



新能源车及锂电板块2025年三季报业绩总结 —— 整车市场竞争持续，锂电迎接反转行情

2025/11/2

国金电新团队 专注产业链深度研究

分析师：姚遥

执业编号：S1130512080001



01

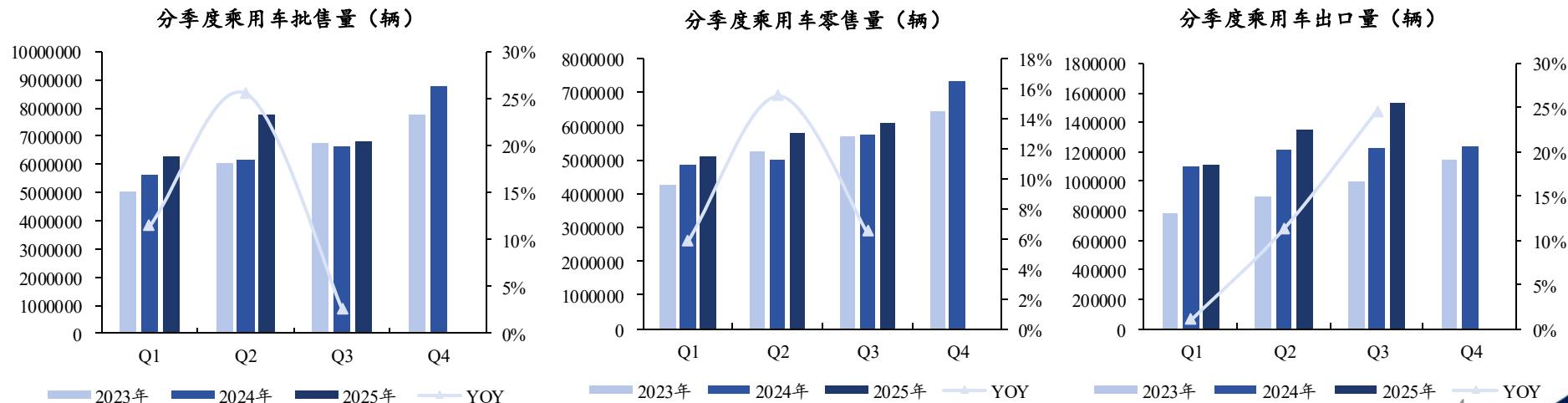
整车：主机厂经营普遍承压，市场进入淘汰赛

3Q25业绩总结观点

- 整车板块25Q3业绩总结：主机厂经营普遍承压，市场进入淘汰赛。25Q3国内乘用车市场需求出现波动，销量增速普遍下滑，但整体依旧维持正增长。25Q3国内乘用车批售679.8万辆，同比+2.6%，环比-12.4%；25Q1-Q3国内乘用车总计批售2083.8万辆，同比+13.0%；新能源车批售399.2万辆，同比+23.7%，环比+10.9%；25Q1-Q3国内乘用车总计批售1043.7万辆，同比+32%；Q3处于消费淡季，车企普遍处于去库状态，导致批发量环比走弱，但依旧维持正增长。而受到本季度补贴不确定叠加24年同期基数较高，电车零售增速出现较大下滑，符合我们此前的预期，但整体看新能源销量依旧是稳健的。
- 市场竞争加剧下车企经营事实上承压：虽然车企销量表现多强势，仅有少数公司销量下降，大部分车企毛利率仍在向上；但从业绩上看，激烈的市场竞争仍在影响车企的盈利能力，单车盈利能力出现下滑；车企在增长空间不足、市场竞争愈发同质化的情形下，会更倾向于使用价格工具稳健销量以维护规模效应，导致盈利承压、单车ASP环比持续下降。不过，考虑到Q3经营较好的部分车企如吉利、蔚来、小鹏、零跑等尚未公布财报，车企最终表现预计将好于目前已出车企的业绩指标；
- 后续看：25Q4市场进入冲量季，预计销量强劲或将继续破新高，电车渗透率预计破新高；Q4市场销量强劲是确定的，其中主要经营中低端市场、品牌力较强的车企将集中获益，如比亚迪、零跑、吉利等。但在26年，市场需求面临较高的不确定性，我们预计车企将进入新一轮淘汰赛：从26年开始，车企成长性将来自市场竞争格局的变化车企新一轮淘汰赛已经开启；就目前的时间看，虽然旧龙头车企经营遭受了严重的压力，但事实上各家车企均存有新车储备、利润储备、技术储备，后续竞争格局变化仍有待观望；
- 因此站在当前时间点：结构上关注中高端市场车企成长机会：26年看中高端市场受到市场需求影响最小，仍有一定成长空间。关注最为符合的华为系车企，核心关注江淮汽车，此外建议关注小米集团盈利反转情况；中低端市场关注产品打造能力强的吉利汽车、零跑汽车等，或存在一定成长性；最后，重点关注技术发展必然趋势带来的投资机会，如智能驾驶（Robotaxi，激光雷达，大算力芯片）、机器人和固态电池等。

1.1 乘用车概况：Q3乘用车景气度略有下滑，但仍维持正增长

- 25Q3国内乘用车市场需求出现波动，销量增速普遍下滑，但整体依旧维持正增长。乘联会口径看：
- 1) 批发：25Q3国内乘用车批售679.8万辆，同比+2.6%，环比-12.4%；25Q1-Q3国内乘用车总计批售2083.8万辆，同比+13.0%；Q3处于消费淡季，车企普遍处于去库状态，导致批发量环比走弱，但依旧维持正增长。
- 2) 零售：25Q3国内乘用车零售610.4万辆，同比+6.5%，环比+5.5%；25Q1-Q3国内乘用车累计零售1700.7万辆，同比+9.2%；零售口径看市场相对批售增速更高，确认批发数据不佳来自市场去库，但整体增速有所回落，来自去年同期国补翻倍刺激基数过高，同时Q3国内地方补贴高度不确定影响消费者需求，最终增速下滑，但仍维持较好增速。
- 3) 出口：25Q3国产乘用车出口153.1万辆，同比+24.6%，环比+13.4%；25Q1-Q3国产乘用车累计出口399.9万辆，同比+12.7%；Q3俄市场表现维稳的同时其他市场开拓效果显著，车企出口呈现明显恢复态势，再创新高。

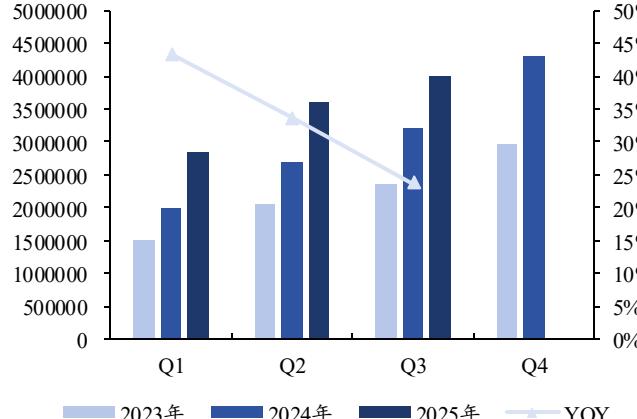


数据来源：乘联会，国金证券研究所，*乘联会数据一概不包含进口车型，故会低估总量&高估市场电车渗透率，后续不再特殊说明

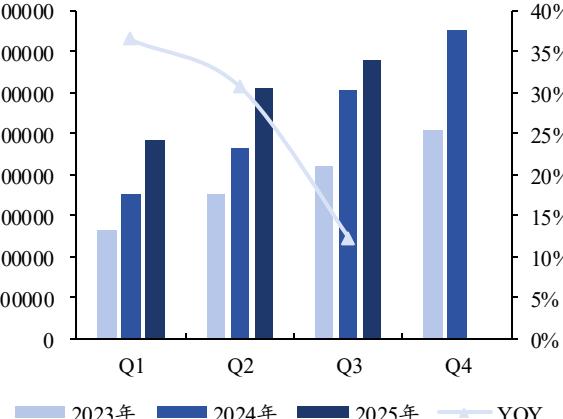
1.1 新能源概况：新能源车亦维持较高景气度

- 25Q3国内新能源车销量增速进一步下滑，与我们此前的预测一致。乘联会口径：
 - 1) 批发：25Q3国内新能源车批售399.2万辆，同比+23.7%，环比+10.9%；25Q1-Q3国内乘用车总计批售1043.7万辆，同比+32%；和Q2一致，批售口径由于新能源车出口表现强势，叠加零售表现稳健，批售量仍维持强势增长；
 - 2) 零售：25Q3国内乘用车零售339.8万辆，同比+12.3%，环比+11.4%；25Q1-Q3国内乘用车累计零售886.9万辆，同比+24.3%；和总量一致，受到本季度补贴不确定叠加24年同期基数较高，电车零售增速出现较大幅度下滑，我们此前便强调，电车和自主替代空间较弱已经进入深水区，电车增速走弱也验证了我们此前的观点。
 - 3) 出口：25Q3国产乘用车出口64.1万辆，同比+112.9%，环比+9.5%；25Q1-Q3国产乘用车累计出口162.8万辆，同比+68.1%；比亚迪Q3凭借插混&海外地域扩张，出口表现仍强势，同时多家车企新能源出口加速，引领国产新能源车出口量仍维持高位增长。

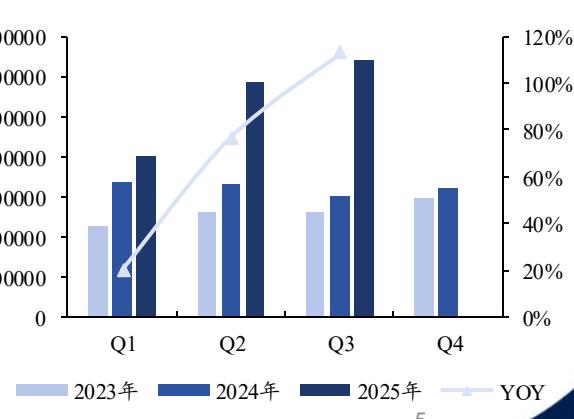
分季度新能源车批售量（辆）



分季度新能源车零售量（辆）



分季度新能源车出口量（辆）



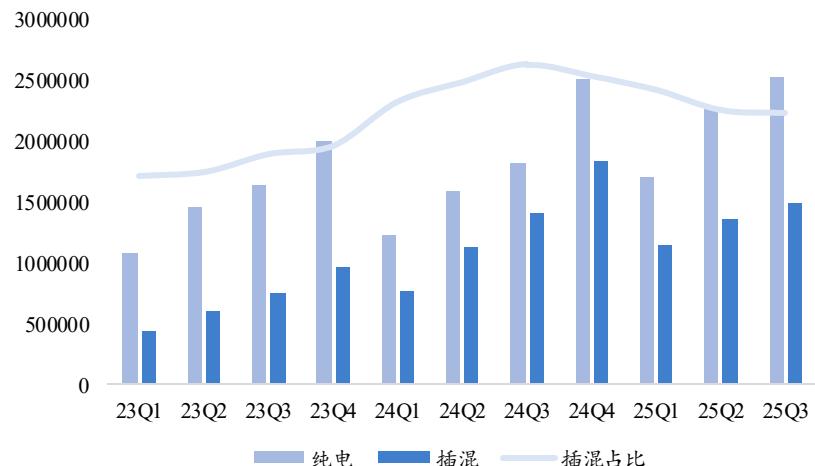
1.1 电车结构：补贴拉动纯电比例增长，电车渗透率增速放缓



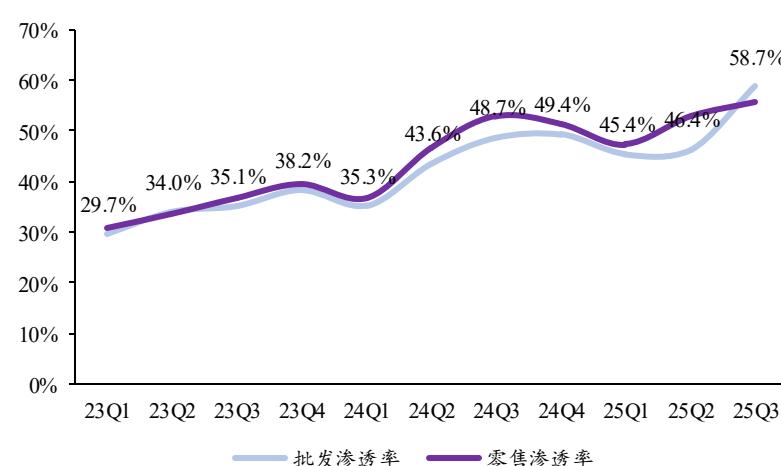
■ 从电车的结构上来看：

- 1、纯电车占比仍在提升：以旧换新政策和补贴影响，中低端市场获益最为明显，其中纯电代步小车（A0/A00级）受益明显，而插混车相对纯电小车价格明显更贵；此前如吉利星愿等已成为市场爆款车型，Q3友商实现跟进，纯电小车供给进一步增强（如北汽、上汽等），导致插混车占比进一步下降，Q3下滑至37.0%；
- 2、电车渗透率缓慢增长：Q3电车渗透率出现上行，燃油车促销势能明显减弱，叠加部分地方补贴截止，消费者需求集中释放，而其中又会被政策引导转向新能源车消费，渗透率环比依旧维持增长，但增长幅度整体看依旧较弱，呈现缓慢增长的态势；

分季度插混纯电车占比示意图（辆）



分季度新能源车渗透率



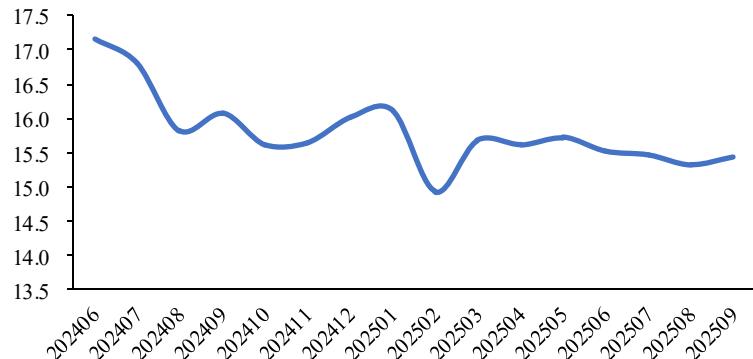
1.2 价格与库存：反内卷背景下，市场价格仍呈现下滑态势



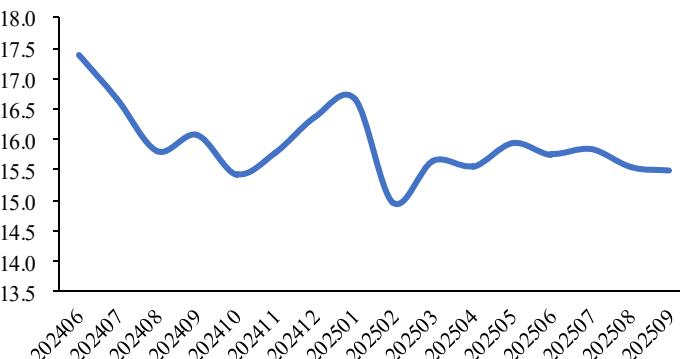
■ 乘联会口径：

- 1、截至2025年9月，乘用车市场成交均价为15.44万元，同比-0.63万元；优惠幅度2.7万元，同比+0.13万元；
- 2、新能源板块，9月电车市场成交均价为15.49万元，同比-0.58万元；优惠幅度1万元，同比+0.15万元；
- 价格数据上看，虽然反内卷遏制了乘用车车企的价格战行为，但是我们看市场依旧呈现通缩态势，成交均价在Q2以来长期呈现缓慢下滑的趋势，而优惠幅度虽然Q3是年内低点，但依旧同比有较大增长；
- 和我们此前判断的一致，价格战行为是市场竞争趋于激烈的状态下的必然，汽车行业作为重资产行业对规模效应要求更高，导致车企为追求规模效应更倾向于主动进行价格竞争，消费者在这一过程中也高度价格敏感，而车企在消费端用户培育等方面投入较少，从而导致汽车竞争同质化、消费通缩。反内卷虽然限制了车企降价，但车企仍可通过改款，上市新车维持价格战竞争，因此价格继续呈现缓慢下降的态势。

乘用车市场月度成交价（万元）



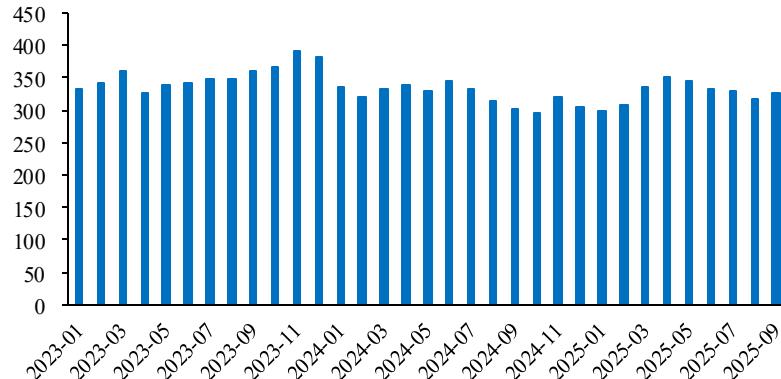
新能源车市场月度成交价（万元）



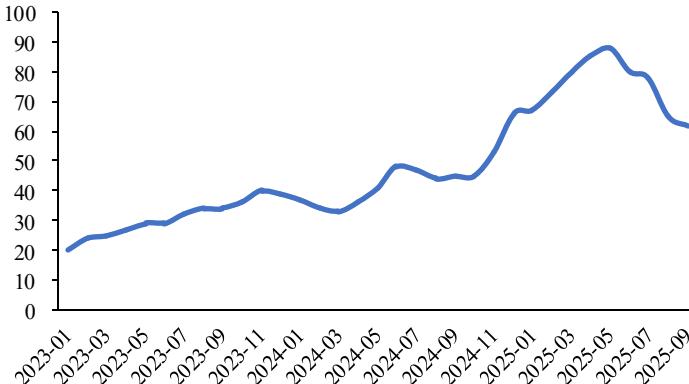
1.2 价格与库存：反内卷背景促进市场呈现去库状态

- 反内卷的成效更多在经销商和供应链上，如在库存板块，Q3在反内卷持续的情形下，市场库存明显下降，库存整体维持在健康水平；
- 1、截至2025年9月末，乘用车总库存为328万辆，相对5月高点的350万辆下降22万辆，处于平均位置；库存天数仅为39天，系年内新低；乘用车经销商库存系数为1.35，位于警戒线以下；
- 2、新能源板块，9月末新能源汽车总库存为62万辆，相对5月高点的88万辆大幅下降26万辆；燃油车9月末库存266万辆，3月份以来维持稳定。
- Q2市场竞争加剧，车企为完成更高的批发销量，向经销商施压要求提高进货量，从而形成库存积压的局面，尤其新能源车库存积压明显；Q3市场反内卷进行，6月起市场进入去库状态，库存明显下降（尤其新能源库存呈现快速下降趋势），因而Q3批发销量较弱但零售销量强势，库存则呈现去库。

乘用车市场月度库存（万辆）



新能源车市场月度库存（万辆）



1.3 分车企：主机厂销量强势，但竞争加剧业绩普遍承压



- Q3主机厂销量普遍强势，但部分车企销量走弱，呈现分化的态势：
- 1、**销量承压**：理想汽车和比亚迪受到市场竞争加剧、自身换代不及预期影响，Q3销量表现承压同环比均为负增长；市场呈现出后发优势者导致先发者承压的情况，消费者需求对竞争对手的新车转移；
- 2)**销量维持强势**：销量增速大于40%的公司有吉利汽车、小鹏汽车、零跑汽车、蔚来汽车、小米汽车，均处于强新车周期，如吉利的吉利银河系列（A7/M9），小鹏的M03/新P7，零跑B10/B01，蔚来三代ES8/乐道L90等，其中吉利、小鹏、零跑均为经济型市场，主要竞争对手为比亚迪；蔚来产品主打大六座家用，主要竞争对手为理想；
- 3)**其他车企**：赛力斯（问界）表现平稳；长城汽车、北汽蓝谷、上汽集团呈现明显的复苏态势，长城增长来自魏牌&坦克新车周期，北汽蓝谷则来自享界S9增程和极狐新车周期下销量向上。

主机厂23Q1—25Q3总销量一览（辆）

公司	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	同比	环比	24年累计	25年累计	累计同比
比亚迪	547917	700244	822094	942651	622088	982747	1129256	1513969	986098	1127173	1105591	-2.1%	-1.9%	2734091	3218862	17.7%
吉利汽车	322453	371592	461233	531238	475720	480010	533960	686877	703824	703,900	761009	42.5%	8.1%	1489690	2168733	45.6%
长安汽车	392307	369696	411752	418688	432059	376906	332954	504696	446410	393,262	428170	28.6%	8.9%	1141919	1267842	11.0% *长安不含合资
长城汽车	219968	299084	344819	366659	275333	284336	294144	379479	256807	312982	353569	20.2%	13.0%	853813	923358	8.1%
理想汽车	52584	86533	105108	131805	80400	108581	152831	158696	92864	111074	92851	-39.2%	-16.4%	341812	296789	-13.2%
小鹏汽车	18230	23205	41072	61654	21821	30207	46533	91507	94008	103181	116007	149.3%	12.4%	98561	313196	217.8%
零跑汽车	10509	33993	44325	55328	33410	53286	83865	120863	87552	134112	173852	107.3%	29.6%	170561	395516	131.9%
蔚来汽车	31041	23520	55432	50045	30053	57373	61855	72689	42005	72056	87071	40.8%	20.8%	149281	201132	34.7%
小米汽车					60	27307	39790	69697	75869	82057	108796	173.4%	32.6%	67157	266722	297.2%
赛力斯	13500	17831	16651	75309	94158	105604	115870	110496	50056	130235	142047	22.6%	9.1%	315632	322338	2.1%
江淮汽车	137633	139362	161620	150298	106314	98440	108562	81831	99724	90890	91099	-16.1%	0.2%	313316	281713	-10.1%
北汽蓝谷	15114	20077	19562	37419	10122	17889	39838	46011	27714	40964	44237	11.0%	8.0%	67849	112915	66.4%
上汽集团	891168	1180473	1305711	1643500	834153	992801	822379	1363690	944850	1107831	1140589	38.7%	3.0%	2649333	3193270	20.5% **上汽包含合资

1.3 分车企：主机厂销量强势，但竞争加剧业绩普遍承压

- 虽然市场反内卷，但整体看市场竞争仍是加剧的，在此情形下，主机厂经营压力持续加大。从已经发布财报的A股车企来看，车企经营普遍承压：
- 1、毛利率：本季度，比亚迪、长城汽车、上汽集团毛利率同比出现下滑；长安汽车、赛力斯、江淮、北汽蓝谷等出现上升；其中华为系三家上升来自销量结构改善和规模效应增加；
- 2、归母净利润：但在净利润上，各家表现均较弱，其中比亚迪、长城、赛力斯、江淮汽车同比均下滑，北汽蓝谷和上汽集团恢复明显。
- 毛利率角度虽车企整体上仍较为稳健，但呈现出分化态势，说明部分车企已经明显收到市场竞争加剧影响毛利率；净利润上表现普遍较弱，说明市场竞争加剧下车企费用同步增加，削弱了车企盈利能力。

主机厂23Q1—25Q3毛利率一览

公司	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	同比	环比
比亚迪	17.9%	18.7%	22.1%	21.2%	21.9%	18.7%	21.9%	21.5%	20.1%	16.3%	17.6%	-4.3%	1.3%
吉利汽车	14.2%	14.6%	15.4%	16.3%	13.7%	16.5%	15.6%	17.3%	15.8%	17.1%	/	/	/
长安汽车	18.6%	16.4%	18.4%	19.6%	14.4%	13.2%	13.5%	16.2%	13.9%	15.2%	15.7%	2.2%	0.5%
长城汽车	16.1%	17.4%	21.7%	18.5%	20.0%	21.4%	20.8%	16.5%	17.8%	18.8%	18.4%	-2.4%	-0.4%
理想汽车	20.4%	21.8%	21.5%	20.3%	20.6%	19.5%	21.5%	20.3%	20.5%	20.1%	/	/	/
小鹏汽车	1.7%	-3.9%	-2.7%	6.2%	12.9%	14.0%	15.3%	14.4%	15.6%	17.3%	/	/	/
零跑汽车	-7.8%	-5.2%	1.2%	6.7%	-1.4%	2.8%	8.1%	13.3%	14.9%	13.6%	/	/	/
蔚来汽车	1.5%	1.0%	8.0%	7.5%	4.9%	9.7%	10.7%	11.7%	7.6%	10.3%	/	/	/
小米汽车				12.3%	15.4%	17.1%	20.4%	23.2%	26.4%	/	/	/	
赛力斯	8.9%	4.2%	7.6%	13.5%	21.5%	27.5%	25.5%	28.7%	27.6%	29.5%	29.9%	4.4%	0.4%
江淮汽车	11.7%	12.0%	11.1%	11.0%	11.6%	11.4%	11.6%	7.9%	10.2%	8.1%	13.9%	2.3%	5.8%
北汽蓝谷	-8.6%	-2.3%	-4.8%	-7.2%	-6.4%	-7.5%	-6.5%	-22.0%	-7.5%	-4.1%	1.8%	8.3%	5.9%
上汽集团	9.8%	9.5%	10.5%	10.7%	8.8%	8.2%	9.6%	10.4%	8.1%	8.5%	9.0%	-0.7%	0.5%

主机厂23Q1—25Q3归母净利润一览（亿元）

公司	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	同比	环比
比亚迪	41.3	68.2	104.1	86.7	45.7	90.6	116.1	150.2	91.5	63.6	78.2	-32.6%	23.0%
吉利汽车	7.1	8.6	12.8	24.6	15.6	15.0	24.6	35.8	34.9	31.5	/	/	/
长安汽车	69.7	6.8	22.3	14.5	11.6	16.7	7.5	37.4	13.5	9.4	7.6	2.1%	-18.6%
长城汽车	1.7	11.9	36.3	20.3	32.3	38.5	33.5	22.6	17.5	45.9	23.0	-31.4%	-49.9%
理想汽车	14.1	27.3	34.7	45.9	12.8	15.0	38.5	40.4	10.0	14.7	/	/	/
小鹏汽车	-23.4	-28.1	-38.9	-13.5	-13.7	-12.9	-18.1	-13.3	-6.6	-4.8	/	/	/
零跑汽车	-11.3	-11.4	-9.9	-9.5	-10.1	-12.0	-6.9	0.8	-1.3	1.6	/	/	/
蔚来汽车	-41.5	-54.5	-39.5	-48.0	-49.0	-45.4	-44.1	-66.2	-67.5	-41.3	/	/	/
小米汽车					-22.0	-18.0	-15.0	-7.0	-5.0	-3.0	/	/	/
赛力斯	-6.3	-7.2	-9.5	-1.6	2.2	14.1	24.1	19.1	7.5	21.9	23.7	-1.7%	8.1%
江淮汽车	1.5	0.1	0.3	-0.3	1.1	2.0	3.2	-24.1	-2.2	-5.5	-6.6	/	/
北汽蓝谷	-8.9	-10.9	-12.7	-21.5	-10.2	-15.6	-19.2	-24.6	-9.5	-13.6	-11.2	/	/
上汽集团	27.8	43.0	43.2	27.0	27.1	39.1	2.8	-52.4	30.2	29.9	20.8	644.9%	-304.4%

10

1.3 分车企：主机厂销量强势，但竞争加剧业绩普遍承压



- 毛利率和净利润水平只能部分的展示车企的经营情况，而从单车指标上看，市场竞争加剧对车企经营的影响是明显高于利润指标表现的：
- 1、单车ASP：本季度比亚迪、北汽蓝谷、上汽集团、长安汽车四家车企单车ASP同比下降，赛力斯、江淮汽车呈现增长；车企单车ASP整体依旧呈现下降趋势，和此前表现一致，说明市场价格战仍在持续；
- 2、单车净利：除上汽集团和北汽蓝谷外，车企单车净利润全部呈现下降态势；说明车企虽然销量增长、毛利率增长、利润增长，但事实上盈利能力是受到市场竞争加剧影响下降的，单车角度上看并未看到明显的销量增长带来的规模效应。

主机厂23Q1—25Q3单车ASP一览（万元）

公司	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	同比	环比
比亚迪	17.12	15.73	15.35	15.09	14.17	13.64	13.88	14.41	13.34	13.70	13.67	-1.5%	-0.2%
吉利汽车	12.11	13.08	13.16	13.00	12.61	13.25	13.00	12.14	10.30	11.05	/	/	/
长安汽车	8.81	8.37	10.37	10.29	8.57	10.53	10.02	9.67	7.65	9.80	9.86	-1.6%	0.7%
长城汽车	13.20	13.69	14.36	14.65	15.57	17.08	17.28	15.80	15.58	16.72	17.32	0.2%	3.6%
理想汽车	34.85	32.86	31.98	30.64	30.22	27.92	27.04	26.87	26.58	26.01	/	/	/
小鹏汽车	19.28	19.07	19.61	20.33	25.41	22.58	18.91	16.03	15.29	16.36	/	/	/
零跑汽车	13.72	12.86	12.76	9.54	10.43	10.06	11.44	11.13	11.44	10.61	/	/	/
蔚来汽车	29.72	30.55	31.41	30.85	27.89	27.33	26.99	24.04	23.61	22.80	/	/	/
小米汽车					0.00	22.70	23.88	23.37	23.86	25.10	/	/	/
赛力斯	12.14	11.84	12.66	16.46	23.27	31.63	31.12	30.21	28.01	33.21	33.88	8.9%	2.0%
江淮汽车	7.84	8.34	7.16	7.34	10.61	10.22	10.07	12.14	9.85	10.54	12.64	25.5%	19.9%
北汽蓝谷	16.52	16.30	18.09	13.39	14.87	12.50	15.25	10.20	13.61	14.59	12.74	-16.5%	-12.7%
上汽集团	16.37	15.30	15.07	13.47	17.15	14.26	17.73	14.45	14.91	14.33	14.85	-16.2%	3.7%

主机厂23Q1—25Q3单车净利润一览（万元）

公司	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	同比	环比
比亚迪	0.70	0.88	1.14	0.85	0.67	0.86	0.93	0.93	0.87	0.49	0.62	-33.7%	26.3%
吉利汽车	0.22	0.24	0.28	0.53	0.33	0.38	0.46	0.57	0.50	0.45	/	/	/
长安汽车	1.78	0.18	0.54	0.35	0.27	0.44	0.22	0.74	0.30	0.24	0.18	-20.6%	-25.2%
长城汽车	0.08	0.40	1.05	0.55	1.17	1.35	1.14	0.60	0.68	1.47	0.65	-42.9%	-55.7%
理想汽车	2.69	3.20	3.30	3.48	1.59	1.38	2.52	2.55	1.08	1.32	/	/	/
小鹏汽车	-12.84	-12.11	-9.72	-2.24	-6.28	-4.27	-3.89	-1.45	-0.70	-0.47	/	/	/
零跑汽车	-10.78	-3.36	-2.22	-1.72	-3.03	-2.25	-0.80	0.07	-0.15	0.12	/	/	/
蔚来汽车	-15.27	-25.75	-8.22	-10.73	-17.25	-8.80	-8.18	-9.78	-16.07	-5.73	/	/	/
小米汽车							-6.59	-3.77	-1.00	-0.66	-0.37	/	/
赛力斯	-1.49	-1.43	-2.13	-0.13	0.19	1.15	1.81	1.50	1.09	1.68	1.68	-6.8%	0.0%
江淮汽车	0.11	0.01	0.02	-0.02	0.10	0.20	0.30	-2.94	-0.22	-0.60	-0.73	342.9%	19.9%
北汽蓝谷	-5.90	-5.42	-6.50	-5.74	-10.04	-8.69	-4.82	-5.34	-3.44	-3.31	-2.53	-47.5%	-23.6%
上汽集团	0.31	0.36	0.33	0.16	0.33	0.39	0.03	-0.38	0.32	0.27	0.18	437.1%	-32.2%

11

1.4 总结与展望：市场竞争加剧，车企将进入淘汰赛



■ 总结来看：

- 1、**市场Q3需求表现仍较好，但总量与新能源增速仍呈现放缓态势：**和我们此前分析的表现一致，市场已经进入油电替代和自主替代的深水区，经营较弱的合资车企如铃木、三菱、STLA、起亚-现代、马自达、福特或退出中国市场，或销量已经较小，而丰田、日产、大众、通用销量则逐渐维稳，自主渗透率增长放缓下，自主车企成长的空间变小，进入深水区，进而导致整个新能源销量增速都在放缓；
- 2、**市场竞争加剧下车企经营事实上承压：**虽然车企销量表现多强势，仅有少数公司销量下降，大部分车企毛利率仍在向上；但从业绩上看，激烈的市场竞争仍在影响车企的盈利能力，单车盈利能力出现下滑；车企在增长空间不足、市场竞争愈发同质化的情形下，会更倾向于使用价格工具稳健销量以维护规模效应，导致盈利承压、单车ASP环比持续下降。
- 不过，考虑到Q3经营较好的部分车企如吉利、蔚来、小鹏、零跑等尚未公布财报，车企最终表现预计将好于目前已出车企的业绩指标：
- 3、**反内卷对车市经营是有改进作用的：**虽然报表端看车企的价格竞争仍是持续的，但是Q3市场呈现出明显的去库态势，反内卷措施对市场健康稳定仍有积极作用；

1.4 总结与展望：市场竞争加剧，车企将进入淘汰赛



- 而后续看：
 - 1、25Q4市场进入冲量季，预计销量强劲或将继续破新高，电车渗透率预计破新高：1) 新能源车购置税减免政策将在2025年退坡，26-27年退坡为减半，28年起全额征收，购置税的征收对低端电车市场将会形成较大冲击（车价低市场消费能力弱，所以税收的弹性大），预计年底消费市场会有抢装动作；
 - 2) 补贴政策延续的不确定性，市场此前高度担忧补贴政策是否可延续，我们认为，纵使补贴政策延续，但若未在年底前出台，则消费端依旧会默认国补、地补政策退坡，而接近年底旺季车企促销&年底消费者决策周期变短，会刺激市场观望情绪释放。
 - 目前看十一期间市场便已开启冲量，销量大幅恢复，其中消费者的注意力呈现明显的向新车转移的态势，9月上市的大量新车表现均超预期；10月看，车企销量大多超预期，同时大量车企推出购置税补贴政策，Q4市场销量强劲是确定的，其中主要经营中低端市场、品牌力较强的车企将集中获益，如比亚迪、零跑、吉利等。

1.4 总结与展望：市场竞争加剧，车企将进入淘汰赛



- 但在2026年，市场需求面临较高的不确定性，我们预计车企将进入新一轮淘汰赛：
- **1、市场需求预计承压：**2025Q4的市场冲量将会导致2026年的需求被前置，叠加购置税减免政策退坡、地方补贴政策也存在退坡可能，市场总需求预计会在26H1表现短期承压；其中中低端市场由于补贴弹性和敏感性更高，预计会更加明显；
- **2、市场竞争格局会进一步恶化，但整体呈现分化趋势，中高端优于中低端市场：**前文我们已经提及，由于自主替代、油电替代均已进入深水区，单一自主车企的成长空间受限，叠加市场需求短期承压，车企为维持销量规模和市占率会进一步采用新车工具和价格工具，市场竞争预计会进一步加剧；其中：1) 26年中低端市场（5-25万元）的零跑汽车、长城汽车、吉利汽车、比亚迪、小鹏汽车等均处于新车大年，市场竞争会明显更激烈；
2) 但中高端市场（20-50万元），由于BBA仍有一定的替代空间，叠加有能力发力高端的自主车企较少，市场竞争预计会相对平和；竞争格局最好的依旧是新能源的超高端市场（60万以上，和燃油超高端价位不同）；
- **3、在市场竞争加剧的情况下：市场将进入零和博弈，车企之间的关系从共荣转向此消彼长。**车企个股阿尔法将不再是来自行业油电替代、自主替代带来的全行业需求增长，整车行业和新能源车行业的成长性行业标签事实上已经被削弱；
- 我们认为：从26年开始，车企成长性将来自市场竞争格局的变化，即通过内卷竞争吸收市场其他竞争对手的客群形成对自身销量和客群的扩充；若车企获得了较强增长，则说明市场竞争格局出现了较强洗牌，在较强增长属于各家车企共同的目标这一情形下（各家车企26年都是新车大年），车企新一轮淘汰赛已经开启；
- 就目前的时间看，市场洗牌事实上是正在进行的，旧龙头车企经营遭受了严重的压力，但事实上各家车企均存有新车储备、利润储备、技术储备，后续竞争格局变化仍有待观望。

1.5 结构上关注中高端市场机会，中低端市场产品力强者胜



- 因此站在当前时间点：
- 1、**结构上关注中高端市场车企成长机会：**26年看中高端市场受到市场需求影响最小，仍有一定成长空间。而我们此前曾多次强调，中高端市场是追求溢价的市场，核心是品牌溢价+技术溢价+设计溢价；关注最为符合的华为系车企，核心关注竞争格局最好并已经获得成功的江淮汽车，边际关注北汽蓝谷、赛力斯、上汽集团等新车周期和经营反转情况；此外建议关注小米集团盈利反转情况；
- 2、**中低端市场关注产品打造能力强的公司：**虽然26年竞争格局预期较为混沌，但作为耐用消费品，在中低端市场产品形态短期不会发生剧变的情况下，产品力是核心竞争点；边际关注产品打造能力较强的吉利汽车、零跑汽车等，或存在一定成长性，关注市场竞争格局变动可能；
- 3、**关注技术发展必然趋势带来的投资机会：**2020-2024年新能源汽车行业作为一个成长性行业，我们认为是来自技术变革形成的替代潮流，新能源汽车形成了1-N的突破；而在2023年后，新能源车的产品形态、产品定义高度趋同，即我们所说的竞争趋同，叠加市场替代空间变小，导致目前整车短期更类似消费角逐产品力；后续若恢复到成长性行业，需要关注技术发展必然趋势，将会带动整车产品形态变化，并由此重塑市场竞争格局，形成新一轮替代潮，其中的零部件和相关技术也存在机会，我们持续看好：
- 1) **智能化和机器人：**智能驾驶目前类似2018-2020年的新能源汽车，我们认为智能驾驶存在极大改变汽车形态和产品定义的可能，也是车企重点投入的核心，是汽车行业发展的必然趋势；而机器人在感知和算法上和智能驾驶具备共同性，更类似2010-2014年的新能源汽车，后续应用也具备必然性；建议关注智能化较强的小鹏汽车，边际关注理想汽车；关注激光雷达、大算力芯片等方向；
- 2) **固态电池：**新能源汽车的痛点是续航和低温情形下的折损率，导致目前大电池增程逐渐有在中高端市场成为主流的趋势，固态电池作为解决电车续航问题的答案，是行业发展的必然趋势。



2

锂电：终端景气加码，反转行情明确

3Q25业绩总结观点

- ✓ **锂电子板块3Q25业绩总结：终端景气加码，迎接反转行情。**从总量看，“以旧换新”政策对电车有偏向性（单车补贴金额更大），叠加电车出海加速放量、“大电芯”趋势等，拉动1-3Q25电车销量呈现稳定增长态势，新能源车表现维持高景气。乘联会口径，1-3Q25全国新能源乘用车累计批发1045万辆，同增32%。此外，根据CNESA Datalink，1-3Q25国内储能新增装机规模达去年全年装机的74%，全年新增装机有望超过去年。从周期角度看，自1Q24板块触底以来，收入、库存均处于向上阶段，3Q25对应锂电板块库存周期“繁荣”阶段。
- ✓ **具体子板块业绩总结如下：**
 1. **电池：涨价趋势呈现，龙头强者恒强。**3Q25宁德时代、比亚迪继续席卷国内外动力市场，份额双双走高。1-3Q25、3Q25，宁德时代收入2831、1042亿元，同比分别+9%、+13%，收入规模遥遥领先于全球其他电池厂。从盈利看，电池厂毛利率普遍集中在6%~26%，扣非净利率集中在—10%~16%，宁德时代盈利水平强于行业。大容量储能电芯与高端动力电池电芯呈现结构性紧张，3Q25电芯价格出现上涨。
 2. **隔膜：盈利仍处底部，价格小幅拉涨。**3Q25，恩捷股份收入38亿元，同比+41%，二线3Q25平均收入同比+4%~33%。行业出现增收不增利现象，以隔膜为主业企业扣非净利率承压，反映行业仍处底部阶段。3Q25隔膜市场价格整体上行，新一轮价格调整已基本与下游电芯企业达成共识，反映旺季叠加供需改善下隔膜企业产业链中议价能力有所增强。
 3. **6F：供需格局优，处于价格上行通道，盈利预计率先反转。**25Q3六氟磷酸锂市场价格持续走高，最低价7月初约49000元/吨，9月末最高价格60000元/吨，10月价格大幅跃升，月底主流价格为98000元/吨，同比+67.52%，10月除少部分企业外，一般企业生产基本到达满产状态，个别企业甚至实现超负荷生产，行业可供应库存稀缺，且企业生产定点杆已提前被排满，难以形成库存。原料端价格支撑力增强，叠加需求端持续强劲，双端对企业上调价格利好，预计6F市场价格维持上行。重点关注天赐材料、多氟多、天际股份。
 4. **结构件：龙头盈利高韧性，二线盈利有改善。**龙头企业科达利已连续8个季度维持扣非归母净利率10%以上，二线中震裕科技受益规模效益和降本增效，净利率环比提升显著。关注科达利、震裕科技。

3Q25业绩总结观点

- ✓ **锂电子板块3Q25业绩总结：终端景气加码，迎接反转行情。**从总量看，“以旧换新”政策对电车有偏向性（单车补贴金额更大），叠加电车出海加速放量、“大电芯”趋势等，拉动1-3Q25电车销量呈现稳定增长态势，新能源车表现维持高景气。乘联会口径，1-3Q25全国新能源乘用车累计批发1045万辆，同增32%。此外，根据CNESA Datalink，1-3Q25国内储能新增装机规模达去年全年装机的74%，全年新增装机有望超过去年。从周期角度看，自1Q24板块触底以来，收入、库存均处于向上阶段，3Q25对应锂电板块库存周期“繁荣”阶段。
- ✓ **具体子板块业绩总结如下：**
 5. **磷酸铁锂：稼动率提升，行业孕育挺价。**根据百川盈孚，25年4-10月的铁锂行业产能利用率为59%、60%、59%、61%、67%、71%、78%，Q3稼动率在60%-70%，企业表现来看，铁锂头部企业仍保持满产满销，三四线企业随着下游订单增加，行业整体开工率维持在77%左右，环比提升8pct。在供需改善&成本推动下，预计磷酸铁锂价格将保持坚挺运行态势。关注富临精工、湖南裕能、万润新能、龙蟠科技。
 6. **负极：稼动率提升，行业涨价意愿强烈。**25Q3负极行业开工率突破55%，较7-8月约45%提升显著，“金九银十”旺季需求显著回暖，负极材料采购需求集中释放，头部企业订单排期已排至11月，市场增量超预期，增量空间逐步打开，叠加原料价格维持高位的支撑，负极材料企业涨价意愿强烈，新单洽谈中已释放涨价信号。关注尚太科技、中科电气、璞泰来。
 7. **三元及前驱体：成本推动价格上涨，前驱体经营更优。**三元及前驱体价格受到上游原材料镍钴锰锂等价格波动，呈现震荡上行。盈利角度，3Q25三元龙头容百科技毛利率、扣非净利率分别4%、-5%，二三线平均-16%~12%、-33%~5%，企业间盈利差距较大；前驱体龙头中伟股份3Q25毛利率、扣非净利率分别13%、3%，二三线平均13%~17%、1%~7%。三元前驱体整体盈利优于三元材料。

投资建议

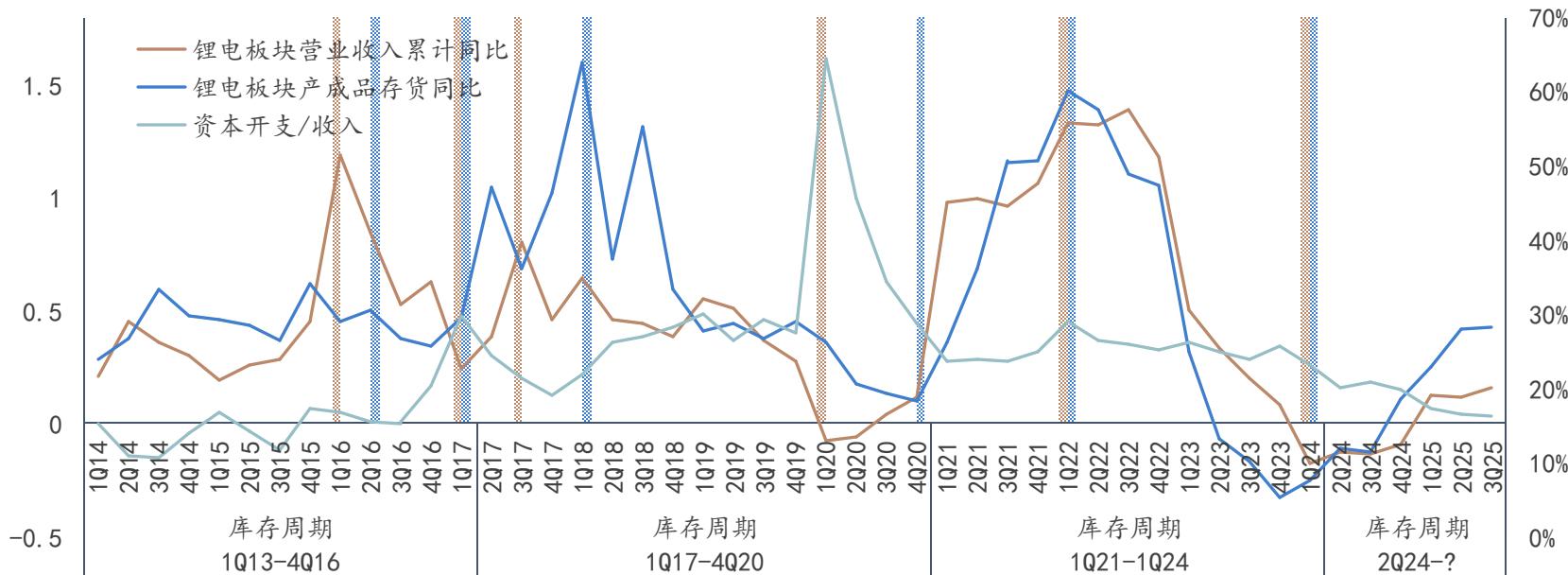
- **投资策略：**景气度与锂电新技术共振，板块呈现多元化投资机遇。2025年，固态电池技术突破驱动行业Capex加速，叠加2023~2025年连续供给侧改革与产能收敛，储能景气度超预期下行业供需格局或开始出现反转，多环节呈现涨价潮，产业链景气度多元开花。
- **周期：**2024~2025年锂电中游步入“复苏-繁荣”阶段，对应板块补库。自1Q24板块触底以来，收入、库存均处于向上阶段，3Q25对应锂电板块库存周期“繁荣”阶段。
- **成长：**新技术与新场景共振，锂电开启第二增长极。新技术构成板块主旋律，固态电池作为长期技术方向，具备重要战略发展意义，将带来工艺&材料体系的重塑，2025年起开启固态中试线搭建，并逐步向量产线过渡，路线/供应链逐步明晰；复合铜箔作为颠覆性技术，历经多年技术攻克和打磨，有望于25H2看到真正的产业化落地，量产节奏、渗透率空间及在固态的应用均有望超市场预期。此外，新场景培育未来增长极，数据中心、低空经济、人形机器人及出海等催生新领领域市场需求。伴随锂电主业企稳，板块公司布局第二成长曲线。
- **格局：**差异化细分赛道龙头仍是优选配置策略。龙头产品和成本竞争优势明显，行业将维持龙头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。伴随2H25开始锂电各环节供需步入新一轮拐点，推荐6F、储能电池、及隔膜等预期涨价高景气赛道。
- **建议关注：**细分赛道龙头公司如宁德时代、亿纬锂能、天赐材料、恩捷股份、湖南裕能、尚太科技，及厦钨新能等；涨价链建议关注电解液相关品种（6f-天际股份、多氟多；添加剂及溶剂-华盛锂电、海科新源、石大胜华等）、储能电芯、隔膜，及负极等环节公司。固态新技术关注硫化锂、锂负极，及固态设备等环节公司。
- **投资框架再梳理，我们按照新技术、新场景，及传统核心三大主要分类，梳理锂电20条细分景气度赛道，当前时点我们重点推荐以下主线：**
 - 半固态电池量产线/全固态电池中试线搭建，核心设备及材料定点
 - 全固态电池新技术，如锂金属负极、干法电极、及硫化锂等
 - 细分涨价赛道，如6F、储能电池、隔膜，及负极等
 - 数据中心需求爆发，储能、BBU，及UPS电池核心供应商
 - 钠离子电池在储能、二轮车场景放量，电池及材料定点



周期位置：锂电板块当前处于库存周期向上阶段

- ✓ 周期上行阶段，收入库存同增。3Q25，锂电板块收入累计同比16%、产成品存货同比为42%，收入及存货同方向上行为板块“主动补库”阶段（繁荣期），延续1Q24起新一轮库存周期向上趋势。

图表：利用锂电板块产成品存货同比划分库存周期（2014~2025年）

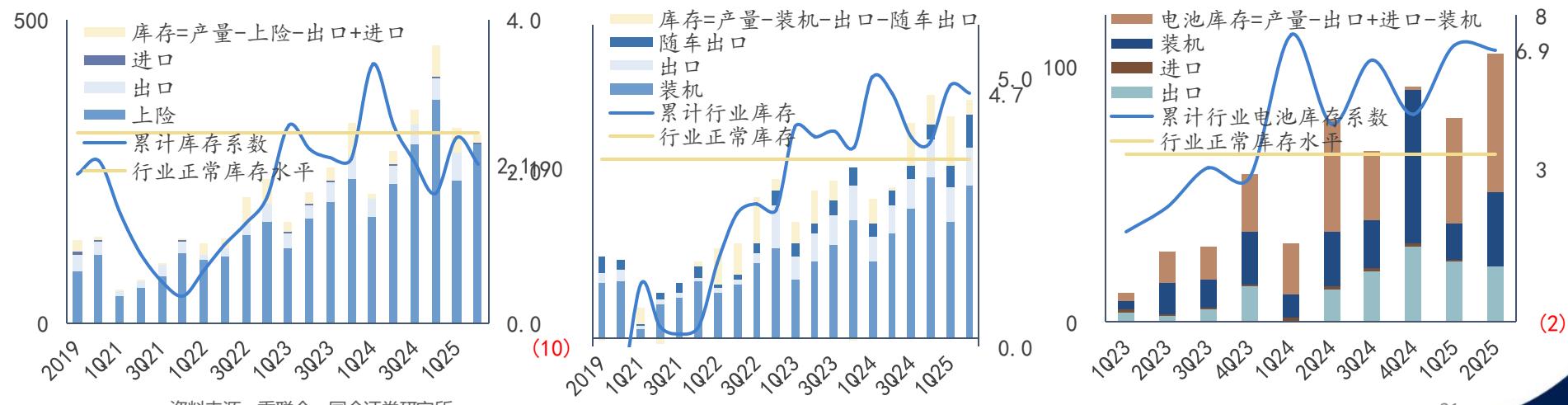




行业库存：电动车及动力储能电池库存环比改善

- ✓ 2Q25库存水平均改善，电动车较低，动力、储能电池高于合理值。1Q25~2Q25，电动车、动力、储能电池库存系数分别由2.4、4.9、7.0下降至2.1、4.7、6.9，其中电动车库存位于合理水平下方（2.5），动力、储能库存水平仍较高。分析行业库存水平变化，主要原因系：1. 电动车：国内新能源车出口水平高增（2025年1-6月累计出口106万辆，YoY+75%，叠加新能源车销量环比增速高于产量。2. 动力：出口、随车出口及装机环比增长均高于产量，库存整体改善。3. 储能：受到海外新能源政策波动影响，出口环比下滑，装机环比高增带动整体库存改善。

图表：左/国内电动车季度行业库存（2019~2025年；万辆）；中/国内动力电池季度行业库存（2019~2025年；GWh）；右/国内储能电池季度行业库存（2023~2025年；GWh）



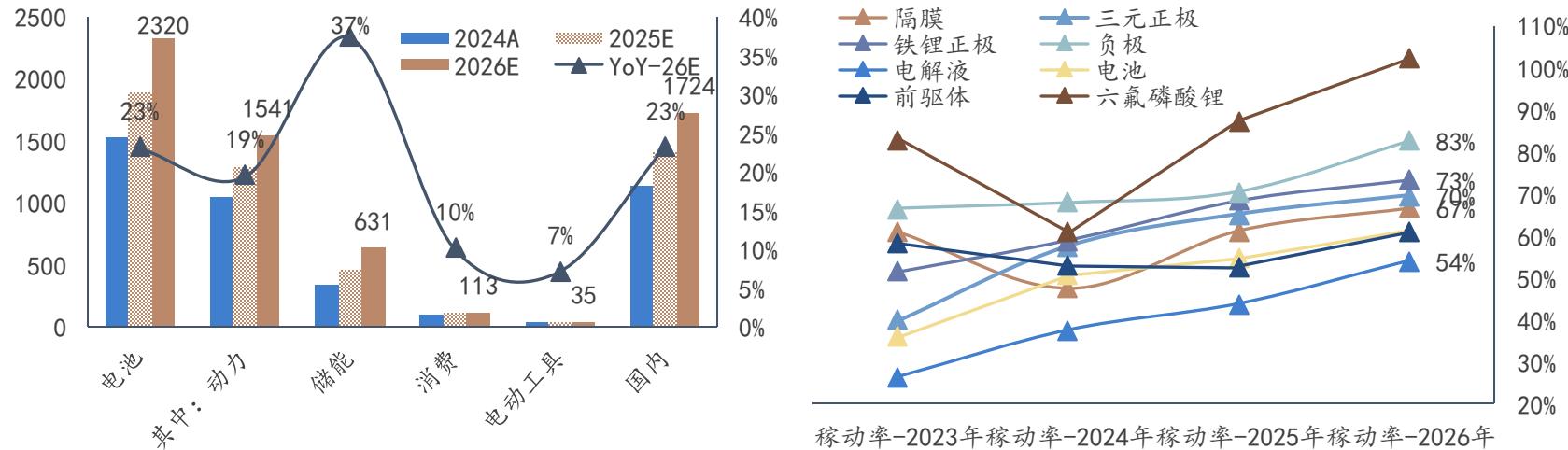
资料来源：乘联会、国金证券研究所



需求&稼动率：储能全面爆发，供需结构改善

- ✓ 锂电池总量（26年）：储能全面爆发，供需结构改善。需求端，全球电池需求增速预计23%，较25年基本持平；拆分子领域动力/储能/消费/电动工具预计19%/37%/10%/7%，其中国内出口动力（18%，国内动力整体）、新兴地区动力（25%）、全球大储尤其新兴市场（80%）、户储&工商储&通信储（40%）为需求主要增长动能。
- ✓ 供给端，拆分子环节资本开支&有效供给，电池/隔膜/铁锂正极/负极/六氟磷酸锂/三元前驱体/三元正极/电解液预计增速为10%/13%/15%/5%/5%/0%/0%，稼动率普遍由2025年50%-70%提升至60%-80%。行业6-7成开工率对价格形成支撑。

图表：左/全球电池需求结构拆分（2026年）；右/子环节供需及稼动率变化（2026年）



资料来源：Wind、国金证券研究所

细分板块业绩

- ✓ (1) 从营业收入同比增速看，LFP正极显著领先。1-3Q25电池板块细分子行业营收同比增速由高至低依次为：
 LFP正极 (+38%) > 结构件 (+26%) > 负极 (+25%) > 隔膜 (21%) > 正极-三元前驱体 (19%) > 电解液 (+16%) > 电池 (+12%) > 设备 (+8%) > 正极-三元 (+2%) > 辅材 (-10%)。
- ✓ 单25Q3同比增速看，LFP正极、正极-三元前驱体和结构件环节居前。3Q25电池板块细分子行业营收同比增速由高至低依次为：LFP正极 (+50%) > 正极-三元前驱体 (+32%) > 结构件 (+29%) > 隔膜 (+28%) = 负极 (+28%) > 设备 (+18%) > 电解液 (+16%) = 电池 (+16%) > 正极-三元 (-1%) > 辅材 (-10%)。

图表：1-3Q25锂电细分子板块业绩对比（亿元）

细分板块	营业收入	同比(%)	扣非归母净利润	同比(%)	毛利率	同比pct	扣非归母净利率	同比pct	期间费用率	同比pct	研发费率	存货周转天数	同比(天)	应收账款周转天数	同比(天)	经营性现金流/收入	同比pct
电池	4153	12%	462	30%	22.4%	-2.1%	11.1%	1.6%	9%	-3%	5%	85	11	79	22	21%	2%
隔膜	146	21%	1	-93%	16.9%	-4.7%	0.4%	-6.3%	15%	0%	5%	85	-38	177	81	9%	-13%
正极-三元	225	2%	-2	增亏	8.0%	-0.6%	-1.0%	-0.4%	8%	1%	4%	77	11	110	49	11%	13%
正极-三元前驱体	1197	19%	59	18%	14.3%	-0.9%	4.9%	-0.1%	8%	-1%	2%	100	-6	44	-46	7%	-1%
正极-LFP	457	38%	-1	减亏	6.6%	0.4%	-0.2%	2.1%	5%	-1%	2%	42	3	73	37	-4%	-11%
负极	346	25%	34	30%	24.6%	0.2%	9.7%	0.4%	11%	0%	5%	178	-37	115	-48	-1%	-2%
电解液	348	16%	6	74%	13.6%	0.8%	1.9%	0.6%	11%	0%	5%	46	-4	103	60	3%	5%
结构件	184	26%	16	32%	19.8%	0.9%	8.4%	0.4%	9%	0%	5%	41	-7	118	80	12%	3%
辅材	79	-10%	-1	转亏	7.7%	-1.5%	-1.3%	-2.2%	9%	1%	3%	53	6	89	47	-1%	2%
设备	246	8%	20	95%	28.6%	-3.6%	7.9%	3.5%	19%	-3%	9%	388	-44	211	-82	21%	36%

资料来源：各公司财报、国金证券研究所

细分板块业绩

- ✓ (2) 从扣非归母净利润同比增速看，设备、电解液、结构件环节显著领先。1-3Q25细分子行业扣非归母净利润增速由高至低依次为：设备 (+95%) > 电解液 (+74%) > 结构件 (+32%) > 电池 (+30%) = 负极 (+30%) > 三元前驱体 (+18%) > LFP正极 (减亏) > 辅材 (转亏) > 正极-三元 (增亏) > 隔膜 (-93%)。
- ✓ 单25Q3同比增速看，分化较大，设备、电解液和结构件为正。3Q25扣非归母净利润同比增速由高到低依次为：设备 (+631%) > 电解液 (+393%) > 结构件 (+53%) > 负极 (+38%) > 电池 (+32%) > 三元前驱体 (+8%) > LFP正极 (转正) > 隔膜 (减盈) > 辅材 (转亏) > 正极-三元 (增亏)。

图表：3Q25锂电细分子板块业绩对比（亿元）

25Q3	营业收入	同比	环比	扣非归母净利润	同比	环比	毛利率	同比	环比	扣非归母净利率	同比	环比	存货周转天数	同比	环比	经营性现金流/收入	同比	环比
电池	1,532	16%	10%	176	32%	10%	22.7%	-4.2%	0.4%	11.5%	1.3%	0.0%	84	11	2	17%	-3%	-2%
隔膜	56	28%	17%	0.41	减盈	转正	16.4%	-4.6%	0.1%	0.7%	-5.9%	2.5%	76	-46	-17	11%	-6%	1%
正极-三元	74	-1%	10%	-3	增亏	增亏	4.6%	-0.9%	-4.3%	-3.6%	0.2%	-1.6%	76	3	-3	14%	-1%	-13%
正极-三元前驱体	437	32%	15%	19	8%	-5%	14.7%	-1.1%	0.3%	4.4%	-1.0%	-0.9%	97	-10	-11	9%	-1%	2%
LFP正极	172	50%	17%	3	转正	转正	7.9%	2.8%	1.4%	1.6%	4.2%	2.8%	40	-2	-2	-3%	-8%	-6%
负极	127	28%	5%	12	38%	0%	22.4%	-2.8%	-3.2%	9.3%	0.7%	-0.5%	167	-32	-11	0%	-12%	-13%
电解液	125	16%	10%	2	393%	2%	12.3%	0.3%	-1.6%	1.5%	1.2%	-0.1%	42	-4	-5	3%	-6%	-11%
结构件	70	29%	11%	6	53%	23%	20.5%	2.1%	0.4%	8.9%	1.4%	0.9%	36	-8	-3	8%	11%	-9%
辅材	26	-10%	2%	-0.42	转亏	减亏	8.3%	-1.4%	1.6%	-1.6%	-3.2%	0.2%	56	5	1	-2%	-2%	-15%
设备	87	18%	-5%	6	631%	-24%	26.5%	-5.5%	-2.5%	7.0%	5.9%	-1.7%	372	-50	21	25%	31%	0%

资料来源：各公司财报、国金证券研究所

细分板块业绩

- ✓ (3) 毛利率分析：从毛利率水平看，环节显著领先。1-3Q25各个细分子行业毛利率由高至低依次为：设备（28.6%）>负极（24.6%）>电池（22.4%）>结构件（19.8%）>隔膜（16.9%）>正极-三元前驱体（14.3%）>电解液（13.6%）>正极-三元（8.0%）>辅材（7.7%）>正极-LFP（6.6%）。
- ✓ 从毛利率同比变动看，设备、辅材、电池、隔膜环节承压。具体看，毛利率同比变动方面，结构件（+0.9pct）>电解液（+0.8pct）>LFP正极（+0.4pct）>负极（+0.2pct）>正极-三元（-0.6pct）>正极-三元前驱体（-0.9%）>辅材（-1.5pct）>电池（-2.1pct）>设备（-3.6pct）>隔膜（-4.7pct）。
- ✓ 单25Q3同比变动看，LFP正极环节提升最明显。3Q25毛利率同比变动由高到低依次为：LFP正极（+2.8pct）>结构件（+2.1pct）>电解液（+0.3pct）>正极-三元（-0.9pct）>正极-三元前驱体（-1.1pct）>辅材（-1.4pct）>负极（-2.8pct）>电池（-4.2pct）>隔膜（-4.6pct）>设备（-5.5pct）。
- ✓ (4) 扣非归母净利率分析：从扣非归母净利率水平看，电池、负极、结构件环节领先。1-3Q25各个细分子行业净利率由高至低依次为：电池（11.1%）>负极（9.7%）>结构件（8.4%）>设备（7.9%）>正极-三元前驱体（4.9%）>电解液（1.9%）>隔膜（0.4%）>LFP正极（-0.2%）>正极-三元（-1.0%）>辅材（-1.3%）。
- ✓ 从扣非归母净利率同比变动看，设备、LFP正极、电池、电解液、结构件、负极为正。具体看，净利率同比变动方面，设备（+3.5%）>LFP正极（+2.1pct）>电池（+1.6pct）>电解液（+0.6pct）>结构件（+0.4pct）>负极（+0.4pct）>正极-三元前驱体（-0.1pct）>正极-三元（-0.4pct）>辅材（-2.2pct）>隔膜（-6.3%）。
- ✓ 单25Q3同比变动看，设备、LFP正极环节提升明显。3Q25由高到低排序为：设备（+5.9pct）>LFP正极（+4.2pct）>结构件（+1.4pct）>电池（+1.3pct）>电解液（+1.2pct）>负极（+0.7pct）>正极-三元（+0.2pct）>正极-三元前驱体（-1.0pct）>辅材（-3.2pct）>隔膜（-5.9pct）。

细分板块业绩

- ✓ (5) 存货分析：从存货周转天数上看，结构件、LFP正极最少，设备最长。从低到高排序为：结构件（41天）>LFP正极（42天）<电解液（46天）<辅材（53天）<正极-三元（77天）<隔膜（85天）=电池（85天）<正极-三元前驱体（100天）<负极（178天）<设备（388天）。
- ✓ 从存货周转天数的同比变动来看，分化明显，设备、隔膜等减少，电池、正极-三元等增加。同比变动从低到高排序为：设备（-44天）<隔膜（-38天）<负极（-37天）<结构件（-7天）<正极-三元前驱体（-6天）<电解液（-4天）<LFP正极（+3天）<辅材（+6天）<电池（+11天）=正极-三元（+11天）。
- ✓ 单25Q3同比变动看，设备、负极、隔膜环节明显缩短。3Q25由低到高排序为：设备（-50天）<隔膜（-46天）<负极（-32天）<正极-三元前驱体（-10天）<结构件（-8天）<电解液（-4天）<LFP正极（-2天）<正极-三元（+3天）<辅材（+5天）<电池（+11天）。
- ✓ (6) 应收账款周转分析：从应收账款周转天数指标看，三元前驱体、LFP正极、电池环节最短。1-3Q25由低到高依次为：正极-三元前驱体（44天）<LFP正极（73天）<电池（79天）<辅材（89天）<电解液（103天）<正极-三元（110天）<负极（115天）<结构件（118天）<隔膜（177天）<设备（211天）。
- ✓ 从应收账款周转天数同比变动看，设备、负极、正极-三元前驱体环节缩短。由低到高依次为：设备（-82天）<负极（-48天）<正极-三元前驱体（-46天）<电池（+22天）<LFP正极（+37天）<辅材（+47天）<正极-三元（+49天）>电解液（+60天）<结构件（+80天）>隔膜（+81天）。

细分板块业绩

- ✓ (7) 经营性现金流分析：从“经营性现金流/营收”指标看，电池、设备、结构件环节领先。1-3Q25从高到低排序为：电池（21%）=设备（21%）>结构件（12%）>正极-三元（11%）>隔膜（9%）>正极-三元前驱体（7%）>电解液（3%）>负极（-1%）>辅材（-1%）>LFP正极（-4%）。
- ✓ 从“经营性现金流/营收”同比变动情况来看，设备、正极-三元、电解液提升显著。从高到低排序为：设备（+36%）>正极-三元（+13pct）>电解液（+5pct）>结构件（+3cpt）>辅材（+2pct）=电池（+2pct）>正极-三元前驱体（-1pct）>负极（-2pct）>LFP正极（-11pct）>隔膜（-13pct）。
- ✓ 单25Q3同比变动看，设备提升显著。3Q25同比变动由高到低排序依次为：设备（+31%）>结构件（+11pct）>正极-三元前驱体（-1pct）=正极-三元（-1pct）>辅材（-2pct）>电池（-3pct）>隔膜（-6pct）=电解液（-6pct）>LFP正极（-8pct）<负极（-12pct）。

全球&国内动力电池格局：内资主导格局，出海势头强劲



- ✓ 全球动力格局：2025年1-8月，宁德时代/比亚迪/中创新航/国轩高科/亿纬锂能/蜂巢能源全球动力装机同增分别32%/50%/32%/72%/85%/99%，份额37%/18%/5%/4%/3%/3%，份额同比继续保持提升。
- ✓ 海外动力格局：2025年1-8月，宁德时代/比亚迪/国轩高科/蜂巢能源海外动力装机同增分别37%/149%/70%/593%，份额分别29%/8%/2%/2%，国内新能源车出海势头强劲！
- ✓ 宁德时代稳居全球第一，特斯拉、宝马、奔驰、大众、极氪、小米等全球各大主机厂均采用公司电池。比亚迪基于自产电动车及BEV+PHEV电池，扩大各种车型类别的销售，在国内外扩大影响力，尤其欧洲市场扩展表现突出（1H25装机8.6GWh, YoY+263%）。

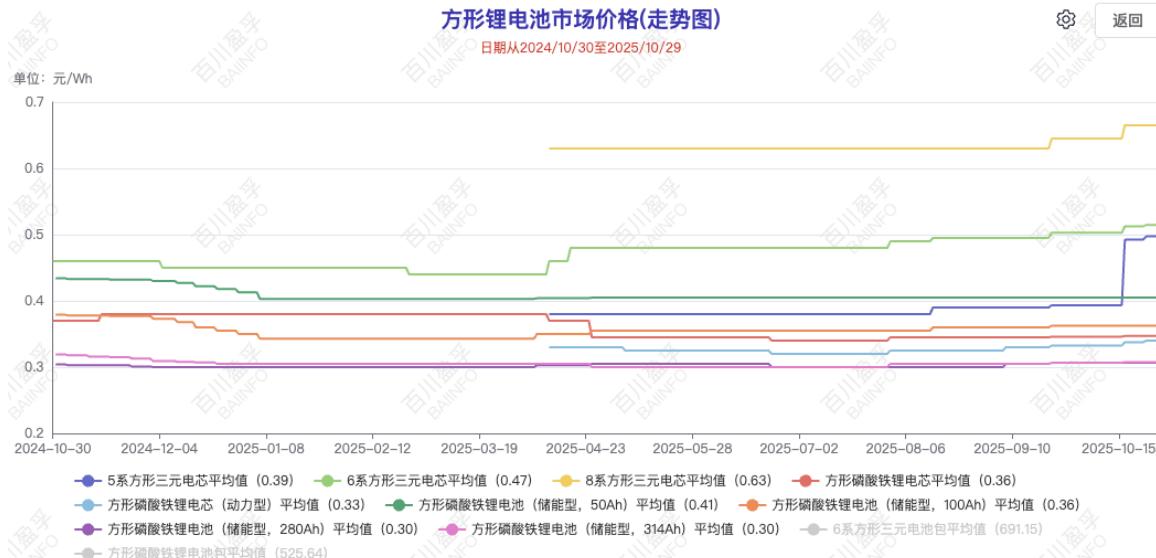
图表：左/全球动力电池装机格局（24M1-8、25M1-8；GWh）；
右/全球除中国地区外动力电池装机格局（1H24、1H25；GWh）；

* 연간 누적 글로벌 전기차용 배터리 사용량 (단위 : GWh)							* 연간 누적 글로벌 전기차용 배터리 사용량 (중국 시장 제외) (단위 : GWh)						
순위	그룹명	2024. 1~8	2025. 1~8	Growth Rate	2024 점유율	2025 점유율	순위	그룹명	2024. 1~8	2025. 1~8	Growth Rate	2024 점유율	2025 점유율
1	CATL	193.0	254.5	31.9%	37.7%	36.8%	1	CATL	61.2	83.8	36.8%	27.0%	29.1%
2	BYD	83.0	124.8	50.3%	16.2%	18.0%	2	LG에너지솔루션	55.1	61.3	11.2%	24.3%	21.3%
3	LG에너지솔루션	59.5	67.4	13.3%	11.6%	9.7%	3	SK on	24.2	29.0	19.8%	10.7%	10.1%
4	CALB	24.3	32.1	32.3%	4.7%	4.6%	4	Panasonic	22.2	25.8	16.0%	9.8%	9.0%
5	SK on	24.3	29.2	20.3%	4.7%	4.2%	5	BYD	9.0	22.4	148.6%	4.0%	7.8%
6	Panasonic	22.2	25.8	16.0%	4.3%	3.7%	6	삼성SDI	21.9	20.0	-9.0%	9.7%	6.9%
7	Gotion	14.6	25.1	71.8%	2.9%	3.6%	7	Farasis	4.5	6.4	42.0%	2.0%	2.2%
8	삼성SDI	22.0	20.0	-9.1%	4.3%	2.9%	8	Gotion	3.4	5.8	70.1%	1.5%	2.0%
9	EVE	10.8	19.9	84.9%	2.1%	2.9%	9	SVOLT	0.8	5.4	593.4%	0.3%	1.9%
10	SVOLT	8.8	17.5	98.5%	1.7%	2.5%	10	TESLA	3.6	5.3	46.8%	1.6%	1.8%
기타		50.2	75.2	49.7%	9.8%	10.9%	기타		20.5	23.2	13.2%	9.0%	8.0%
합계		512.6	691.3	34.9%	100.0%	100.0%	합계		226.5	288.3	27.3%	100.0%	100.0%

资料来源：SNE Research、国金证券研究所

电池：涨价趋势呈现，需求增量释放

- ✓ **国产电芯价格：**随着下游需求持续向好，终端对电芯价格需求量加大，使得部分电芯价格保持上涨态势。
- ✓ **需求及后市预测：**储能电芯国内外项目进入交付冲刺期，国内Q4集中并网需求叠加海外抢装潮与新兴市场爆发；动力受国内以旧换新政策、单车带电量提升及海外销量高增驱动，排产均保持高位。价格上，**LFP电芯预计环比增长3%~5%，三元电芯微涨1%，大容量储能电芯与高端动力电池呈现结构性分化，需求及价格仍将高位运行。**

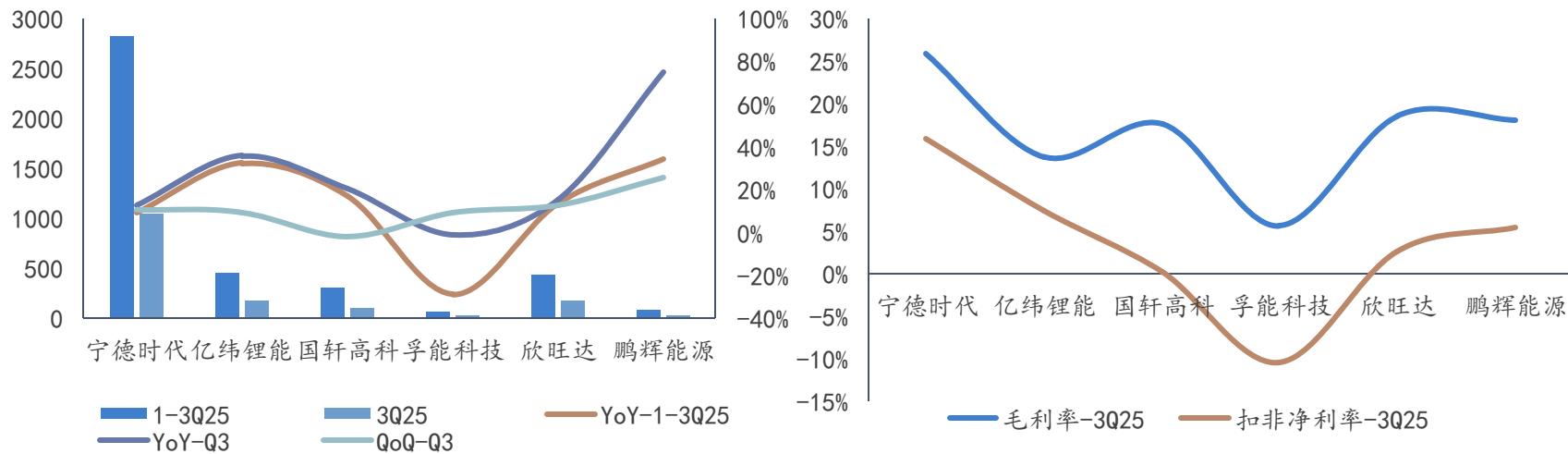


资料来源：百川盈孚，国金证券研究所

电池：盈利有所恢复，龙头强者恒强

✓ 电池营收&盈利：宁德保持领先，板块逐步盈利。1-3Q25、3Q25，宁德时代收入2831、1042亿元，同比分别+9%、+13%，收入规模遥遥领先于全球其他电池厂。从盈利看，电池厂毛利率普遍集中在6%~26%，扣非净利率集中在-10%~16%，宁德时代盈利水平强于行业。除孚能科技外，统计电池厂3Q25扣非净利率基本为正。

图表：左/电池企业1-3Q25及3Q25电池业务收入、同比（亿元）；
 右/电池企业3Q25公司整体毛利率、扣非净利率



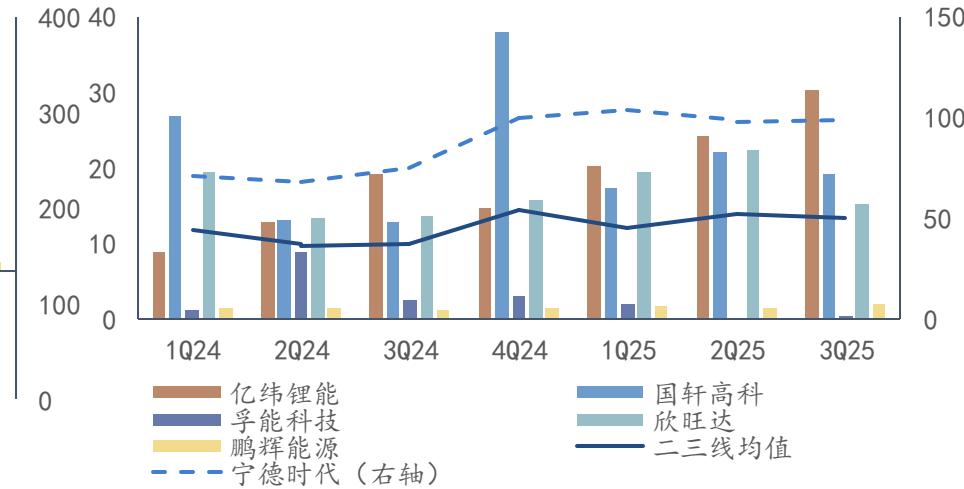
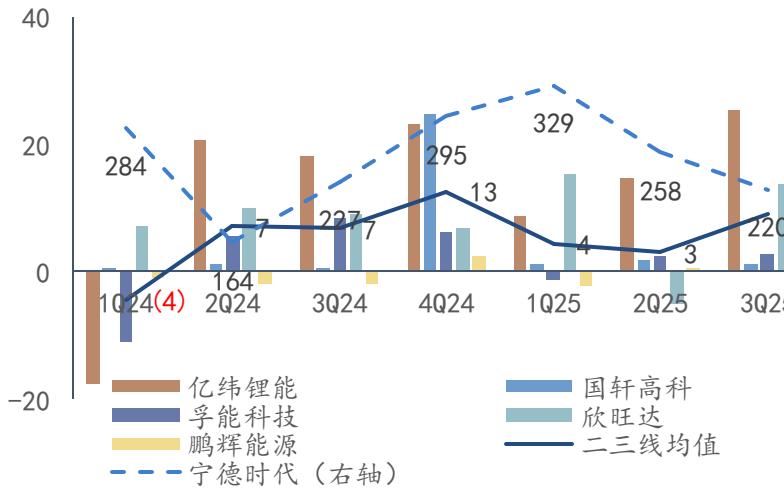
资料来源：Wind、公司财报，国金证券研究所



电池：经营现金流净额大幅改善，资本开支持平

- ✓ **经营现金流：**1Q25/2Q25/3Q25，宁德时代、二三线经营现金流净额均值分别329/258/220亿元、4/3/9亿元。头部公司Q2集中缴税、Q3存货与预付款增长导致现金流占用等现金流净额下滑，二三线经营现金流净额整体水平较1H25大幅回升。
- ✓ **资本开支：**1Q25/2Q25/3Q25，宁德时代、二三线资本开支均值分别103/99/99亿元、12/14/13亿元。电池厂整体资本开支水平维持1H25强度。

图表：左/电池企业季度经营现金流净额（1Q24~3Q25；亿元）
右/电池企业季度资本开支（1Q24~3Q25；亿元）



隔膜：价格小幅拉涨，议价能力提升

- ✓ 隔膜价格&后市展望：需求景气度持续，价格小幅度拉涨。隔膜市场价格整体上行，新一轮价格调整已基本与下游电芯企业达成共识，反映隔膜企业在产业链中的议价能力有所增强。展望后市，预计隔膜价格将保持稳中偏强的走势，后续价格上涨空间在0.05~0.1元/平。

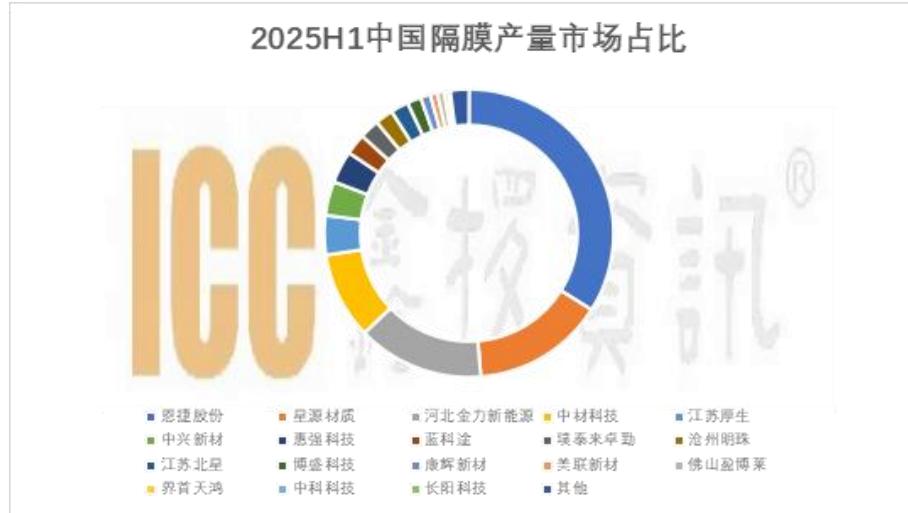
图表：不同类型隔膜价格走势（2025年）



资料来源：鑫椤锂电、国金证券研究所

隔膜：CR3同比下滑，二线竞争加剧

- ✓ **总量：**根据鑫椤锂电统计，2025年H1国内隔膜产量139.4亿平，YoY+53.2%，其中湿法隔膜产量114.2亿平，干法隔膜产量25.2亿平。
- ✓ **CR3：**根据鑫椤锂电，恩捷股份作为龙头企业，市占率仍然维持在三成以上，CR4为73%，排名分别恩捷股份、星源材质、河北金力，及中材科技。由于干法市场受到整体干湿法切换及湿法隔膜大幅降价影响，干法份额缩减至18%，目前仅部分动力、户储、少量大型储能项目批量使用干法隔膜。



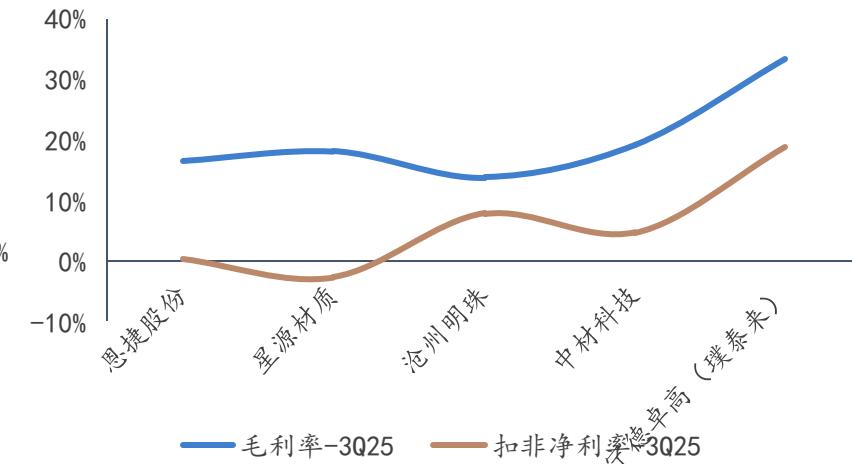
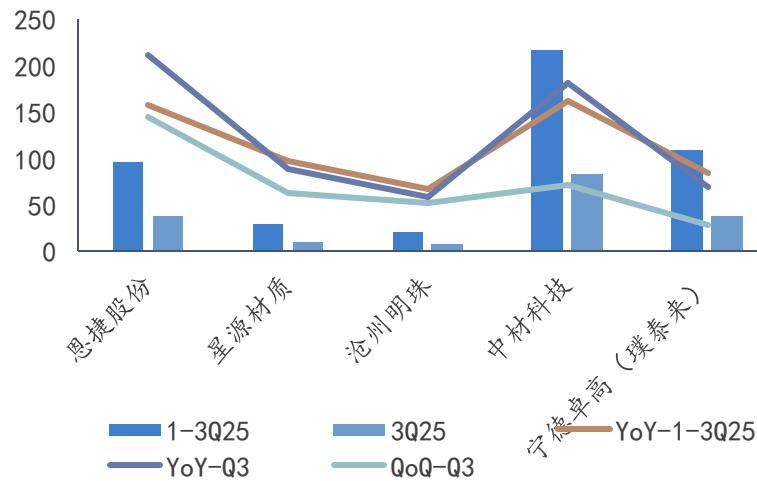
资料来源：鑫椤锂电、国金证券研究所



隔膜：纯隔膜主业仍承压，周期底部阶段

- ✓ 隔膜板块亏损较为严重，主要系行业竞争加剧、价格大幅下滑。1-3Q25、3Q25，恩捷股份收入95、38亿元，同比+28%、+41%，二线3Q25平均收入同比+6%~29%、+4%~33%。行业出现增收不增利现象，3Q25行业平均收入同增背景下，恩捷股份、星源材质等以隔膜为主业企业扣非净利率承压，反映行业仍处底部阶段。

图表：左/隔膜企业25年1-3Q及3Q25隔膜业务收入、同比（亿元）；
右/隔膜企业3Q25整体毛利率、扣非净利率

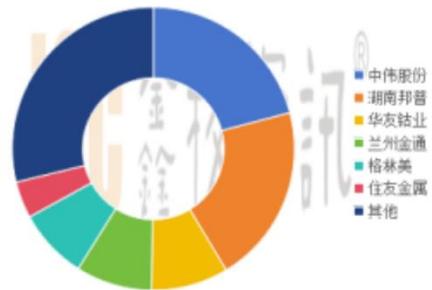


资料来源：Wind、国金证券研究所

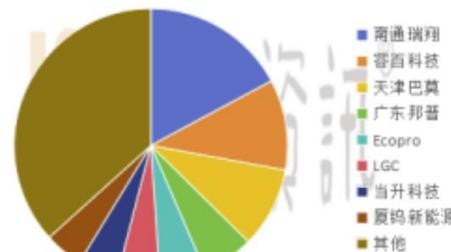
三元及前驱体：CR3逐年提升，均呈现双强格局

- ✓ **三元总量：**根据鑫椤锂电统计，2025年1-3Q三元材料累计产量73.48万吨，YoY+2.1%。中镍高电压延续强势，受益于问界、理想、小米等热销车型需求带动。高镍主要需求来源于宁德时代、LG等。
- ✓ **三元前驱体总量：**根据鑫椤锂电统计，2025年H1国内三元前驱体产量为41万吨，YoY-7%；全球三元前驱体产量为46万吨，YoY-7%。中镍高电压的强势需求以宁德时代供应链带动明显；海外项目多为高镍材料，订单集中在头部企业手中。
- ✓ **三元正极格局：**国内CR3已达54%，相较2024年的48%提升6pct，南通瑞翔受益于中镍高电压订单走俏，登顶行业TOP，容百科技、天津巴莫依靠自身高镍订单带动，紧随其后。
- ✓ **三元前驱体格局：**国内企业全球市占率为88%，同比小幅下降，主要系韩国本土前驱体产能提升。湖南邦普和兰州金通得益于宁德时代终端需求放量，订单提升明显。

2025H1全球三元前驱体市场格局



2025H1全球三元材料市场格局



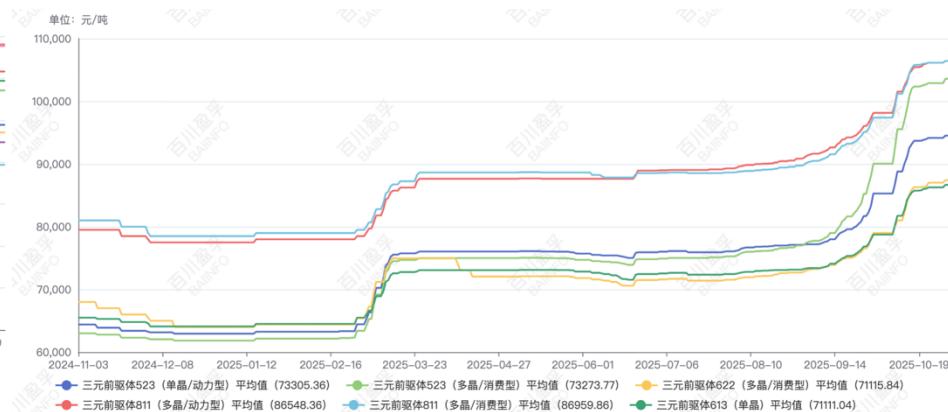
资料来源：鑫椤锂电、国金证券研究所



三元及前驱体：镍钴原料推动成本、价格回暖

- ✓ **三元前驱体及原料价格：**3月、6月三元前驱体价格受到原料镍钴价格波动明显，主要受到刚果金宣布延长钴出口禁令影响，原料偏紧导致多数冶炼厂选择暂缓报价、调整生产计划，前驱体市场价格再度大涨。
- ✓ **三元正极及原料价格：**根据百川盈孚，三元材料价格随成本波动运行为主，Q3原料碳酸锂、钴酸锂支撑力度较强，传导至三元材料价格波动上涨。

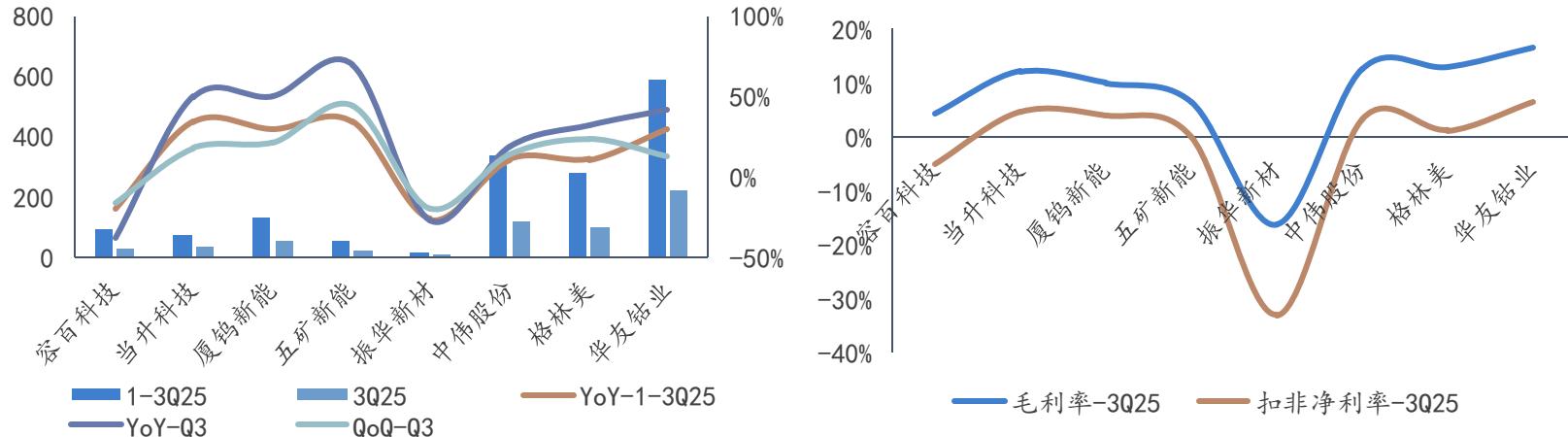
图表：左/三元材料及原料行情变化趋势（2024~2025年；元/吨）；
右/三元前驱体及原料行情变化趋势（2024~2025年；元/吨）



三元及前驱体：前驱体收入、盈利水平优于三元

- ✓ **三元营收及盈利：**1-3Q25、3Q25，龙头容百科技收入90、27亿元，同比-21%、-38%，二三线同比-27%~34%、-27%~70%。收入分化较大主要系出货分化等。盈利角度，1-3Q25、3Q25龙头容百科技毛利率、扣非净利率分别4%、-5%，二三线平均-16%~12%、-33%~5%，企业间盈利差距较大。
- ✓ **三元前驱体营收及盈利：**1-3Q25、3Q25，龙头中伟股份收入333、120亿元，同比+10%、+19%，二三线同比11%~30%、32%~41%。盈利看，中伟股份3Q25毛利率、扣非净利率分别13%、3%，二三线平均13%~17%、1%~7%。三元前驱体整体收入、盈利均优于三元材料。

图表：左/三元及前驱体企业1-3Q25及3Q25收入、同比（亿元）；
右/三元及前驱体企业3Q25毛利率、扣非净利率



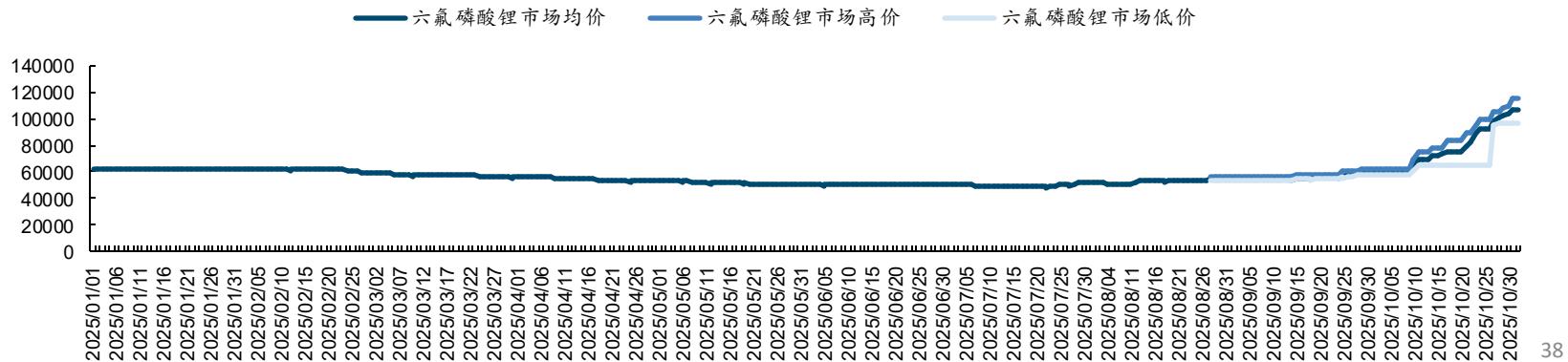
资料来源：Wind、国金证券研究所

6F：供需格局优，处于价格上行通道，盈利预计率先反转



- ✓ **产量：**电解液同比+44%。根据ICC鑫椤锂电数据库统计，25年1-9月全球电解液累计产量162.56万吨，同比增长43.67%；2025H1全球6F（六氟磷酸锂）产量达12.5万吨，同比增速38%。
- ✓ **价格：**Q3反弹，10月大涨。25Q3六氟磷酸锂市场价格持续走高，最低价格出现在7月初，约49000元/吨，最高价出现在9月末，最高价格为60000元/吨，季内振幅为11000元/吨；10月除少部分企业外，一般企业生产基本到达满产状态，个别企业甚至实现超负荷生产，行业可供应库存稀缺，且企业生产定点杆已提前被排满，难以形成库存。10月价格大幅跃升，截止10月27日，6F市场主流价格为98000元/吨，较上月末价格上涨67.52%。
- ✓ **后续展望：**提价或延续。原料端价格支撑力增强，叠加需求端持续强劲，双端对企业上调价格利好，月末新的月度订单价格较上月大幅提升，预计六氟磷酸锂市场价格持续上行。

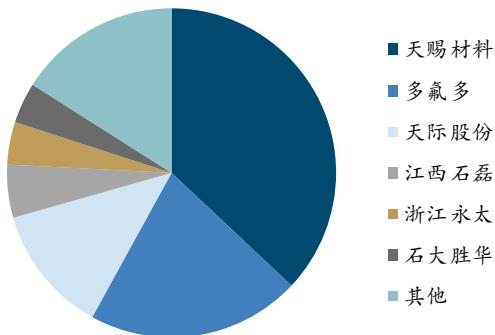
图表：6F价格（元/吨）



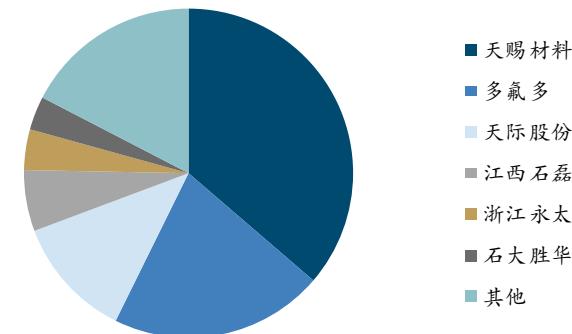
6F：供需格局优，处于价格上行通道，盈利预计率先反转

✓ **格局：**强者恒强，25H1集中度持续提升。龙头天赐材料因其相对较低的成本优势及电解液产量的带动，六氟磷酸锂产量遥遥领先，独占37%的市场份额，规模效应和一体化优势显著；多氟多以21%的市场份额稳居次席，新泰新材紧随其后；前五强天赐、多氟多、天际股份（新泰新材）、江西石磊、浙江永太已占78%市场份额，资源与订单加速向头部聚拢，中小厂商生存空间被持续挤压。

图表：24年六氟磷酸锂企业份额



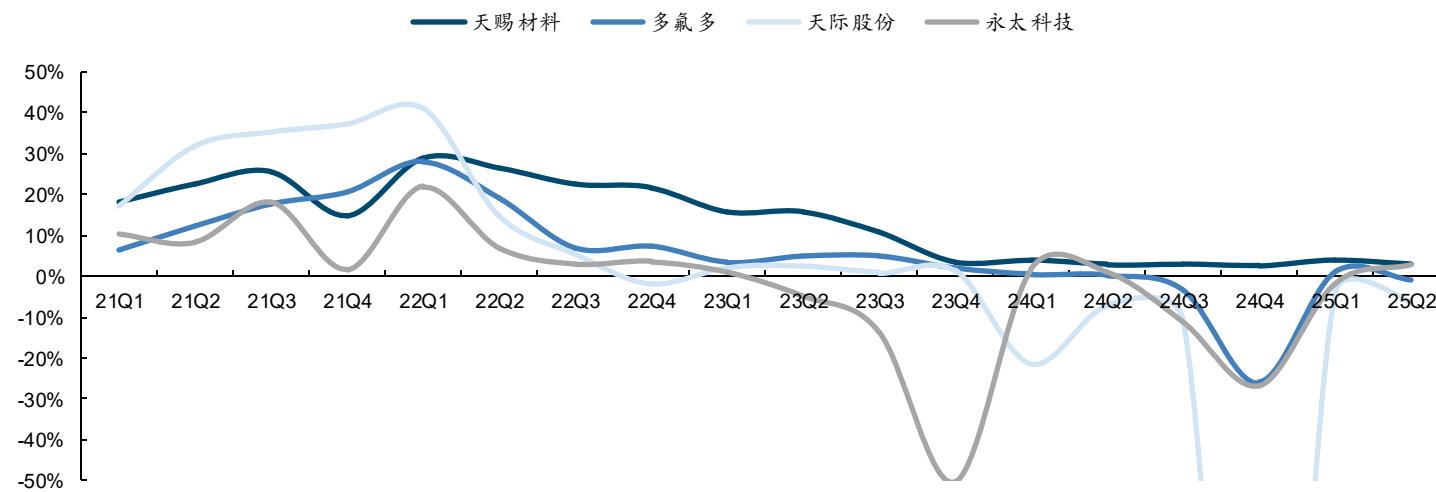
图表：25H1六氟磷酸锂企业份额



6F：供需格局优，处于价格上行通道，盈利预计率先反转

- ✓ 盈利：价格持续上行，看好Q4起行业盈利逐季度提升。25Q3天赐材料/多氟多/天际股份/永太科技的扣非归母净利率分别为4%/-1%/-6%/-2%，天赐材料环比有所改善，Q3由于储能爆发带来电池的需求超预期增长，六氟磷酸锂供需格局大幅改善，价格从9月底持续显著提升，行业整体维持较高开工率，后续供给增长有限，看好行业从25Q4起逐季度盈利提升。
- ✓ 建议重点关注第一梯队的天赐材料、多氟多、天际股份。

图表：六氟磷酸锂企业扣非归母净利率

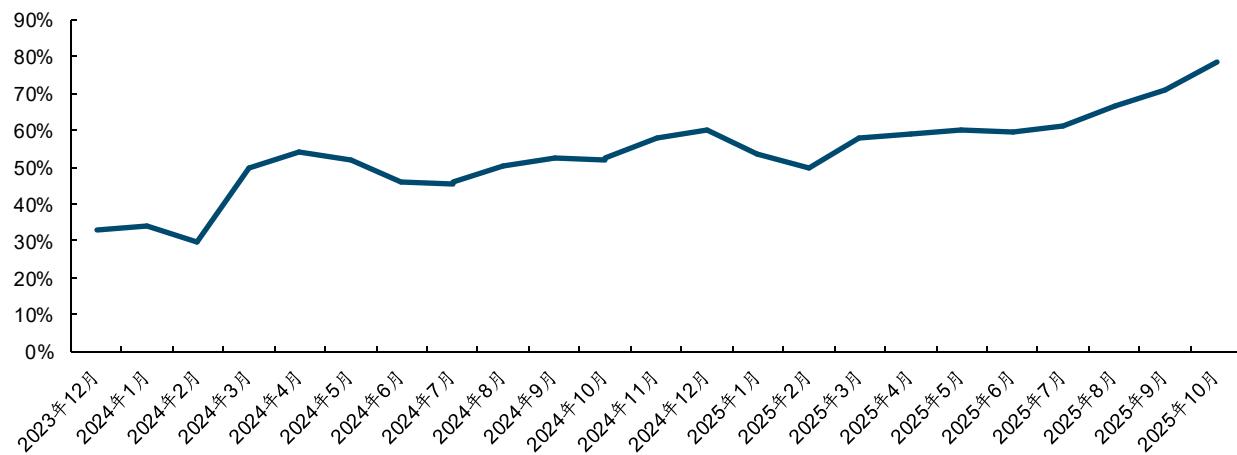


铁锂正极：稼动率提升显著，价格走强

- ✓ **产量：**1-9月同比+63%。根据ICC鑫椤锂电统计，1-3Q25全球磷酸铁锂产量266万吨，同比增长63%。
- ✓ **产能利用率：**提升显著。根据百川盈孚，25年4-10月的铁锂行业产能利用率为59%、60%、59%、61%、67%、71%、78%，Q3稼动率在60%-70%，企业表现来看，铁锂头部企业仍保持满产满销，三四线企业随着下游订单增加，开工率也逐步提升，整体以订单交付为主要任务，月内在需求旺季带动下，行业整体开工率维持在77%左右，环比提升8.45%。

图表：铁锂正极行业稼动率

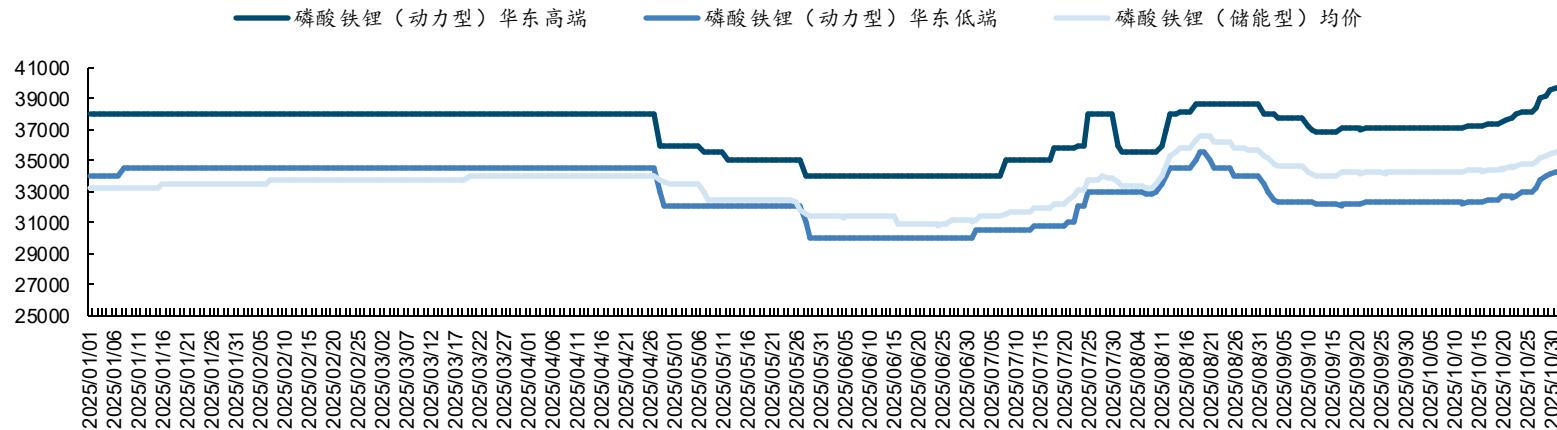
LFP正极产能利用率



铁锂正极：稼动率提升显著，价格走强

- ✓ **价格：**供需格局改善+成本推动，价格走强。根据百川盈孚，截至10月21日，动力型磷酸铁锂市场均价为35350元/吨，较年初（1月1日）的35500元/吨下跌0.42%；储能型磷酸铁锂市场均价为34550元/吨，较年初的33250元/吨上涨3.91%。Q3迎来全年需求旺季，动力电池方面，受“金九银十”备货周期推动，订单增速明显提升；储能领域则得益于国内外项目集中开工，需求持续释放。供应端，行业产能利用率明显回升，预计行业普遍超过70%，头部企业基本实现满负荷生产。同时10月碳酸锂现货价格反弹。在供需改善&成本推动下，预计磷酸铁锂价格将保持坚挺运行态势。

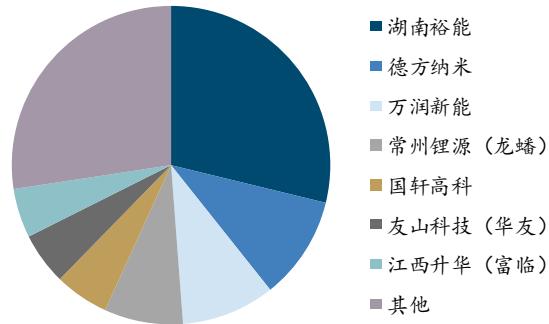
图表：磷酸铁锂行业均价（元/吨）



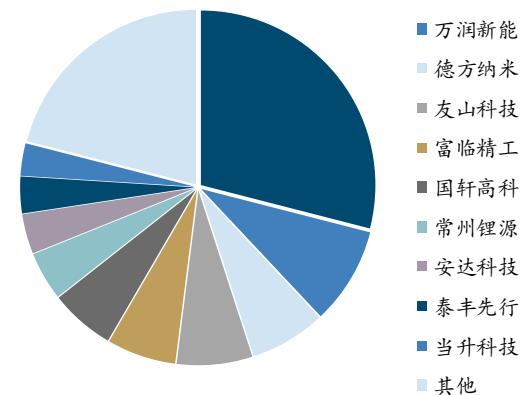
铁锂正极：稼动率提升显著，价格走强

- ✓ **格局：**份额趋于分散，富临精工市占率快速走高。铁锂行业格局相对分散，湖南裕能依靠规模效应和优秀的工艺成本控制，25H1市占率约29%维持第一；凭借高压密LFP产品的放量，富临精工的市场份额从24年约5%提升至25H1的约6%，排名行业从第七升至第五，万润新能、友山科技排名提升。
- ✓ 后续在高压密方向上工艺领先的企业有望扩大份额。25年宁德神行&麒麟电池出货比重大幅提升、比亚迪二代刀片电池有望放量，均带来对高压密铁锂产品的需求放量。当前该产品供需紧张，由于工艺壁垒（需掌握磷酸铁二烧工艺/走草酸亚铁路线）提升，具备能力的企业显著收窄，重点看好后续高压密铁锂领先企业的份额提升。

图表：2024年铁锂正极企业份额



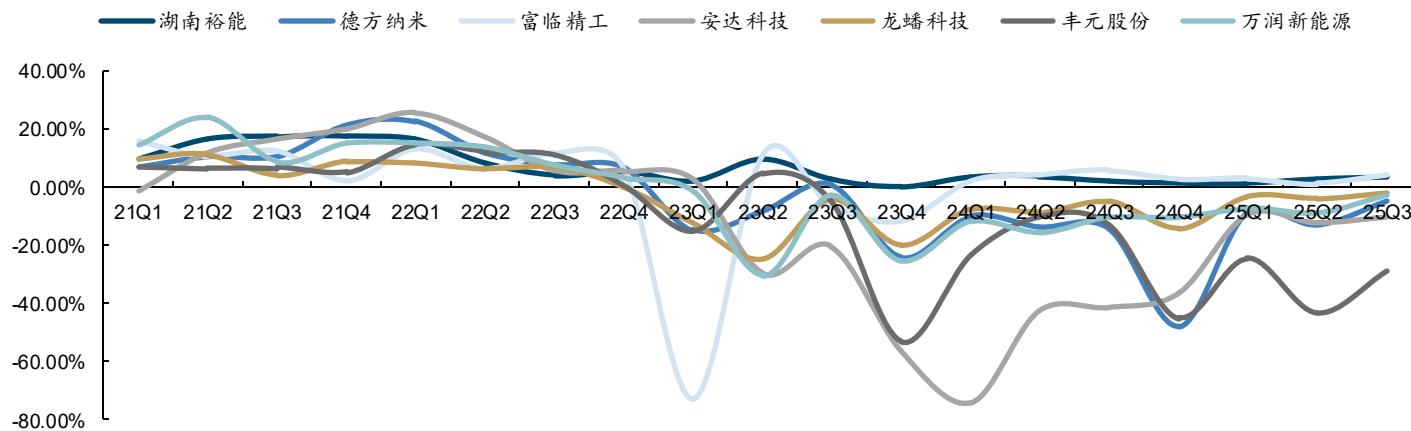
图表：25H1年铁锂正极企业份额



铁锂正极：稼动率提升显著，价格走强

- ✓ 利润：Q3行业扣非归母净利率环比普遍提升。部分企业Q2的产品提价在Q3报表有所反应，后续行业仍在孕育新一轮提价。
- ✓ 推荐富临精工，关注湖南裕能。富临精工草酸亚铁工艺下粒径分布更加均匀，适合快充路线，高压密龙头地位稳固，公司新一代铁锂产品预计出货比例在H2继续提升，看好量利齐升；湖南裕能二烧工艺相对成熟，新产品持续放量，成本控制能力行业领先，持续推动一体化降本，具备长期竞争力。

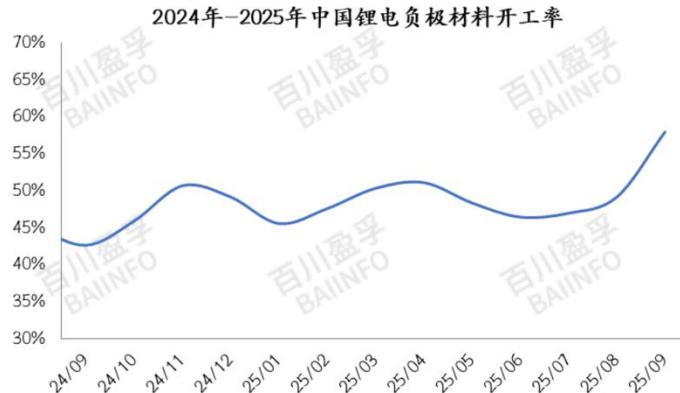
图表：铁锂企业扣非归母净利率



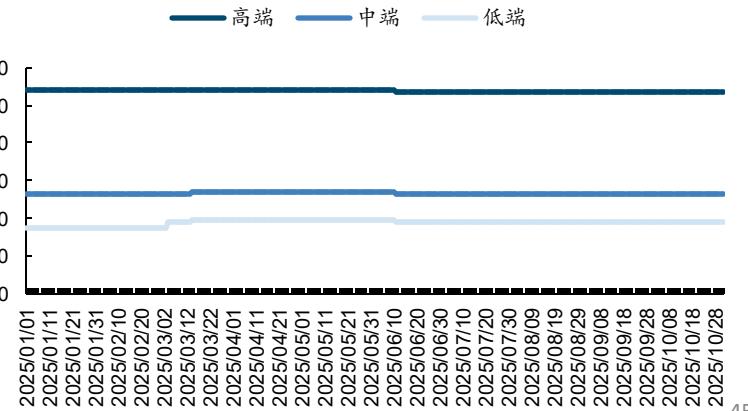
负极：Q3大客户价格下降，后续有望上行

- ✓ **产量：**同比+37%。据ICO鑫椤资讯数据显示，全球锂电负极材料产量为208万吨，同比增长37%。
- ✓ **稼动率：**9月显著提升。根据百川盈孚，25Q3负极行业开工率突破55%，较7-8月约45%提升显著。
- ✓ **价格：**行业涨价意愿强烈。根据百川盈孚，截至10月21日高端负极材料主流价格4.2-6.5万元/吨，中端负极材料主流价格2.1-3.2万元/吨，低端负极材料主流价格1.6-2.2万元/吨。年中原料价格稳中上行，成本端支撑重新走强，但并未立即传导至负极材料价格，“金九银十”旺季需求显著回暖，负极材料采购需求集中释放，头部企业订单排期已排至11月，市场增量超预期，增量空间逐步打开。在此背景下，叠加原料价格维持高位的支撑，负极材料企业涨价意愿强烈，新单洽谈中已释放涨价信号。

图表：负极材料开工率



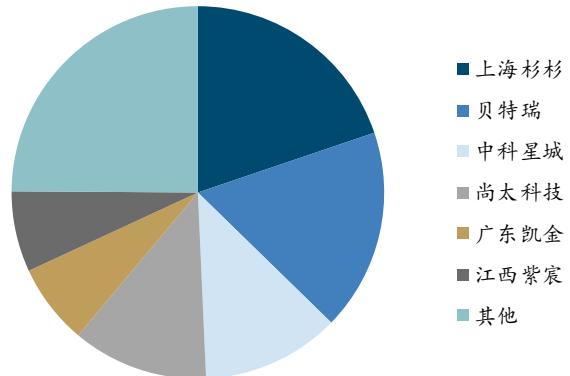
图表：负极材料价格（元/吨）



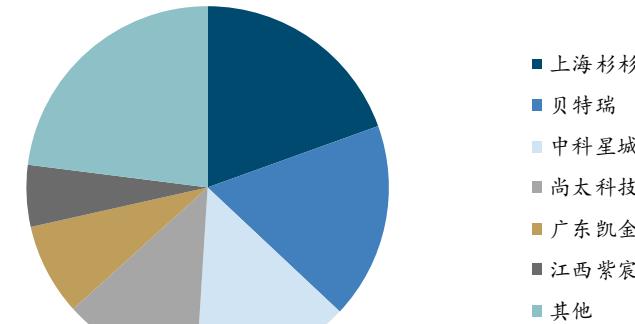
负极：Q3大客户价格下降，后续有望上行

- ✓ 格局：人造石墨比例提升。上半年人造负极材料市占率同比提升6个点至92%，硅基负极及硬碳负极表现较好，尤其CVD新型硅负极出货量增量明显；硬碳方面在头部电池厂家钠电细分应用场景及产品的开发出货量也开始明显改善。天然负极产量同比下滑15%。
- ✓ CR5进一步提升，中科电气进步较大。中科电气提升较大，贝特瑞、中科星城、尚太科技同比变化不大，河北坤天、碳一新能、广东东岛等近两年出现的黑马企业市占率向上发展。整体看，TOP5厂家市占率仍有窄幅提升，但中小规模企业生存空间却在不断收窄。

图表：2024年全球人造负极企业市场份额



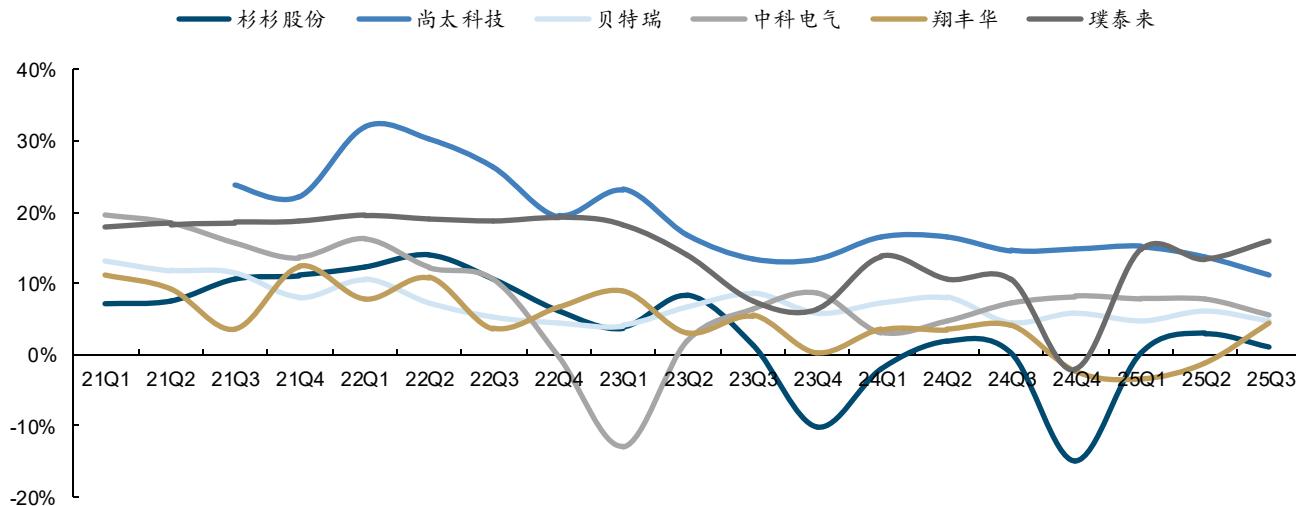
图表：25H1全球人造负极企业市场份额



负极：Q3大客户价格下降，后续有望上行

- ✓ 盈利：大客户价格下降冲击行业净利率，璞泰来表现亮眼。由于Q3大客户降价，尚太科技、中科电气等扣非归母净利润环比有所下滑，随着后续原料石油焦价格上行+负极整体供需改善，后续价格有望上行。
- ✓ 建议关注具备成本优势&份额稳步扩张的尚太科技&中科电气，和受益新工厂放量盈利拐点向上的璞泰来。

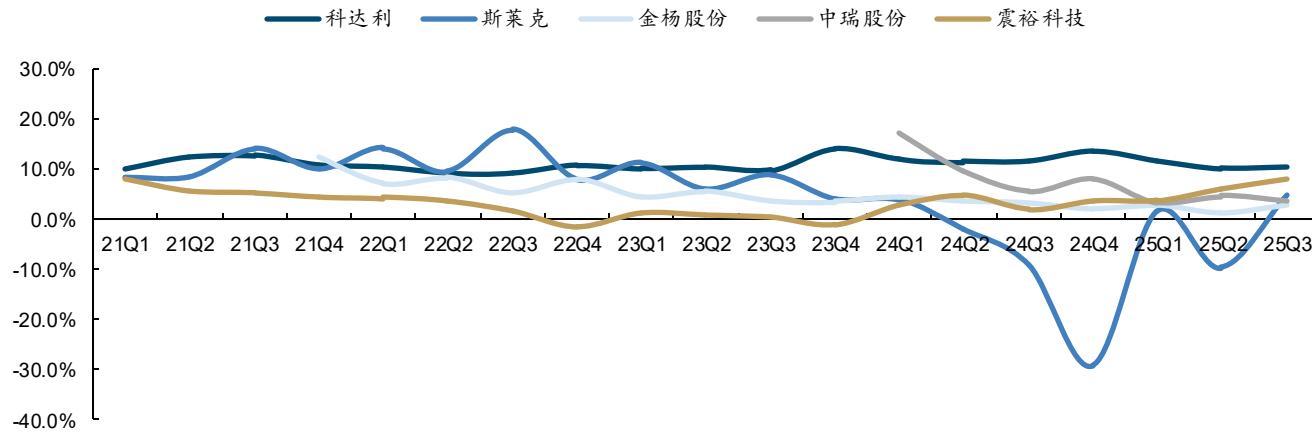
图表：负极企业扣非归母净利率



结构件：龙头盈利高韧性，二线盈利有改善

- ✓ 结构件商业模式佳，龙头盈利能力有韧性，二线有改善。结构件类似于汽零中的座椅等赛道，由于需要靠近建厂，和下游客户绑定比其他材料更深，商业模式较其他材料更胜一筹。截至25Q3，龙头企业科达利已连续8个季度维持扣非归母净利率10%以上；二线部分企业迎来改善，基于规模效应、持续的降本增效，震裕科技Q3扣非归母净利率达7.9%，环比提升2%。
- ✓ 推荐科达利，建议关注震裕科技、金杨股份。

图表：结构件企业扣非归母净利率



投资建议

- **投资策略：**景气度与锂电新技术共振，板块呈现多元化投资机遇。2025年，固态电池技术突破驱动行业Capex加速，叠加2023~2025年连续供给侧改革与产能收敛，储能景气度超预期下行业供需格局或开始出现反转，多环节呈现涨价潮，产业链景气度多元开花。
- **周期：**2024~2025年锂电中游步入“复苏-繁荣”阶段，对应板块补库。自1Q24板块触底以来，收入、库存均处于向上阶段，3Q25对应锂电板块库存周期“繁荣”阶段。
- **成长：**新技术与新场景共振，锂电开启第二增长极。新技术构成板块主旋律，固态电池作为长期技术方向，具备重要战略发展意义，将带来工艺&材料体系的重塑，2025年起开启固态中试线搭建，并逐步向量产线过渡，路线/供应链逐步明晰；复合铜箔作为颠覆性技术，历经多年技术攻克和打磨，有望于25H2看到真正的产业化落地，量产节奏、渗透率空间及在固态的应用均有望超市场预期。此外，新场景培育未来增长极，数据中心、低空经济、人形机器人及出海等催生新领域市场需求。伴随锂电主业企稳，板块公司布局第二成长曲线。
- **格局：**差异化细分赛道龙头仍是优选配置策略。龙头产品和成本竞争优势明显，行业将维持龙头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。伴随2H25开始锂电各环节供需步入新一轮拐点，推荐6F、储能电池、及隔膜等预期涨价高景气赛道。
- **建议关注：**细分赛道龙头公司如宁德时代、亿纬锂能、天赐材料、恩捷股份、湖南裕能、尚太科技，及厦钨新能等；涨价链建议关注电解液相关品种（6f-天际股份、多氟多；添加剂及溶剂-华盛锂电、海科新源、石大胜华等）、储能电芯、隔膜，及负极等环节公司。固态新技术关注硫化锂、锂负极，及固态设备等环节公司。
- **投资框架再梳理，我们按照新技术、新场景，及传统核心三大主要分类，梳理锂电20条细分景气度赛道，当前时点我们重点推荐以下主线：**
 - 半固态电池量产线/全固态电池中试线搭建，核心设备及材料定点
 - 全固态电池新技术，如锂金属负极、干法电极、及硫化锂等
 - 细分涨价赛道，如6F、储能电池、隔膜，及负极等
 - 数据中心需求爆发，储能、BBU，及UPS电池核心供应商
 - 钠离子电池在储能、二轮车场景放量，电池及材料定点



3

风险提示

风险提示

■ 整车行业：

- 行业竞争加剧：目前新能源新车型频出，电车市场竞争加剧。同时油车促销力度加大，存在行业竞争加剧风险。
- 汽车与电动车产销量不及预期：汽车与电动车产销量受到宏观经济环境、行业支持政策、消费者购买意愿等因素的影响，存在不确定性。
- 地缘政治风险：国际局势不稳定，带来的可能的关税壁垒、地缘关系动荡等情形，导致整车公司在海外的销售存在不确定性。

风险提示

■ 电池行业：

- 美国关税扰动造成需求及盈利不及预期。
- 新能源汽车需求不及预期。
- 储能市场需求不及预期。
- 产业链排产提升、稼动率提升不及预期。
- 欧美政策制裁风险。
- 原材料价格上涨风险。
- 新技术进展不及预期风险。

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形式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

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

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

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

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

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

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

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

获取更多研究服务，欢迎访问国金研究小程序



最新研报

会议路演

研究专题