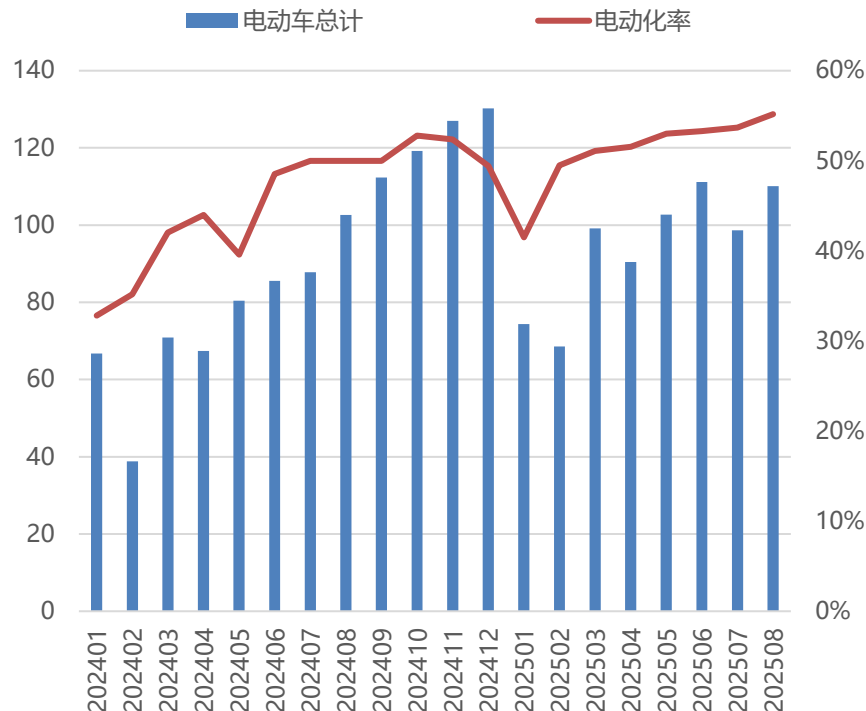
电动车：中国、欧洲、其他地区销量均超预期

- ◆ **政策刺激+本土需求拉动，25年8月新能源车销139.5万辆，同增27%。**根据中汽协数据，25年8月国内新能源车销量139.5万辆，同环比+27%/+11%，渗透率49%，同环比+4pct/+0.2pct；1-8月新能源车销量962万辆，同增36.7%，渗透率45.5%，同增8pct。
- ◆ **25年8月新能源乘用车销110万辆，同增7%。**根据乘联会口径，25年8月国内电动乘用车批发销量128万辆，同环比+22%/+8%，渗透率52%，同环比+3.2pct/-1pct，零售110.1万辆，同环比+7%/+12%，渗透率55%，同环比+5pct/+1pct。1-8月批发销量894万辆，同增35%，零售755万辆，同增26%。

图：国内电动车总销量（万辆，中汽协口径）



图：国内电动乘用车月度批发销量（万辆，乘联会口径）



- ◆ 9月主流车企销量96.7万辆，同环比+21%/+11%，符合预期，累计719万辆，同比增39%。新势力中小鹏、零跑、小米、蔚来增长势头较强，传统车企中吉利维持高增。

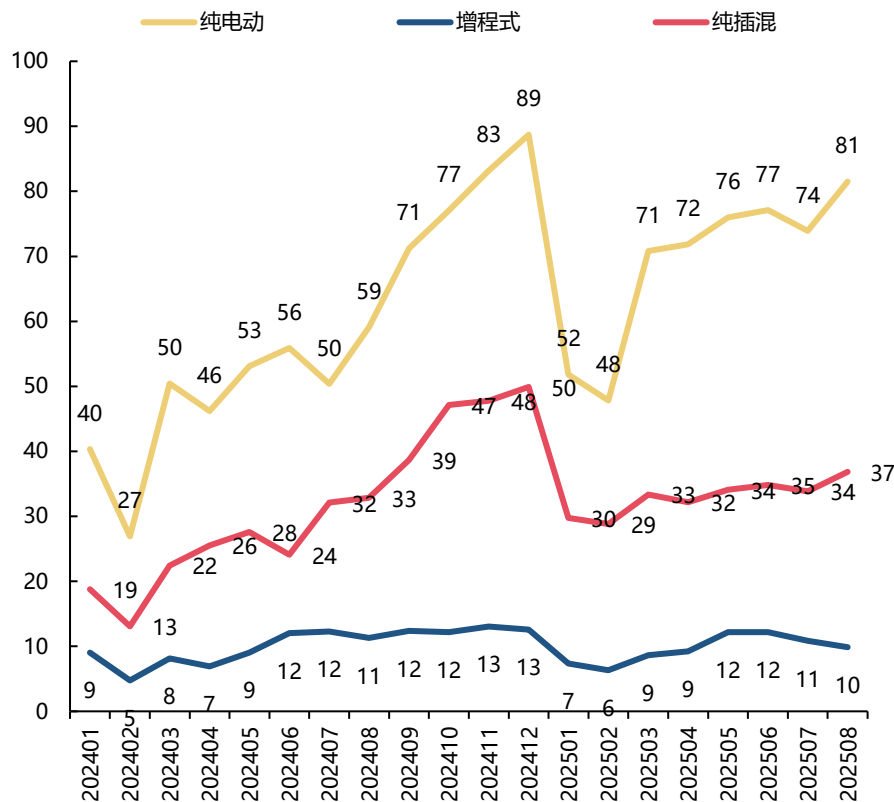
表：重点车企25年交付量跟踪

单位：万辆	2509	环比	同比	25M1-9	同比	2508	2507	2506
比亚迪	39.6	6%	-6%	326.1	19%	37.4	34.4	38.3
吉利汽车	16.6	13%	82%	116.8	114%	14.6	13.0	12.2
上汽集团	-	-	-	-	-	13.0	11.7	12.1
鸿蒙智行	5.3	19%	33%	35.7	15%	4.5	4.8	5.3
小鹏	4.2	10%	95%	31.3	218%	3.8	3.7	3.5
理想	3.4	19%	-37%	29.7	-13%	2.9	3.1	3.6
零跑	6.7	17%	97%	39.6	129%	5.7	5.0	4.8
长安深蓝	3.4	19%	48%	23.2	62%	2.8	2.7	3.0
小米	4+	-	-	-	-	3.6	3.0	2.5
广汽埃安	2.9	8%	-19%	23.5	-17%	2.7	2.7	2.8
蔚来	3.5	11%	64%	19.7	32%	3.1	2.1	2.5
极氪	1.8	4%	-14%	14.4	0%	1.8	1.7	1.7
腾势	1.2	3%	20%	11.5	19%	1.2	1.1	1.6
长城	4.6	23%	52%	27.8	32%	3.7	3.5	3.6
阿维塔	1.1	4%	143%	9.0	120%	1.1	1.0	1.0
岚图	1.5	13%	52%	9.7	84%	1.4	1.2	1.0
主流车企合计	96.7	11%	21%	718.6	39%	100.2	91.9	96.2
主流车企占比	-	-	-	-	-	78%	78%	78%
新能源乘用车	-	-	-	-	-	128.2	118.1	124.1

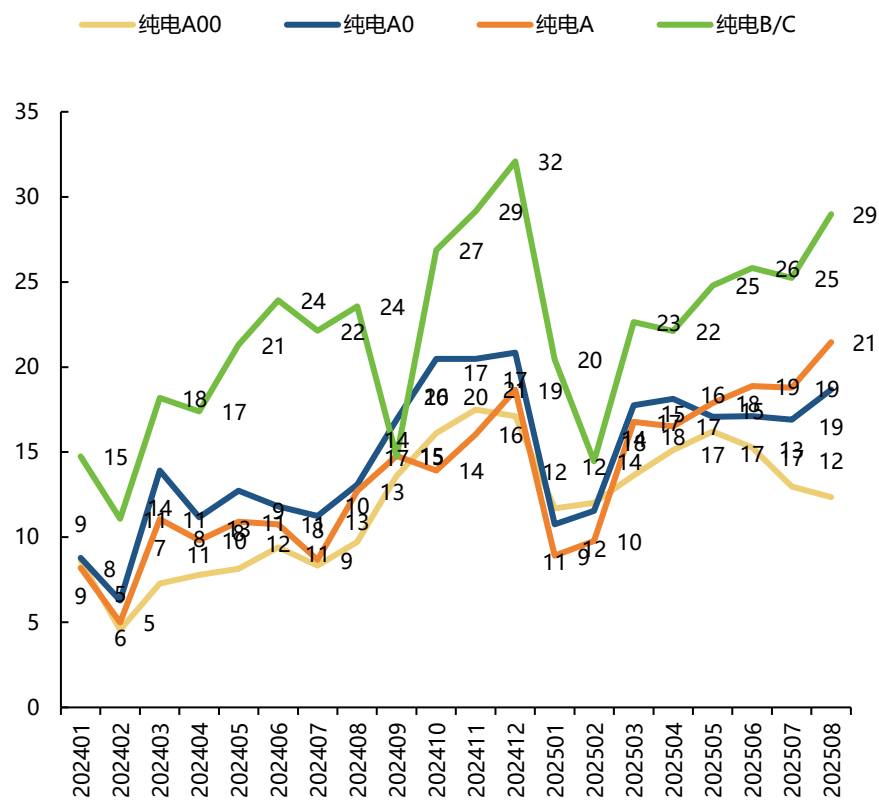
国内：25年8月插电同增2%，纯电占比上升至64%

◆ **25年8月纯电占比上升，纯电贡献主要增量。** 25年8月国内纯电销81万辆，同环比+38%/+10%，占比64%，同增5.6pct；插电式混动汽车销36.8万辆，同环比+12%/+9%，占比29%，同减2.5pct；增程式混动汽车销10万辆，同环比-13%/-9%，占比8%，同减3.6pct。1-8月纯电销552万辆，同增44%，占比62%，同增4pct；插电式混动汽车销263.7万辆，同增34%，增程式混动汽车销76.6万辆，同增4%。

图：乘联会分车型销量（单位：万辆）

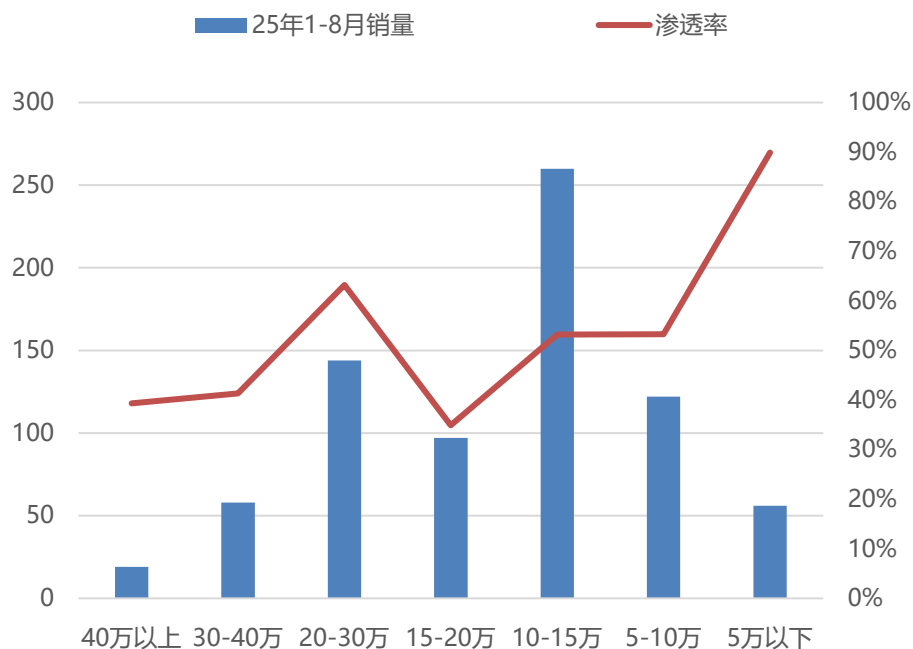


图：乘联会纯电分车型销量（单位：万辆）



◆ 分价格带看，15万元以下区间增量明显，5万元以下区间增速最快，30万元以上区间销量同比下滑。25年1-8月5万元以下销量56万辆，同增107%，渗透率89.9%；5-10万元销量122万辆，同增20%，渗透率53.3%；10-15万元销量260万辆，同增44%，渗透率53.2%；15-20万元销量97万辆，同增17%，渗透率34.9%；20-30万元销量144万辆，同增13%，渗透率63.2%；30-40万元销量58万辆，同减3%，渗透率41.3%；40万元以上销量19万辆，同减14%，渗透率39.3%。

图：25年1-8月新能源乘用车各价格区间销量及渗透率（万辆）



图：25年8月乘用车零售价格分布

乘联数据	2025年8月动力的零售价格分布						较24年8月变化					
	常规	混合动力	狭义插混	增程式	纯电动	2025 汇	常规	混合动力	狭义插混	增程式	纯电动	2024 汇
40万以上	3.7%	2.8%	0.4%	15.1%	1.1%	2.8%	0.0%	0.3%	-0.2%	-6.4%	-0.7%	-0.6%
30-40万	10.6%	19.3%	11.8%	32.1%	1.9%	9.2%	-1.5%	-0.4%	5.1%	15.7%	-2.0%	0.0%
20-30万	10.0%	36.4%	6.0%	25.3%	22.5%	15.4%	-0.4%	1.3%	0.3%	-14.0%	-1.0%	-0.7%
15万-20万	27.5%	21.4%	15.6%	18.3%	10.2%	19.0%	3.1%	0.0%	0.2%	5.3%	-5.0%	-0.2%
10-15万	31.6%	20.2%	49.7%	7.7%	32.7%	33.2%	-3.7%	-1.2%	-2.7%	-2.2%	3.8%	-1.3%
5-10万	15.8%	0.0%	16.5%	0.0%	20.8%	16.3%	2.7%	0.0%	-2.8%	0.0%	4.7%	2.4%
5万以下	0.7%	0.0%	0.0%	1.6%	10.8%	4.1%	-0.2%	0.0%	0.0%	1.6%	0.2%	0.4%
总计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
乘联数据	2025年8月零售价格段内的动力分布						较24年8月变化					
	常规	混合动力	狭义插混	增程式	纯电动	2025 汇	常规	混合动力	狭义插混	增程式	纯电动	2024 汇
40万以上	53.5%	3.5%	2.4%	26.8%	13.7%	4.6%	8.6%	0.5%	-0.7%	-5.6%	-2.7%	
30-40万	47.7%	7.5%	20.1%	17.5%	7.1%	5.1%	-7.9%	-1.7%	7.2%	8.3%	-5.9%	
20-30万	26.9%	8.4%	6.2%	8.3%	50.3%	5.0%	-0.3%	-0.8%	-0.2%	-4.3%	5.6%	
15万-20万	59.8%	4.0%	12.9%	4.8%	18.4%	5.1%	6.5%	-0.7%	-1.3%	1.3%	-5.8%	
10-15万	39.3%	2.2%	23.5%	1.2%	33.8%	5.0%	-3.8%	-0.5%	-3.5%	-0.3%	8.1%	
5-10万	40.0%	0.0%	15.9%	0.0%	44.1%	5.5%	0.4%	0.0%	-8.9%	0.0%	8.4%	
5万以下	7.6%	0.0%	0.0%	2.0%	90.5%	5.4%	-3.8%	0.0%	0.0%	2.0%	-1.8%	
总计	41.3%	3.6%	15.7%	5.0%	34.4%	5.1%	-0.8%	-0.7%	-2.1%	-0.1%	3.7%	

- ◆ **2025年8月，国内头部自主品牌和新势力车企继续保持强劲增长态势。**受国内以旧换新政策刺激，叠加车企新车型推动，自主品牌中，吉利、奇瑞销量同增亮眼，新势力中，小鹏、零跑等销量同增亮眼，25年目标销量均为40%+以上增长。

表：主流车企新能源车月度销量（万辆）

车企	202508	8月同比	8月环比	25年1-8月	25年1-8月同比	25年累计市占率	25年市占率较24年变化
比亚迪	37	0%	9%	283	354%	31%	-4%
吉利汽车	15	95%	13%	100	596%	11%	4%
上汽通用五菱	6	35%	-6%	48	462%	5%	0%
特斯拉中国	8	-4%	23%	52	133%	6%	-2%
奇瑞汽车	6	35%	-6%	45	804%	5%	1%
长安汽车	8	60%	4%	55	370%	6%	1%
零跑汽车	6	104%	14%	33	884%	4%	1%
小鹏汽车	4	169%	3%	27	1145%	3%	1%
理想汽车	3	-41%	-7%	26	227%	3%	-1%
长城汽车	4	51%	8%	23	294%	3%	0%
小米汽车	4	178%	20%	22	0%	2%	1%
赛力斯	4	17%	0%	24	158%	3%	-1%
蔚来汽车	3	54%	48%	17	453%	2%	0%
东风汽车	2	3%	-17%	19	439%	2%	0%
广汽埃安	2	-23%	15%	15	215%	2%	-1%
上汽乘用车	2	152%	49%	11	157%	1%	0%

分车型：爆款车型持续推动，25年起量贡献主要增量

- ◆ **纯电车型中，比亚迪元UP、比亚迪秦、Model Y等车型快速起量，销量环增亮眼。**25年8月元UP、秦、Model Y等车型持续增长，海鸥、五菱缤果、宋等车型销量环降。Model Y销量排行第一，销售6万辆，环增28%；比亚迪元UP销量2万辆，环增86%。
- ◆ **插电车型中，风神L7、哈弗猛龙、问界M5销量表现亮眼。**25年8月比亚迪宋销量排行第一，销售4万辆，环减17%，比亚迪秦、星舰7、哈弗猛龙、问界M5、风神L7、坦克300等车型增速亮眼。

表：新能源纯电主流车型月度销量（万辆）

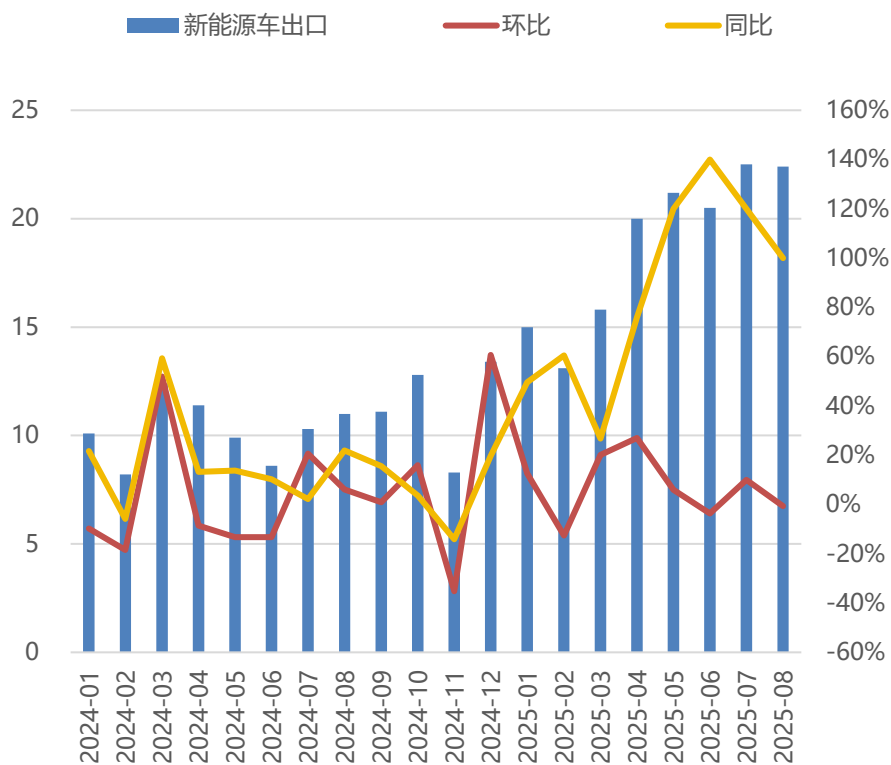
纯电动品牌	202508	本月同比	本月环比	25年累计	25年累计同比	25年累计市占率	25年市占率较24年变化
海鸥	3	-16%	-24%	36	329%	7%	0%
宏光MINI	3	125%	17%	25	760%	5%	2%
吉利星愿	5		8%	30	0%	6%	5%
ModelY	6	5%	28%	32	135%	6%	-2%
小米SU7	2	51%	-19%	20	0%	4%	2%
五菱缤果	1	-44%	-31%	10	485%	2%	-1%
Model3	2	-20%	10%	20	131%	4%	-1%
比亚迪元	1	-55%	31%	12	148%	2%	-2%
比亚迪海豚	2	43%	9%	14	152%	3%	0%
熊猫mini	1	-7%	0%	11	368%	2%	0%
元UP	2	94%	86%	13	0%	3%	0%
MONAM03	2		-3%	12	0%	2%	2%
银河E5	1	12%	-1%	10	0%	2%	1%
长安Lumin	2	71%	22%	12	306%	2%	0%
秦L	1		4%	7	0%	1%	1%
比亚迪宋	0	-64%	-25%	8	80%	2%	-1%
海狮07	1		2%	7	0%	1%	1%
海狮07	1	39%	-28%	8	0%	2%	1%
比亚迪秦	1	-15%	45%	7	176%	1%	-1%
零跑T03	0	-4%	-8%	5	429%	1%	0%
奔腾小马	1	109%	-7%	8	0%	1%	1%
埃安Y	1	-52%	-9%	4	62%	1%	-1%
小鹏G6	1	-5%	11%	5	1027%	1%	0%
零跑C11	1	15%	-2%	5	576%	1%	0%
小鹏P7	1	343%	3%	6	1255%	1%	1%

表：新能源插混主流车型月度销量（万辆）

插电品牌	202508	本月同比	本月环比	25年累计	25年累计同比	25年累计市占率	25年市占率较24年变化
比亚迪宋	4	-41%	-17%	50	291%	16%	0%
理想L6	1	-55%	-24%	12	0%	4%	0%
探索06	0	-100%	-100%	6	0%	2%	2%
秦L	1	-65%	0%	12	0%	4%	-2%
比亚迪秦	3	55%	21%	13	157%	4%	-2%
问界M9	1	-44%	-3%	7	0%	2%	0%
星舰7	1		28%	9	0%	3%	3%
海豹06	2	-53%	-1%	12	0%	4%	-1%
腾势D9	1	-28%	1%	6	187%	2%	0%
理想L7	1	-48%	-14%	6	81%	2%	-1%
银河L6	0	-90%	-57%	4	230%	1%	0%
比亚迪夏	1		-9%	6	0%	2%	2%
比亚迪汉	0	-68%	-24%	6	122%	2%	-1%
比亚迪唐	1	-50%	0%	6	150%	2%	-1%
岚图梦想家	0	-100%	-100%	4	425%	1%	0%
哈弗猛龙	1	22%	49%	4	408%	1%	0%
理想L8	0	-52%	-15%	3	60%	1%	0%
GL8	1	81%	24%	3	0%	1%	0%
腾势N9	0		-4%	2	0%	1%	1%
豹5	1	9%	30%	4	318%	1%	0%
问界M5	0	-25%	58%	2	809%	1%	0%
银河L7	0	-71%	-20%	3	81%	1%	0%
比亚迪驱逐舰05	1	-35%	-3%	6	47%	2%	-3%
魏派蓝山	0	20%	-23%	3	342%	1%	0%
海豹05	1		28%	6	0%	2%	2%
哈弗枭龙	0	700%	-22%	3	1042%	1%	1%
问界M7	0	-65%	6%	4	-45%	1%	-3%
风神L7	1	77%	83%	3	0%	1%	0%
理想L9	0	-41%	5%	3	45%	1%	-1%
坦克300	0	10268%	-29%	2	0%	1%	1%

◆ **25年8月新能源车出口同增100%**。根据中汽协数据，25年8月新能源车出口22万辆，同增100%，1-8月出口153.2万辆，同增87.3%；根据乘联会数据，8月新能源乘用车出口20万辆，同环比+106%/-7%，1-8月出口140.8万辆，同增82%。8月特斯拉出口2.6万辆，同增12%；比亚迪出口8.0万辆，同增161%，奇瑞出口2.1万辆，同增376%，吉利出口1.3万辆，同增823%。

图：国内电动车出口情况（万辆）

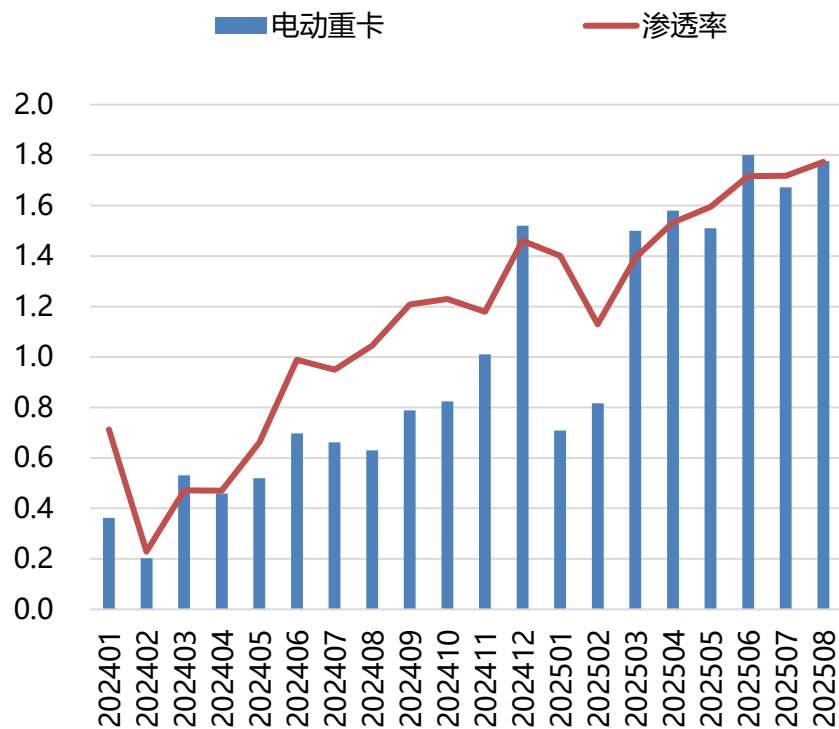


表：国内25年8月新能源车企出口量（辆）

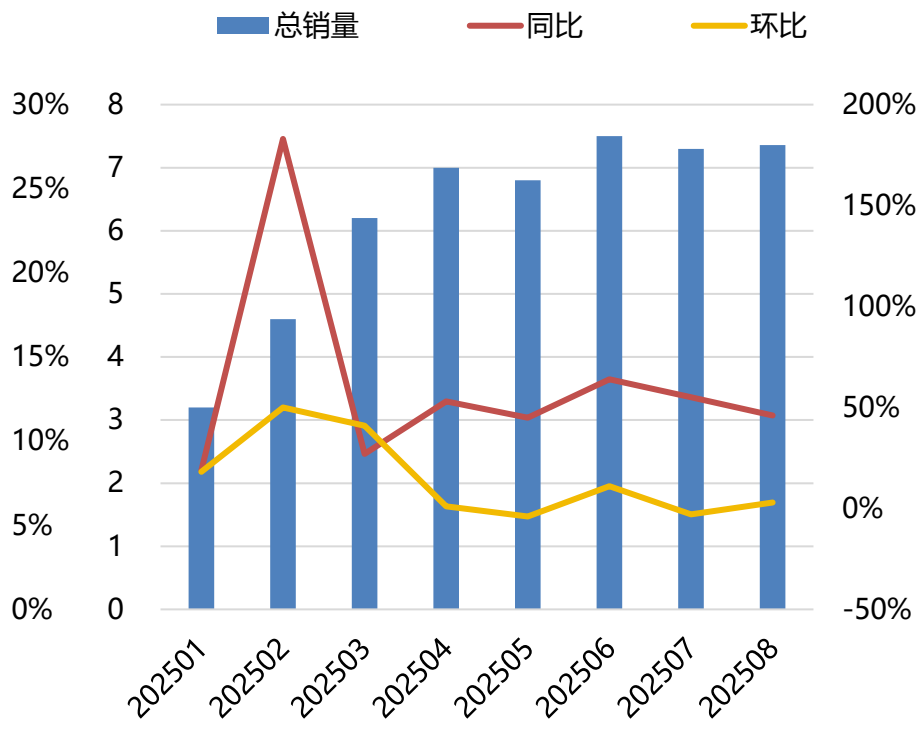
车企	202508	本月同比	本月环比	25年累计	25年累计同比	25年累计市占率	25年市占率较24年变化
比亚迪	79603	161%	2%	601065	514%	43%	11%
奇瑞汽车	21306	376%	-24%	159107	1628%	11%	7%
吉利汽车	12942	823%	48%	60964	814%	4%	2%
上汽乘用车	8871	73%	27%	59553	150%	4%	-2%
上汽通用五菱	6468	89%	-39%	52812	574%	4%	1%
特斯拉中国	26040	12%	-5%	154373	75%	11%	-9%
光束汽车	6617		-6%	34650	0%	2%	2%
零跑汽车	5904		28%	30884	0%	2%	2%
沃尔沃亚太	5311	-43%	1%	38270	-9%	3%	-8%
长城汽车	3497	46%	46%	23964	408%	2%	-1%
小鹏汽车	3018	21%	1%	24719	1427%	2%	0%
东风汽车	2256	159%	-35%	23904	3806%	2%	0%
长安汽车	8354	1708%	-29%	44081	561%	3%	1%
极星汽车	6143	3%	-17%	30821	506%	2%	-1%
智马达汽车	1247	-29%	57%	8351	63%	1%	-1%
广汽埃安	2274	381%	28%	11733	143%	1%	0%
一汽红旗	729	350%	-28%	9994	1198%	1%	0%
赛力斯	18	-98%	-90%	2563	31%	0%	-1%
悦达起亚	664	-30%	12%	5079	24086%	0%	0%
上汽大通	199	-45%	352%	2609	356%	0%	0%
东风本田	241	-75%	302%	1680	-68%	0%	-1%
江淮汽车	420	-31%	-50%	3411	38%	0%	0%
创维汽车	181	-67%	11%	961	0%	0%	0%
华晨宝马	7	-99%	-96%	1546	-79%	0%	-2%

- ◆ **商用车8月同比46%增长。**乘联会口径，25年8月新能源商用车销7.35万辆，同环比+46%/3%，国内电动化率27.6%，其中出口0.4万辆，同比+9.5%，1-8月累计销50万辆，同比增55%。
- ◆ **卡车电动化率提升空间广阔、重卡引领。**25年8月电动重卡销1.78万辆，同+182%，渗透率27%，1-8月累计销11.36万辆，同比+180%。全年看电动重卡销量有望实现100%+增长至17万辆，电动化率超25%。

图：电动重卡销量（万辆）及渗透率



图：新能源商用车销量（万辆）及同环比增速



- ◆ 今年各季度主流车企均有新车型密集发布，价格战依然是主旋律，支撑2025年销量高增长。新势力方面，小鹏下半年发布全新P7，售价21.98万起，26Q1将发布G7增程版，售价17万起。26年小米昆仑、蔚来ES9、理想i9、零跑D9、阿维塔8等新车即将上市，车型以SUV为主，有望支撑26年销量增长。

表：主流车企新车型情况

车企名称	新车型	价格区间	上市时间	车型亮点
吉利汽车	银河A7	预计10万元起	第三季度	雷神 AI 电混 2.0, 综合续航 2100km+; 风阻 0.229, 轴距 2845mm, 后排空间 950mm; 配 HUD、大屏与 16 扬声器音响
长安汽车	启源A06	15-20万元	下半年	提供增程/纯电双版本, 配备激光雷达; 智能化配置突出, 定位 20 万级市场, 主打性价比
奥迪中国	奥迪A6L e-tron	预计35-45万元	年内	PPE 平台, 车长 5.1m+、轴距 3.1m; 发光四环、AR-HUD、1.88㎡全景天幕; 单/双电机可选, 宁德时代电池
极氪汽车	极氪9X	约50万元	第三季度	900V 平台+超级电混, 纯电续航约 380km; 6C 快充 9 分钟 20%-80%; 配激光雷达, 科技感造型
乐道汽车	乐道L90	25-35万元	第三季度	基于 900V 平台, 提供后驱/四驱; 中高端 SUV, 兼顾续航、动力与空间; 智能化配置提升竞争力
小鹏汽车	全新小鹏P7	21.98万起	下半年	延续 800V 高压平台, 支持 5C 快充; 单/双电机版本, 动力组合灵活; 智能驾驶与座舱全面升级
小米汽车	昆仑	待定 (预计40万+)	26年	增程式中大型SUV; 方盒子造型; 1.5T增程器+双电机四驱; 纯电续航400km+; 综合续航1200km+; 激光雷达; 支持城市/高速NOA; 2+2+2六座布局; 主打家庭用户
蔚来汽车	ES9	约50万	26年上半年	纯电旗舰SUV; 车长>5.3m; 轴距3.1m+; 900V架构; 3激光雷达; 天行智能底盘; 新旗舰车型
理想汽车	i9	约42万+	26年上半年	纯电旗舰SUV; 车长>5.2m; 轴距3.1m+; 延续L系列舒适配置 (冰箱、彩电等); 与L9售价相近
零跑汽车	D19	25-30万	26年年初	中大型SUV; 增程/纯电双版本; 全域800V架构; 1.5T增程器; 主打性价比; 对标理想L8
阿维塔	阿维塔8	25万左右起售	26年	增程式6座SUV; 华为ADS 4辅助驾驶; 鸿蒙座舱5.0; 纯电续航200km+; 综合续航1100km+; 主打家庭智能出行
小鹏汽车	G7增程版	17万+起	26年第一季度	增程式中型SUV; 1.5T增程系统; 430km纯电续航; 800V架构; 10分钟补能200km; 主打智能驾驶与续航能力

国内：上修25年销量预计1666万辆，同增30%

- ◆ 我们预计25年国内电动车销量1666万辆，同增30%。其中出口预计230万辆，增长85%；商用车预计85万辆，同比增近60%；本土市场乘用车销量增长21%。
- ◆ 我们预计26年国内销量16%增长至1900万辆，其中出口增长25%至290万辆，商用车38%增长至112万辆，本土乘用车增长13%（考虑购置优惠减半）。

图：国内25年销量月度预测（万辆）

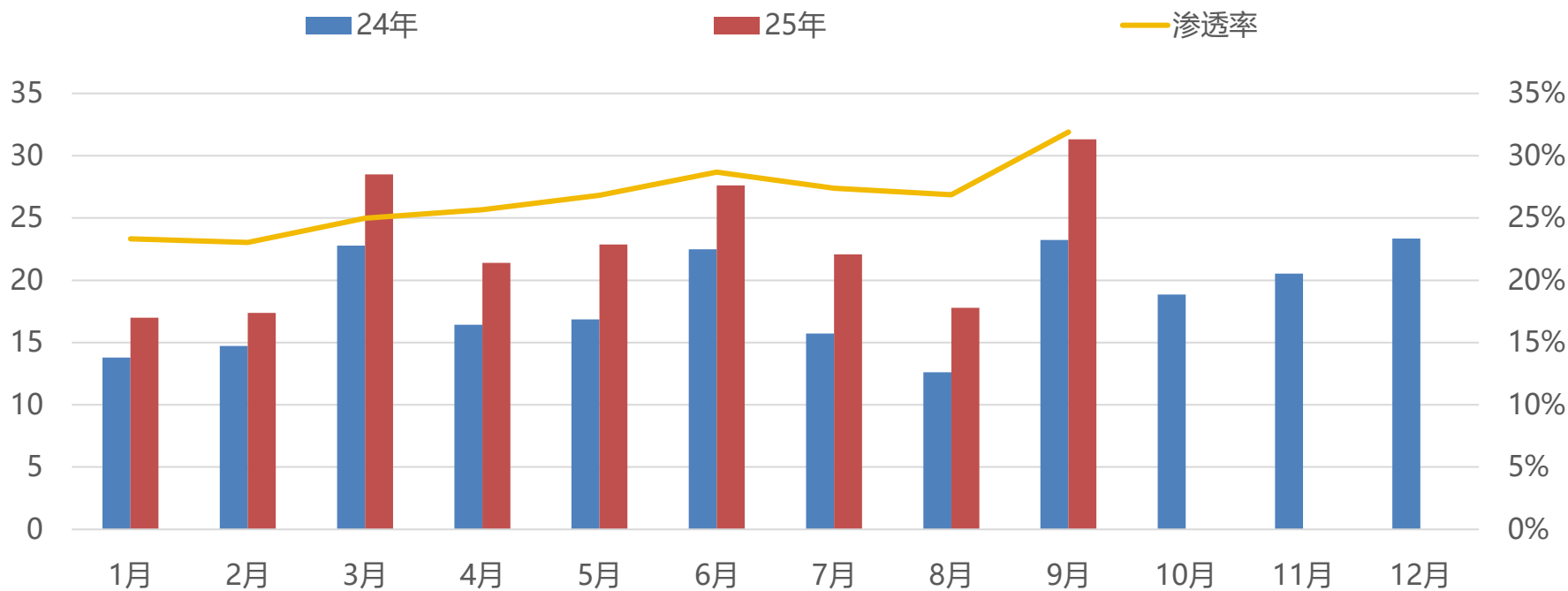
		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	合计
2024年	销量	72.9	47.7	88.3	85.0	95.5	104.9	99.1	110.0	128.7	143.0	151.2	159.6	1,285.9
	同比	79%	-9%	35%	34%	33%	30%	27%	30%	42%	50%	47%	34%	36%
2025年 (乐观)	销量	94	89	124	123	131	133	126	140	170	179	199	230	1,833
	同比	29%	87%	40%	44%	37%	27%	27%	27%	32%	25%	31%	44%	43%
2025年 (中性)	销量	94	89	124	123	131	133	126	140	155	163	180	209	1,666
	同比	29%	87%	40%	44%	37%	27%	27%	27%	20%	14%	19%	31%	30%
2025年 (悲观)	销量	94	89	124	123	131	133	126	140	139	146	162	188	1,500
	同比	29%	87%	40%	44%	37%	27%	27%	27%	8%	2%	7%	18%	17%

		Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2024年	销量	208.9	285.4	337.8	453.8	1,285.9
	同比	32%	32%	34%	43%	36%
2025年 (乐观)	销量	307.3	386.2	436.0	607.6	1,833.1
	同比	47%	35%	29%	34%	43%
2025年 (中性)	销量	307.3	386.2	420.5	552.4	1,666.5
	同比	47%	35%	24%	22%	30%
2025年 (悲观)	销量	307.3	386.2	405.1	497.2	1,499.8
	同比	47%	35%	20%	10%	17%

欧洲：9月主流9国销31万辆，同增35%

- ◆ **欧洲市场25年9月销量继续向上增长。**25年9月欧洲主流9国新能源注册量31万辆，同环比+35%/+76%，渗透率32%，环比+0.8pct。1-9月累计销206万辆，同比+30%。
- ◆ **分国家看，德国已消化补贴退坡影响，增长明显恢复。**德国9月销售7.3万辆，同环比+48%/+16%。法国9月销4万辆，同环比+6%/+78%。英国9月销11万辆，同环比+37%/+250%。25年9月英法德三国合计销售22.5万辆，占主流9国72%销量，其余国家销量较平淡。

图：欧洲主流九国电动车销量（万辆）&渗透率（右，%）



欧洲：本土及中国品牌销量增长，特斯拉销量降低

- ◆ **欧洲本土及中国品牌销量增长，特斯拉欧洲销量降低。**25年8月，欧洲本土品牌销量14.9万辆，同比+42%，1-8月销147万辆，同比+38%，8月中国品牌出口3.98万辆，同比+51%，1-8月出口37.2万辆，同比+30%，特斯拉8月销1.5万辆，同比-23%，1-8月销13.3万辆，同比-33%。

图：欧洲新能源分品牌销量

欧洲新能源车销量	25M1-8销量(辆)	同比	2025M8销量(辆)	环比	同比
中国品牌出口	372,363	30%	39,837	-22%	51%
欧洲本土品牌	1,469,723	38%	148,711	-22%	42%
特斯拉	132,904	-33%	14,735	66%	-23%
其他品牌	349,251	26%	38,305	-20%	40%
欧洲整体销量	2,324,241	27%	241,588	-19%	36%
中国品牌分车企新能源车销量	25M1-8销量(辆)	同比	2025M8销量(辆)	环比	同比
吉利【沃尔沃部分在欧洲生产】	164,592	-11%	14,561	-24%	-19%
比亚迪汽车(BYD)	96,062	289%	11,116	-18%	213%
上海汽车工业(集团)总公司	58,841	-11%	6,450	-32%	85%
奇瑞集团 (Chery)	21,146	31939%	3,591	-14%	179450%
零跑汽车 (Leapmotor)	12,890	6345%	2,238	-5%	111800%
小鹏汽车 (XPeng)	10,883	212%	1,091	-26%	61%
东风汽车公司	1,755	196%	199	8%	283%
长安汽车集团(Changan/Chana)	585	1%	134	43%	179%
蔚来汽车 (NIO)	634	-47%	128	8%	-19%
赛力斯集团	1,073	185%	117	-31%	134%
欧洲品牌分车企新能源车销量	25M1-8销量(辆)	同比	2025M8销量(辆)	环比	同比
大众集团	665,326	74%	68,799	-23%	69%
宝马集团	233,308	26%	25,561	-22%	31%
Stellantis	202,445	-1%	17,643	-16%	6%
梅赛德斯-奔驰集团	163,754	-7%	17,123	-20%	-4%
雷诺	124,512	77%	11,457	-21%	133%
丰田集团	78,272	65%	7,863	-24%	63%
其他品牌分车企新能源车销量	25M1-8销量(辆)	同比	2025M8销量(辆)	环比	同比
现代-起亚汽车集团	171,553	27%	19,394	-18%	47%
福特集团	98,902	117%	11,925	-22%	92%
塔塔集团	30,418	-23%	2,392	-32%	-19%
马自达	13,530	9%	1,336	-3%	31%
日产	14,335	-30%	873	-20%	-44%

欧洲：大众、宝马销量环降，比亚迪市占率环比提升

- ◆ **大众、宝马销量环降，特斯拉欧洲销量环增，比亚迪市占率提升。**大众8月欧洲销量9.3万辆，同环比+69%/-23%，市占率38%，1-8月累计销66.5万辆，同增74%，市占率29%；**宝马**8月欧洲销量2.8万辆，同环比+31%/-22%，市占率12%，1-8月累计销23.3万辆，同增26%，市占率10%；**比亚迪**8月欧洲销量1.4万辆，同环比+213%/-18%，市占率6%，1-8月累计销9.6万辆，同增289%，市占率4%。

表：欧洲电动车分车企销量（辆）

欧洲分车企	2025年08月单月				2025年累计		
	销量	环比	同比	市占率	销量	同比	市占率
大众集团	92,998	-23%	69%	38%	665326	74%	29%
宝马集团	28,225	-22%	31%	12%	233308	26%	10%
现代-起亚汽车集团	22,172	-18%	47%	9%	171553	27%	7%
Stellantis	26,986	-16%	6%	11%	202445	-1%	9%
梅赛德斯-奔驰集团	20,510	-20%	-4%	8%	163754	-7%	7%
Tesla	13,680	66%	-23%	6%	132904	-33%	6%
吉利控股集团(Geely)	22,182	-24%	-19%	9%	164592	-11%	7%
福特集团	12,859	-22%	92%	5%	98902	117%	4%
雷诺	13,547	-21%	133%	6%	124512	77%	5%
比亚迪汽车(BYD)	13,756	-18%	213%	6%	96062	289%	4%

欧洲前十车型销量（单位：辆）

欧洲分车型	车企	8月	环比	同比	24年08月累计	25年08月累计	同比
Model Y	Tesla	8245	53%	-38%	124486	81,562	-34%
Elroq	大众集团	6379	-27%			48,807	
Model 3	Tesla	6307	96%	14%	69383	48,989	-29%
ID.3	大众集团	5235	-24%	55%	35396	49,484	40%
Enyaq iV	大众集团	5068	-28%	-18%	39748	49,684	25%
ID.4	大众集团	4551	-22%	14%	34392	48,163	40%
iX1	宝马集团	4522	-23%	45%	28936	36,627	27%
Seal U	比亚迪汽车(BYD)	4467	-28%	424%	2262	43,507	1823%
EV3	现代-起亚汽车集团	4409	-22%			44,406	
Renault 5	雷诺	4238	-26%	5954%	134	44,904	33410%

- ◆ **瑞典、挪威、罗马尼亚8月销量同环比增长，西班牙、波兰、斯洛文尼亚8月销量同比高增。**8月瑞典销量1.2万辆，同环比+10%/9%，挪威销1.4万辆，同环比+29%/+46%，罗马尼亚销0.2万辆，同环比+86%/+27%，西班牙销1.5万辆，同环比+150%/-29%，波兰销0.35万辆，同环比+204%/-7%，斯洛文尼亚销578辆，同环比+113%/-20%。**北欧国家新能源渗透率持续高增**，挪威、丹麦、芬兰25年1-8月渗透率82%/66%/55%，同比+11/17/9pct。

图：欧洲分国家电动车销量（辆）&渗透率

	202508	环比	同比	2025.1-8	同比	2025.1-8渗透率	同比
英国	33,744	-33%	30%	431,349	33%	30%	7pct
法国	25,024	-23%	21%	268,712	-9%	21%	0pct
德国	62,663	-17%	55%	524,339	46%	28%	9pct
瑞典	12,004	9%	10%	110,591	16%	55%	6pct
西班牙	14,629	-29%	150%	135,638	82%	17%	6pct
挪威	13,693	46%	29%	95,634	35%	82%	11pct
丹麦	8,480	-8%	19%	76,300	42%	66%	17pct
意大利	8,343	-47%	63%	118,543	47%	10%	4pct
瑞士	5,291	-20%	14%	47,146	13%	28%	5pct
葡萄牙	6,023	-13%	38%	55,602	24%	32%	5pct
比利时	9,814	-16%	-5%	100,648	-1%	29%	2pct
奥地利	8,331	-15%	62%	74,445	54%	35%	11pct
芬兰	3,054	-2%	-6%	26,543	12%	55%	9pct
波兰	3,500	-7%	204%	24,769	83%	6%	2pct
罗马尼亚	2,059	27%	86%	11,065	-2%	11%	1pct
希腊	1,243	-25%	24%	12,106	20%	11%	2pct
卢森堡	955	-18%	-8%	10,954	0%	31%	-1pct
斯洛伐克	527	-21%	54%	4,398	36%	7%	2pct
斯洛文尼亚	578	-20%	113%	4,990	79%	13%	5pct
爱尔兰	2,447	-58%	72%	24,739	37%	17%	4pct
匈牙利	90	-20%	-23%	1,300	-10%	2%	0pct

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

图：欧洲车企新平台及新车型梳理

车企	电动化战略及新车进度
大众	<p>2025年经济型车型多数需25H2上市：到2025年底，在西班牙生产四款售价低于25,000欧元的小型汽车，包括大众 ID.2、Cupra Raval、斯柯达 Epiq和大众 ID.2 SUV。其中ID.2将于24年底发布。并计划推一款低于2万欧元电动车，于2027年上市。大众CEO表示25年电动化率有挑战，更看好26年电动化率。</p> <p>延期SSP平台15-33个月，主要由于软件等方面原因。SSP平台在整个集团内首先将在奥迪上使用，电动奥迪A4预计将在2028年底推出。电动版高尔夫 (ID.Golf) 预计在2029年秋季开始生产。Trinity (是一款全新开发的紧凑型SUV，具有较长的续航里程) 将于2032年底开始生产 (原计划2026年)。</p>
Stellantis	<p>引进零跑欧洲销售，24Q4开始发力：零跑国际于24年9、10月在欧洲国家销售零跑T03和C10 SUV两款电动车型，二者起售价分别为18900欧元和36400欧元。T03最初从中国进口，也将在欧洲的 Stellantis 波兰 Tychy 工厂组装。此外，10月巴黎车展零跑B10亮相。有逾200家欧洲经销商启动了零跑汽车产品在欧洲的销售。</p> <p>STLA平台24H2开始发力：24年推出众多基于STLA的首批产品。其中STLA Medium中型平台：已推出标致3008和5008，且即将推出欧宝Grandland (纯电紧凑SUV)，标致E-408改款上市 (4.3万欧)，还将发布C4、C5。全新3008订单那7.5万辆，纯电占比25%。智能汽车平台：雪铁龙C3 Aircross和Basalt、欧宝Frontera，以及菲亚特Grande Panda。雪铁龙C3今年9月开始向经销商批售，订单5万，纯电50%。</p>
雷诺	<p>25-26年2款小车发力：紧凑型电动汽车R4 E-Tech在2024巴黎车展首次亮相，将于25H1开始销售，预计售价将低于3.5万欧元。并计划在26H1推出2万欧元的Twingo E-Tech纯电动汽车。</p>
现代起亚	<p>起亚：24H2突出EV3，售价3.6万欧。EV2售价或低于2万美金，计划25-26年欧洲上市。</p> <p>现代：24年6月在欧洲推出Instar EV，起价不到2.75万美金，成为欧洲市场上最经济实惠的电动车之一。</p>
宝马	<p>全新平台Neue Klasse 25H2上市：第一款车型代号NA5的SUV，是宝马首款采用第六代圆形电池的车型，与现有的第五代棱柱电池相比将提高30%的续航里程和充电速度，能量密度提高超过20%；其次会是一款四门轿车。宝马将在匈牙利的Debrecen建立一家新工厂，该车将于2025年下半年在欧洲上市销售。</p>
奔驰	<p>25年底推出MMA平台，但该平台纯电、燃油可同时使用：暂停了MB.EA中型平台和MB.EA大型平台的研发，继续沿用EVA2。但坚定推进MMA (紧凑型电动车)、MB.AMG (跑车) 和MB.VAN (商用车) 平台的研发。MMA平台将同时支持电动和燃油动力系统，覆盖了20-40万左右走量的车型。全新奔驰C级轿车将基于该平台首款车型，25年底发布，26年上市。</p>

欧洲：上修25年销量至33%增长，26年30%+

- ◆ 我们上修欧洲2025年销量至380-400万辆，同比增30-37%。欧洲25年超预期原因：24年消化补贴退坡影响，基数较低；25年部分国家，如英国、西班牙补贴政策加码；大众、雷诺等车企发力，比亚迪等出口欧洲销量大增。
- ◆ 同时Q4起欧洲新车型密集上市，我们预计26年将继续维持30%+增长。

图：欧洲25年销量月度预测（万辆）

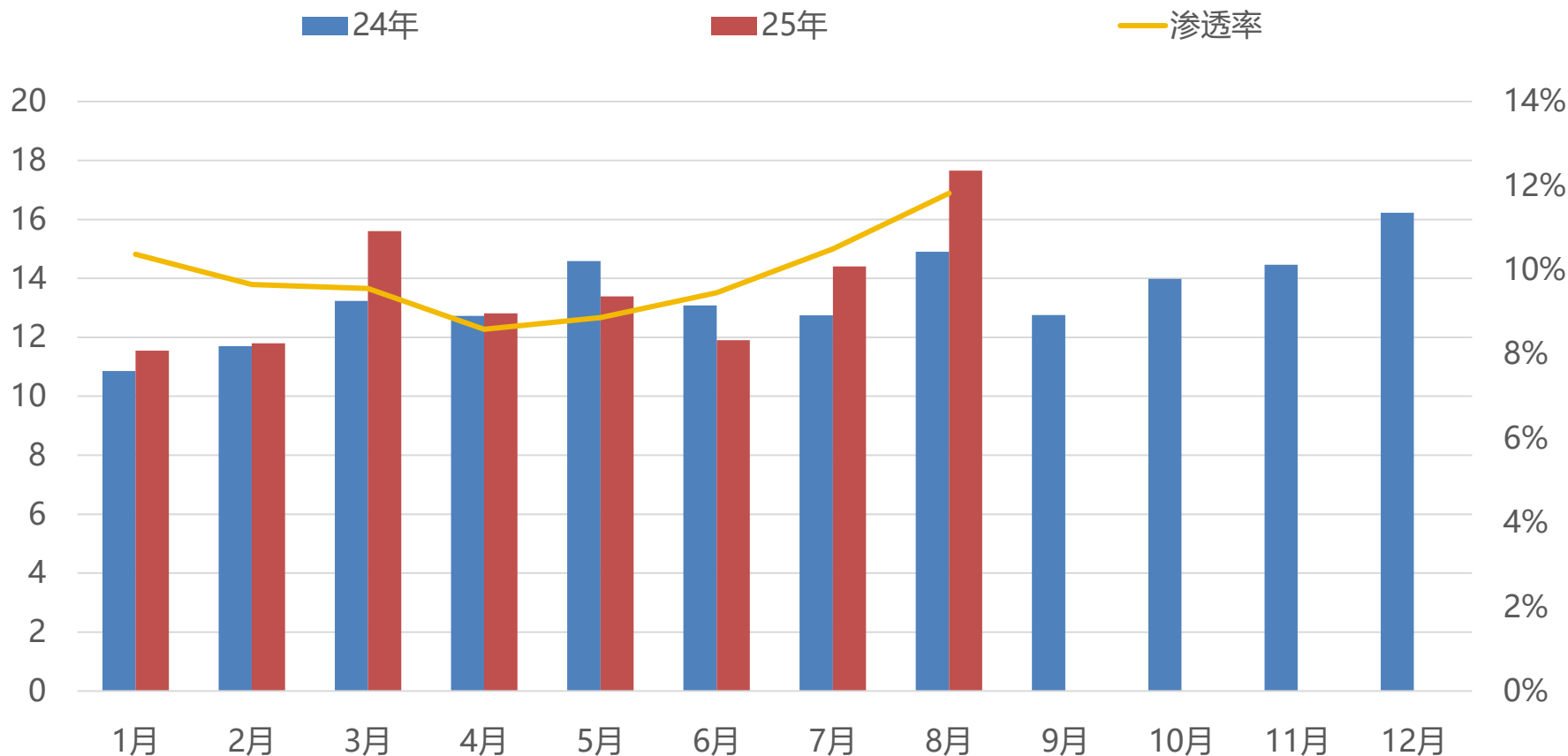
		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	合计
2024年	销量	20	20	30	22	23	30	21	18	30	25	27	30	295
	同比	33%	16%	-4%	15%	-7%	1%	-3%	-30%	10%	7%	3%	8%	2%
2025年 (乐观)	销量	24	24	37	28	30	36	30	24	44	36	42	55	410
	同比	21%	17%	23%	30%	34%	20%	40%	36%	48%	43%	55%	82%	39%
2025年 (中性)	销量	24	24	37	28	30	36	30	24	40	33	38	50	394
	同比	21%	17%	23%	30%	34%	20%	40%	36%	35%	30%	41%	65%	33%
2025年 (悲观)	销量	24	24	37	28	30	36	30	24	36	30	35	45	378
	同比	21%	17%	23%	30%	34%	20%	40%	36%	21%	17%	27%	49%	28%

		Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2024年	销量	70	74	69	83	295
	(中性) 同比	10%	2%	-8%	6%	2%
2025年 (乐观)	销量	84	95	98	133	410
	同比	21%	27%	43%	61%	39%
2025年 (中性)	销量	84	95	94	121	394
	同比	21%	27%	37%	47%	33%
2025年 (悲观)	销量	84	95	90	109	378
	同比	21%	27%	31%	32%	28%

美国：8月销量18万辆，同增18%，渗透率12%

- ◆ 美国25年8月新能源车销量17.7万辆，同增18%，渗透率11.8%。8月电动车注册17.7万辆，同比+18%，环比+23%，渗透率11.8%，同比+1.3pct。25年1-8月电动车累计销109万辆，同增5%，渗透率9.8%。

图：美国电动车销量（万辆）&渗透率（右，%）



美国：特斯拉份额下滑明显，通用份额显著提升

- ◆ **特斯拉25年8月美国销量环比提升。** 25年8月特斯拉在美销5万辆，同环比-10%/+25%，1-8月市占率32%，较24年同期下降7pct；通用销2.2万辆，同环比+81%/+14%，1-8月市占率11%，同比+5pct；本土车企销量普遍提升，Stellantis销量1.46万辆，同环比+42%/+21%，1-8月市占率8%；福特销量1.2万辆，同环比+25%/+27%，1-8月市占率6%。
- ◆ **日产、吉利销量下滑明显。** 日产8月销量0.12万辆，同环比-68%/-18%，1-8月市占率2%；吉利8月销量0.46万辆，同环比-8%/+37%，1-8月市占率3%；丰田销0.55万辆，同环比-29%/-5%，1-8月市占率5%；奔驰销0.67万辆，1-8月市占率5%；本田销0.99万辆，1-8月市占率4%；宝马销0.7万辆，1-8月市占率5%。

图：美国分车企销量（万辆）及市占率（%）

	2025年8月	环比	同比	2025年1-8月	YOY	2025年1-8月市占率	市占率同比
Tesla	50,000	25%	-10%	361,630	-12%	32%	-7pct
通用集团	21,958	14%	81%	119,362	100%	11%	5pct
现代-起亚汽车集团	19,115	33%	32%	91,313	-7%	8%	-1pct
Stellantis	14,604	21%	42%	89,856	-14%	8%	-2pct
大众集团	13,044	53%	136%	60,029	56%	5%	2pct
福特集团	12,294	27%	25%	70,053	3%	6%	0pct
本田	9,867	41%	54%	43,502	250%	4%	3pct
宝马集团	6,987	8%	63%	53,072	47%	5%	1pct
梅赛德斯-奔驰集团	6,723	2%	131%	51,161	94%	5%	2pct
丰田集团	5,476	-5%	-29%	54,013	-5%	5%	-1pct
其他中小整车集团	5,304	20%	-12%	34,154	-26%	3%	-1pct
吉利控股集团(Geely)	4,554	37%	-8%	30,361	0%	3%	0pct
马自达	2,477	1%	38%	15,758	58%	1%	0pct
斯巴鲁	1,466	-6%	3%	9,530	18%	1%	0pct
日产	1,197	-18%	-68%	18,205	-7%	2%	0pct
三菱	866	51%	-27%	4,519	-2%	0%	0pct
塔塔集团	353	-3%	52%	3,535	30%	0%	0pct
VinFast	158	1%	-50%	2,356	-17%	0%	0pct
Ferrari	109	-32%	-32%	1,212	29%	0%	0pct

- ◆ 综合考虑美国短期需求放缓、新车型延期，我们中性预期2025年美国销量168万辆，同增5%。10月IRA补贴取消，我们预计26年销量小幅下滑。但考虑美国市场电动化率约10%，且未来中国供应链占比提升，有助于成本下行，25-26年新车型推出后有望提速，我们预计渗透率进一步提升。

图：美国2025年销量月度预测（万辆）

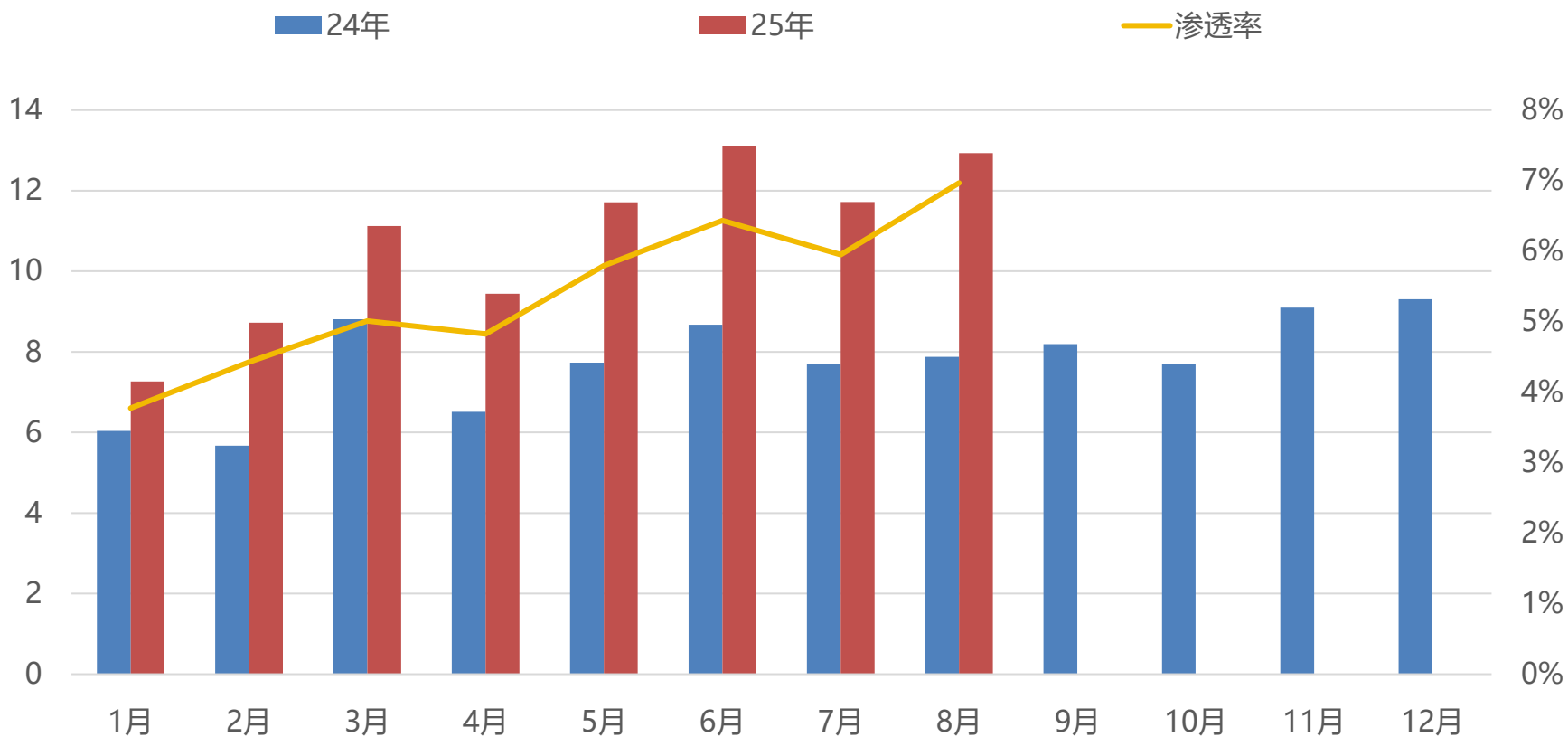
		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	合计
2024年	销量	10.8	11.6	13.1	12.8	14.3	13.1	12.5	14.7	12.8	14.0	14.6	16.2	160.5
	同比	9%	9%	15%	11%	16%	-1%	-1%	12%	-3%	16%	19%	11%	9%
2025年 (乐观)	销量	11.7	12.0	15.6	13.5	14.1	12.7	14.4	17.7	22.3	13.4	13.4	13.4	174.2
	同比	8%	4%	19%	5%	-1%	-3%	15%	20%	75%	-4%	-8%	-17%	9%
2025年 (中性)	销量	11.5	11.8	15.6	13.5	14.1	12.7	14.4	17.7	20.3	12.2	12.2	12.2	168.1
	同比	7%	2%	19%	5%	-1%	-3%	15%	20%	59%	-13%	-16%	-25%	5%
2025年 (悲观)	销量	11.7	12.0	15.6	13.5	14.1	12.7	14.4	17.7	18.3	11.0	11.0	11.0	162.9
	同比	8%	4%	19%	5%	-1%	-3%	15%	20%	43%	-22%	-25%	-32%	1%

		Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2024年	销量	35.5	40.2	40.0	44.8	160.5
	同比	11%	8%	3%	15%	9%
2025年 (乐观)	销量	39.3	40.3	54.4	40.2	174.2
	同比	11%	0%	36%	-10%	9%
2025年 (中性)	销量	38.9	40.3	52.4	36.5	168.1
	同比	10%	0%	31%	-18%	5%
2025年 (悲观)	销量	39.3	40.3	50.3	32.9	162.9
	同比	11%	0%	26%	-27%	1%

其他国家：25年8月销量同增53%，1-8月累计渗透率6%

- ◆ **其他国家25年8月销量同增53%**。其他国家新能源汽车8月销12.9万辆，同环比+53%/+5%，渗透率7%。1-8月其他国家销量累计93万辆，同比增43%，渗透率6%。

图：其他国家电动车销量（万辆）&渗透率（右，%）



- ◆ **日本、泰国、澳大利亚**等传统市场销量放缓，**韩国**销量高增，**巴西、印尼、印度**等新兴市场开始起量。2025年8月销量看，**澳大利亚**销量1.1万辆，同环比+80%/+26%；**日本**销量0.55万辆，同环比-22%/-23%；**韩国**销量2.5万辆，同环比+55%/+0%；**泰国**销量1.1万辆，同环比+53%/-5%；**巴西**销量1.1万辆，同环比+49%/+1%；**印度尼西亚**销量0.7万辆，同环比+32%/+13%；**菲律宾**销量0.14万辆，同环比+459%/+23%。

表：主流国家电动车月度销量（辆）

	202508	环比	同比	2025.1-8	同比	2025.1-8渗透率	同比
巴西	11,240	1%	49%	74,774	43%	5%	1pct
日本	5,461	-23%	-22%	59,400	-9%	2%	0pct
澳大利亚	11,177	26%	80%	75,842	29%	9%	2pct
韩国	25,203	0%	55%	149,077	48%	18%	5pct
泰国	10,830	-5%	53%	90,327	64%	21%	9pct
以色列	1,068	-2%	-76%	21,683	-48%	10%	-10pct
印度尼西亚	7,042	13%	32%	53,890	132%	14%	9pct
马来西亚	2,712	38%	199%	16,818	68%	3%	1pct
俄罗斯	1,143	-12%	-18%	7,029	-49%	1%	0pct
墨西哥	1,439	54%	20%	8,776	-13%	1%	0pct
哥伦比亚	1,231	11%	184%	7,253	220%	5%	3pct
印度	11,520	7%	66%	101,864	51%	3%	1pct
菲律宾	1,414	23%	459%	11,781	713%	4%	3pct
新加坡	588	48%	59%	2,902	91%	7%	3pct
新西兰	77	-38%	-42%	1,014	18%	1%	0pct
阿根廷	26	-13%	420%	187	545%	0%	0pct
南非	396	-1%	137%	2,187	69%	1%	0pct

- ◆ 我们预计25年销量150万辆，同增46%。其他国家电动化率低、国内车企出口优势明显，印尼、马来西亚、拉美、中东等新兴市场中国车企出口占比高，部分国家有望加速渗透。

图：其他国家25年销量月度预测（万辆）

		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	合计
2024年	销量	6.8	6.3	9.7	7.3	8.5	9.4	8.5	8.4	8.7	8.8	10.0	10.3	102.7
	同比	89%	15%	44%	40%	50%	31%	42%	36%	19%	30%	37%	44%	38%
2025年 (乐观)	销量	8.3	9.5	12.3	10.6	12.8	14.4	12.4	12.9	15.8	14.2	15.6	17.2	155.9
	同比	22%	49%	26%	46%	50%	53%	46%	53%	81%	62%	57%	67%	52%
2025年 (中性)	销量	8.3	9.5	12.3	10.6	12.8	14.4	12.4	12.9	14.4	12.9	14.2	15.6	150.2
	同比	22%	49%	26%	46%	50%	53%	46%	53%	65%	47%	42%	52%	46%
2025年 (悲观)	销量	8.3	9.5	12.3	10.6	12.8	14.4	12.4	12.9	12.9	11.6	12.8	14.1	144.5
	同比	22%	49%	26%	46%	50%	53%	46%	53%	48%	33%	28%	36%	41%

		Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2024年	销量	22.9	25.2	25.6	29.1	102.7
	同比	44%	40%	32%	37%	38%
2025年 (乐观)	销量	30.0	37.8	41.1	47.0	155.9
	同比	31%	50%	60%	62%	52%
2025年 (中性)	销量	30.0	37.8	39.7	42.8	150.2
	同比	31%	50%	55%	47%	46%
2025年 (悲观)	销量	30.0	37.8	38.2	38.5	144.5
	同比	31%	50%	49%	32%	41%

新能源车需求总结：上修25年全球销量同增24%

- ◆ 我们上修全球25年销量至2100万辆+，同增24%，一是国内以旧换新刺激+购置税退坡前抢装；二是欧洲及其他地区销量超预期。
- ◆ 我们预计26年全球电动车增长17%，国内本土乘用车14%增长，欧洲和其他地区维持30%+增长，美国下滑。

图：全球电动车销量预测

	2023	2024	2025 E	2026 E	2027 E	2028 E	2029 E	2030 E
海外：新能源乘用车销量 (万辆)	510	556	710	862	1,060	1,294	1,580	1,929
YoY	30%	9%	28%	21%	23%	22%	22%	22%
海外汽车销量 (万辆)	5,271	5,545	5,632	5,722	5,814	5,909	6,007	6,106
-海外电动化率	9.7%	10.0%	12.6%	15.1%	18.2%	21.9%	26.3%	31.6%
-欧洲新能源车销量 (万辆)	289	295	394	512	615	738	885	1,062
-YoY	15%	2%	33%	30%	20%	20%	20%	20%
-欧洲电动化率	19%	19%	25%	33%	39%	46%	55%	65%
-美国	147	158	166	150	198	247	309	386
-YoY	50%	8%	5%	-10%	32%	25%	25%	25%
-美国电动化率	9%	10%	10%	9%	12%	15%	19%	24%
-其他国家	75	103	150	200	248	310	386	481
-YoY	76%	38%	46%	33.2%	24.0%	24.8%	24.7%	24.5%
-其他国家电动化率	3.4%	4.3%	6.1%	7.8%	9.4%	11.4%	13.8%	16.7%
国内：新能源车合计销量 (万辆, 本土销量)	829	1,158	1,418	1,623	1,771	1,928	2,074	2,195
YoY	34%	40%	22%	14.4%	9.1%	8.9%	7.6%	5.8%
国内新能源车销量合计 (含出口, 万辆)	950	1,287	1,648	1,910	2,116	2,342	2,571	2,791
YoY	38%	36%	28.09%	16%	11%	11%	10%	9%
-国内电动化率	31.6%	41.9%	53.2%	61.0%	66.9%	73.3%	79.7%	85.7%
全球新能源车销量 (万辆)	1,339	1,714	2,128	2,485	2,831	3,222	3,654	4,124
YoY	33%	28%	24%	17%	14%	14%	13%	13%
全球电动化率	17.2%	21.1%	26.0%	29.7%	33.2%	37.0%	41.1%	45.4%

储能：国内外共振，储能需求超预期

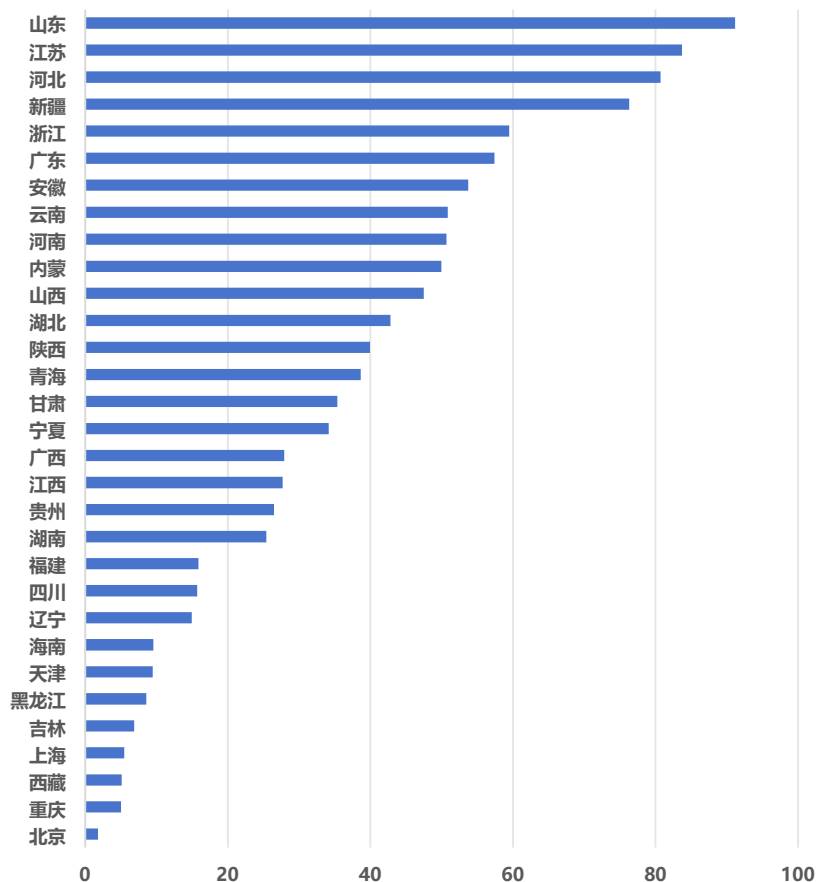
- ◆ **地方政府密集出台储能容量电价补偿政策，建立市场化收益机制。**当前已落地的地区包括内蒙古、甘肃、河北、宁夏、新疆等，政策模式涵盖发电量补偿、容量电价机制（火储同补）、容量电价+峰谷电价叠加、以及容量补偿+辅助服务考核等。
- ◆ 补偿标准看，可分为“按容量补贴”（元/kW·年）与“按发电量补贴”（元/kWh），并配合考核机制确保储能出力质量，**项目IRR普遍在8-12%区间，高价值省份可达15%以上。**我们预计未来仍将有更多省份跟进出台容量补偿政策，储能收益模型将持续优化。

表：各省容量电价补偿政策汇总

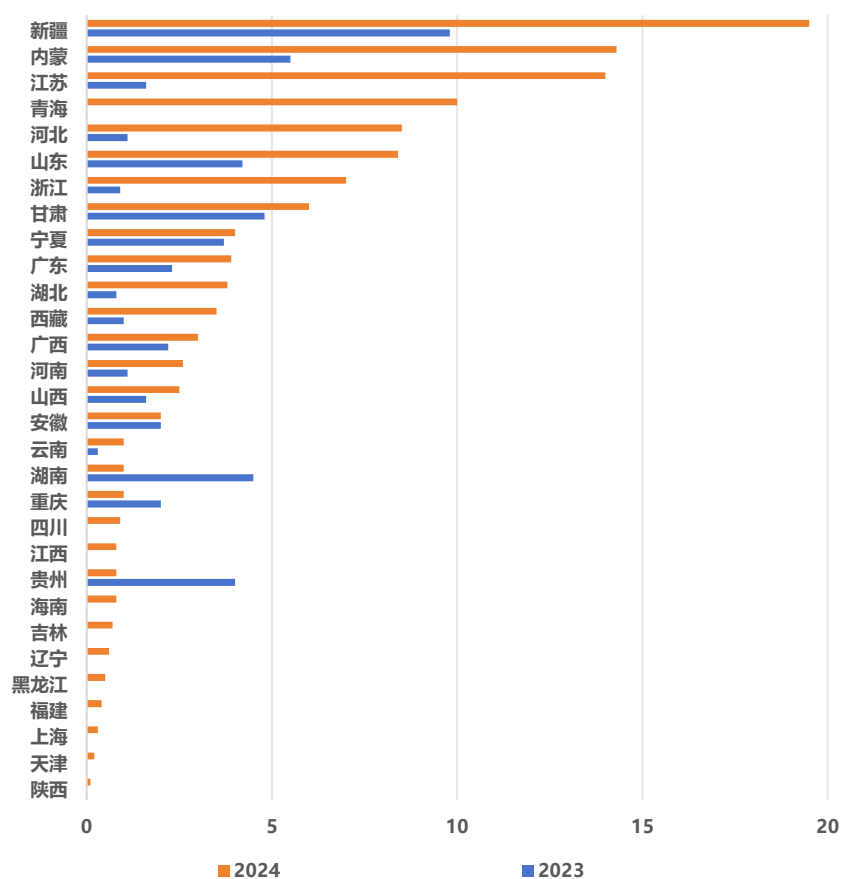
省份	内蒙	甘肃	河北	宁夏	新疆
政策模式	发电量补偿	容量电价机制（“火储同补”）	容量电价机制+充放电价格政策	容量电价机制	容量补偿+调峰辅助服务
补贴标准	发电量补偿：2025年及以前建成投产项目0.35元/KWh	容量电价：330元/KW·年（与煤电机组暂定同标准）	容量电价：100元/KW·年	容量电价：2025年10-12月：100元/KW·年；2026年1月起：165元/KW·年	容量补偿：2023年0.2元/KW时，2024年0.16元/KW时，2025年0.128元/KW时（逐年递减20%）
计价基准	向电网的发电量	有效容量 = (满功率放电时长/6) × 额定功率 - 厂用电	月度平均可用容量 (以4小时充放电时长为基准折算)	有效容量 = (满功率放电时长/6) × 额定功率 - 厂用电	实际发电量
激励周期	补偿标准每年公布，执行时间为10年；25年6月30日前开工项目方可享受首年补贴	执行期2年	执行2年，先建先得，25年1月开始执行，执行期2年，26年6月前未并网项目扣减容量补偿月数	未明确说明执行期限	政策有效期至2025年12月31日
考核机制	-	月内发生三次非计划停运，扣减当月容量电费；全年有三个月发生，扣减全年容量电费	月内发生2次未达申报容量：扣减10%当月容量电费；3次：扣减50%；4次及以上：扣减100%。年调用完全充放电次数原则上不低于330次	月内发生3次非停：扣减当月容量电费；全年有3个月发生非停：取消未来一年获取容量电费的资格	新疆四地州投运独立储能项目2023年全年调用完全充放电次数不低于100次；调度机构可进行调度测试
峰谷价差	蒙西电力现货交易，独立储能充放电价差0.27元/wh	甘肃现货运行一年，平均峰谷价差超过0.24元/kwh	电力现货交易，平均峰谷价差超0.25-0.3元/wh	电力现货交易试运行，平均峰谷价差超0.26-0.31元/wh	电力现货交易，平均峰谷价差超0.25-0.3元/wh
经济性	IRR测算10-20% (补贴0.35元/kwh)	IRR测算9-12% (补贴0.15-0.18元/kwh)	IRR测算6-8% (补贴0.08元/kwh)	IRR测算6-8% (补贴0.08-0.1元/kwh)	IRR测算6-8% (考虑补贴按照25年标准延续)
储能装机目标		2025年底新型储能装机超过6GW；2030年底10GW	2025年1月1日至2026年12月31日参与竞争的独立储能容量规模为河北南网7.7GW，冀北电网8.3GW		

◆ **容量电价出台可期，储能空间广阔。**截至25H1，江苏、浙江、广东、安徽、青海等省份累计光伏装机容量分别为84/59/57/54GW，23及24年新增储能装机约16/8/6/4/10GWh，光伏装机规模大，储能配套水平高，但仍存在提升空间。未来随着容量电价等政策逐步出台，储能补偿机制进一步完善，有望打开更大成长空间。我们预计青海、山东、浙江、江苏等地26年发力，分别有10GWh+的空间。

表：各省份截至25H1累计光伏装机容量 (GW)

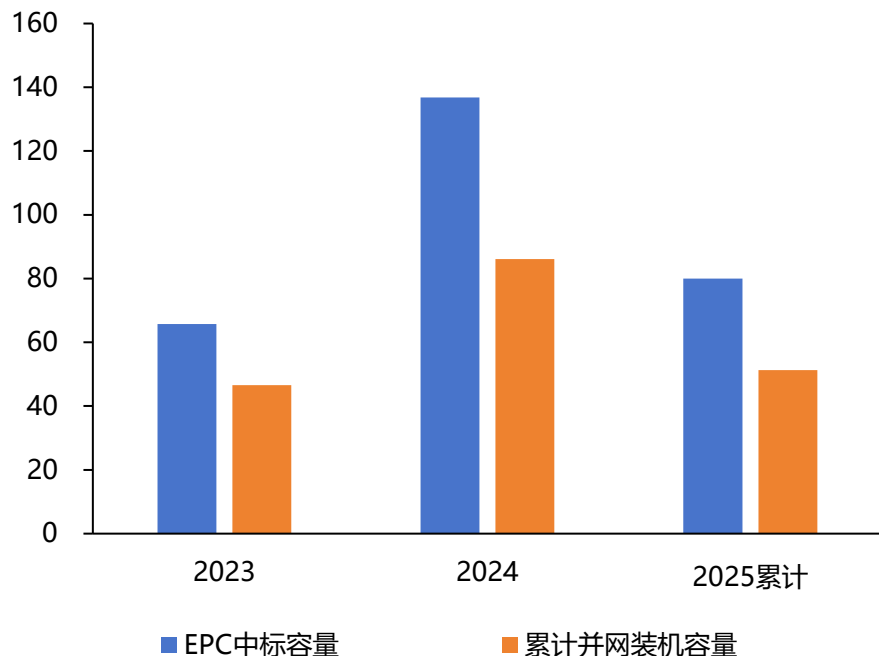


表：各省份23、24年新增储能装机容量 (GWh)

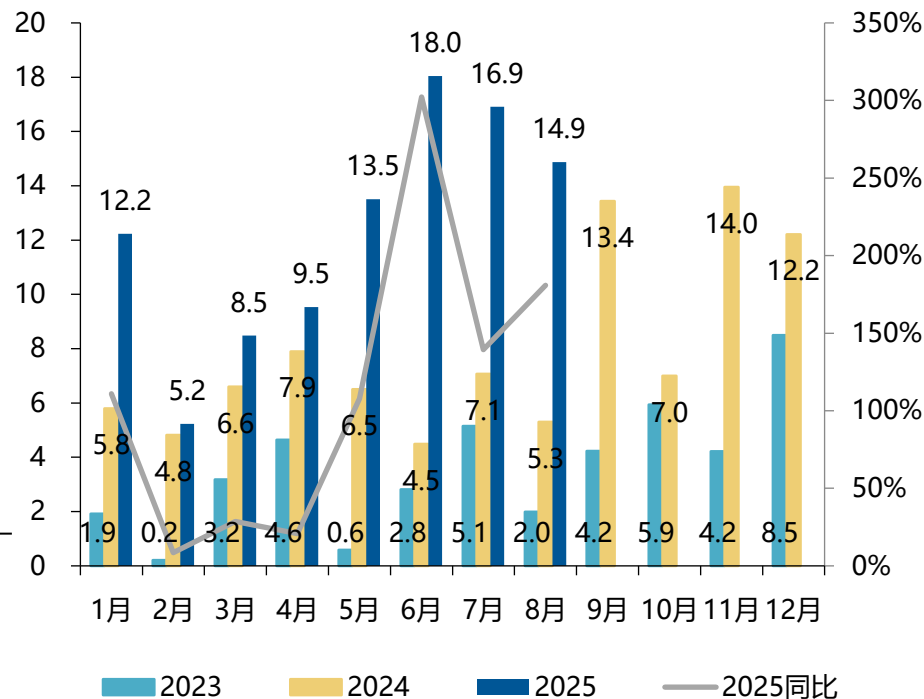


- ◆ **储能建设未完全落地，后续装机兑现空间充足。** 25年H1，EPC中标容量约80GWh，25年1-8月累计并网装机容量51.3GWh，中标容量大于并网装机容量，表明当前储能建设未完全落地，订单高景气为未来装机增量奠定基础，下半年储能并网规模有望快速释放。
- ◆ **强制配储取消，需求依旧强劲。** 25年以来储能EPC招标延续高景气，25年1-8月国内储能EPC招标116GWh，同比增约40%，近2月EPC招标均维持20GWh以上，我们预计全年EPC招标量有望超过200GWh。

图：EPC中标容量与并网装机容量对比（GWh）



图：23-25年EPC月度招标容量及增长（GWh）



注：EPC中标容量为25H1，累计并网容量为25年1-8月

国内：储能25年35%增长，26年预计36%增长

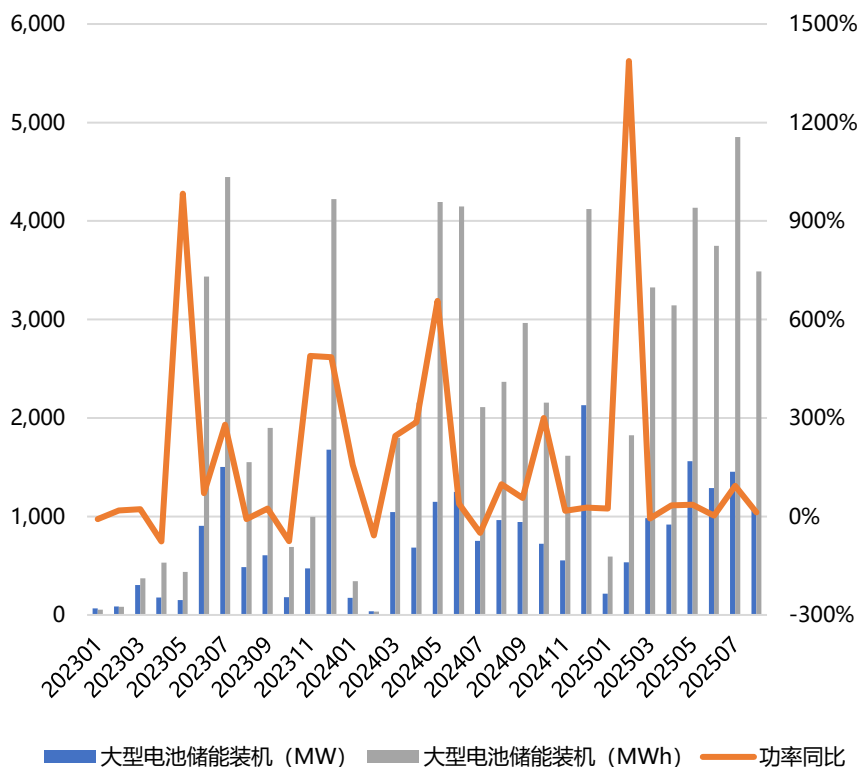
- ◆ 我们预计25年国内储能装机149GWh，同比+35%，26年装机203GWh，同比+36%，到30年预计装机352GWh，同比+12%。同时25H1中国光伏累计装机超1100GW，而储能仅95GW，且存量储能配储占比高，从空间上看，按照2030年2500GW光伏累计装机，20%功率配比，3h配储时长，对应储能累计需求1500GWh。
- ◆ 分省份看，25-26年新疆和内蒙是装机主力，贡献70GWh，贡献40-50%装机。同时，已出容量电价补充的省份，如河北、甘肃、山东等平均贡献10-20Gwh；另外青海、东三省、浙江、江苏等地，我们预计26年将发力，分别有10GWh+的空间。

表：国内储能分省份需求预测

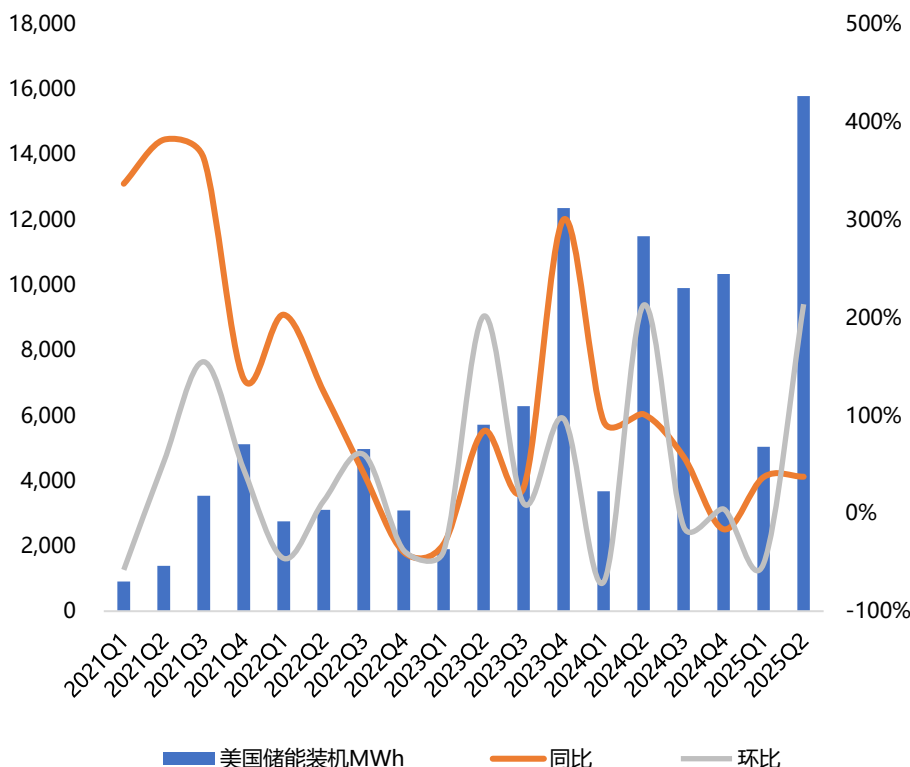
新能源装机	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
锂电大储装机 (GWh)	104	140	192	226	260	293	325
-同比	135%	35%	37%	17%	15%	13%	11%
新疆	20	30	40	44	48	53	59
云南	1	10	3	5	7	8	9
内蒙	14	40	30	21	25	29	33
河北	9	14	18	18	18	18	18
宁夏	4	6	8	10	12	13	15
甘肃	6	6	14	15	17	20	23
山东	8	10	10	12	13	15	17
山西	3	3	8	10	12	13	14
东三省			15	20	24	29	35
其他省份	39	21	46	72	84	95	102
锂电工商储装机 (GWh)	6	9	11	14	17	22	27
-同比	46%	50%	21%	27%	25%	24%	23%
合计国内锂电储能装机 (GWh)	110	149	203	240	277	315	352
-同比	128%	35%	36%	18%	16%	14%	12%

- ◆ 根据EIA数据，美国大储8月新增装机1085MW，同环比+13%/-25%，对应3489MWh，同环比+47%/-28%，平均配储时长3.2h。**2025年1-8月累计装机8043MW，同比+33%，对应25.1GWh，同比+46%**。8月末美国大储备案量55.7GW，较7月末大储备案量-14.2%，美国市场抢装超预期。
- ◆ 另外Wood Mac口径，美国大储热潮、工商储平稳、户储稳健。**25Q2美国储能15.8GWh，同环比+37%/+214%，全年指引52.5GWh，增45%**。其中，Q2大储装机15.0GWh，同环比+36%/267%。

图：美国大型储能电池装机及功率同比



图：美国电化学储能装机



全球储能需求：25年51%增长，26年39%增长

- ◆ 我们预计25年全球储能电池需求318gwh，同比增51%，26年预计全球储能需求上修至35%+增长。
- ◆ 分区域看，国内上修，欧洲和新兴市场持续高增，美国25年抢装明显。我们预计国内25年51%增长，26年维持36%增长。欧洲和新兴市场大储25年翻番以上增长，26年维持50-100%增长；美国25年抢装明显，26-27年obbb法案生效，我们预计增速放缓。

表：全球储能电池需求测算

全球市场	2023E	2024E	2025E	2026E	2027	2028	2029	2030
全球储能装机需求 (Gwh)	126.8	210.3	318.0	443.2	548.2	669.7	806.0	964.8
-储能装机增速	106%	66%	51%	39%	24%	22%	20%	20%
-放大比例	161%	155%	173%	174%	171%	168%	168%	168%
全球储能出货量 (Gwh)	204	325	551	773	937	1,126	1,350	1,619
-储能出货增速	61%	59%	70%	40%	21%	20%	20%	20%
其中储能出货量：分区域								
美国 (Gwh)	59	79	128	134	144	172	206	252
-增速	31%	34%	62%	5%	8%	19%	20%	22%
-占比	29%	24%	23%	17%	15%	15%	15%	16%
中国 (Gwh)	77	139	209	285	331	374	425	475
-增速	99%	79%	51%	36%	16%	13%	14%	12%
-占比	38%	43%	38%	37%	35%	33%	31%	29%
欧洲 (Gwh)	31	46	86	134	180	218	258	312
-增速	33%	48%	86%	55%	35%	21%	18%	21%
-占比	15%	14%	16%	17%	19%	19%	19%	19%
其他地区 (Gwh)	36	61	128	220	281	361	462	580
-增速	91%	68%	110%	71%	28%	29%	28%	26%
-占比	18%	19%	23%	28%	30%	32%	34%	36%

排产及供需：旺季加速，供需格局大幅好转

动储需求：25年上修至42%增长，26年预计25.6%增长

- ◆ 我们预计全球25年动储需求1977GWh，同增42%，同时我们预计26年动储需求2482gwh，同比增26%，此后依靠海外电动化提速和储能持续高增，仍可维持15-20%复合增长。

表：动力及储能需求增速预期

	2023	2024	2025 E	2026 E	2027 E	2028 E	2029 E	2030 E
海外：乘用车动力电池装机需求 (Gwh)	311.3	318.1	399.2	452.8	535.0	644.9	777.4	937.0
-海外平均单车带电量 (kwh)	61.1	58.3	56.2	52.5	50.5	49.9	49.2	48.6
国内：动力电池装机需求 (Gwh)	389	533	736	888	1,001	1,119	1,229	1,335
-国内平均单车带电量 (kwh)	46.9	46.0	51.9	54.8	56.5	58.0	59.3	60.8
全球动力电池装机需求 (gwh)	715	876	1,169	1,402	1,618	1,876	2,160	2,481
YoY	39%	23%	33%	19.9%	15.5%	15.9%	15.1%	14.9%
-全球平均单车带电量 (kwh)	53.4	51.1	54.9	56.4	57.2	58.2	59.1	60.2
全球动力电池实际需求 (gwh)	873	1,069	1,426	1,710	1,974	2,289	2,635	3,027
YoY	25%	23%	33%	19.9%	15.5%	15.9%	15.1%	14.9%
全球储能电池合计 (gwh)	204	325	551	773	937	1,126	1,350	1,619
YoY	62%	59%	70%	40%	21%	20%	20%	20%
国内储能电池 (gwh)	77	139	209	285	331	374	425	475
海外储能电池 (gwh)	127	186	342	488	605	752	925	1,144
全球动力+储能电池实际需求合计 (gwh)	1,077	1,394	1,977	2,482	2,911	3,415	3,985	4,646
YoY	31%	29%	42%	25.6%	17.3%	17.3%	16.7%	16.6%

- ◆ 24Q4起需求恢复，电池龙头率先开始有序扩产，但材料厂商扩产相对谨慎，且多集中海外。25H2起需求超预期，行业产能利用率明显改善，突破70%，且格局向头部厂商集中，其中六氟产能利用率预计达81%，铁锂达74%，改善明显。

图：主流环节产能利用率情况

分板块	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	
电池	供给 (gwh)	530	1032	1623	2168	2610	3213
	-同比	45%	95%	57%	34%	20%	23%
	需求 (动力+储能, gwh)	462	821	1077	1394	1977	2482
	-同比	123%	78%	31%	29%	42%	26%
	产能利用率	87%	80%	66%	64%	76%	77%
三元正极	全行业有效供给 (万吨)	69	111	162	179	196	209
	-同比	66%	61%	46%	10%	10%	7%
	需求 (万吨)	68	85	90	103	116	123
	-同比	64%	26%	5%	14%	13%	6%
	产能利用率	98%	77%	55%	57%	59%	59%
铁锂正极	供给 (万吨)	43.1	114.6	225.7	401.1	527.9	664.9
	-同比	75%	166%	97%	78%	32%	26%
	需求 (万吨)	39.2	100.3	163.8	248.8	390.8	516.8
	-同比	208%	156%	63%	52%	57%	32%
	产能利用率	91%	88%	73%	62%	74%	78%
负极	全行业有效供给 (万吨)	96	137	233	331	444	502
	同比	69%	43%	70%	42%	34%	13%
	需求 (万吨)	81	125	171	219	305	378
	同比	76%	54%	37%	28%	39%	24%
	产能利用率	85%	91%	74%	66%	69%	75%
隔膜	全行业有效供给 (亿平)	110.9	188.7	282.3	425.8	553.8	638.2
	-同比	41%	70%	50%	51%	30%	15%
	需求 (亿平)	103.0	159.9	209.8	274.8	381.4	469.1
	-同比	78%	55%	31%	31%	39%	23%
	产能利用率	93%	85%	74%	65%	69%	74%
6F	全行业有效供给 (吨)	87,190	145,070	248,150	312,300	354,780	384,780
	-同比	45%	66%	71%	26%	14%	8%
	需求 (吨)	81,059	124,228	165,463	207,098	288,364	354,366
	-同比	74%	53%	33%	25%	39%	23%
	产能利用率	93%	86%	67%	66%	81%	92%

盈利：部分环节龙头开始减亏，技术领先有溢价

- ◆ 中游材料价格连续调整多个季度，铁锂、电解液六氟、负极、铜箔及部分辅材接近全行业亏损。
- ◆ 25年盈利底部企稳，铁锂、铜箔等环节有所减亏，隔膜盈利进一步恶化，仅结构件、负极环节头部公司盈利较好。

表 各环节分季度盈利情况

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

盈利：价格已触底，合理投资回报下盈利弹性大

- ◆ 铁锂正极、电解液六氟、隔膜、铜箔、铝箔龙头盈利水平均低于合理水平，二线厂商基本全面亏损，且价格磨底3年，厂商扩产意愿较弱，涨价诉求较强，**散单价格已涨，长协年底谈判，我们预计26年落地。**
- ◆ 涨价排序：6F>铁锂正极>隔膜>铜箔>负极/铝箔

图 主流环节资本开支和盈利水平

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

表 锂电材料利润弹性和估值 (截止2025年9月29日)

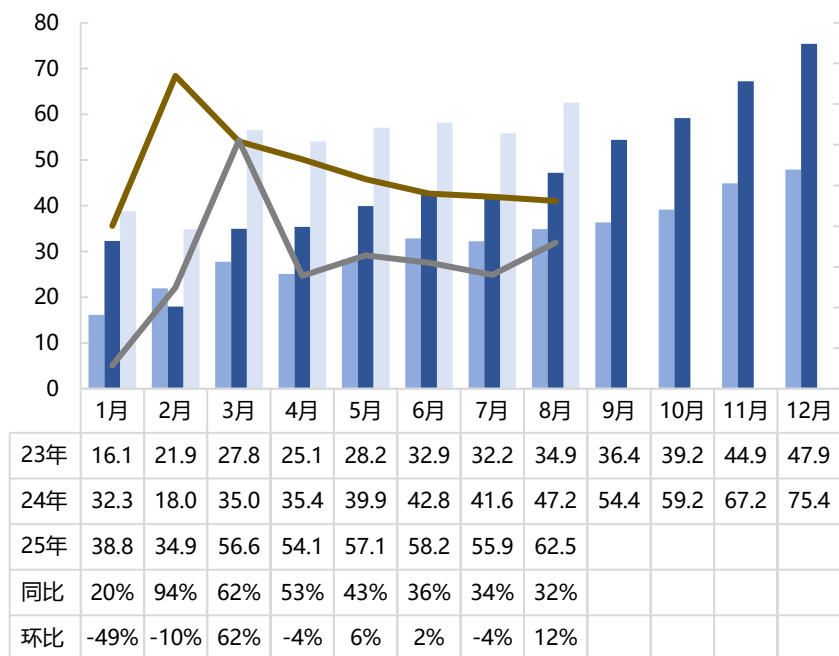
	市值 (亿)	26年出货 (万吨; 亿 平)	产能利用率	26E (原预期)			26E (涨价后)			
				单位盈利 (万/吨; 元/平)	26E业绩 (亿)	估值	涨价预期 (万/吨; 元/平)	单位盈利 (万/吨; 元/平)	26E业绩 (亿)	估值
湖南裕能	410.4	130	100%	0.15	20	21	0.1	0.25	33	13
富临精工	316.6	50	100%	0.15	11	29	0.1	0.25	15	21
德方纳米	115	36	80%	0	0	-	0.1	0.1	4	32
龙蟠科技	107.4	32	91%	0	2	54	0.1	0.1	5	23
万润新能	82.8	45	90%	0	0	-	0.1	0.1	5	18
当升科技	344.7	8	74%	1	10	34	0	1	12	29
容百科技	216.9	14	47%	0.5	7	31	0	0.5	7	31
尚太科技	198.5	40	100%	0.28	11.2	18	0.05	0.33	13.2	15
中科电气	153.7	40	100%	0.2	8	19	0.05	0.25	10	15
贝特瑞	368.5	65	100%	0.2	13	28	0.05	0.25	16	23
璞泰来	615.3	25	83%	0.2	30	21	0.05	0.25	31	20
恩捷股份	442.9	130	100%	0.05	7	68	0.1	0.15	20	23
星源材质	189.9	60	100%	0.05	3	63	0.1	0.15	9	21
天赐材料	719.6	90	76%	0.08	12	59	0.15	0.23	25.7	28
新宙邦	375	38	80%	0	13	31	0.05	0.05	15	25

电池：储能电芯紧缺至26H2，涨价落地

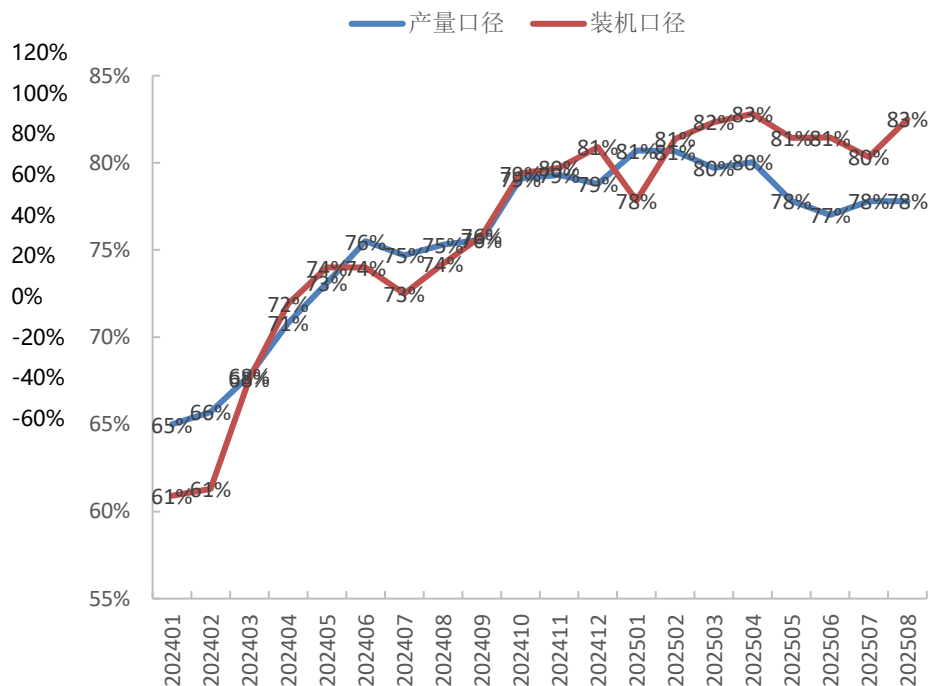
电池：国内引领装机高增，铁锂份额进一步提升

- ◆ **7月全球动力电池装机量86.3GWh，同增23%，环减16%。** 25年7月全球动力电池装机量90.5GWh，同环比+30%/-11%。25年1-7月全球动力电池装机量590.7GWh，同增35.3%。
- ◆ **8月国内动力电池装机量62.5GWh，同增32%，环增12%。** 25年8月国内动力电池装机量62.5GWh，同环比+32%/+12%，其中三元装机10.9GWh，同环比-10%/-0.1%，占比17.5%；铁锂装机51.6GWh，同环比+47%/+15%，占比83%。25年1-8月国内动力电池装机量418GWh，同增43%，其中三元77.4GWh，同降10%，铁锂340.5GWh，同增65%。
- ◆ **8月国内动力电池产量135GWh，同增37%，环增4%。** 25年8月国内动力电池产量139.6GWh，同环比+37%/+4%，其中三元30.9GWh，同环比+23%/+5%，占比22%；铁锂108.6GWh，同环比+78%/+4%，占比78%，环比略降。25年1-8月国内动力电池产量970.7GWh，同增54%，其中三元204.3GWh，铁锂765.1GWh。

图：国内电动车月度电池装机量 (GWh)



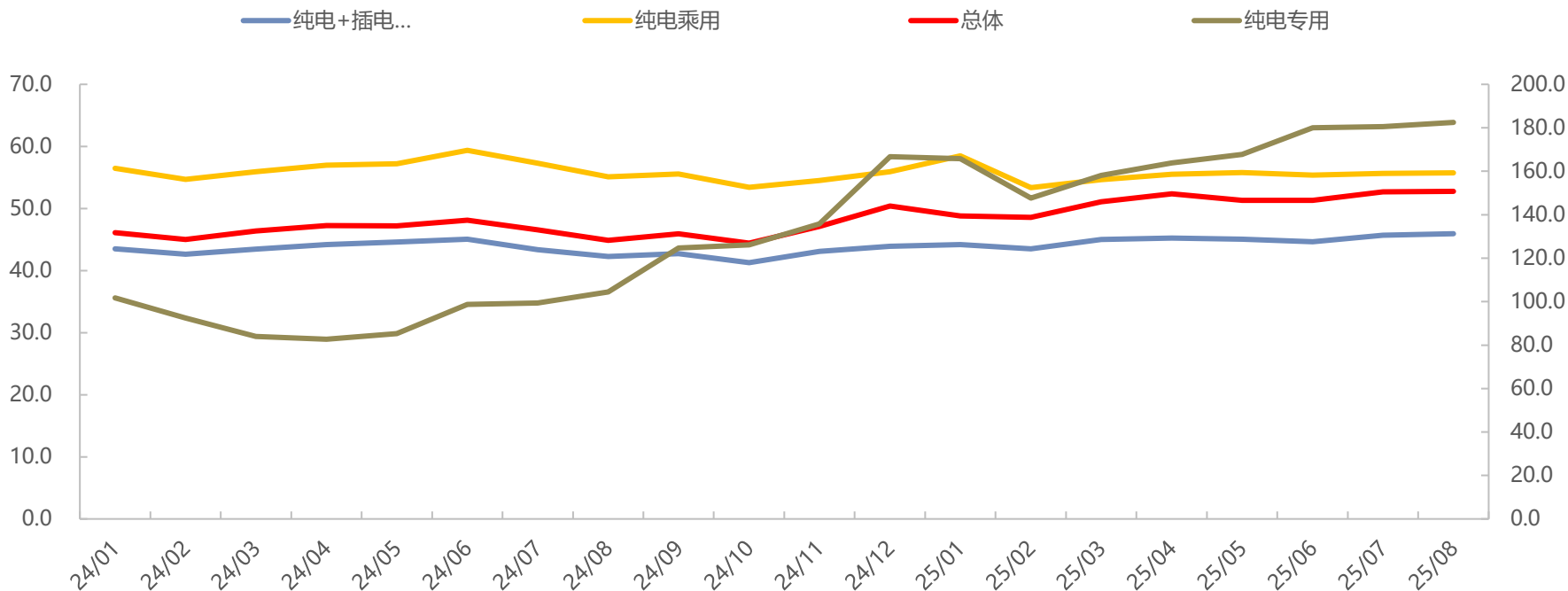
图：国内动力电池铁锂占比 (GWh)



电池：国内8月新能源车平均带电量提升8.6%

- ◆ **8月国内纯电+插电乘用车平均带电量45.9kwh，同比+8.6%，环比+0.6%。**25年8月纯电乘用车平均带电量55.5kwh，同比+1.2%，环比+0.2%；插电乘用车平均带电量为27.8kwh，同比+13.5%，环比-2.3%。1-8月纯电+插电乘用车平均带电量45.0kwh，同增3%。
- ◆ **8月纯电专用车带电量182kwh，同比大幅提升。**25年8月纯电专用车装机10.1gwh，同比+154%，在国内装机中占比同比提升8pct至16%，单车带电量182kwh，同增75%，环增1%。
- ◆ **8月国内平均单车带电量52.8kwh，同比+18%，环比+0.2%，同比增加明显。**

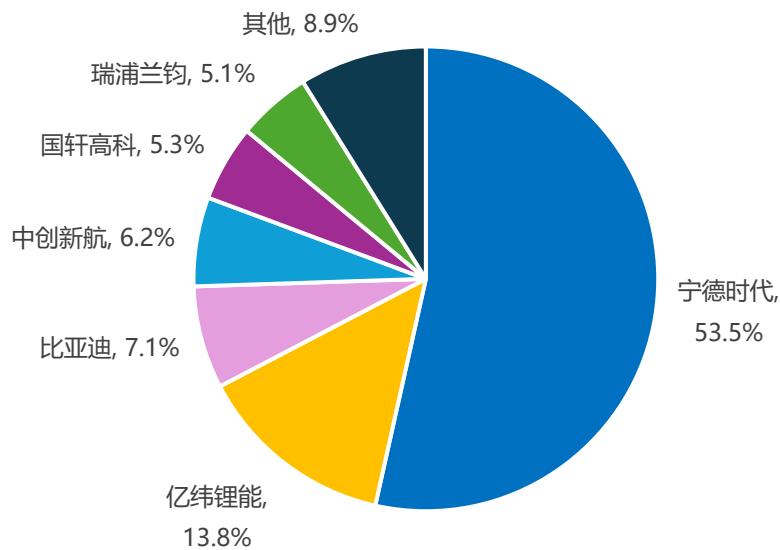
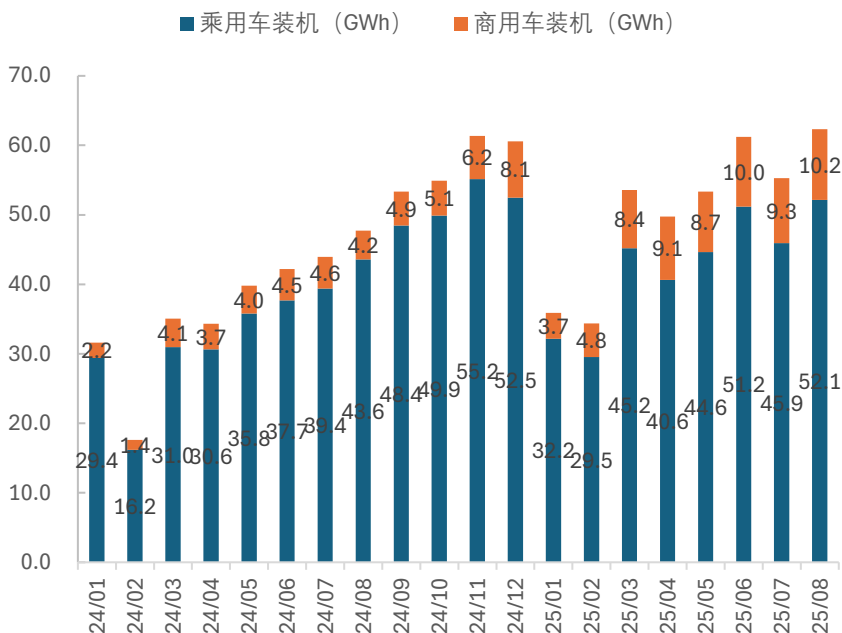
图：国内乘用车平均带电量 (kwh)



- ◆ **商用车电池占比提升明显。** GGII口径，24年商用车装机63gwh，占国内装机12%，25年1-8月为68.5gwh，同比增113%，占总装机17%（70%为重卡），单车装机166kwh，预计全年装机需求超130gwh。其中，8月商用车装机10.9gwh，同环比+138%/+10%。而乘用车8月装机51gwh，同环比+19%/+13%，1-8月累计337gwh，同比+30%。
- ◆ 8月商用车宁德时代份额53.5%，同环比-15%/-0.1%；亿纬锂能13.8%，同环比+5%/+0.6%；比亚迪7.1%，同环比+5%/-2%；中创新航6.2%，国轩高科5.3%，瑞浦兰钧5.1%。

表：国内动力电池装机（分商用车和乘用车）

图：8月国内商用车动力电池供应结构（GGII上险装机口径）

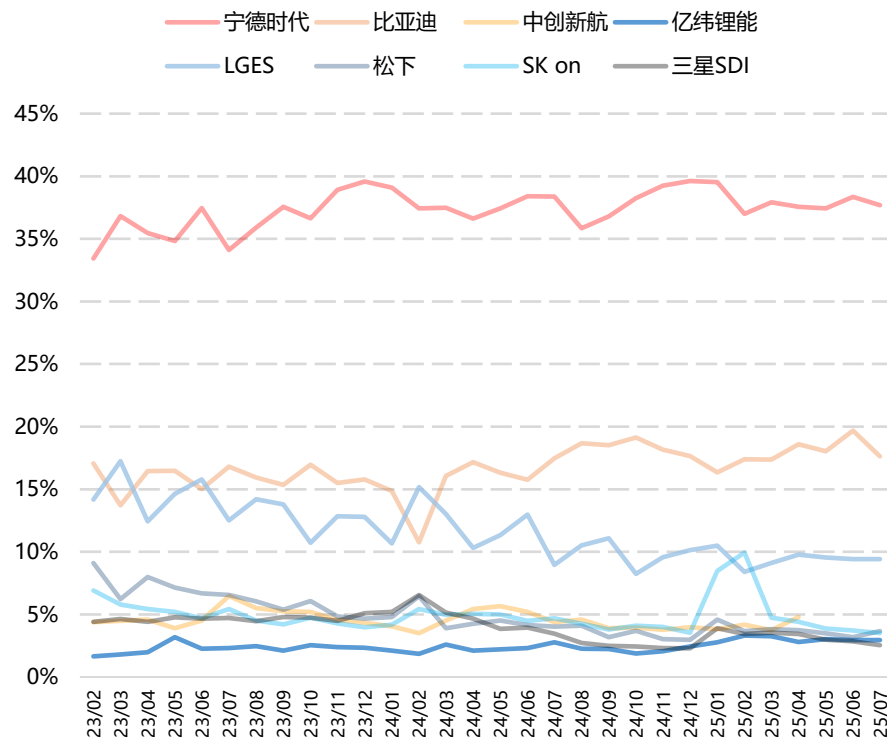


◆ **全球格局看，宁德时代维持37.7%，日韩厂商份额持续下降，二线电池厂份额提升。**25年7月，全球动力电池装机总量90.5GWh，其中宁德时代份额37.7%，环降0.6pct，比亚迪份额17.6%，环降2.1pct，LG新能源9.4%，环比持平，中创新航、蜂巢能源份额提升。25年1-7月，宁德时代份额37.9%，同增0.1pct，比亚迪、国轩高科、亿纬锂能、蜂巢能源等份额提升，LG新能源、松下、三星SDI份额下降。

表：动力电池厂商全球装机量 (GWh, SNE口径)

Top10	简写	25年7月	占比	环比 (pct)	25年累计	占比	同比 (pct)
1	宁德时代	34.1	37.7%	-0.6	223.9	37.9%	+0.1
2	比亚迪	15.9	17.6%	-2.1	106.2	18.0%	+2.2
3	LG新能源	8.5	9.4%	0.0	55.8	9.4%	-2.2
4	中创新航	4.9	5.4%	+0.9	26.8	4.5%	-0.2
5	松下	3.3	3.7%	+0.5	21.8	3.7%	-0.8
6	SK on	3.2	3.5%	-0.2	30.5	5.2%	+0.4
7	国轩高科	2.9	3.2%	-0.5	21.5	3.6%	+0.9
8	亿纬锂能	2.7	3.0%	0.0	17.8	3.0%	+0.7
9	蜂巢能源	2.6	2.9%	+0.3	15.7	2.7%	+0.8
10	三星SDI	2.3	2.5%	-0.3	18.8	3.2%	-1.3
前十总量		80.4	88.8%	-2.1	538.9	91.2%	+0.5
其他		10.1	11.2%	+2.1	51.9	8.8%	-0.5
全球总量		90.5	100.0%	-	590.7	100.0%	-

图：动力电池厂商全球市占率 (SNE口径)

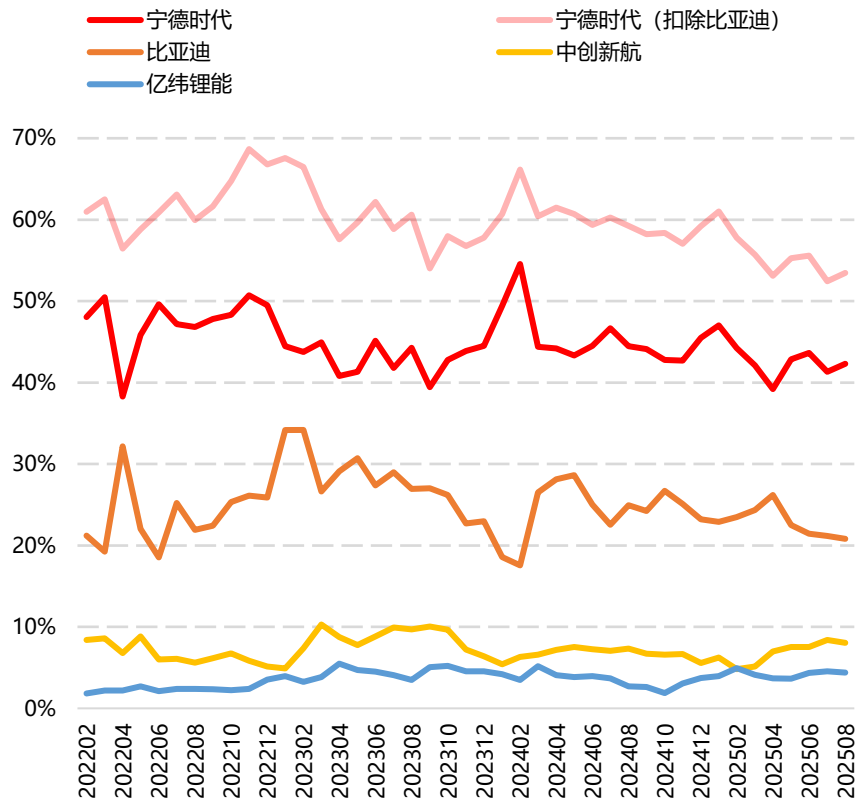


◆ **国内格局看，宁德时代1-8月份额42.6%，同比降低3.17pct。** 25年8月，国内装机62.5GWh，宁德时代份额42.4%，环比+1.0pct；比亚迪份额20.9%，环比-0.3pct；中创新航份额8.1%，环比-0.3pct；国轩高科份额5.9%，环比+1.1pct。25年1-8月，国内动力累计装机418.1GWh，其中宁德时代份额42.6%，同比-3.2pct，份额下降，比亚迪份额22.8%，同比-1.8pct，国轩高科、中创新航、亿纬锂能、欣旺达、正力新能、瑞浦兰钧、吉曜通行等二线厂商份额提升明显。

表：动力电池厂商国内装机量 (GWh, 不含出口)

Top10	简写	25年8月	占比	环比 (pct)	25年累计	占比	同比 (pct)
1	宁德时代	26.5	42.4%	+0.95	178.2	42.6%	-3.17
2	比亚迪	13.0	20.9%	-0.34	95.2	22.8%	-1.76
3	中创新航	5.0	8.1%	-0.34	29.2	7.0%	+0.05
4	国轩高科	3.7	5.9%	+1.05	21.9	5.2%	+1.44
5	亿纬锂能	2.7	4.3%	-0.16	17.5	4.2%	+0.32
6	欣旺达	2.5	3.9%	-0.09	13.8	3.3%	+0.25
7	蜂巢能源	1.7	2.8%	-0.28	11.8	2.8%	-0.14
8	正力新能	1.7	2.8%	-0.04	9.3	2.2%	+0.50
9	瑞浦兰钧	1.6	2.5%	+0.25	9.4	2.3%	+0.41
10	吉曜通行	1.0	1.7%	-0.22	3.0	0.7%	+0.84
前十名总量		59.4	95.0%	+0.97	392.0	93.8%	-1.94
其他		3.1	5.0%	-0.97	26.2	6.3%	+1.94
国内总量		62.5	100.0%	-	418.1	100.0%	-

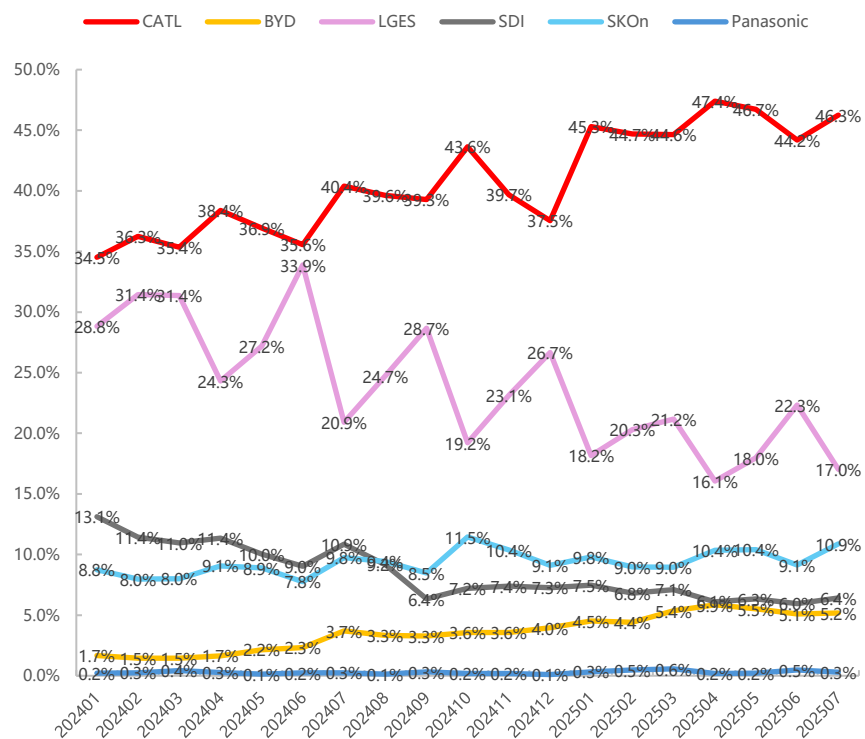
图：动力电池厂商国内市占率 (%，不含出口)



电池：欧洲格局看，宁德份额升至46%，后续预计提升至50%

◆ 欧洲格局看，25年7月宁德时代份额46.3%，份额较为领先，随着新定点车型放量，本土化产能建设加快，我们预计后续升至50%。25年7月，宁德时代/LGES/SK on/三星SDI欧洲市场份额为46.3%/17.0%/10.9%/6.4%，环比+2.1/-5.3/+1.7/+0.5pct，趋势上看，宁德时代份额持续提升，比亚迪、SK on稳中有升，LGES、三星SDI持续下降。欧洲新一轮定点对电池的安全性、回收、碳足迹等提出更多要求，宁德时代定点份额50%+，此外其欧洲本土化产能建设加快，25年年底匈牙利一期33GWh投产，我们预计后续宁德时代欧洲市占率有望提升至50%左右。

图：欧洲动力电池厂份额变化

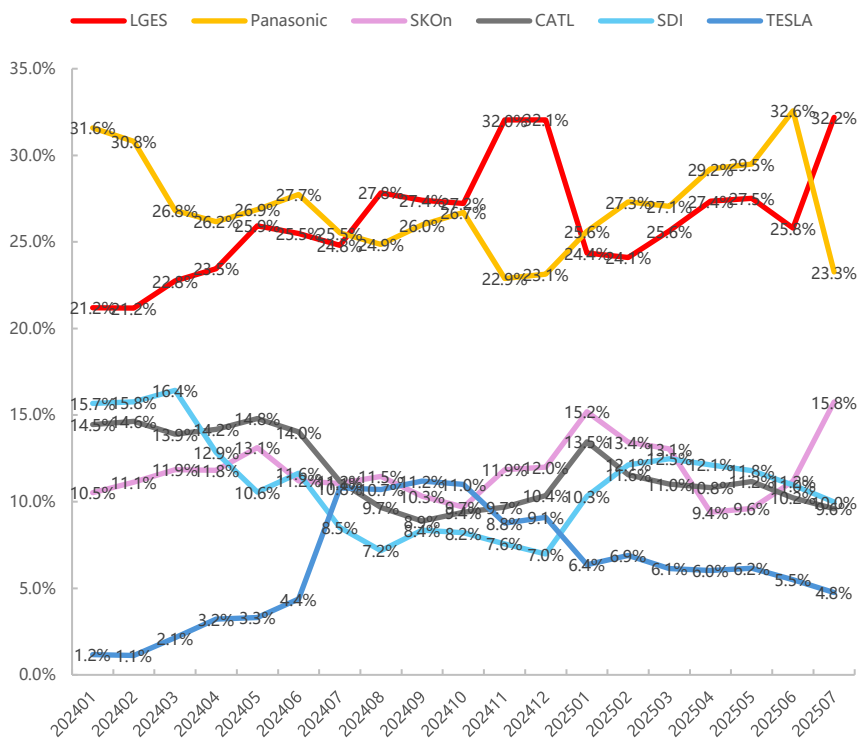


图：电池厂欧洲地区产能规划 (GWh)

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

- ◆ **美国格局看，25年7月宁德时代份额9.6%，后续预计微降，直至26-27年技术授权模式起量。** 25年7月，宁德时代/LGES/松下/SK on/Tesla美国市场份额为9.6%/32.2%/23.3%/15.8%/10.0%/4.8%，环增-0.6/+6.4/-9.3/+4.6/-1.0/-0.7pct，宁德时代份额持续下降，松下份额下降明显，LG新能源份额提升明显。
- ◆ **美国最新提案明确规定敏感实体LRS模式的在美产能无法获得制造补贴。** 但考虑到北美市场缺少低成本的磷酸铁锂产能，即使无制造补贴，合作正常推进。目前宁德已与福特/通用/特斯拉合作，其中与特斯拉合作产能已投产，我们预计后续推广至欧美其他车企/电池厂，未来在美份额有望提升。

图：美国动力电池厂份额变化

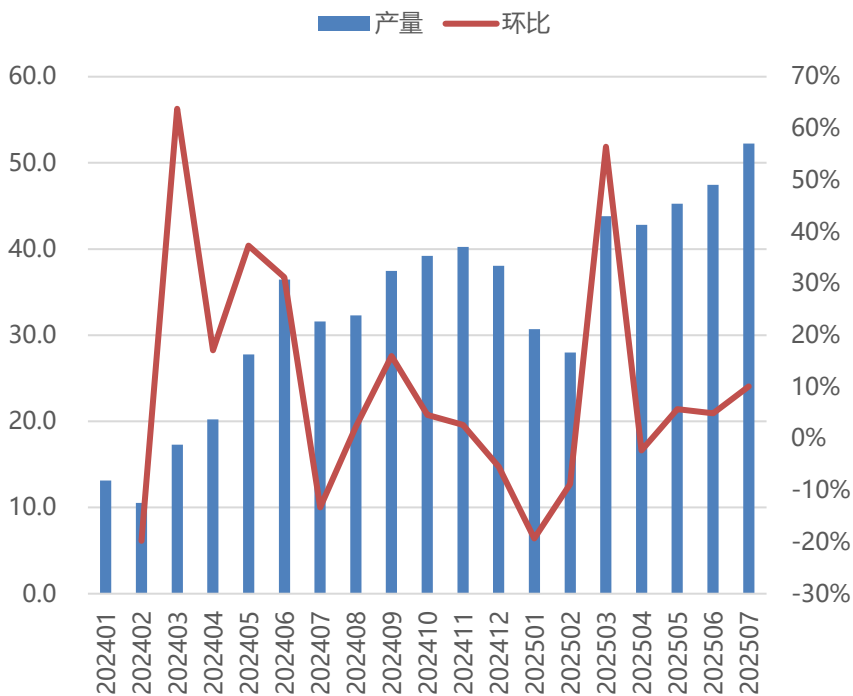


图：宁德时代技术授权进度

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

- ◆ **25年储能需求超预期，旺季加速，储能电芯供不应求。**国内强制配储取消后，独立储能爆发，全年仍维持20-30%增长；美国OBBB执行前项目抢装，我们预计维持30-40%增长；欧洲与新兴市场爆发，维持1-2倍增长，我们预计全年储能电池需求500-550gwh，同比增50-70%，同时26年欧洲与新兴市场持续性可期，我们预计全球储能需求30%+增长至700gwh。
- ◆ **二线储能电池企业份额小幅提升，均加速出海和大电芯布局。**格局上看，25年7月宁德时代市占率降低至25%，环比+2.8pct，亿纬锂能市占率为11%，环比-1.1pct；海辰储能市占率12%，环比-0.4pct，比亚迪市占率11%，环比-2.1pct。二线企业，亿纬、海晨、远景等均加速拓展欧美市场，且电芯大小从314ah逐步升级至600ah。

图：国内月度总体储能产量 (GWh) 和环比



图：国内储能电池厂产量 (GWh) 及份额变化

	25年7月	单月占比	25年累计	累计占比	同比
宁德时代	13.0	25%	76.0	26%	-7.9%
亿纬锂能	5.5	11%	32.6	11%	-3.3%
海辰储能	6.2	12%	32.3	11%	4.5%
比亚迪	5.5	11%	29.8	10%	3.2%
中创新航	4.5	9%	24.1	8%	1.0%
瑞浦兰钧	3.7	7%	19.6	7%	-2.3%
其他	3.3	6%	18.2	6%	2.0%
远景能源	2.6	5%	15.1	5%	2.0%
国轩高科	2.4	5%	14.8	5%	-0.6%
赣锋锂电	1.5	3%	7.7	3%	1.0%
鹏辉电源	1.3	2%	7.2	2%	0.4%
合计	52.3	100%	290.3	100%	0.0%

总体供需：龙头产能利用率高，行业供需改善明显

- ◆ **电池产能持续扩张**，我们预计2026年有效供给将达3213GWh，而需求约2482GWh，行业过剩量近730GWh，对应整体产能利用率77%，优于2025年产能利用率，若考虑库存，实际利用率更高。
- ◆ **龙头及头部二线厂商凭借技术优势、客户绑定及海外基地落地**，产能利用率维持在较高水平：宁德时代、比亚迪、亿纬锂能、中创新航等核心玩家普遍70%以上，且呈改善趋势；日韩厂商（LG新能源、SKI、松下等）以及部分二线厂商利用率偏低，徘徊在50%以下，产能消化能力较弱。

图：主流电池企业产能、产能利用率（不考虑库存，若考虑，实际产能利用率更高）

	销量 (gwh)					产能利用率				
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2022	2023	2024	2025E	2026E
宁德时代	289	390	485	650	850	74%	71%	71%	83%	85%
LG新能源	110	130	140	150	160	86%	76%	62%	56%	47%
比亚迪	92	175	220	270	330	71%	72%	70%	73%	80%
中创新航	25	42	60	110	150	85%	58%	55%	79%	88%
松下	26	45	50	55	60	50%	82%	58%	52%	56%
三星SDI	24	30	40	50	60	78%	71%	78%	72%	61%
亿纬锂能	37	59	80	130	180	68%	74%	68%	86%	90%
国轩高科	30	44	64	90	110	46%	48%	53%	69%	73%
SKI	65	58	45	50	55	182%	72%	56%	45%	40%
欣旺达	12	13	24	40	60	71%	33%	40%	67%	75%
蜂巢能源	9	8	27	45	60	60%	27%	54%	75%	75%
瑞浦兰钧	17	19	44	70	80	42%	32%	55%	78%	80%
孚能科技	11	17	15	20	30	85%	89%	57%	53%	70%
主流厂商合计	745	1030	1294	1,730	2,185	75%	67%	65%	73%	75%

图：电池全行业供需平衡表

电池	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025E	2026E
供给 (gwh)	365	530	1032	1623	2168	2610	3213
-同比		45%	95%	57%	34%	20%	23%
需求 (动力+储能, gwh)	208	462	821	1077	1394	1977	2482
-同比		123%	78%	31%	29%	42%	26%
过剩 (gwh)	157	68	211	547	774	633	730
产能利用率	57%	87%	80%	66%	64%	76%	77%

- ◆ 全球储能供需格局看，需求端保持高增速，供给端产能虽快速扩张，但利用率维持高位，整体供给相对紧缺。我们预计25年全球储能装机需求310.1GWh，同比增长47%；对应出货量约521GWh，同比增长60%。同期全球储能产能约607GWh，产能利用率高达86%，26年新增产能释放，行业总体产能利用率预计仍在80%，头部公司可达到85%-90%。

图：全球储能主流厂商的产能利用率及总体产能利用率（GWh）

	产能		产能利用率	
	2025E	2026E	2025E	2026E
宁德时代	160	220	91%	80%
亿纬锂能	80	130	100%	88%
欣旺达	10	15	100%	67%
中创新航	50	70	96%	93%
海辰新能源	75	102	93%	98%
瑞浦兰钧	37	45	95%	89%
国轩高科	40	55	79%	76%
湖北楚能	100	150	60%	53%
合计	552	787	87%	80%

全球市场	2023	2024	2025E	2026E
全球储能装机需求 (Gwh)	126.8	210.3	310.1	426.4
-储能装机增速	106%	66%	47%	38%
-放大比例	161%	155%	168%	166%
全球储能出货量 (Gwh)	204	325	521	710
-储能出货增速	61%	59%	60%	36%
全球储能产能 (Gwh)	300	420	607	866
全球储能产能利用率	68%	77%	86%	82%

- ◆ **动力电池价格稳中有升：**厂商盈利尚可，动力价格稳中有升，三元方形约为0.40元/wh，铁锂方形约为0.33元/wh，动力电池厂商收入和毛利有望维稳，盈利确定性强。
- ◆ **储能电池价格底部抬升：**7月以来，储能电芯磷酸铁锂价格小幅上升，由24年底部0.28元/wh提升至0.30元/wh，其中1分反应碳酸锂涨价，其余为价格超跌反弹，同时储能质量要求提升，对应价格改善。

图：动力储能电池价格变化（元/wh）

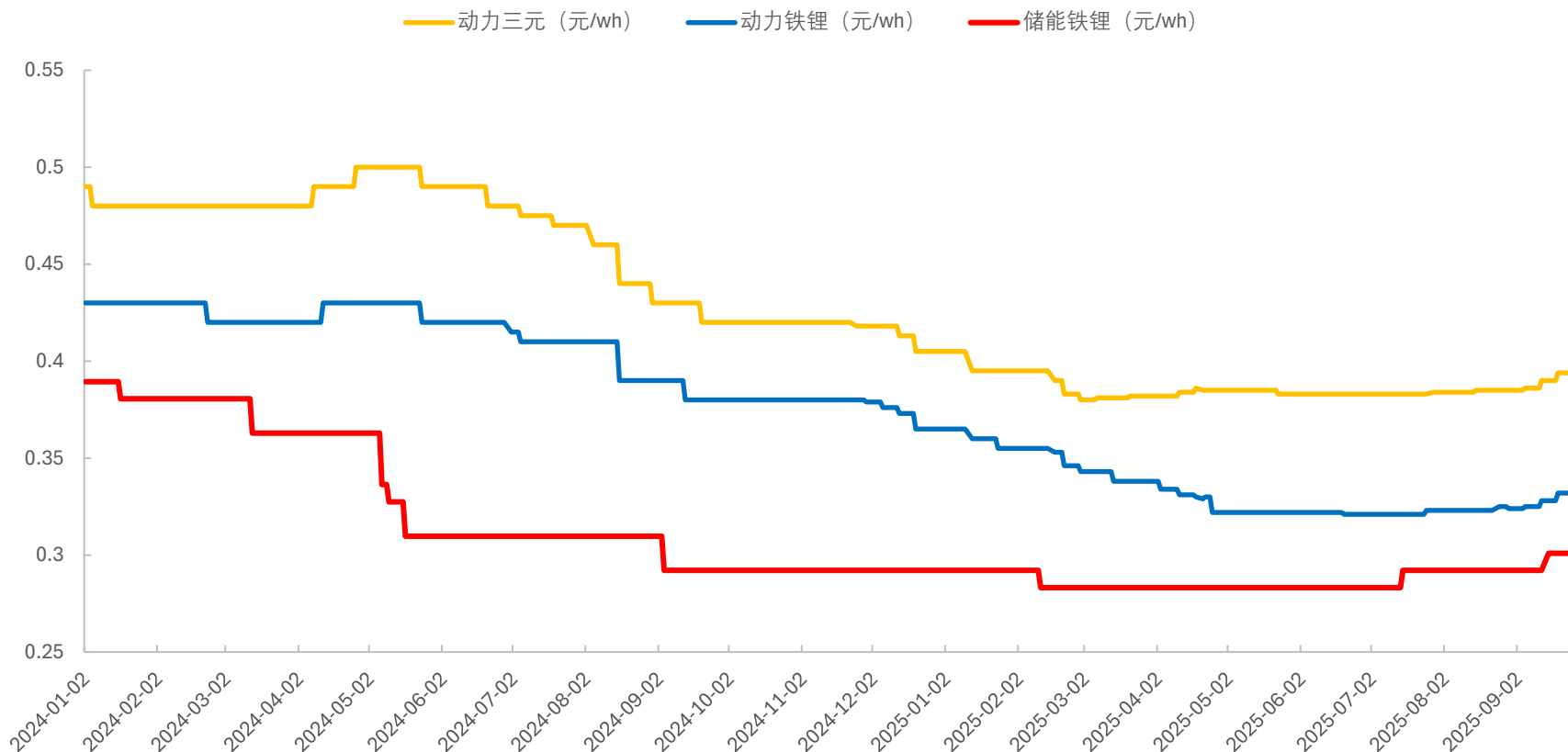


表 电池企业核心标的业绩&空间测算 (截止2025年9月30日)

标的	总市值 亿	净利润 (亿)			PE			目标市值 (亿)		核心假设/主要逻辑
		2025E	2026中性	2026乐观	2025E	2026中性	2026乐观	中性	乐观	
宁德时代	18,560	680	850	1000	27.3	21.8	18.6	21,250	25,000	25年出货量650gwh, 2026年排产900-950gwh, 出货量800-850gwh, 盈利水平维持
亿纬锂能	1,862	45	80	100	41.4	23.3	18.6	2,000	2,500	25年出货量130gwh, 26年出货量200gwh, 其中储能120、动力80gwh, 储能单wh利润提升1分, 总体动储单wh利润2.5-3分
中创新航	635	13.5	26	30	47.1	24.4	21.2	650	750	25年出货量120gwh, 26年出货量180gwh, 储能单wh利润提升1分, 总体单wh利润2-2.5分
欣旺达	624	20	28	32	31.2	22.3	19.5	700	800	25年消费利润25亿, 动储权益亏损5亿, 26年消费20%增长至30亿, 动储盈亏平衡
派能科技	182	2.8	5	7	65.1	36.4	26.0	125	175	25年出货量4gwh, 单wh利润6分, 26年出货量8-10gwh, 单wh利润提升1-2分至7-8分
鹏辉能源	205	3	10	12	68.5	20.5	17.1	250	300	25年减值损失影响较大, 三季度户储改善明显, 单wh提升到4分钱, 26年按照户储20gwh, 单wh利润4分, 8亿利润, 消费贡献2亿, 但是可能还是有减值损失影响

磷酸铁锂：头部主动挺价，涨价意愿强烈

- ◆ **融资难+盈利底部，行业新增产能显著放缓。**26年行业内裕能稳步扩产，新增25-30万吨，此外仅富临扩产较激进，年底产能达50万吨，邦普年底新增45万吨，友山2年内拟扩40万吨，其余扩产均谨慎，行业新增产能显著放缓。**头部产能利用率已满产，二线产能利用率恢复至80%+，即便如此，厂商扩产计划仍谨慎。**

表 龙头厂商的产能及扩产计划 (万吨)

	2022有效	2023有效	2024有效	2025有效	2026有效
德方纳米	20.4	26.5	26.5	37.5	37.5
龙蟠科技	9.2	17.2	24.0	27.0	36.0
泰丰先行	2.0	6.0	8.0	12.0	14.0
比亚迪	2.0	4.0	4.0	4.0	4.0
国轩高科	7.0	10.0	15.0	20.0	20.0
万润新能	12.0	18.7	34.0	48.0	52.0
湖南裕能	34.8	55.3	75.3	100.0	130.0
贵州安达	9.0	14.0	15.0	15.0	15.0
斯特兰	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
富临精工	6.0	20.5	14.5	25.0	50.0
中核钛白					
重庆特瑞	7.0	10.0	10.0	10.0	10.0
厦钨新能		0.1	1.6	2.0	4.0
中伟与当升		0.2	4.0	6.0	12.0
长远锂科		0.5	4.8	6.0	6.0
天原股份				5.0	5.0
泰和科技		0.3	1.0	1.0	0.0
川发龙蟒			2.0	2.0	2.0
新洋丰					
光华科技	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
丰元股份	1.0	3.5	10.0	10.0	10.0
邦盛集团					
司尔特		1.0	2.0	2.0	2.0
圣钒科技	5.0	7.5	10.0	30.0	40.0
融通高科	9.5	18.0	35.0	43.0	43.0
万华化学			5.0	10.0	15.0
金堂时代		10.0	15.0	20.0	20.0
湖南鹏博			3.0	5.0	5.0
协鑫锂能			9.0	15.0	30.0
其他			70.0	70.0	70.0
湖南邦普					30.0
合计	127.3	225.7	401.1	527.9	664.9

- ◆ **25年行业产能出清，当前需求超预期已满产满销。** 25年产能利用率74%，但由于需求下半年超预期，我们预计25H2产能利用率已超80%，头部满产满销，行业供需到反转临界点。
- ◆ **我们预计26年行业供需达78%，头部厂商维持满产状态。** 26年行业产能利用率近78%，但考虑产品结构、工艺结构、客户配套，实际产能利用率高于测算利用率，且旺季产能利用率有望达到90%+，我们预计拐点已至。

表 磷酸铁锂正极供需测算

	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
供给 (万吨)	24.7	43.1	114.6	225.7	401.1	527.9	664.9
-同比	145%	75%	166%	97%	78%	32%	26%
需求 (万吨)	12.7	39.2	100.3	163.8	248.8	390.8	516.8
-同比	48%	208%	156%	63%	52%	57%	32%
过剩 (万吨)	11.9	3.9	14.2	61.9	152.3	137.1	148.1
产能利用率	52%	91%	88%	73%	62%	74%	78%

	2023年	同比	2024年	同比	2025年	同比	2026年	同比
德方	21.4	19%	24.0	12%	30.0	25%	35.0	17%
裕能	50.0	53%	72.0	44%	100.0	39%	130.0	30%
安达	6.2	-6%	5.0	-19%	8.0	60%	11.0	38%
比亚迪	3.5	0%	3.5	0%	3.5	0%	3.5	0%
国轩	7.6	17%	12.0	58%	15.0	25%	17.0	13%
富临精工	4.8	0%	12.0	150%	25.0	108%	50.0	100%
龙蟠科技	11.1	11%	18.0	62%	20.0	11%	26.0	30%
金堂时代	6.3		8.0	27%	10.0	25%	12.0	20%
华友控股	9.6	170%	10.0	4%	30.0	200%	40.0	33%
山东丰元	3.7	164%	4.5	22%	6.0	33%	6.0	0%
融通高科	12.0	20%	6.0	-50%	6.0	0%	6.0	0%
万润	22.0	139%	20.0	-9%	35.0	75%	42.0	20%
主流厂商合计	158.2	49%	195.0	23%	288.5	48%	378.5	31%

- ◆ **25Q1龙头已成功涨价，大客户通过长协锁定供应商，充分彰显行业高景气。** Q1末B客户铁锂正极涨价2000元/吨左右对冲原材料磷、铁成本上涨，C客户高端产品小幅提价，总体经营性盈利小幅提升。宁德时代支付预付款支持富临精工扩产，加快江西及四川合计36万吨产能建设，且我们预计增资获得升华51%股权，进一步加速扩产计划，此外与万润新能签订2025-2030供132万吨的铁锂供货协议，宁德通过合作协议锁定部分需求，充分说明行业高景气。
- ◆ **高端产品供不应求，加工费顺利上涨，可赚取技术溢价。** 25年头部电池厂2.6压实铁锂渗透率快速提升，且当前仅富临和裕能可供货，高端产品供不应求，价格高于普通产品2000元左右，整体单吨利润可高1000元以上，且Q1涨价落地，龙头厂商通过高端产品放量，我们预计盈利可显著改善。

图：宁德铁锂长协供应比例

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

图：龙头厂商高端铁锂需求测算

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

- ◆ **25Q2裕能、富临盈利好转，其余厂商亏损Q2有所扩大。** 25年Q2裕能单吨利润0.11万元，环比Q1大幅提升，富临高压实产品赚取技术溢价，Q2单吨盈利0.10万元，表现亮眼。德方、万润单吨亏损扩大，受碳酸锂跌价影响，整体承压。
- ◆ **头部挺价意愿明显，铁锂正极加工费将迎来拐点。** 扩产放缓，产能利用率提升，盈利底部，接近全行业亏损，且当前产能利用率超70%，年底供应商价格谈判，价格或进一步上涨，我们预计Q4逐步落地。

表：铁锂正极主流厂商季度盈利情况

代表公司	单位	2019A	2020A	2021A	2022A	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
裕能	出货(吨)	1.3	3.1	12.1	32.4	10.3	11.6	15.1	13.7	13.6	17.3	16.7	23.5	22.3	25.8
	单价(万元/吨)	5.02	3.35	6.46	14.89	14.52	9.74	8.34	5.79	3.76	4.09	3.45	3.24	3.43	3.33
	单位净利(万元/吨)	0.44	0.12	0.98	0.93	0.27	0.83	0.20	0.03	0.10	0.13	0.06	0.04	0.04	0.11
德方	出货(吨)	1.8	2.7	9.1	17.2	4.0	5.0	6.9	5.5	4.5	6.1	6.2	5.8	6.1	6.1
	单价(万元/吨)	4.99	3.34	5.96	14.78	13.97	8.92	8.87	5.49	4.75	4.54	3.99	2.12	3.71	3.48
	单位净利(万元/吨)	0.21	-0.07	0.91	1.56	-2.11	-0.76	0.07	-1.29	-0.55	-0.69	-0.64	-1.12	-0.37	-0.50
万润	出货(吨)	1.5	1.9	4.0	9.2	2.2	4.0	5.6	4.6	3.1	4.7	5.6	9.0	7.4	7.5
	单价(万元/吨)	5.35	3.72	6.12	14.91	15.91	7.57	8.52	5.32	4.21	4.31	3.59	3.35	3.49	3.27
	单位净利(万元/吨)	-0.54	-0.27	0.85	1.04	-0.15	-2.01	-0.20	-1.20	-0.42	-0.58	-0.30	-0.30	-0.22	-0.26
龙蟠	出货(吨)	-	-	3.1	9.5	1.2	2.5	3.3	3.8	2.7	5.2	5.6	4.3	3.5	4.3
	单价(万元/吨)	-	-	6.95	14.54	14.96	9.74	4.31	5.14	3.69	3.47	3.37	2.91	-	-
	单位净利(万元/吨)	-	-	0.74	1.05	-0.43	-1.90	-0.15	-0.67	-0.68	-0.30	-0.26	-0.44	-0.28	-0.28
富临	出货(吨)	0.1	0.2	1.0	4.4	0.3	1.2	1.6	1.5	1.7	3.0	3.5	4.4	4.5	6.0
	单价(万元/吨)	1.47	2.55	6.48	10.99	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	单位净利(万元/吨)	-9.62	-	0.21	0.65	-9.33	-2.33	-1.56	-1.70	-0.35	-0.10	0.08	0.00	0.07	0.10

盈利：预计加工费有望进一步上涨，盈利弹性可观

- ◆ **龙头挺价意愿强烈，希望全产品系列普涨，行业盈利弹性显著。**若铁锂加工费反弹0.1万元，我们预计裕能单吨利润达到0.25万，对应33亿利润；富临考虑涨价+自身降本，单吨利润3k，考虑股权比例，对应利润12亿；我们预计涨价后德方、龙蟠可实现盈利，按照单吨利润0.1万，分别对应4/5亿利润。

表：主流铁锂公司盈利预测（截止2025年9月30日）

	市值			26E（原预期）			26E（涨价中性）				26E（涨价乐观）				目标估值			对应空间
				单位盈利	26E业绩	估值	涨价预期	单位盈利	26E业绩	估值	涨价预期	单位盈利	26E业绩	估值				
湖南裕能	460	130	100%	0.15	20	24	0.1	0.23	29	16	0.2	0.30	39	12	20	781	70%	
富临精工	380	50	100%	0.20	10	39	0.1	0.28	11	33	0.2	0.35	13	29	30	397	5%	
德方纳米	130	36	80%	0.00	0	-	0.1	0.08	3	48	0.2	0.15	5	24	20	108	-17%	
龙蟠科技	112	32	91%	0.00	2	56	0.1	0.08	4	29	0.2	0.15	6	18	20	126	12%	
万润新能	87	45	90%	0.00	0	-	0.1	0.08	3	26	0.2	0.15	7	13	20	135	56%	

电解液：六氟供需反转可期，散单价格已上涨

- ◆ **头部玩家挺价意愿强烈，25-26年除天际、石磊外，均无新增产能投产，行业供需拐点明确。**天赐产能25、26年预计产能保持稳定，有3万吨产能随时可开，多氟多25、26年无新增产能，但有1万吨备用产能随时可开；天际当前满产，26H2年有1.5万新产能投产，石磊预计由2.5万吨扩产至3.6万吨，石大胜华有3万吨产能爬坡，其余厂商暂无扩产计算，且小厂由于成本较高陆续退出，我们预计头部市占率将继续提升。

表：全球六氟产能集中于头部3家公司，小厂产能已路线关停

	产能 (吨)						
	2020有效	2021有效	2022有效	2023有效	2024有效	2025有效	2026有效
韩国厚成	1,900	4,500	5,500	6,000	6,000	6,000	6,000
森田张家港	4,000	4,500	6,000	7,000	7,000	7,480	7,480
关东电化	4,500	4,500	4,500	4,500	4,500	4,500	4,500
瑞星化工	2,100	2,100	2,100	2,100	2,100	2,100	2,100
多氟多	9,000	14,000	37,000	58,000	65,000	65,000	65,000
天赐材料	10,000	22,000	44,100	90,000	110,000	140,000	140,000
江苏新泰材料	8,240	8,240	10,870	16,050	30,000	40,000	50,000
金牛化工	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
九九久	5,000	5,500	6,000	6,000	6,000	6,000	6,000
石大胜华	2,000	2,000	2,000	11,000	9,600	10,000	15,000
赣州石磊	0	3,000	4,000	5,800	10,000	20,000	30,000
永太科技	2,000	5,350	8,000	8,000	5,600	7,200	7,200
湖北宏源	5,000	5,000	6,500	9,200	12,000	12,000	12,000
东莞杉杉	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
滨化股份	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
其他厂商	2,000	2,000	4,000	20,000	40,000	60,000	60,000
有效产能合计	60,240	87,190	145,070	248,150	312,300	384,780	409,780

- ◆ 我们测算26年六氟行业供需改善显著，头部厂商扩产明显放缓，26年有望实现紧平衡。供给端，25年供给35万吨，同比增长14%，26年供给38万吨，同比增长8%。25年产能利用率81%，26年产能利用率提升至92%。头部三家产量占比80%，其中天际已满产，多氟多除老产能外满产满销，天赐产能利用率提升至70%+。而小厂开始陆续关停，26年行业供给预计实现紧平衡。

表：供需格局预测

6F	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
全行业有效供给 (吨)	87,190	145,070	248,150	312,300	354,780	384,780
-同比	45%	66%	71%	26%	14%	8%
需求 (吨)	81,059	124,228	165,463	207,098	288,364	354,366
-同比	74%	53%	33%	25%	39%	23%
产能利用率	93%	86%	67%	66%	81%	92%

表：主流厂商产能 (万吨)、出货 (万吨) 及产能利用率

	25年产能	25年出货	产能利用率	26年产能	26年出货	产能利用率
多氟多	6.5	5.0	77%	6.5	6.0	90%
天赐材料	11.0	8.8	80%	14.0	11.3	80%
江苏新泰	4.0	4.0	100%	5.0	5.0	100%
石大胜华	3.2	1.0	31%	3.2	2.0	63%
赣州石磊	2.0	2.0	100%	3.6	3.6	100%

- ◆ **盈利底部企稳，龙头盈利稳定。** 25Q2末仅天赐能实现盈利，单吨盈利维持0.08万元，下半年预计稳中有升。新宙邦单吨微亏，多氟多微利，天际新产能降本，亏损有所收窄，但当前价格仍难盈利。
- ◆ **行业产能陆续出清，行业满产满销，龙头挺价意愿强烈，预计Q4迎来价格拐点。** 当前头部厂商满产满销，小厂由于盈利压力陆续关停退出，订单外溢行业供需紧平衡，当前散单价格已上涨3-5k，除传导碳酸锂上涨外仍超涨，长单价格谈价中，25年Q4价格预计出现拐点。

表：电解液及六氟环节单位盈利

代表公司	单位	2022A	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
天赐	出货(吨)	31.5	7.9	8.8	11.7	11.2	9.0	11.1	13.6	16.1	14.8	16.4
	单价(万元/吨)	7.08	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	单位净利(万元/吨)	1.55	0.75	0.60	0.38	0.30	0.11	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08
新宙邦	出货(吨)	10.5	2.2	3.0	4.3	3.9	3.3	4.6	5.6	6.1	5.8	6.7
	单价(万元/吨)	7.33	5.58	4.14	3.77	4.14	3.93	2.82	-	-	-	-
	单位净利(万元/吨)	0.83	0.20	0.12	0.12	0.08	0.00	0.04	0.04	0.05	0.00	-0.01
多氟多	出货(吨)	3.0	0.8	0.9	1.2	1.2	0.9	1.0	1.0	1.1	1.2	1.2
	单价(万元/吨)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	单位净利(万元/吨)						0.20	0.05	0.20	0.20	0.20	0.10
天际	出货(吨)	1.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
	单价(万元/吨)	27.75	16.08	12.37	10.54	10.54	5.56	5.56	6.13	6.79	-	-
	单位净利(万元/吨)	5.36	0.70	0.40	0.60	0.40	0.00	-0.15	-0.50	-0.10	-0.03	-0.03

- ◆ **若六氟价格上行1万左右，达三线厂盈亏平衡线：**我们预计天赐盈利从0.1恢复至0.2万/吨，宙邦26年自供比例大幅提升，3.6万吨六氟预计满产满销，对应电解液单吨净利提升至0.1万，我们预计天际单吨利润提升至1万左右，盈利弹性明显。

表：主流厂商利润空间测算（万吨，亿元）

	市值	26年出货	产能利用率	26E（原预期）			26E（涨价中性）				26E（涨价乐观）			目标估值	目标市值	对应空间	
				单位盈利	26E业绩	估值	涨价预期	单位盈利	26E业绩	估值	涨价预期	单位盈利	26E业绩				估值
天赐材料	731	90	76%	0.08	12	60	0.13	0.17	21	35	0.25	0.27	29	25	30	874	20%
新宙邦	399	36	80%	0.05	14	29	0.10	0.13	17	24	0.25	0.24	21	19	30	616	54%
天际股份	99	5	100%	0.00	0	-	1.0	0.75	4	26	2.0	1.50	8	13	20	150	52%
多氟多	244	6	92%	0.20	2	111	1.0	0.95	7	36	2.0	1.70	11	22	20	225	-8%

隔膜：龙头仅微利，低价订单有望反弹

- ◆ 行业扩产明显谨慎，26年新增产能主要来自投产项目爬坡+海外项目投产。恩捷、星源当前产能满产满销，26年新增产能主要来自25年投产基地爬坡+海外产能投产，龙三中材产能利用率不高，当前60亿平无扩产计划，其余二三线厂商扩产速度明显放缓。

表：全球隔膜市场供给（亿平）

企业名称	技术路线	2022有效产能（基膜成品）	2023有效产能（基膜成品）	2024有效产能（基膜成品）	2025有效产能（基膜成品）	2026有效产能（基膜成品）
上海恩捷	合计	55.8	72.3	90.8	103.8	136
中材科技	合计	14.8	20.8	44.8	60.0	64.8
沧州明珠	合计	2.8	3.3	4.9	9.9	12.4
璞泰来	合计	1.2	3.0	10.0	15.0	20.0
比亚迪	湿法	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
北大先行	湿法	1.0	4.0	12.0	12.0	12.0
天津东皋	湿法	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
鸿图隔膜	湿法	2.5	2.5	3.5	5.5	6.5
中科科技	合计	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
金辉高科	湿法	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
恒力石化	湿法			4.4	10.0	19.0
河北金力	湿法	14.7	28.0	32.0	50.0	50.0
东航光科	干法	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
中兴新材	干法	10.7	20.0	25.0	30.0	30.0
南通天丰	干法	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
美联新材	湿法		1.0	3.5	3.5	3.5
中科华联	湿法	1.5	3.0	8.0	25.0	32.0
厚生新能源	湿法	5.0	10.0	20.0	20.0	20.0
博盛新材	干法		6.0	9.4	12.4	15.4
盈博莱	干法	1.2	1.2	7.0	10.0	10.0
长阳科技	干法		4.0	8.0	9.6	9.6
武汉惠强	干法	6.0	10.0	15.0	20.0	23.0
其他产能		2.0	5.0	8.0	12.0	15.0
产能合计	干法	31.5	63.8	96.0	123.6	129.6
	湿法	110.1	160.2	234.5	295.1	358.2
	合计	144.1	230.0	365.1	477.5	561.9

- ◆ **隔膜行业25年产能利用率底部企稳，龙头厂商满产满销，26年预计实现供需拐点。**我们测算26年隔膜需求469亿平，增长23%，26年供给638亿平，增长15%，产能利用率预计从69%提升至74%。当前头部厂商已满产，中材产能利用率提升至60%+，新进入者产能已基本投产，26年供需拐点明确。

图：隔膜行业供需测算

隔膜	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
全行业有效供给 (亿平)	78.8	110.9	188.7	282.3	425.8	553.8	638.2
-同比		41%	70%	50%	51%	30%	15%
需求 (亿平)	57.8	103.0	159.9	209.8	274.8	381.4	469.1
-同比		78%	55%	31%	31%	39%	23%
产能利用率	73%	93%	85%	74%	65%	69%	74%

图：主流厂商出货量 (亿平)

	25年产能	25年出货	产能利用率	26年产能	26年出货	产能利用率
恩捷股份	110.0	100.0	91%	136.0	130.0	96%
星源材质	60.0	50.0	83%	70.0	60.0	86%
中材科技	60.0	40.0	67%	60.0	50.0	83%
璞泰来	15.0	12.0	80%	20.0	18.0	90%

价格：25年价格磨底，低价订单有望涨价

- ◆ **湿法25年价格触底，当前低价订单低于龙头成本线，价格有望修复，海外产能独立定价可获取超额盈利。** 25年Q1湿法价格小幅下跌，当前龙头公司均微利，其余厂商亏损，我们预计当前价格已到底部，头部厂商挺价意愿显著，低价订单期望谈价上涨，此外海外产能对标海外客户，独立定价，可获取超额盈利，我们预计26年逐步贡献盈利弹性。
- ◆ **干法25Q1、Q3价格两次上行，行业内盈利修复。** 干法隔膜历经2024年的全面亏损，叠加成本上升，25Q1厂商报价普遍上涨，上涨幅度平均在10%-20%，个别最高涨幅超过20%，Q3干法价格进一步上行10%左右，对应行业内龙头厂商单位净利提升0.05-0.1元/平。

表 主流厂商隔膜厂商单平盈利对比 (元/平)

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

盈利：考虑低价订单上涨，行业盈利预计明显改善

- ◆ **若隔膜价格上行10%，行业盈利有望明显改善：**26年头部厂商海外产能落地，单平净利可达0.3元+，恩捷、星源均有海外产能落地，我们预计盈利明显修复，且考虑国内隔膜低价订单已低于成本线，假设价格上涨10%左右，涂覆膜价格对应上涨0.1元/平左右，龙头盈利弹性明显。

表：主流厂商利润空间测算（亿平，亿元，截止2025年9月30日）

	市值	26年出货	产能利用率	26E（原预期）			26E（涨价中性）			26E（涨价乐观）			目标估值	目标市值	对应空间		
				单位盈利	26E业绩	估值	涨价预期	单位盈利	26E业绩	估值	涨价预期	单位盈利				26E业绩	估值
恩捷股份	452	130	100%	0.05	7	70	0.05	0.09	11	40	0.1	0.13	16	28	30	488	8%
星源材质	196	60	100%	0.05	3	65	0.05	0.09	5	37	0.1	0.13	8	26	30	225	15%

负极：价格见底，盈利有梯度差异，龙头较高

- ◆ **行业扩产集中头部，且头部厂商扩产倾向海外。**尚太、中科、璞泰来26年稳步扩产，26年分别新增产能10万吨左右，杉杉受公司管理影响扩产放缓，行业扩产基本集中于头部，国内扩产基本放缓，后续贝特瑞、尚太扩产主要集中于海外，26年海外新增产能落地。

表：全球负极产能（万吨）

企业名称	2023有效产能	2024有效产能	2025有效产能	2026有效产能
璞泰来	18	20	25	30
杉杉股份	27.0	35.0	45.0	45.0
东莞凯金	15.5	21.5	22.5	22.5
中科电气	17.4	25.7	30.7	40.0
翔丰华	6.0	8.0	9.0	15.0
江西正拓	2.4	2.4	2.4	2.4
深圳斯诺	3.0	5.0	10.0	10.0
尚太科技	20.0	20.0	30.0	40.0
四川金泰	1.0	1.0	1.0	1.0
安徽美锦碳材	0.5	0.5	0.5	0.5
坤天新能源	5.0	12.0	15.0	20.0
国轩高科	5.0	5.0	5.0	5.0
中晟新材	1.0	10.0	13.0	13.0
碳一新能源			15.0	30.0
索通发展	1.5	5.0	7.5	7.5
金汇能	5.0	10.0	20.0	20.0
广东东岛	10.0	15.0	15.0	15.0
杰瑞股份	3.0	6.5	6.5	10.0
广东宏宇	1.0	2.0	2.0	2.0
海螺创业	0.5	2.0	2.0	2.0
贵州辉阳		5.0	10.0	10.0
内蒙古欣源	6.0	10.0	12.0	12.0
科达新材	2.0	7.0	12.0	12.0
青岛新泰和		2.0	5.0	5.0
其他厂商	10.0	20.0	30.0	30.0
合计	219.8	318.6	432.1	490.9

- ◆ **负极行业25年产龙头厂商满产满销，26年预计实现供需拐点。**我们测算26年负极需求378万吨，增长24%，26年供给502万吨，增长13%，产能利用率预计从69%提升至75%。当前头部厂商已满产，尚太订单供不应求寻找外协，26年尚太、中科、璞泰来新增10万吨产能，其余主流厂商扩产稳健，我们预计龙头可维持满产状态，行业供需改善。

表：供需格局预测

负极	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
全行业有效供给 (万吨)	57	96	137	233	331	444	502
同比	40%	69%	43%	70%	42%	34%	13%
需求 (万吨)	46	81	125	171	219	305	378
同比	30%	76%	54%	37%	28%	39%	24%
产能利用率	81%	85%	91%	74%	66%	69%	75%

表：主流厂商产能 (万吨)、出货 (万吨) 及产能利用率

	25年产能	25年出货	产能利用率	26年产能	26年出货	产能利用率
尚太科技	30	33	110%	40	40	100%
中科电气	30	30	100%	40	40	100%
贝特瑞	60	58	97%	66	65	98%
璞泰来	25	17	68%	30	25	83%

- ◆ **龙头盈利能力稳定，部分厂商环比改善。** 25Q2负极行业稼动率普遍提升，且原材料上涨成功顺价，其中尚太、中科单吨盈利基本稳定，贝特瑞提升至0.18万元/吨，璞泰来得到明显改善，基本实现盈亏平衡。25H2尚太以价换量，Q3单吨盈利预计略降，贝特瑞、中科盈利可基本稳定，璞泰来新产能可实现降本，盈利逐步好转。

表：负极主流公司盈利拆分

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

- ◆ **负极价格基本稳定，考虑海外产能弹性+自身降本，行业盈利有望逐步改善：**26年头部厂商维持满产满销，随着海外产能落地，单位盈利明显高于国内，且尚太、璞泰来等新产能成本进一步降低，我们预计盈利可持续提升，行业盈利逐步改善。

表：主流厂商利润空间测算（万吨，亿元，截止2025年9月30日）

	市值	26年出产能利用率		26E（原预期）			26E（涨价中性）			26E（涨价乐观）			目标估值 目标市值 对应空间				
				单位盈利	26E业绩	估值	涨价预期	单位盈利	26E业绩	估值	涨价预期	单位盈利				26E业绩	估值
尚太科技	218	40	100%	0.35	14	16	0.05	0.39	16	14	0.1	0.43	17	13	20	340	56%
中科电气	156	40	100%	0.20	8	19	0.05	0.24	10	16	0.1	0.28	11	14	20	220	41%
贝特瑞	372	65	100%	0.20	13	29	0.05	0.24	15	24	0.1	0.28	18	21	20	358	-4%
璞泰来	661	25	83%	0.20	30	22	0.05	0.24	31	21	0.1	0.28	32	21	30	956	45%

三元正极及辅材

三元正极：加工费维持稳定，部分厂商具备钴库存收益

- ◆ **25H2三元加工费维持稳定。**根据SMM数据，25上半年6系单晶材料加工费从年初2万降至6月的1.6万，截至8月底，6系单晶加工费维持1.6万，6系多晶加工费维持1.4万，8系多晶加工费维持2.1万。
- ◆ **25H2受益于欧洲电动化加速，部分厂商具备钴库存收益。**25年当升三元正极受益于欧洲电动化加速，单吨利润预计恢复至1.2万/吨，钴酸锂受益于金属钴涨价，盈利大幅提升至近1万/吨。我们预计25年厦钨钴酸锂单吨盈利提升至1万+，三元单吨盈利维持0.2-0.3万。

图 三元正极加工费（元/吨）

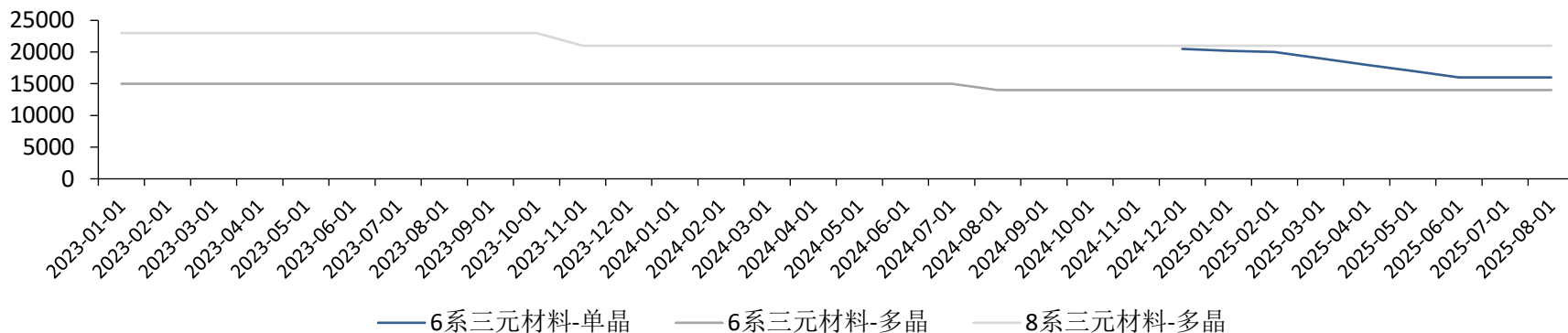


表 三元正极行业主流厂商利润拆分情况

代表公司	单位	2021A	2022A	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
当升	出货	4.4	6.2	1.4	1.6	1.8	1.2	1.0	1.2	1.0	1.0	1.0	1.4
	单位净利	1.55	4.10	2.98	3.95	3.00	2.80	1.10	0.96	1.00	-0.50	0.60	1.00
容百	出货	5.2	8.9	2.6	1.9	2.7	2.7	2.6	2.7	3.5	3.1	2.5	2.5
	单位净利	1.48	1.37	1.20	0.36	0.88	-0.12	-0.12	0.20	0.41	0.60	0.27	0.28
厦钨 (含钴酸锂)	出货	7.2	8.0	1.1	1.7	2.0	2.4	2.4	2.1	2.6	2.8	2.5	3.0
	单位净利	0.71	1.22	0.92	0.75	0.70	0.42	0.42	0.57	0.55	0.40	0.40	0.70

- ◆ **Q3头部厂商产能满产，26年预计产能利用率维持高位。** 鼎胜25年电池箔出货预计19-20万吨，接近满产，明年内蒙新产能释放后达到28万吨。万顺7万吨产能Q3已打满，我们预计三期12万吨产能26年释放。
- ◆ **涂炭箔供不应求，Q3已涨价5-10%。** 由于储能需求旺盛，龙头25H1涂碳箔出货同增近50%，由于行业涂炭箔扩产滞后于光箔，涂炭箔供给更紧张，Q3已涨价5-10%。

图：电池铝箔厂商产能规划（万吨）及供需平衡测算

	21年有效产能	22年有效产能	23年有效产能	24年有效产能	25年有效产能	26年有效产能
鼎胜新材	5.5	12	28	28	28	28
华北铝业	3	3.5	5	5	5	10
南山铝业		2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
万顺新材		1.5	3	7.2	7.2	12.2
天山铝业			2	2	9	16
神火股份		5.5	5.5	10	11.5	11.5
永杰新材	1	1	1	2	3.5	4.5
厦门厦顺	1	2	4	4	4	4
东阳光		1.2	5	9	13.2	13.2
常铝股份					1	3
华峰铝业		1	2.5	2.5	2.5	2.5
国内其他	2	4	6	7.2	8.64	9.936
海外其他	5.16	5.39	5.70	5.02	5.97	6.86
合计	17.7	39.2	69.8	84.0	101.6	123.8

	2021年	2022年E	2023年E	2024年E	2025年E	2026年E
全球供给（万吨）	17.7	39.2	69.8	84.0	101.6	123.8
全球需求（万吨）	25.3	42.4	60.3	81.6	119.9	154.5
过剩（万吨）	-7.6	-3.2	9.5	2.5	-18.3	-30.7
产能利用率	143%	108%	86%	97%	118%	125%

图 三元正极行业主流厂商利润拆分情况

代表公司	单位	2021A	2022A	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
鼎胜	出货(吨)	5.6	10.9	2.5	3.1	3.8	3.6	2.6	3.3	3.9	4.5	4.1	4.9
	单位净利(万元/吨)	0.58	0.65	0.50	0.40	0.35	0.25	0.20	0.20	0.13	0.13	0.13	0.15

- ◆ **25H2-26年传统多壁管单吨盈利稳定。**天奈25年一二三代多壁管出货预计7万吨+，同比持平，26年我们预计基本持平。盈利方面，25Q2高价产品占比提升，单吨净利提升至3k左右，25H2起单吨盈利维持稳定。
- ◆ **天奈单壁管今年每季度环比翻倍，明年爆发，持续高增长可期。**单壁浆料（四代单多壁复配+纯单壁）上半年出货1000吨，我们预计Q3出货1600-1700吨，Q4环比翻倍，我们预计全年6000吨左右。我们预计26年四代浆料3万吨，纯单壁浆料1万吨，对应粉体80-100吨。当前粉体产能80-100吨，规划扩至400-500吨。盈利方面，四代浆料单吨净利1万，纯单壁单吨净利2万，我们预计明年贡献净利润约5-6亿。

图：天奈科技季度价格和单吨利润（万元/吨）

天奈科技	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25	2Q25E
均价（含税）	2.86	2.73	2.86	2.79	2.31	1.83	1.93	1.77	1.94	2.00
单吨利润	0.30	0.30	0.40	0.48	0.34	0.28	0.28	0.24	0.27	0.29

图：主要导电剂厂商产能规划（万吨）

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

图：导电剂供需平衡测算

	2022年	2023年	2024年	2025E	2026E
全行业有效供给（万吨）	21	36	47	61	72
需求（万吨）	16	22	29	42	53
过剩（万吨）	5	14	18	19	19
产能利用率	74%	61%	62%	69%	74%

上游资源：碳酸锂已触底，金属钴仍有上行空间

- ◆ **9月锂价及矿价趋稳。** 9月现货价格从7.8万下跌至7.3万左右震荡，辉石精矿CIF价格从900美金下跌至860美金左右震荡。
- ◆ **8-9月持续小幅去库，我们预计10月维持供需紧平衡。** 库存端9月持续小幅去库，9月底库存约13.7万吨。供应端结构保持稳定，以锂辉石为原料的碳酸锂生产占比已超过60%，继续构成市场供给的坚实支柱，而锂云母原料的占比则维持在15%左右。从短期整体供需情况判断，市场仍处于供需双增的格局，且需求增长势头相对更为明显，我们预计10月将维持供需紧平衡状态。

图 国内碳酸锂周度库存 (万吨)

■ 碳酸锂样本周度库存：下游 ■ 碳酸锂样本周度库存：其他
■ 碳酸锂样本周度库存：冶炼厂

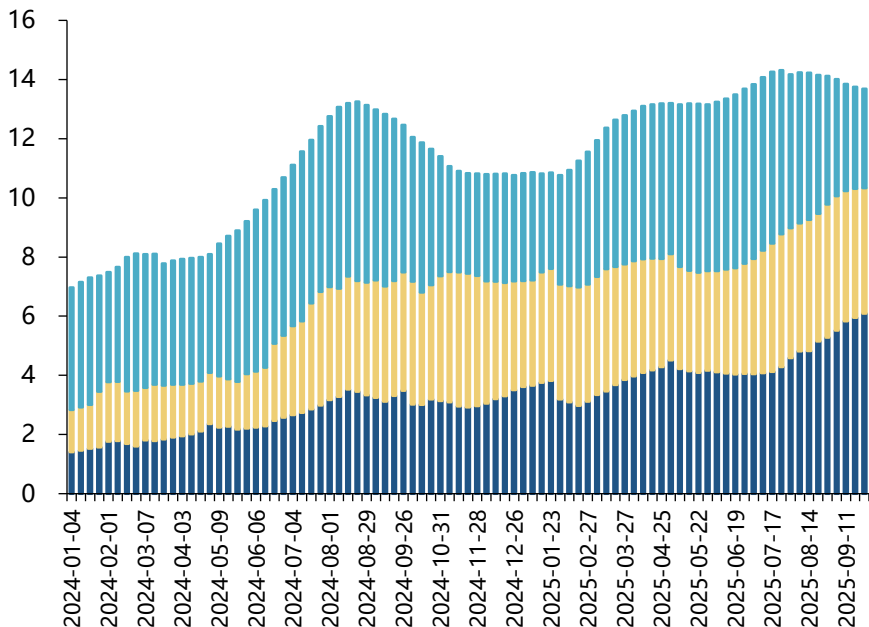
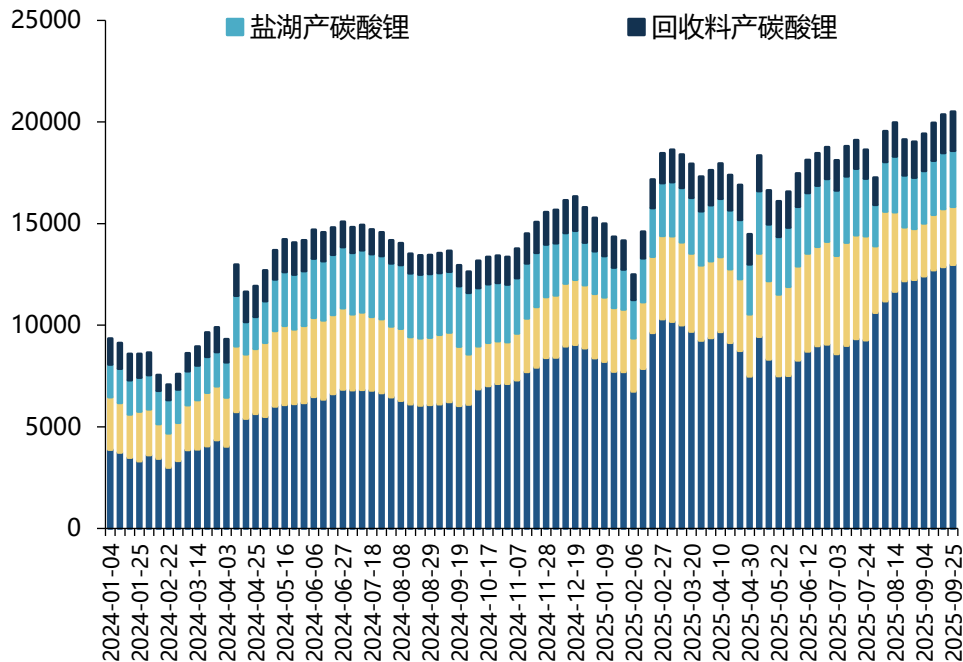


图 国内碳酸锂周度产量 (吨)

■ 锂辉石产碳酸锂 ■ 锂云母产碳酸锂
■ 盐湖产碳酸锂 ■ 回收料产碳酸锂



碳酸锂：25年过剩9万吨，26年过剩幅度维持约10万吨

- ◆ 25年过剩9万吨左右，26年供给增速19%，需求增速19%，过剩幅度维持10万吨左右。假设宁德柘下窝年底开始逐步复产，我们预计25-27年供给量分别155/185/208万吨，测算25-27年需求量分别147/174/198万吨，对应过剩量8.9/11/9万吨。

图 碳酸锂供给测算

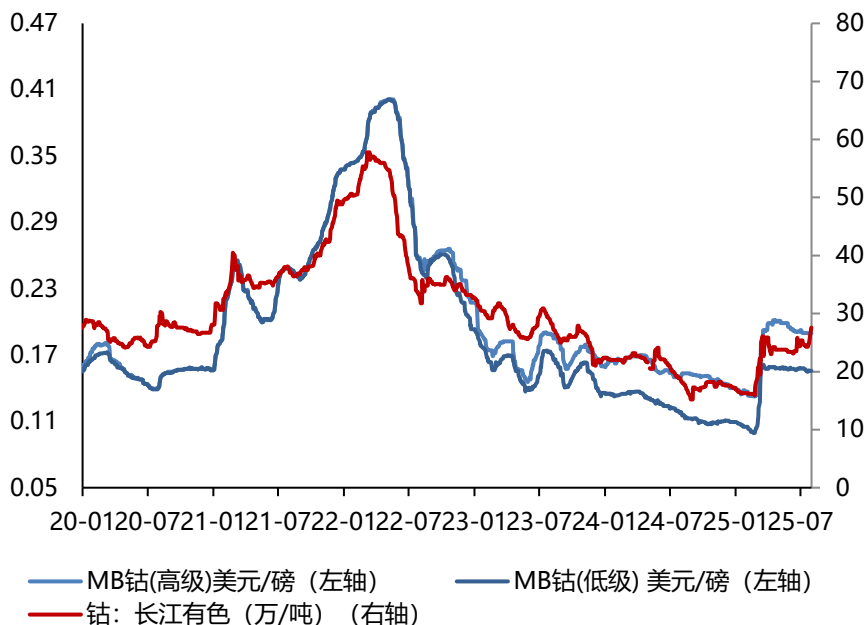
产量 (万吨LCE)	2022年	2023年	2024	2025E	2026E	2027E
国内盐湖	9.7	12.6	14.6	14.7	19.3	25.2
国内辉石矿	1.5	1.8	2.0	5.1	8.5	9.9
国内云母矿	5.6	9.6	13.0	15.5	16.3	19.0
国内供给合计	16.8	24.0	29.6	35.3	44.1	54.1
海外盐湖	26.6	31.6	38.2	42.4	50.6	57.4
澳洲辉石矿	30.0	39.6	41.9	44.3	46.2	49.0
非洲辉石矿	0.6	4.1	10.9	17.3	24.5	26.1
美洲辉石矿	1.5	4.1	6.4	8.0	10.2	10.3
海外供给合计	58.6	79.3	97.3	112.1	131.4	142.8
锂回收	4.9	8.4	6.8	8.2	9.4	10.8
合计	80.4	111.7	133.7	155.5	184.9	207.7

图 碳酸锂供需测算

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
全球锂有效供给 (万吨LCE)	58.4	80.4	111.7	133.7	155.5	184.9	207.7
全球锂需求 (万吨LCE)	56.2	76.7	93.2	112.6	146.6	173.8	198.4
过剩 (万吨LCE)	2.2	3.7	18.5	21.1	8.9	11.1	9.3

- ◆ **刚果金钴出口禁令延期至10月15日，而后实施年度出口配额。**刚果金将9月21日到期的出口禁令继续延期到10月15日，将于10月16日解除钴出口禁令，并实施年度出口配额。矿企将在2025年剩余时间内被允许出口至多18,125吨钴（10月3625吨，11-12月各7250吨），2026年和2027年的年度上限则为96,600吨（8.7万吨基本配额+9600吨战略配额）。
- ◆ **25-27年中国钴市场将持续去库，钴价有望维持上涨行情。**24年刚果金钴出货22万吨，25年出口禁令总计持续近8个月，共影响供给约15万吨；我们预计25年全球供给17万吨，需求25万吨，去库约8万吨。由于刚果金到国内船期约3个月，年底前国内将难以从刚果金获得钴原料，且冶炼企业库存处于相对低位，钴价有望迎来第二波涨势。26-27年来看，我们预计全球供给分别22/24万吨，需求27/30万吨，其中国内对于刚果金钴原料进口维持10万吨以上需求，假设配额10万吨中80%量出口中国，中国钴资源仍有2万吨缺口，钴价有望维持高位。

图：钴价走势

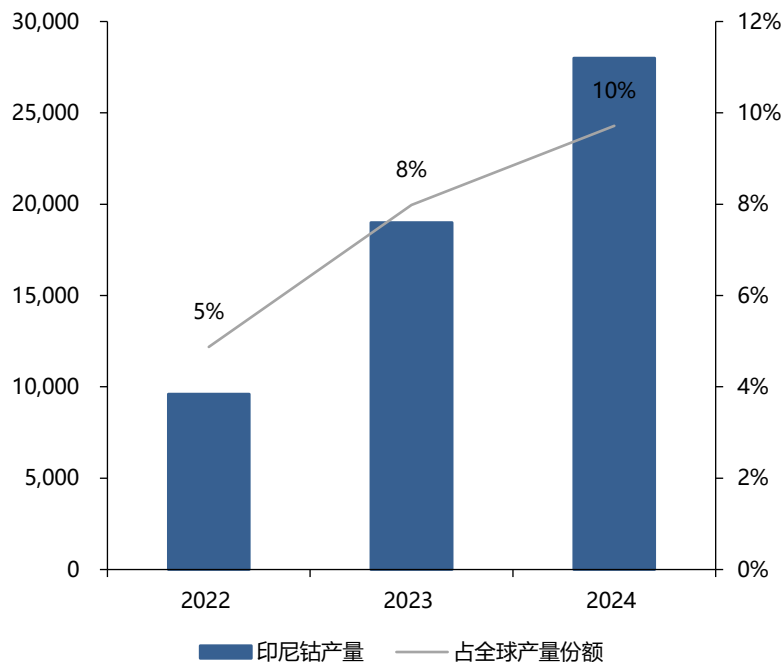


图：全球钴供需 (万吨)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
钴供给 (万吨)	23	29	17	22	24
钴需求 (万吨)	22	23	25	27	30
供给过剩 (万吨)	1	6	-8	-5	-6

- ◆ **印尼钴产量占比持续提升，且不受出口禁令影响。**截至25Q3末主要MHP产能包括：华友钴业22万吨（钴2.2万吨）、格林美15万吨（钴1万吨）、力勤12万吨（钴1.5万吨）。
- ◆ **华友25年印尼钴产量最大，为最受益标的。**公司刚果金钴自有矿3000吨左右，此外公司印尼湿法镍冶炼项目有2万吨钴副产品，对应权益1.2万吨，不受刚果金出口限制，若钴价上涨至30-40万，对应公司业绩具备20亿以上弹性。此外公司4.5万吨钴产品销售，其中2-3万吨左右买钴中间品精加工，计价为钴价*计价系数，价格上涨情况下加工利润增厚，且可享受库存收益。

图：印尼钴产量（万吨）



图：印尼HPAL镍钴产能

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

新技术：固态电池技术聚焦，产业化进展加快

- ◆ **头部厂商的全固态研发已从实验室走向中试及示范装车，27年将迎来小批量产业化拐点，龙头引领。** 宁德时代25年实现60Ah车规级电芯下线，目标27年小批量量产，技术进展行业领先；比亚迪完成20Ah/60Ah电芯中试，计划27年开展示范性装车，30年实现大规模应用；国轩高科建成0.2GWh中试线并规划2GWh产线，加快星纪元ET装车测试；亿纬锂能“龙泉二号”电芯于25年9月下线，已展现较强技术落地能力；三星SDI计划27年量产并率先切入丰田雷克萨斯等高端车型。

表：主流厂商固态进展情况

厂商	路线/体系	研发进展	技术指标	产业化节奏/应用
宁德时代	硫化物全固态	已研发7-8年，研发团队>1000人，25年实现60Ah车规级电芯下线	目标能量密度500Wh/kg（凝聚态电池），全固态目前处于成熟度4/9，目标27年达7-8	27年实现小批量量产，凝聚态电池已车规级量产并应用于航空（eVTOL、民用飞机）
比亚迪	硫化物全固态	13年启动研发，23年启动产业可行性验证，20Ah/60Ah电芯已下线	60Ah电芯：400Wh/kg，800Wh/L；正极单晶高镍，负极硅碳	27年示范性装车，30年大规模应用；已实现高温快充，目标27年室温快充
国轩高科	氧化物+聚合物准固态；硫化物全固态（金石电池）	准固态：197Ah方形电芯量产送样；全固态：70Ah中试下线，良品率90%	准固态：300Wh/kg；全固态：350Wh/kg，800Wh/L，循环寿命1000次+	已建成0.2GWh中试线，规划2GWh产线；“星纪元ET”装车测试中
亿纬锂能	全固态	“龙泉二号”全固态电池下线（2025.9）	电芯质量能量密度约300Wh/kg、体积能量密度约700Wh/L，具备-20℃~60℃宽温适用能力，在45℃、1C条件下循环寿命超过2000圈	已进入下线阶段，产业化节奏待明确
三星SDI	硫化物全固态	2023年建试验线，首批产品交付车企测试（6个月+）	能量密度500Wh/kg，900Wh/L，循环寿命1000次+，快充9分钟20-80%	27年量产，首先应用于丰田雷克萨斯等高端车型

- ◆ **大众发布首款固态测试车，国内海外产业链共振加速向上。**9月8日，大众汽车发布首款固态电池测试车，基于杜卡迪V21L MotoE赛车打造，采用QuantumScape的全固态技术，电芯可经小幅调整后直接用于动力领域，并计划于2030年前实现量产应用，“Unified Cell”计划应用于其未来80%的电动车型。**海外固态开启装车测试、全球产业链加速向上。**全球车企巨头加速布局固态电池，抢占下一代技术争夺战先机。此前奔驰、宝马已宣布相关进展，丰田、本田、日产等车企有望后续更新相关量产进展，海内外产业链开启共振，全球产业链加速向上。

表：车企固态进展情况

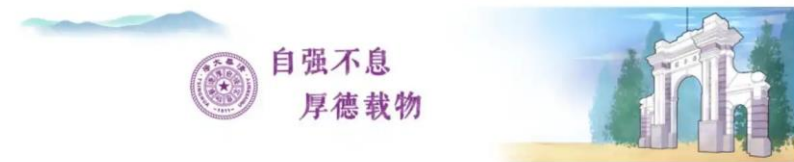
厂商	日期	进展
大众汽车	25年9月	大众汽车宣布，在杜卡迪V21L MotoE赛车发布首款固态电池测试车
宝马汽车	25年5月	宝马集团宣布，已在BMW i7上搭载Solid Power的全固态电池，并在慕尼黑地区开启实际路试
奔驰汽车	25年2月	梅赛德斯-奔驰宣布，在纯电EQS车型开启全新固态电池路测，能量密度达450Wh/kg，单次充电续航轻松突破1000公里，未来以“奔驰”速度推动固态电池量产落地

- ◆ **清华大学开发含氟聚醚电解质，电池能量密度突破600Wh/kg。** 9月27日，清华大学化工系张强教授团队宣布固态电池研发最新进展，合作提出“富阴离子溶剂化结构”设计新策略，成功开发出一种新型含氟聚醚电解质。这种材料可以使固态电池实现高达604Wh/kg的重量能量密度和1027Wh/L的体积能量密度，实现在超过500次循环后仍保持高容量，且在满电状态下成功通过了针刺测试。
- ◆ **中科院金属所打造界面调控新方案。兼具离子电导率+高柔性。** 9月24日，中国科学院金属研究所宣布，该所科研团队近日在固态锂电池领域取得突破，研究团队利用聚合物分子的设计灵活性，在主链上同时引入具有离子传导功能的乙氧基团和具备电化学活性的短硫链，制备出在分子尺度上实现界面一体化的新型材料。该材料不仅具备高离子传输能力，可承受20000次反复弯折。当将其作为复合正极中的聚合物电解质使用时，复合正极能量密度提升达86%。此项研究为发展高性能、高安全性固态电池提供了新的材料设计思路与研究范式。

图：清华大学相关进展突破

锂电池能量更高，安全更优！清华张强团队取得重要进展

清华大学 清华大学 2025年09月27日 09:31 北京



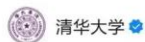
续航与安全不可兼得？

两大界面难题被清华团队打破！

电池能量密度从普遍的
150~320 Wh kg⁻¹

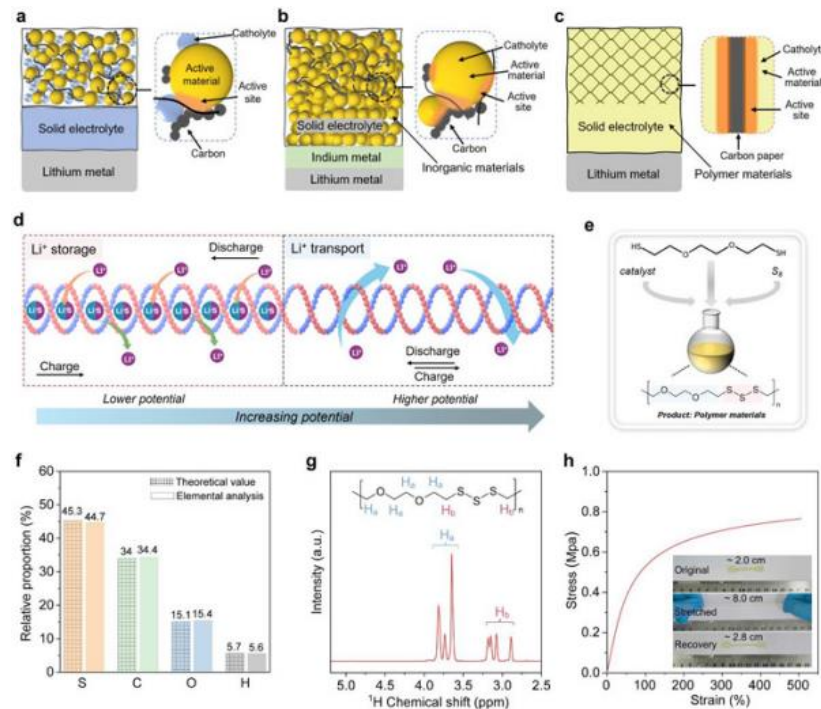
一跃提升至604 Wh kg⁻¹

并通过针刺与120°C高温安全测试



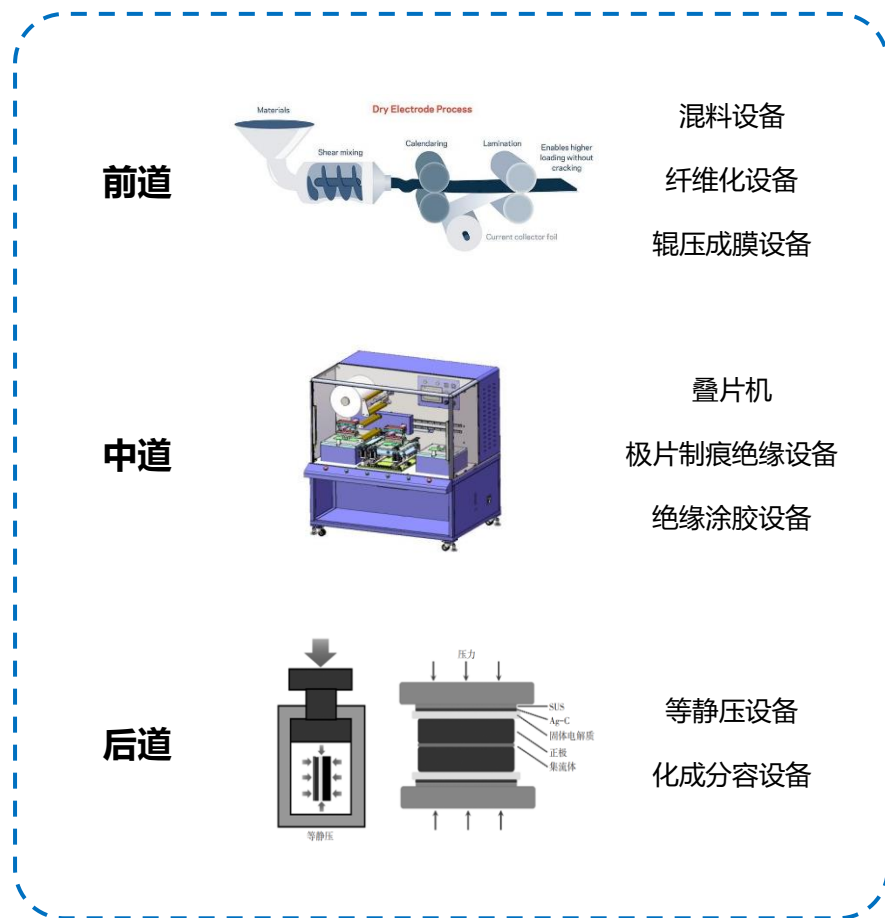
👍 436 🔄 1448 ❤️ 171 💬 9

图：中科院金属所相关进展突破

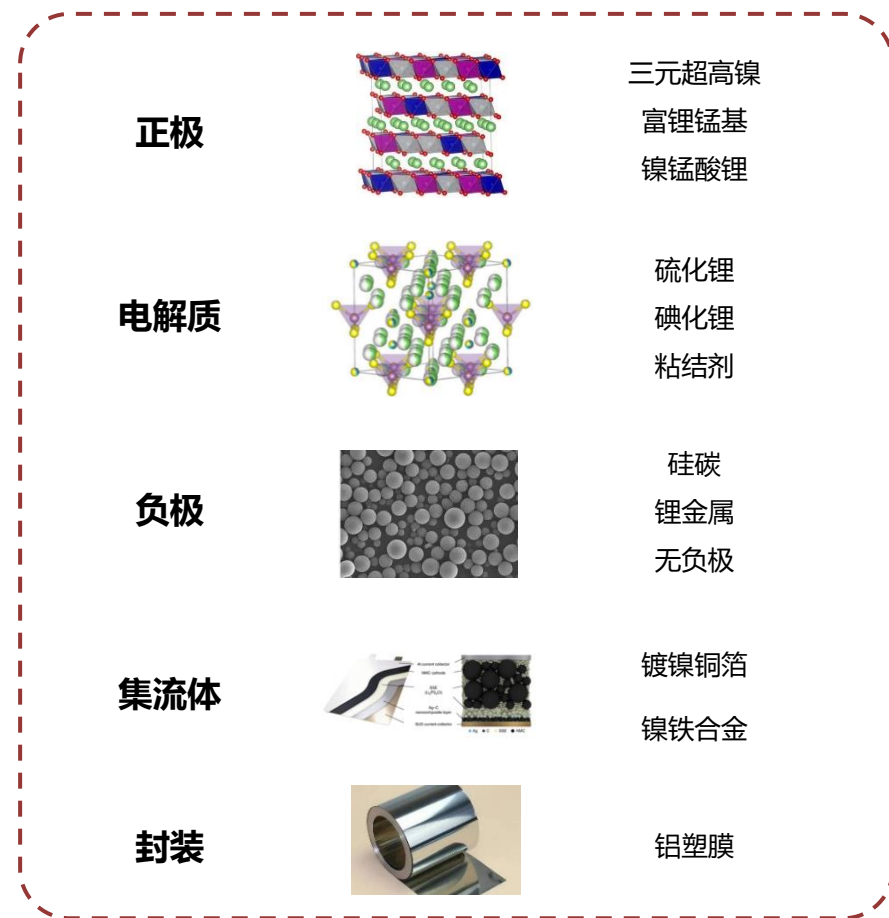


- ◆ **Q4固态催化剂密集落地，包括工信部中期审查，头部企业量产线技术定型等。** 工信部固态重大研发专项Q4进入中期审查关键期，包括能量密度、快充性能、循环寿命等指标预计陆续流出，头部电池企业进展较为顺利，参数有望大超预期。此外，头部电池企业Q4量产线技术陆续定型，我们预计开启确定相关设备+材料的供应商，看好固态电池后续相关行情。

图：固态电池设备环节



图：固态电池材料环节



投资建议

◆ **投资建议：动储产销两旺，量利双升可期，继续强推电池板块（宁德时代、亿纬锂能、欣旺达、中创新航等，关注鹏辉能源、派能科技）；同时看好材料龙头（科达利、当升科技、天赐材料、湖南裕能、尚太科技、璞泰来、富临精工、华友钴业、恩捷股份、星源材质、容百科技、德方纳米等，关注天际股份、多氟多、万润新能、龙蟠科技）；同时看好价格反弹的碳酸锂（赣锋锂业、天齐锂业、中矿资源、盛新锂能、永兴材料等）；并强推Q4 催化剂密集落地的固态板块（厦钨新能、当升科技、上海洗霸、纳科诺尔等）。**

表：重点公司估值表（截至2025年10月14日）

	名称	总市值 (亿元)	股价 (元)	归母净利润 (亿元)			PE			评级	总股本 (亿股)
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E		
电池	宁德时代	16,535	362	661	802	966	25	21	17	买入	45.63
	比亚迪	9,304	106	450	589	710	21	16	14	买入	91.17
	亿纬锂能	1,617	79	47	75	105	34	22	15	买入	20.46
	欣旺达	549	30	21	25	30	27	22	18	买入	18.47
	蔚蓝锂芯	208	18	8	10	13	28	21	16	买入	11.54
	派能科技	166	68	3	5	8	60	32	22	买入	2.45
结构件	珠海冠宇	255	23	7	12	16	39	21	16	买入	11.32
	科达利	441	161	18	22	26	24	20	17	买入	2.74
电解液	天赐材料	662	35	8	15	23	83	44	29	买入	19.14
	新宙邦	341	46	12	16	20	29	21	17	买入	7.48
负极	璞泰来	562	26	25	31	40	22	18	14	买入	21.36
	贝特瑞	333	30	12	15	18	28	22	18	买入	11.27
	尚太科技	203	78	10	14	17	20	14	12	买入	2.61
隔膜	信德新材	38	38	0	1	1	94	43	35	买入	1.02
	恩捷股份	419	43	2	8	18	201	52	23	买入	9.68
	星源材质	176	13	4	5	7	44	35	26	买入	13.42
	壹石通	53	26	1	1	2	102	42	28	增持	2.00
正极	华友钴业	1,238	65	60	67	82	21	18	15	买入	18.99
	中伟股份	423	45	17	20	27	25	21	16	买入	9.38
	德方纳米	118	42	-4	3	5	-29	44	23	增持	2.80
	容百科技	199	28	0	5	7	751	40	27	买入	7.15
	当升科技	346	64	8	11	14	43	33	25	买入	5.44
	厦钨新能	384	76	8	9	11	48	41	34	买入	5.05
	湖南裕能	428	56	11	20	30	41	21	14	买入	7.61
导电剂	富临精工	329	19	6	12	16	52	27	20	买入	17.10
	天奈科技	208	57	4	6	8	60	37	28	买入	3.67
	鼎胜新材	102	11	4	6	8	23	17	14	买入	9.29
设备	曼恩斯特	84	58	1	2	3	70	40	25	买入	1.44
	骄成超声	117	101	2	3	5	77	39	23	买入	1.16
锂	天齐锂业	758	47	4	9	14	172	90	54	买入	16.41
	赣锋锂业	1297	69	4	16	24	325	91	60	买入	20.57
	永兴材料	206	38	9	11	17	23	18	12	买入	5.39
	藏格矿业	897	57	27	35	54	33	26	17	买入	15.70
	中矿资源	359	50	7	13	21	54	28	17	买入	7.21
	雅化集团	173	15	5	8	13	32	22	14	买入	11.53
机器人	盛新锂能	174	19	2	4	9	115	49	19	买入	9.15
	浙江荣泰	320	88	3	5	6	98	68	50	买入	3.64

风险提示

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

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

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

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

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

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

东吴证券投资评级标准

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

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

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

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园