

需求旺盛，涨价逻辑通畅

2025 年 11 月 27 日

核心观点

- **电芯价格持续上涨。**则言咨询统计 25H1、Q3、Q4 至今车用铁锂上涨 0、0.02(+6%)、0.03(+3%)元/Wh；据 CBEA，Q3 末 50Ah、100Ah 小电芯价格上涨明显，市场报价从今年年初约 0.33 元/Wh 攀升至 0.4+元/Wh，部分紧急订单甚至突破 0.45 元/Wh，最大涨幅超 20%；而据大东时代智库，25 年 11 月 14 日锂电开标储能项目中配套的电芯价格区间为 0.27 元/Wh-0.33 元/Wh，其中 C 公司中标价 0.33 元/Wh，环比+1.2%。
- **涨价逻辑通畅，各环节存在差异性。**由于电芯环节在产业链上具备强大话语权，电芯涨价兑现是上游材料合理涨价的必要条件，亦是重要支撑。而海外价格敏感性相对弱，叠加刚需，涨价、盈利改善空间更大。据 SMM 统计，下半年以来六氟磷酸锂、VC、磷酸铁锂正极材料、负极材料、隔膜、铜箔加工费上涨 215%、245%、30%、2%、3%、3%，各环节直接的差异主要系目前供需紧张程度不同，电解液相关品种走势明显更强。
- **动储需求是本轮涨价核心，需求有望持续上行。**与碳酸锂价格由于政策、监管等带来供给侧扰动而驱动的涨价传导不同，本次产业链价格上涨主要系下游动储需求持续向好：1) 动力方面，25 年前三季度中国新能源汽车销量 1123 万辆，同比高增 35%，Q3 增速平稳，电动化率持续提升至 49.7%，相应动力电池装车同比高增 43%；2) 储能方面，136 号文后储能表现超预期，25H2 各地容量电价政策出台、套利空间增厚等因素下国内储能经济性显现，海外市场爆发同频共振，储能成为需求重要支撑，电芯供应出现阶段性紧张局面。展望后续，我们认为动力在全球电动化趋势下仍将维持稳定增长，同时储能成长性强，锂电需求无虞。
- **排产持续提升，产能利用率高位带动龙头盈利回升。**据则言咨询，样本企业中 11 月电芯排产环比+7%，材料环节排产环比+2~3%，需求景气度驱动涨价同时带动排产持续提升。当前电芯、电解液等环节龙头企业产能利用率维持高位，25Q3 业绩表现亮眼，盈利能力企稳回升，25Q3 电芯/正极材料/负极材料 / 电解液 / 隔膜 / 集流体 / 结构件 净利率 环比 +1.9/+0.4/-1.1/+0.8/+2.0/+0.1/+0.6pcts。展望后续，我们认为行业将加速回归平衡，部分环节已经历较长时间调整，随需求启动有望实现量利齐升，业绩放量可期。
- **投资建议：**SW 锂电池指数年初至今上涨 44.8%，实际涨幅实现在震荡的 25H1 之后的 25Q3（Q3 至今上涨 47.7%）。当前 SW 锂电池指数 PE-TTM 约 30x，5 年分位数约 49.5%居中，“十五五”期间锂电行业有望重新迎来上行周期，建议积极布局确定性较强的**电芯、电解液、添加剂、铜箔**等环节，推荐宁德时代、亿纬锂能、天赐材料等，同时关注涨价期待落地以及未来技术弹性较大的环节，如硫化锂、磷酸铁锂、负极材料等方向，建议关注华盛锂电、嘉元科技璞泰来、尚太科技、贝特瑞、中科电气、厦钨新能、湖南裕能、龙蟠科技、当升科技、星源材质、恩捷股份、震裕科技、科达利、天奈科技等。
- **风险提示：**需求不及预期的风险；国际贸易政策变化的风险等。

电力设备行业

推荐 **维持评级**

分析师

曾韬

☎：010-80927653

✉：zengtao_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525030001

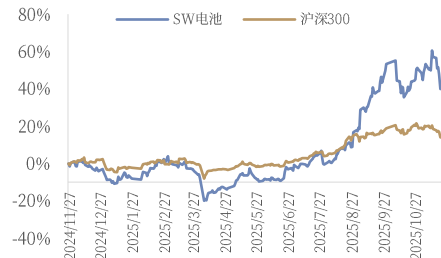
段尚昌

☎：010-80927653

✉：

duanshangchang_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524090003

相对沪深 300 表现图 2025 年 11 月 26 日

资料来源：中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

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

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

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

免责声明

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

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

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

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

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

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

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

联系

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