

动储产销两旺，量利双升，继续强推

-- 电动车行业策略

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
2026年4月16日

- ◆ **电动车：中国、欧洲、其他地区销量预期上修。国内销量：**26年1-3月国内累计销量296万辆，同比-3.6%，其中出口及电动重卡维持高景气度，1-3月新能源车出口95.5万辆，同增118%，电动重卡1-3月销4.3万辆，同增42%，我们预计全年销量1788万辆左右，同比增8%，其中本土销量预计1395万辆，同增0.6%，出口预计392万辆，增长50%。此外1-2月国内单车带电量63.7kwh，同比增31%，其中乘用车单车带电量提升24%，可对冲车销量增速下滑。**欧洲销量：**欧洲1-2月累计销43万辆，同比+25%，符合市场预期。我们预计欧洲全年销量至510万辆+，同比增30%。**美国销量：**25年10月补贴退出，销量承压，26年1-2月电动车累计销15.5万辆，同减33%，我们预计全年125万辆，同比下滑。总体26年全球电动车销量上修至2330万辆，同比+10%，考虑单车带电量提升，我们预计动力电池需求1700GWh+，同比维持20%+增长。
- ◆ **储能：国内储能需求超预期，海外持续强劲，国内外共振。**储能持续满产、碳酸锂涨价已消化。考虑大电芯系统降本10%，叠加项目金融贷款年限延长，国内中等收益储能项目对碳酸锂价格接受度提升至18万/吨，1-2月国内储能招标同比增55%，且各地容量电价陆续出台，有望提速，维持26年全球储能需求1000+gwh，增长60%的预期。**总体锂电需求26年上修至34%增长，超2750GWh，供需格局大幅好转。**
- ◆ **排产&价格：排产新高，4-5月排产环比进一步提升。**3月排产新高，4月环比0-5%进一步提升。电池端，龙头议价强+顺价快，Q1盈利水平维持稳定，增长确定性高；隔膜Q1盈利环比进一步改善，26-27年产能利用率持续提升，叠加PE涨价，已开启新一轮议价，我们预计Q2涨价有望落地，头部公司后续单平利润有望提升至0.2元/平+，且5u加速替代，佛塑明显受益；铁锂正极Q1加工费上周+库存收益，业绩亮眼，且5代产品开始渗透，龙头裕能、富临弹性大；6f Q1价格高位调整结束，3月底库存消化完毕，Q2价格有望反弹；碳酸锂价格15万上下震荡，5月或进一步提升，上限20万/吨。此外，铝箔盈利已恢复，铜箔Q1业绩拐点确定，加工费仍有提升空间。总体看，板块量价齐升可期。
- ◆ **投资建议：**锂电新一轮大周期，全面看好！继续强推格局和盈利稳定龙头电池（推荐**宁德时代、亿纬锂能、比亚迪、中创新航、欣旺达**）、以及具备涨价弹性和优质锂电材料龙头，推荐隔膜、六氟、结构件、铝箔等环节（推荐**佛塑科技、富临精工、恩捷股份、湖南裕能、天赐材料、科达利、璞泰来、鼎胜新材、尚太科技、星源材质、华友钴业**等，关注**天际股份、多氟多、万润新能、龙蟠科技、华盛锂电、海科新源、石大胜华**等）；同时看好碳酸锂龙头（推荐**赣锋锂业、永兴材料、中矿资源、盛新锂能、天齐锂业、雅化集团、藏格矿业**，关注**国城矿业、大中矿业**等）。
- ◆ **风险提示：**价格竞争超市场预期、原材料价格不稳定影响利润空间、投资增速下滑

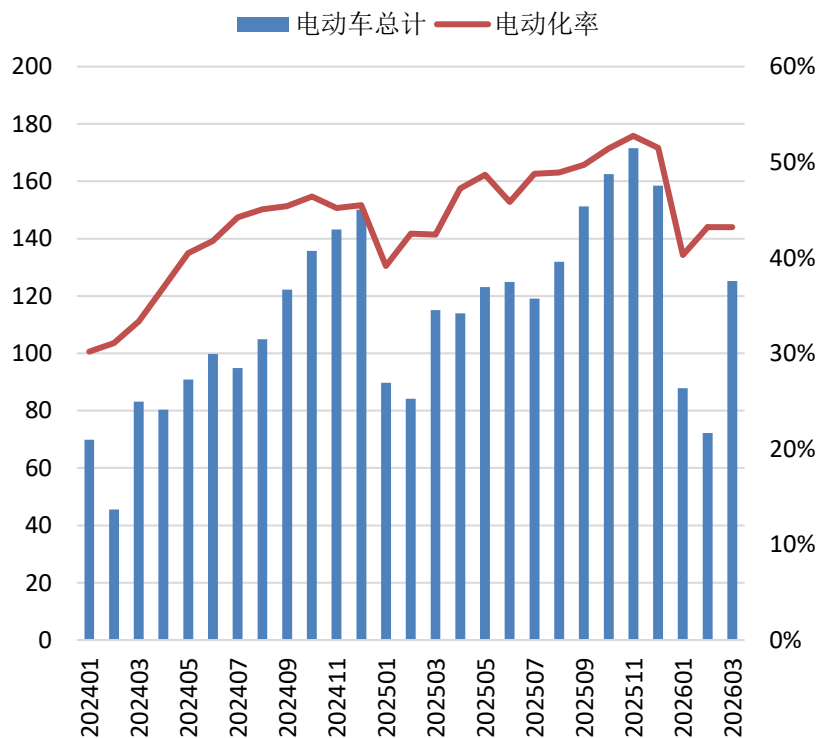


- 电动车：Q1销量淡季，国内出口及电动重卡超预期
- 储能：欧洲户储超预期，全球维持60%增长
- 供需：供需格局大幅好转，具备涨价弹性
- 新技术：产业化进展持续加快，钠电池迎来商业化元年
- 投资建议和风险提示

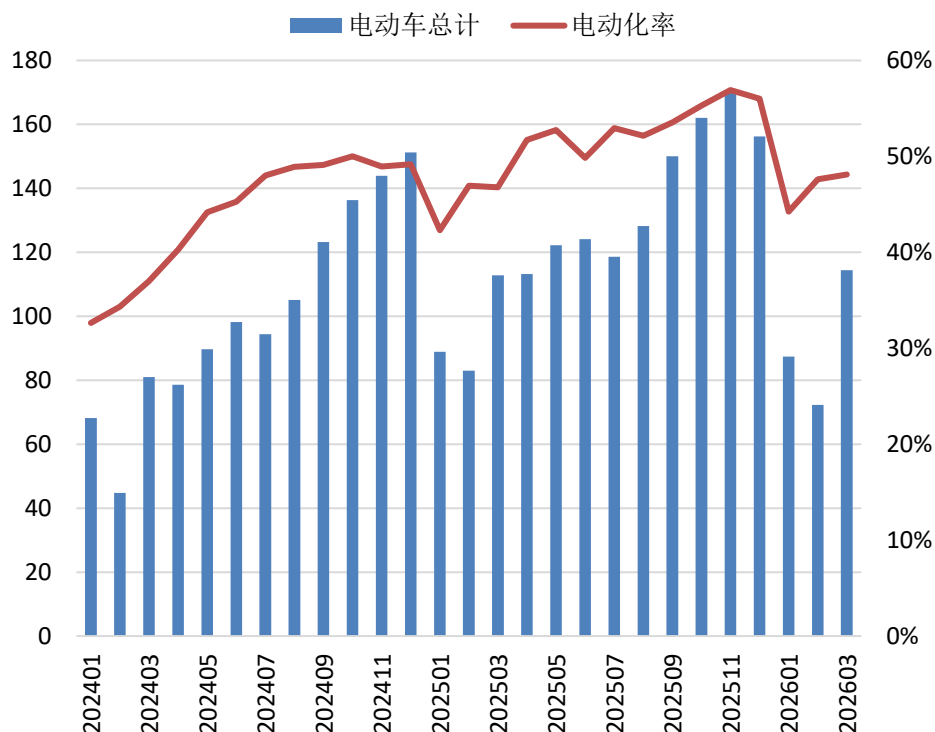
电动车：Q1销量淡季，国内出口及电动重卡超预期

- ◆ **26年3月销量125.2万辆，同环比+1.2%/+63.7%，26年1-3月新能源车销296万辆，同减3.7%。**根据中汽协数据，26年3月新能源车销量125.2万辆，同环比+1.2%/+63.7%，渗透率43.2%，同环比+0.8pct/+0.8pct；1-3月新能源车销量296万辆，同减3.7%，渗透率42%，同增0.8pct。
- ◆ **26年1-3月新能源乘用车销273.3万辆，同减4.3%。**根据乘联会口径，26年3月国内电动乘用车批发销量114.4万辆，同环比+1.1%/+58.3%，渗透率48.1%，同环比+1.3pct/+0.5pct，零售84.8万辆，同环比-14.4%/+82.6%，渗透率51.5%，同环比+0.4pct/+6.5pct。1-3月批发销量273.3万辆，同减4.3%，零售190.8万辆，同减21.1%。

图：国内电动车总销量（万辆，中汽协口径）



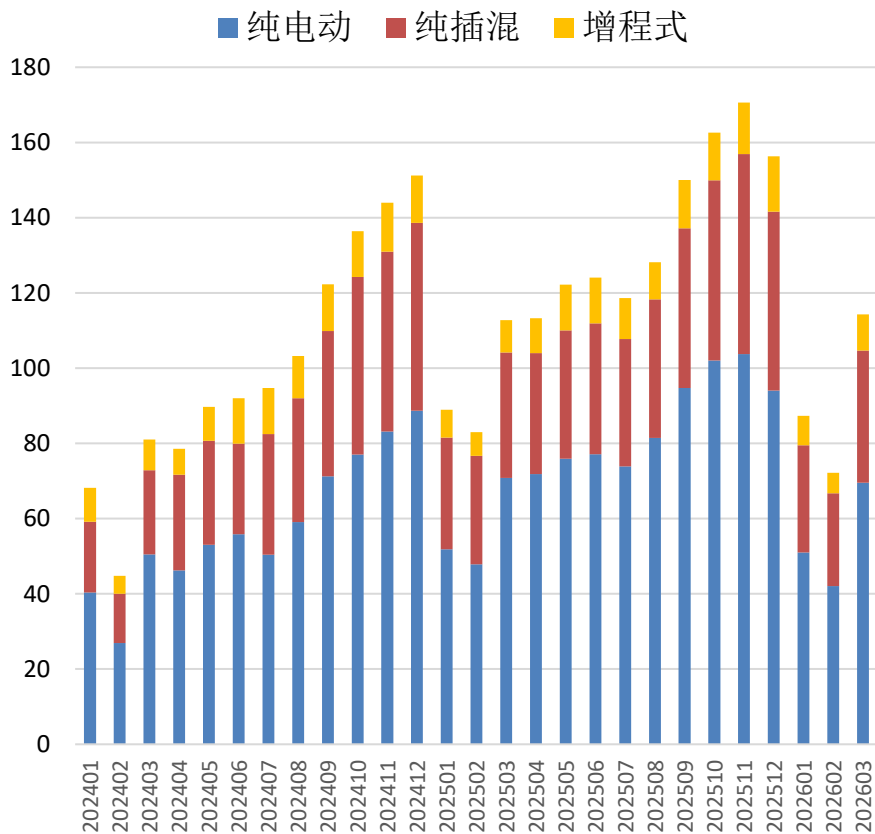
图：国内电动乘用车月度批发销量（万辆，乘联会口径）



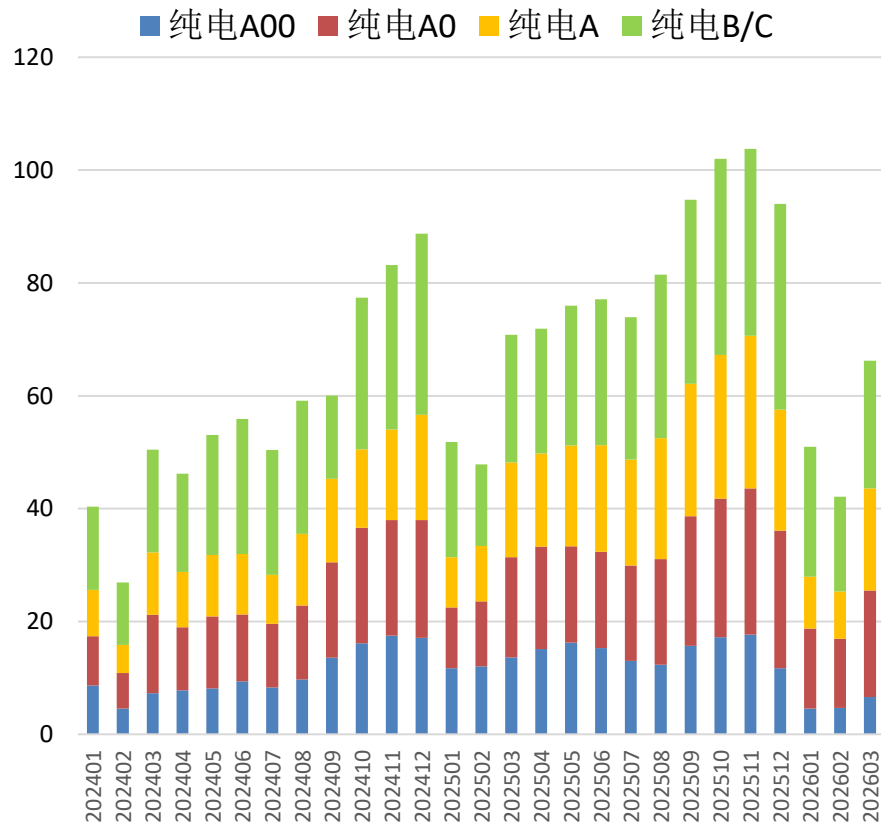
国内：26年3月插电同增6.1%，纯电占比60.8%

◆ **26年3月纯电占比60.8%，同比小幅下降。** 26年3月国内纯电销69.5万辆，同环比-2.0%/+65.0%，占比60.8%，同减2.0pct；插电式混动汽车销35.2万辆，同环比+6.1%/+43.1%，占比30.8%，同增1.5pct；增程式混动汽车销9.6万辆，同环比+7.7%/+74.8%，占比8.4%，同增0.5pct。1-3月纯电销162.4万辆，同增8.8%，占比59.4%，同减2.3pct；插电式混动汽车销87.6万辆，同增22.5%，增程式混动汽车销23.2万辆，同增8.9%。

图：乘联会分车型销量（单位：万辆）

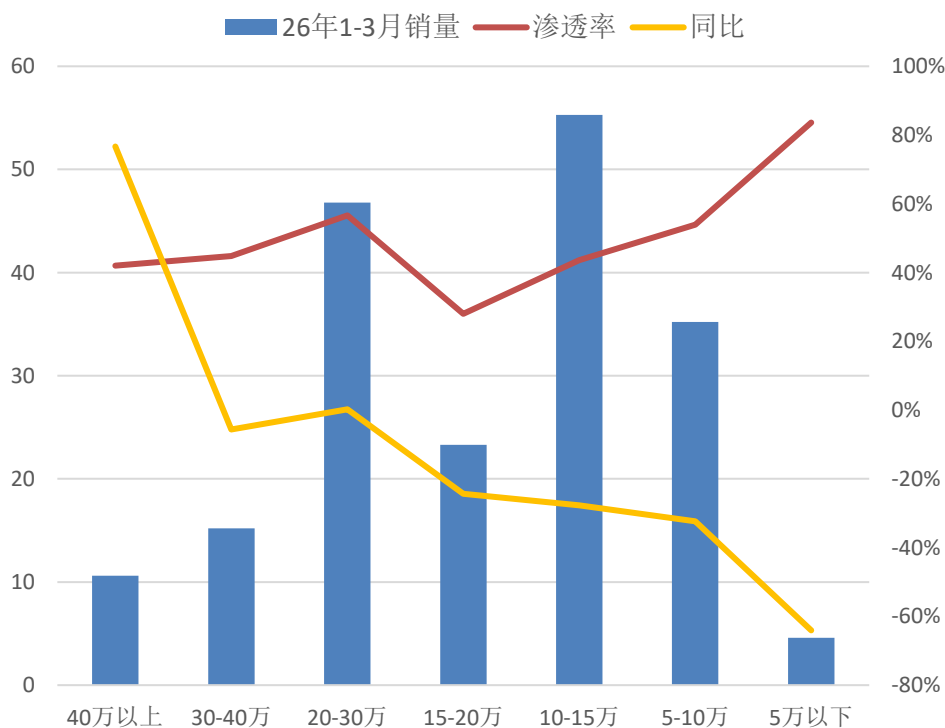


图：乘联会纯电分车型销量（单位：万辆）



- ◆ **分价格带看，15万元以下低价区间销量承压，高端车表现亮眼，渗透率提升。**26年1-3月5万元以下销量4.6万辆，同减64%，渗透率84%；5-10万元销量35.2万辆，同减32%，渗透率54%；10-15万元销量55.3万辆，同减28%，渗透率44%；15-20万元销量23.3万辆，同减24%，渗透率28%；20-30万元销量46.8万辆，同增0.2%，渗透率57%；30-40万元销量15.2万辆，同减7%，渗透率45%；40万元以上销量10.6万辆，同增77%，渗透率42%。

图：26年1-3月新能源乘用车各价格区间销量、渗透率及同比 (万辆)



图：26年3月乘用车零售价格分布

乘联数据	2026年分动力的零售价格分布						较25年变化					
	常规	混合动力	狭义插混	增程式	纯电动	2026 汇总	常规	混合动力	狭义插混	增程式	纯电动	总体变化
40万以上	7.4%	2.3%	8.3%	6.6%	3.4%	5.8%	-0.8%	-0.1%	7.8%	-5.2%	2.1%	1.1%
30-40万	7.4%	15.9%	9.6%	17.0%	3.2%	7.1%	-1.0%	-2.6%	-1.2%	-1.7%	0.2%	-0.7%
20-30万	14.7%	28.0%	9.4%	31.8%	26.0%	19.4%	3.2%	-4.9%	-0.4%	-12.3%	3.8%	2.3%
15万-20万	23.5%	39.4%	20.3%	23.4%	5.6%	17.7%	-2.5%	14.6%	6.5%	7.9%	-5.9%	-1.4%
10-15万	31.7%	14.4%	40.8%	20.0%	32.3%	31.7%	0.2%	-7.0%	-9.5%	10.7%	6.1%	0.7%
5-10万	14.7%	0.0%	11.3%	1.1%	25.1%	16.6%	1.3%	0.0%	-3.4%	0.6%	-2.0%	-0.5%
5万以下	0.6%	0.0%	0.2%	0.0%	4.5%	1.8%	-0.4%	0.0%	0.2%	0.0%	-4.2%	-1.5%
总计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
乘联数据	2026年3月零售价格段内的动力分布					较25年3月变化						
	常规	混合动力	狭义插混	增程式	纯电动	常规	混合动力	狭义插混	增程式	纯电动		
40万以上	55.5%	1.8%	17.6%	5.2%	19.9%	-21.5%	-0.3%	16.0%	-5.1%	10.8%		
30-40万	45.8%	10.5%	16.9%	11.0%	15.7%	-2.3%	0.6%	-2.2%	1.1%	2.8%		
20-30万	33.3%	6.8%	6.0%	7.5%	46.3%	3.2%	-1.3%	-1.9%	-3.2%	3.1%		
15万-20万	58.4%	10.5%	14.2%	6.1%	10.9%	-2.7%	5.0%	4.2%	2.7%	-9.2%		
10-15万	43.8%	2.1%	16.0%	2.9%	35.2%	-1.5%	-0.8%	-6.4%	1.6%	7.1%		
5-10万	39.0%	0.0%	8.5%	0.3%	52.3%	3.8%	0.0%	-3.4%	0.2%	-0.6%		
5万以下	13.7%	0.0%	1.5%	0.0%	84.8%	1.1%	0.0%	1.5%	0.0%	-2.6%		
总计	43.8%	4.7%	12.4%	4.6%	34.5%	-0.8%	0.5%	-1.4%	0.4%	1.3%		

- ◆ **2026年1-3月比亚迪销量位居第一，市占率25%同比下滑，吉利、特斯拉市占率明显提升。**受春节假期工作日调整、车企产品周期切换影响，大部分车企1-3月累计销量同比下滑，自主品牌中，比亚迪3月销量30万辆，环增60%，1-3月销售69.3万辆，同比-30%，吉利3月销量13万辆，环增11%，1-3月销售37.2万辆，同增10%，新势力及外资品牌中，特斯拉、零跑等同比正增长，表现亮眼。

表：主流车企新能源车月度销量（万辆）

车企	202603	同比	环比	累计	累计同比	累计市占率	同比 (pct)
比亚迪	30.0	-27%	60%	69.3	-30%	25%	-1.8
吉利汽车	13.0	-21%	11%	37.2	10%	14%	2.8
特斯拉中国	9.0	-46%	54%	21.8	26%	8%	2.9
长安汽车	6.0	-22%	47%	12.8	-25%	5%	-1.5
奇瑞汽车	6.0	1%	66%	14.3	-5%	5%	-0.7
零跑汽车	5.0	30%	78%	11.0	26%	4%	0.5
上汽通用五菱	4.0	-44%	49%	9.4	-42%	3%	-1.7
理想汽车	4.0	9%	51%	9.4	1%	3%	1.0
东风汽车	3.6	45%	65%	8.5	46%	3%	0.9
上汽乘用车	3.0	96%	37%	8.0	198%	3%	1.0

分车型：车市表现分化显著，高增长单品贡献结构性亮点

- ◆ **纯电车型中，Model Y、吉利星愿、蔚来ES8等车型表现亮眼，市占率较去年大幅提升。**26年3月Model Y销量位居纯电车型首位，单月销售4.0万辆，同比减少19%；蔚来ES8单月销量1.6万辆，同比增长3062%，名爵4系单月销量1.4万辆，同比增长406%。ModelY、海鸥、元UP、五菱缤果等车型同比下滑。
- ◆ **插电车型中，星舰7、UNIZ、探索06、领克08、领克01等同比增长表现亮眼。**26年3月比亚迪宋销量位居插电车型首位，单月销售5.2万辆，同环比-37%/+54%，比亚迪秦单月销售1.6万辆，同环比-16%/33%；秦L、理想L6等车型同比下滑。

表：新能源纯电主流车型月度销量（万辆）

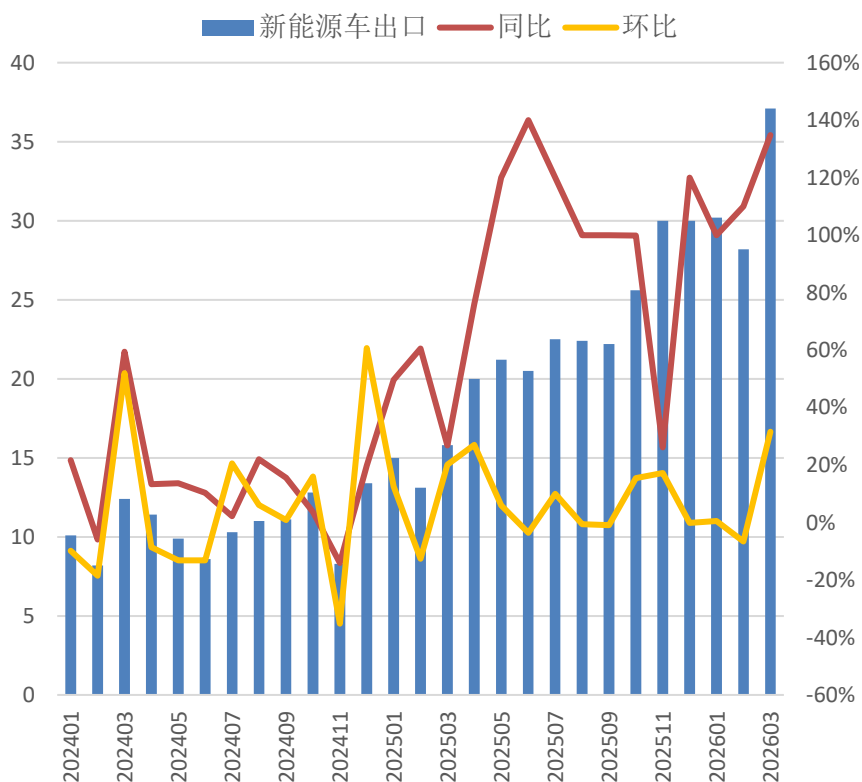
车企	202603	同比	环比	累计	累计同比	累计市占率	同比 (pct)
ModelY	4.0	-19%	-4%	12.0	35%	7%	1.2
海鸥	3.4	-4%	68%	7.4	-37%	5%	-1.5
吉利星愿	3.2	0%	-14%	11.2	26%	7%	1.4
Model3	2.7	4%	56%	7.4	-11%	5%	1.0
元UP	2.2	-14%	95%	4.3	-23%	3%	-0.4
比亚迪海豚	1.7	9%	71%	3.9	15%	2%	-0.3
蔚来ES8	1.6	3062%	44%	4.5	3040%	3%	2.2
名爵4系	1.4	406%	35%	3.9	712%	2%	1.4
五菱缤果	1.1	-35%	31%	2.8	8%	2%	-0.5
极氪7X	0.6	16%	-35%	2.7	82%	2%	0.8

表：新能源插混主流车型月度销量（万辆）

车企	202603	同比	环比	累计	累计同比	累计市占率	同比 (pct)
比亚迪宋	5.2	-37%	54%	12.7	56%	15%	0.0
比亚迪秦	1.6	-16%	33%	4.0	83%	5%	-1.0
星舰7	1.4	20%	30%	3.7	88%	4%	1.4
秦L	1.4	-6%	27%	3.5	69%	4%	0.4
海豹06	1.2	-33%	26%	3.1	65%	4%	-0.4
UNIZ	1.1	173%	22%	2.1	146%	2%	1.1
探索06	1.1	43%	17%	3.2	192%	4%	1.1
领克08	0.8	131%	20%	1.9	195%	2%	1.1
理想L6	0.6	-64%	25%	1.6	36%	2%	-1.6
领克01	0.4	171%	-16%	1.1	286%	1%	0.9

◆ **26年1-3月新能源车出口95.4万辆，同增120%，超市场预期。**根据中汽协数据，26年3月新能源车出口37.1万辆，同增135%，1-3月出口95.4万辆，同增120%；根据乘联会数据，3月新能源乘用车出口34.9万辆，同环比+139.9%/+29.6%，1-3月出口90.8万辆，同增123.7%。3月特斯拉出口2万辆，同增421%；比亚迪出口9.9万辆，同增47%，奇瑞出口2.8万辆，同增155%，吉利出口4.1万辆，同增697%。

图：国内电动车出口情况（万辆）



表：国内26年3月新能源车企出口量（万辆）

车企	2026Q3	同比	环比	累计	累计同比	累计市占率	同比 (pct)
比亚迪	11.7	74%	19%	31.3	47%	34%	-7.3
吉利汽车	5.2	491%	27%	12.5	747%	14%	8.7
奇瑞汽车	4.1	150%	45%	9.6	180%	11%	-2.6
特斯拉中国	3.0	538%	47%	10.1	112%	11%	1.8
上汽乘用车	2.0	161%	41%	4.7	288%	5%	0.9
零跑汽车	1.7	352%	74%	4.1	542%	5%	1.8
长安汽车	1.3	490%	116%	2.4	27%	3%	-0.3
东风汽车	1.3	467%	46%	3.1	154%	3%	2.0

◆ 今年各季度主流车企均有新车型密集发布，价格带覆盖全面，将支撑全年新能源汽车销量稳步增长。新势力方面，26Q1小鹏G7增程版正式上市，售价17万起。26年小米YU9、极氪8X、乐道L80、蔚来ES9、智界R7、比亚迪海豹 07EV、尚界Z7等新车即将上市，车型以家庭向SUV为主，覆盖10-50万全价格区间，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	EM-I 远航家	14-16万元	第一季度	全系搭载28.3kWh新一代神盾金砖电池，CLTC 纯电续航提升至225km，满油满电综合续航最高达1725km，馈电油耗低至3.32L/100km，支持15分钟快充补能30%-80%
长安汽车	启源Q06	10-14万元	第三季度	中型SUV，尺寸介于Q05和Q07之间，提供纯电/增程双动力；纯电版搭载800V高压平台，CLTC续航达600km；插混版WLTC油耗低至4L左右，填补启源中型SUV的市场空白
奥迪中国	奥迪A6L e-tron	预计35-45万元	第二季度	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8X	约40万元	第二季度	超级电混高性能旗舰SUV，车身尺寸5108/2026/1780mm，轴距3069mm，采用5座布局，主打运动性能，与极氪9X形成产品互补
乐道汽车	乐道L80	预计25-35万元	上半年	家庭向中大型五座SUV，基于NT3.0 平台，提供单电机340kW/双电机440kW版本，电池85kWh 起，主打大空间家用市场
小鹏汽车	小鹏GX	预计30万起	第二季度	小鹏首款旗舰级大六座SUV，已完成工信部申报，官方已开启多轮预热，主打高端家庭市场，搭载高阶智能驾驶系统
小米汽车	YU9	预计 35-55 万元	上半年	大型旗舰增程 SUV，车长超 5.2 米，提供 6/7 座布局；搭载 1.5T 增程器 + 双电机四驱，CLTC 纯电续航超 400km，满油满电综合续航超 1500km，支持 800V 高压快充；配备 3 颗激光雷达 + 双 Orin-X 芯片，搭载 Xiaomi Pilot Max 2.0 智驾系统，打通小米人车家全生态
蔚来汽车	ES9	约50万	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
智界	R7	26万元起	第一季度	中型纯电轿跑 SUV，风阻系数 0.217Cd；全系标配 896 线激光雷达 + 华为乾崮 ADS 智驾系统；搭载 800V 高压平台，行业首发前排双零重力座椅，配备 52L 电吸前备箱，CLTC 最高续航超 700km
比亚迪汽车	海豹 07EV	16.99-18.99 万元	第一季度	中型纯电轿跑，搭载第二代刀片电池与兆瓦闪充技术，实现 5 分钟 10%-70%、9 分钟 10%-97% 极速补能；CLTC 续航 705km，全系标配车顶激光雷达与天神之眼 5.0 智驾系统，标配车载冷暖冰箱
尚界	Z7	23万元起	上半年	中大型纯电轿跑，全系标配 896 线双光路图像级激光雷达 + 华为乾崮 ADS 4.1 智驾系统；搭载华为巨鲸 800V 高压平台，CLTC 最高续航 905km，零百加速最快 3.44 秒；标配副驾零重力座椅、鸿蒙座舱 5.0
小鹏汽车	G7增程版	17万+起	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

国内动力：单车带电量提升超预期

- ◆ 2026年1-2月国内单车带电量平均63.7kwh，同比提升30.8%。
- ◆ 2026年1-2月乘用车带电量平均54.5kwh，同比提升24.3%，去年全年乘用车带电量为46kwh，我们原预期26年乘用车带电量是48kwh，1-2月乘用车带电量已超预期。

图：国内单车带电量提升

月份	纯电+插电 乘用车	纯电乘用车	纯电客车	纯电专用	插电乘用车	插电客车	插电专用	合计
2025-1	44.19	58.50	213.14	165.76	26.18	65.13	38.62	48.81
2025-2	43.51	53.36	174.56	147.64	25.26	120.57	42.99	48.59
2025-3	45.01	54.66	233.65	158.04	25.73	63.66	39.09	51.10
2025-4	45.24	55.52	195.83	163.85	27.12	-	42.11	52.37
2025-5	45.04	55.80	193.83	167.70	28.45	70.45	39.39	51.30
2025-6	44.65	55.39	211.34	179.99	27.50	64.18	36.89	51.31
2025-7	45.69	55.67	201.38	180.49	28.44	77.10	38.75	52.68
2025-8	45.94	55.76	196.16	182.49	27.78	-	38.21	52.77
2025-9	46.45	55.67	208.58	199.32	28.66	58.36	40.20	54.18
2025-10	46.15	55.20	203.83	199.07	29.45	50.68	35.39	53.37
2025-11	47.50	57.33	213.72	220.21	30.21	127.28	42.17	57.14
2025-12	49.77	62.86	207.01	224.04	30.78	60.99	41.55	63.21
2025年累计	46.02	56.43	207.11	188.14	28.26	84.57	39.82	53.71
2026-01	55.21	68.62	230.72	218.74	33.58	45.94	43.85	66.20
2026-02	53.62	66.51	192.09	193.31	33.10	58.90	45.43	60.37
2月同比	23.2%	24.6%	10.0%	30.9%	31.1%	-51.1%	5.7%	24.2%
2月环比	-2.9%	-3.1%	-16.7%	-11.6%	-1.4%	28.2%	3.6%	-8.8%
2026年累计	54.53	67.71	219.26	209.70	33.38	58.72	44.68	63.71
26年累计同比	24.3%	21.3%	8.4%	35.3%	29.4%	-36.8%	9.0%	30.8%

- ◆ 我们下修电动车销量增速预期至0%
- ◆ 纯电式电动车单车带电量提升，其单车带电量我们预计26年从56.9kwh上修到63.2kwh；插电式电动车单车带电量我们的26年预期维持不变。
- ◆ 我们预计26年总体电池需求从660gwh提升至679gwh，若考虑放大系数1.2，对应电池需求增长20-25gwh。

图：国内本土电动乘用车预测（原预测）

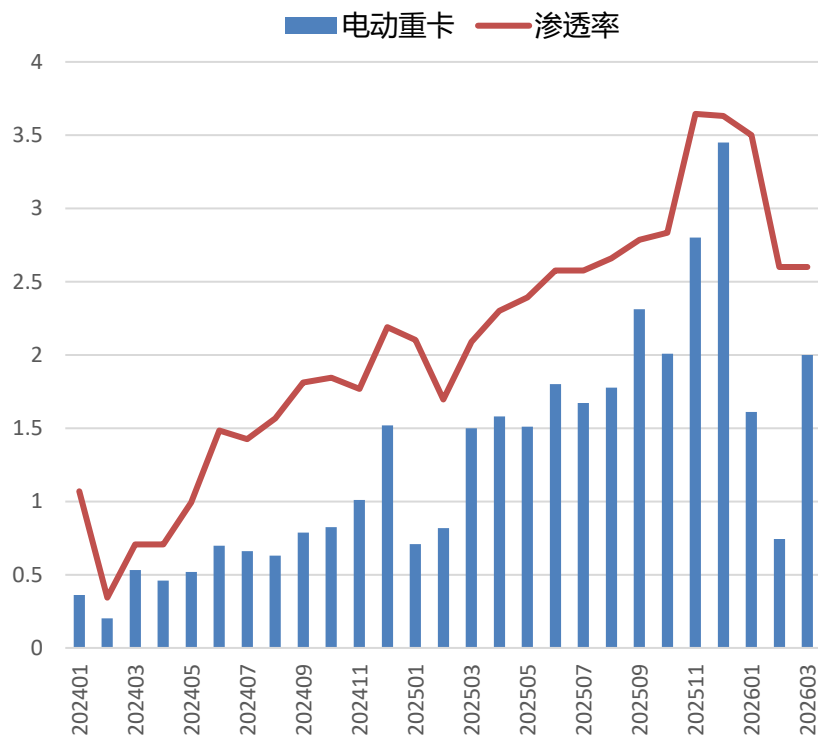
	2025	2026E	2027E
国内：新能源乘用车销量（万辆）	1300.4	1365.4	1459.4
YoY	18%	5.0%	6.9%
国内：电动乘用车电池装机需求（Gwh）	596.0	660.2	711.5
YoY	26%	10.8%	7.8%
乘用车单车带电量（kwh）	45.8	48.4	48.8
国内：纯电动销量（万辆）	811.6	857.0	925.6
单车电池容量（kwh）	56.4	56.9	57.1
纯电动需求量（Gwh）	457.9	487.8	528.7
国内：插电式销量（万辆）	488.8	508.4	533.8
-占比	38%	37%	37%
单车电池容量（kwh）	28.3	33.9	34.3
插电式动力需求量（Gwh）	138.1	172.4	182.8

图：国内本土电动乘用车预测（新预测）

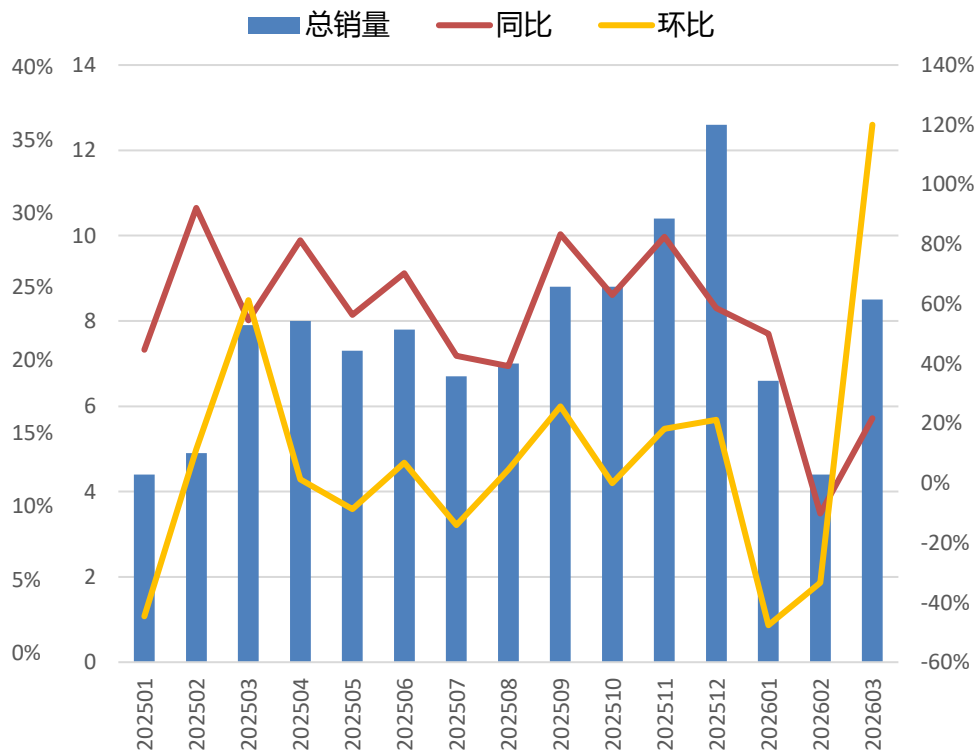
	2025	2026E	2027E
国内：新能源乘用车销量（万辆）	1300.4	1300.4	1389.8
YoY	18%	0.0%	6.9%
国内：电动乘用车电池装机需求（Gwh）	596.0	678.6	738.4
YoY	26%	13.9%	8.8%
乘用车单车带电量（kwh）	45.8	52.2	53.1
国内：纯电动销量（万辆）	811.6	811.6	876.5
单车电池容量（kwh）	56.4	63.2	64.2
纯电动需求量（Gwh）	457.9	512.8	562.6
国内：插电式销量（万辆）	488.8	488.8	513.2
-占比	38%	38%	37%
单车电池容量（kwh）	28.3	33.9	34.3
插电式动力需求量（Gwh）	138.1	165.8	175.8

- ◆ **26年商用车1-3月销18.4万辆，同增23.6%，其中出口1.9万辆，同比-16.2%。**中汽协口径，26年3月新能源商用车销量8.5万辆，同环比+21.7%/+120%，国内电动化率23.6%，其中出口0.7万辆，同比-19.6%，26年1-3月累计销18.4万辆，同比增23.6%，累计出口1.9万辆，同比下滑16.2%。
- ◆ **26年电动重卡1-3月销4.39万辆，同增45%，电动化率有望进一步提升。**26年3月电动重卡销2.04万辆，同比+36%，渗透率23.31%，26年1-3月累计销量4.39万辆，同比+45%，渗透率26.71%。26全年我们预计电动重卡销量有望实现40%+增长至30万辆，电动化率超40%。

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



◆ 油价上行，燃油重卡年运行成本增加6万，增加20-30%，26年全生命周期成本差距从60万，扩大至80万。

图：电动重卡销量经济性测算

	传统重卡 (2025)	传统重卡 (2026E)	普通充电重卡 (2025)	普通充电重卡 (2026E)	天然气重卡
重卡购置成本 (万元)	34	34	35	35	40
电池成本 (万元)			19	24	
电池单价 (元/wh, 不含税)			0.4	0.5	
带电量 (KWh)			423	423	
购置税	3.0	3.0	0	1.5	3.5
补贴	0	0	13.5	13.5	0
重卡初始购置成本 (万元)	37	37	41	47	44
年行驶里程 (万KM)	12	12	12	12	12
百公里能耗 (KWH或L/100KM)	32	32	140	140	35
电价/油价/气价 (元/KWH, 元/L)	7	8.5	0.8	0.8	5.5
年均能耗费 (万元/年)	26.88	32.64	13.44	13.44	23.1
年均过路费 (万元/年)	24	24	24	24	24
年均司机工资 (万元/年)	12	12	12	12	12
年均保养维修费 (万元/年)	2	2	0.5	0.5	1.7
年均轮胎费 (万元/年)	3	3	3	3	3
年均保险费 (万元/年)	2	2	2	2	2
年均自重损耗成本 (万元/年)	0	0	5.1	5.1	1.1
1公里自重损耗成本 (元)	0	0	0.4	0.4	0.1
自重损耗 (吨)	0	0	2.8	2.8	0.6
使用年限	8	8	8	8	8
残值 (万元)	8.0	8.0	5.0	5.0	5.0
-残值率	22%	22%	12%	8%	11%
年折现率	4%	4%	4%	4%	4%
能耗费用现值 (万元)	181	220	90	90	156
运营成本现值 (万元)	242	242	242	242	242
其他成本现值 (万元)	47	47	71	71	52
残值现值 (万元)	6	6	4	4	4
全生命周期成本 (万元)	502	540	441	461	490

国内电动重卡：维持50%增长预期，确定性加强

- ◆ 26年我们预计国内商用车销量同比增长9%至95万辆，其中电动重卡增长50%至35万辆，电池200GWh，同比增46%。

图：国内本土电动车销量及装机电力预测

	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
国内：电动商用车销量 (本土, 万辆)	54.8	87.1	94.9	111.1	123.0	132.8	143.4
YoY	53%	59%	8.9%	17.1%	10.7%	7.9%	8.0%
-国内商用车电动化率	18.4%	26.9%	28.7%	33.0%	36.2%	38.6%	41.3%
国内：商用车电池装机需求 (Gwh)	62.1	136.7	199.7	241.3	268.2	295.3	325.3
YoY	96%	120%	46.1%	20.8%	11.1%	10.1%	10.1%
-占比	12%	19%	23%	25%	25%	25%	25%
国内：电动货车销量 (万辆)	49.7	68.9	89.6	105.8	117.7	127.4	137.9
-电动重卡 (销量)	8.2	23.1	34.6	39.8	41.8	43.9	46.1
-重卡电动化率	10%	29%	43%	49%	51%	53%	55%
-其他电动货车销量 (万辆)	41.5	45.8	55.0	66.0	75.9	83.4	91.8
-电动化率	24%	23%	27%	32%	36%	40%	43%
单车电池容量 (kwh)	105.0	183.1	210.7	217.5	218.0	222.5	227.0
-重卡单车 (kwh)	380.0	410.5	431.0	452.6	475.2	499.0	523.9
-其他电动货车单车 (kwh)	74.6	68.5	71.9	75.5	76.3	77.0	77.8
国内：货车电池需求量 (Gwh)	52.2	126.2	188.8	230.1	256.6	283.4	313.0
YoY	104%	142%	49.7%	21.8%	11.5%	10.4%	10.4%

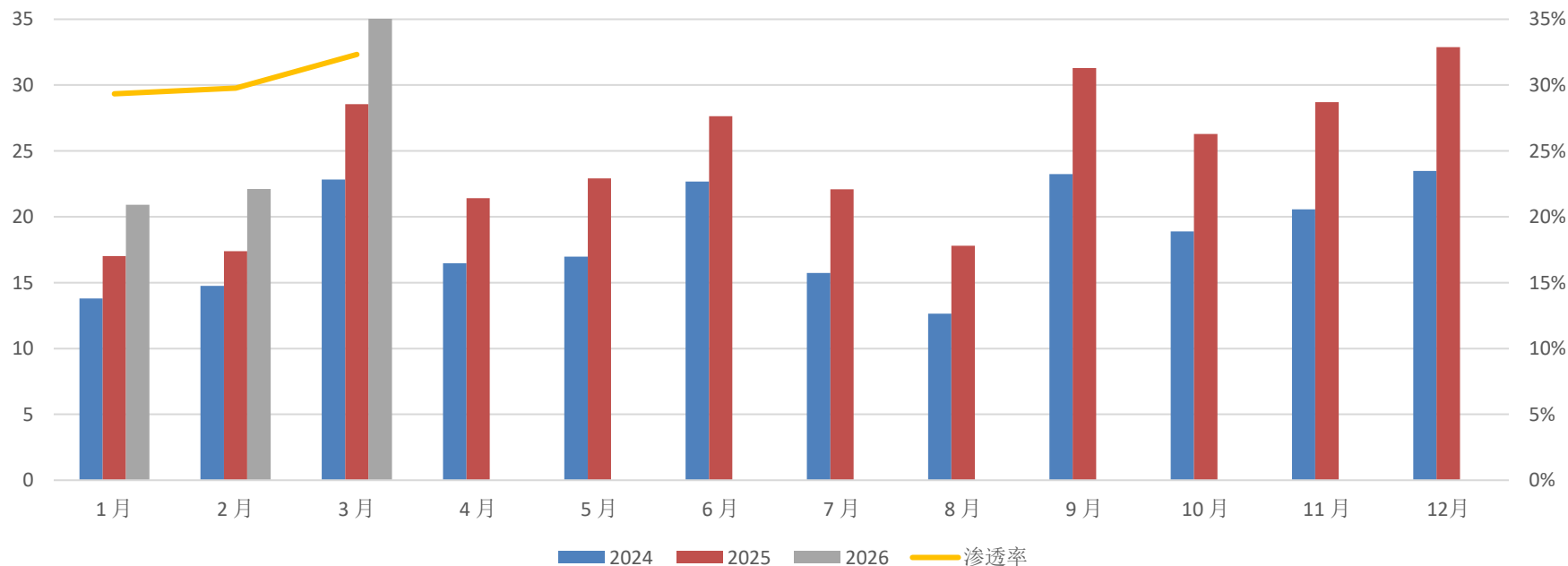
- ◆ 我们预计26年国内本土电动车销量持平为1395万辆，考虑单车带电量同比提升6%至63kwh，合计动力电池需求878gwh，同比增20%。

图：国内本土电动车销量及装机预测

	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
国内：新能源车合计销量 (万辆, 本土销量)	1,158	1,388	1,395	1,501	1,609	1,721	1,842
YoY	40%	20%	0.6%	7.6%	7.2%	7.0%	7.0%
国内汽车销量 (万辆, 本土)	2,569	2,730	2,812	2,896	2,983	3,073	3,165
-国内电动化率	45.1%	50.8%	49.6%	51.8%	53.9%	56.0%	58.2%
国内新能源车出口销量 (万辆)	128	262	392	471	565	678	813
YoY	6.7%	103.7%	50.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
国内新能源车销量合计 (含出口, 万辆)	1,287	1,649	1,788	1,972	2,173	2,399	2,655
YoY	36%	28.17%	8%	10%	10%	10%	11%
国内汽车销量 (万辆, 含出口)	3,070	3,440	3,474	3,509	3,544	3,580	3,615
-国内电动化率	41.9%	47.9%	51.4%	56.2%	61.3%	67.0%	73.4%
国内：动力电池装机需求 (Gwh)	534	733	878	980	1,072	1,170	1,277
YoY	38%	37.12%	20%	12%	9%	9%	9%
-国内平均单车带电量 (kwh)	46.1	52.8	63.0	65.3	66.6	68.0	69.3

- ◆ **欧洲主流9国26年3月销量38万辆，同增34%，增速加快。**26年3月欧洲主流9国新能源注册量38万辆，同环比+24%/+73%，渗透率32%，环比+2.6pct。**1-3月累计销81.34万辆，同比+29%。**3月英国电动车销量13.6万辆，同环比+32%/+321%，电动车渗透率35.7%；德国销量10.1万辆，同环比+46%/+43%，电动车渗透率34.2%；法国5.8万辆，同环比+53%/+47%，电动车渗透率33.1%。

图：欧洲主流九国电动车销量（万辆）&渗透率（右，%）



- ◆ 分国家看，德国、法国2月销量稳定20%+增长，意大利、爱尔兰等国电动车销量明显提速。2月德国销量6.9万辆，同环比+25%/10%，法国销4.3万辆，同环比+24%/+12%，意大利销2.6万辆，同环比+90%/+20%，爱尔兰销0.5万辆，同环比+81%/-58%。

图：欧洲分国家电动车销量（万辆）&渗透率

	202602	环比	同比	2026.1-2	同比	2026.1-2渗透率	同比
德国	6.9	10%	25%	13.2	23%	33%	5pct
法国	4.3	12%	24%	8.1	32%	28%	8pct
英国	3.5	-31%	17%	8.6	17%	33%	3pct
意大利	2.6	20%	90%	4.7	85%	15%	6pct
西班牙	2.0	39%	58%	3.5	51%	20%	7pct
荷兰	1.3	-18%	-16%	2.9	-13%	55%	2pct
瑞典	1.3	26%	6%	2.3	3%	58%	3pct
比利时	1.2	0%	-3%	2.4	-7%	28%	1pct
丹麦	0.9	-5%	20%	1.9	33%	79%	11pct
奥地利	0.9	-10%	19%	1.8	27%	35%	2pct
葡萄牙	0.8	5%	20%	1.5	25%	33%	5pct
挪威	0.7	241%	-17%	0.9	-47%	80%	2pct
爱尔兰	0.5	-58%	81%	1.8	105%	29%	12pct
瑞士	0.5	10%	5%	1.0	8%	29%	2pct
波兰	0.3	-13%	42%	0.7	62%	6%	2pct
芬兰	0.3	-9%	20%	0.6	15%	60%	8pct
捷克	0.2	9%	58%	0.4	29%	10%	3pct
罗马尼亚	0.2	-12%	24%	0.4	8%	18%	7pct
希腊	0.1	13%	12%	0.3	8%	14%	1pct
卢森堡	0.1	5%	-15%	0.2	-18%	25%	-7pct
俄罗斯	0.1	-7%	25%	0.2	26%	1%	0pct
斯洛文尼亚	0.1	-6%	40%	0.2	37%	16%	3pct
斯洛伐克	0.1	-22%	33%	0.1	60%	8%	2pct

欧洲：中国品牌销量高增长，特斯拉品牌销量同比下降

- ◆ **中国品牌销量高增长，贡献主要增量，特斯拉品牌销量同比下降。** 26年2月中国品牌出口4.6万辆，同比+163%，1-2月出口8.8万辆，同比+145%；2月，欧洲本土品牌销量17.1万辆，同比+11%，1-2月销35.1万辆，同比+13%；特斯拉2月销1.8万辆，同比-4%，1-2月销2.7万辆，同比-6%。

图：欧洲新能源分品牌销量

欧洲新能源车销量	26M1-2销量(万辆)	同比	2026M2销量(万辆)	环比	同比
中国品牌出口	8.8	145%	4.6	8%	163%
欧洲本土品牌	35.1	13%	17.1	-5%	11%
特斯拉	2.7	-6%	1.8	114%	-4%
其他品牌	7.9	16%	3.8	-9%	16%
中国品牌分车企新能源车销量	26M1-2销量(万辆)	同比	2026M2销量(万辆)	环比	同比
吉利【沃尔沃部分在欧洲生产】	0.8	17%	0.4	-10%	21%
比亚迪汽车(BYD)	3.5	158%	1.8	-1%	3%
上海汽车工业(集团)总公司	1.1	12%	0.6	13%	159%
奇瑞集团 (Chery)	1.6	1722%	0.7	-15%	34%
零跑汽车 (Leapmotor)	1.3	630%	0.8	101%	1023%
小鹏汽车 (XPeng)	0.4	104%	0.2	25%	843%
东风汽车公司	0.04	-29%	0.02	-14%	115%
长安汽车集团(Changan/Chana)	0.1	794%	0.1	30%	-37%
蔚来汽车 (NIO)	0.01	-21%	0.01	20%	571%
赛力斯集团	0.03	78%	0.01	-22%	-18%
欧洲品牌分车企新能源车销量	26M1-2销量(万辆)	同比	2026M2销量(万辆)	环比	同比
大众集团	15.4	19%	7.5	-4%	16%
宝马集团	4.8	-4%	2.3	-2%	-5%
Stellantis	6.0	24%	2.9	-4%	16%
梅赛德斯-奔驰集团	3.5	0%	1.7	-4%	2%
雷诺	3.5	14%	1.6	-14%	11%
丰田集团	2.0	18%	1.0	-5%	19%
其他品牌分车企新能源车销量	26M1-2销量(万辆)	同比	2026M2销量(万辆)	环比	同比
现代-起亚汽车集团	4.0	8%	1.9	-14%	5%
福特集团	2.7	65%	1.3	-2%	57%
塔塔集团	0.5	-19%	0.2	-18%	-3%
马自达	0.4	46%	0.2	-6%	34%
日产	0.2	-50%	0.1	18%	-43%

- ◆ **Stellatis、比亚迪表现亮眼，大众销量微增。**大众26年2月欧洲销量7.5万辆，同环比16%/-4%，市占率26%，26年1-2月累计销15.4万辆，同增19%，市占率27%；**宝马**26年2月欧洲销量2.3万辆，同环比-5%/-2%，市占率8%，26年1-2月累计销4.8万辆，同减4%，市占率8%；**比亚迪**26年2月欧洲销量1.8万辆，同环比+159%/-1%，市占率6%，26年1-2月累计销3.5万辆，同增158%，市占率6%。

表：欧洲新能源车分车企销量（万辆）

欧洲分车企	2026年02月单月				2026年累计		
	销量	环比	同比	市占率	销量	同比	市占率
大众集团	7.5	-4%	16%	26%	15.4	19%	27%
Stellantis	2.9	-4%	16%	10%	6.0	24%	10%
宝马集团	2.3	-2%	-5%	8%	4.8	-4%	8%
现代-起亚汽车集团	1.9	-14%	5%	6%	4.0	8%	7%
Tesla	1.8	118%	12%	6%	2.6	1%	4%
比亚迪汽车(BYD)	1.8	-1%	159%	6%	3.5	158%	6%
吉利控股集团(Geely)	1.8	0%	3%	6%	3.5	-2%	6%
梅赛德斯-奔驰集团	1.7	-4%	2%	6%	3.5	0%	6%
雷诺	1.6	-14%	11%	6%	3.5	14%	6%
福特集团	1.3	-2%	57%	5%	2.7	65%	5%

欧洲前十车型销量（单位：万辆）

欧洲分车型	车企	2月	环比	同比	25年02月累计	26年02月累计	同比
Model Y	Tesla	1.1	57%	22%	1.5	1.7	20%
Elroq	大众集团	0.8	-1%	448%	0.2	1.7	679%
Model 3	Tesla	0.7	508%	-2%	1.0	0.8	-26%
Enyaq iV	大众集团	0.6	14%	17%	1.2	1.2	-2%
T03	零跑汽车	0.6	213%	659%	0.2	0.8	430%
Seal U	比亚迪	0.6	-19%	101%	0.6	1.3	131%
Renault 5	雷诺	0.6	-25%	-3%	1.0	1.3	29%
ID.4	大众集团	0.5	5%	-14%	1.2	1.0	-22%
ID.3	大众集团	0.5	-12%	-11%	1.1	1.0	-5%
ID.7	大众集团	0.4	-10%	-23%	1.1	0.9	-22%

欧洲：26年销量同增30%至512万辆

- ◆ **2026年我们预计欧洲全年销量512万辆，同比增30%。**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。26年在政策延续、供给放量与旺季需求共振下，中性情景下实现30%同比增长。

图：欧洲25年销量月度预测（万辆）

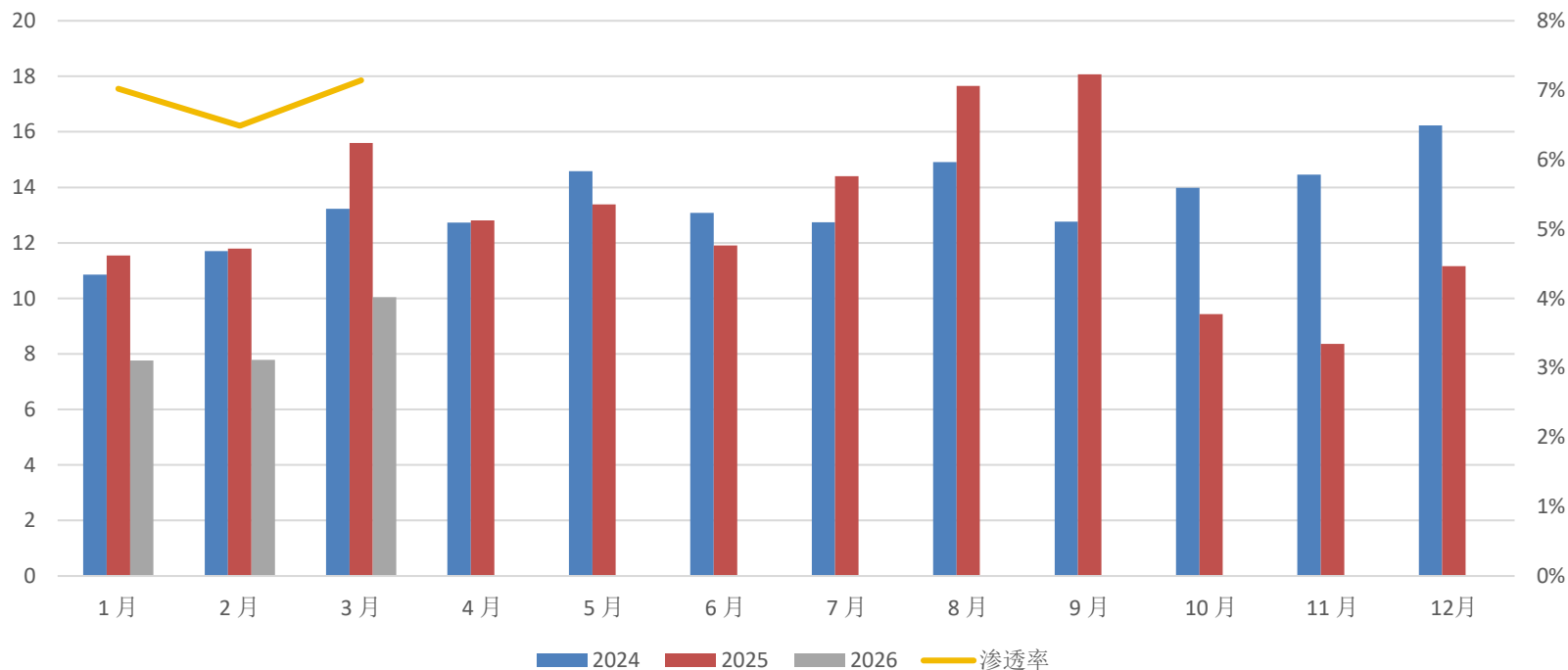
		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	合计
2025年	销量	23.7	23.6	36.6	28.4	30.1	36.0	29.8	24.2	40.9	35.7	38.8	45.6	393.5
	同比	21%	17%	23%	30%	34%	20%	40%	36%	38%	41%	43%	51%	33%
2026年 (乐观)	销量	29.3	28.9	49.1	39.3	41.3	53.6	42.9	45.1	58.6	50.5	53.9	64.0	556.4
	同比	24%	23%	34%	39%	37%	49%	44%	86%	43%	41%	39%	40%	41%
2026年 (中性)	销量	29.3	28.9	44.6	35.7	37.5	48.8	39.0	38.6	54.2	45.9	49.0	59.9	511.6
	同比	24%	23%	22%	26%	24%	35%	31%	60%	33%	29%	26%	31%	30%
2026年 (悲观)	销量	29.3	28.9	40.2	32.1	33.8	43.9	35.1	36.9	47.9	38.3	40.3	52.3	459.0
	同比	24%	23%	10%	13%	12%	22%	18%	53%	17%	7%	4%	15%	17%

		Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2025年	销量	83.9	94.5	94.8	120.2	393.5
	同比	21%	27%	38%	45%	33%
2026年 (乐观)	销量	107.4	134.2	146.5	168.3	556.4
	同比	28%	42%	55%	40%	41%
2026年 (中性)	销量	102.9	122.0	131.8	154.8	511.6
	同比	23%	29%	39%	29%	30%
2026年 (悲观)	销量	98.5	109.8	119.9	130.9	459.0
	同比	17%	16%	26%	9%	17%

美国：3月销量10.04万辆，同减36%，渗透率7.1%

- ◆ 美国26年3月新能源车销量10.04万辆，同减36%，1-3月累计同比下降33%。3月电动车注册10.04万辆，同比-36%，环比+29%，渗透率7.1%，同比+0.7pct。26年1-3月电动车累计销26.27万辆，同减33%，渗透率7.1%。

图：美国电动车销量（万辆）&渗透率（右，%）



- ◆ **多数车企销量较2月上升，特斯拉市占率达45%**。26年3月特斯拉在美销4.3万辆，同环比-13%/+6%，1-3月市占率45%，较25年同期增加12pct；通用销1.2万辆，同环比-19%/+32%，1-3月市占率10%，同比+2pct；斯巴鲁销量0.2万辆，同环比+50%/+137%，1-3月市占率1%；Stellantis销量0.2万辆，同环比-88%/-32%，1-3月市占率3%。

图：美国分车企销量（万辆）及市占率（%）

	2026年3月	环比	同比	2026年1-3月	YOY	2026年1-3月市占率	市占率同比
Tesla	4.3	6%	-13%	11.7	-8%	45%	12%
通用集团	1.2	32%	-19%	2.6	-19%	10%	2%
丰田集团	0.9	15%	6%	2.4	10%	9%	4%
现代-起亚汽车集团	0.9	43%	-23%	2.1	-29%	8%	0%
宝马集团	0.5	26%	-44%	1.2	-42%	5%	-1%
其他中小整车集团	0.5	15%	-3%	1.3	4%	5%	2%
福特集团	0.4	34%	-66%	0.9	-65%	4%	-3%
吉利控股集团 (Geely)	0.3	32%	-34%	0.7	-37%	3%	0%
梅赛德斯-奔驰集团	0.2	5%	-66%	0.6	-69%	2%	-3%
大众集团	0.2	16%	-78%	0.6	-76%	2%	-4%
斯巴鲁	0.2	137%	50%	0.3	-3%	1%	0%
Stellantis	0.2	-32%	-88%	0.7	-75%	3%	-4%
本田	0.2	44%	-67%	0.3	-76%	1%	-2%
塔塔集团	0.05	43%	0%	0.1	-32%	0%	0%
马自达	0.04	7%	-80%	0.1	-79%	0%	-1%
三菱	0.04	15%	-38%	0.1	-33%	0%	0%
日产	0.03	36%	-89%	0.1	-89%	0%	-1%
Ferrari	0.02	15%	-18%	0.04	-19%	0%	0%
VinFast	0.01	-40%	-79%	0.03	-78%	0%	0%

- ◆ 综合考虑美国短期需求放缓、新车型延期以及10月IRA补贴取消，我们中性预期2026年美国销量为125万辆，同比下滑20%。政策退潮导致市场从政策驱动转向价值驱动，购车成本上升叠加高利率环境，短期内将压制消费需求。

图：美国2026年销量月度预测（万辆）

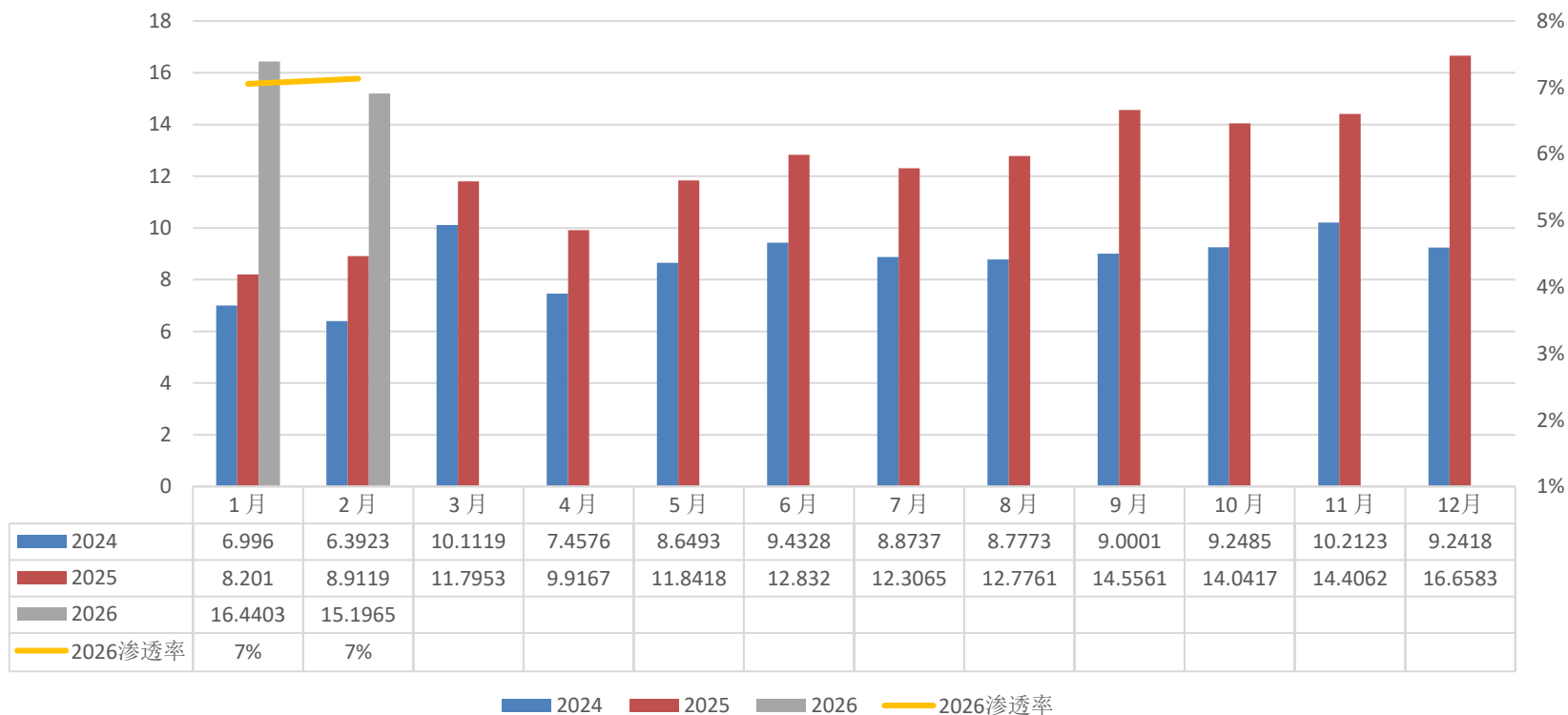
		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	合计
2025年	销量	11.6	11.8	15.6	13.5	14.1	12.8	15.7	18.7	18.1	9.4	8.4	11.2	160.8
	同比	-41%	-42%	-47%	-38%	-37%	-57%	-26%	6%	-39%	-63%	-69%	-63%	-46%
2026年 (乐观)	销量	7.8	7.8	13.1	12.5	13.7	15.1	14.3	14.3	15.8	15.0	15.0	17.2	161.6
	同比	-33%	-34%	-16%	-7%	-3%	18%	-9%	-24%	-13%	59%	79%	54%	0%
2026年 (中性)	销量	7.8	7.8	13.1	10.0	10.0	9.6	11.0	11.1	11.0	9.7	12.3	12.0	125.4
	同比	-33%	-34%	-16%	-26%	-29%	-25%	-30%	-41%	-39%	3%	47%	7%	-22%
2026年 (悲观)	销量	7.8	7.8	13.1	9	9.9	8.6	9.9	10.0	9.9	8.7	11.1	10.8	116.6
	同比	-33%	-34%	-16%	-33%	-30%	-33%	-37%	-47%	-45%	-7%	32%	-3%	-28%

		Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2025年	销量	39.0	40.4	52.5	29.0	160.8
	同比	-44%	-46%	-23%	-65%	-46%
2026年 (乐观)	销量	28.7	41.3	44.4	47.2	161.6
	同比	-26%	2%	-15%	63%	0%
2026年 (中性)	销量	28.7	29.6	33.1	34.0	125.4
	同比	-26%	-27%	-37%	17%	-22%
2026年 (悲观)	销量	28.7	27.5	29.8	30.6	116.6
	同比	-26%	-32%	-43%	6%	-28%

其他国家：26年2月销量同增71%，表现亮眼

◆ 其他国家26年2月销量同增71%，1-2月累计销售31.6万辆，同增85%。其他国家新能源汽车2月销15.2万辆，同环比+71%/-7.6%，渗透率7%。1-2月其他国家销量累计31.6万辆，同比增85%，渗透率7%。

图：其他国家电动车销量（万辆）&渗透率（右，%）



- ◆ 新兴市场电动车表现亮眼，韩国、泰国销量高增，印尼、巴西、墨西哥等新兴市场保持强劲增长。2026年2月销量看，**韩国**销量3.7万辆，同环比+146%/+241%；**泰国**销量0.58万辆，同环比-5%/-87%；**马来西亚**销量0.4万辆，同环比+133%/-36%；**印度尼西亚**销量1.3万辆，同环比+148%/+20%；**巴西**销量1.3万辆，同环比+71%/+7%；**墨西哥**销量0.2万辆，同环比+128%/+3%。

表：主流国家及地区电动车月度销量（万辆）

	202602	环比	同比	2026.1-2	同比	2026.1-2渗透率	同比
韩国	3.7	241%	146%	4.8	171%	21%	14pct
印度	1.6	-19%	58%	3.6	59%	4%	1pct
印度尼西亚	1.3	20%	148%	2.4	203%	18%	13pct
澳大利亚	1.3	43%	76%	2.2	103%	11%	6pct
巴西	1.3	7%	71%	2.5	69%	7%	3pct
日本	1.2	11%	53%	2.3	30%	3%	1pct
泰国	0.6	-87%	-5%	5.0	156%	26%	12pct
马来西亚	0.4	-36%	133%	1.0	308%	8%	6pct
墨西哥	0.2	3%	128%	0.5	134%	2%	1pct
中国台湾	0.1	17%	-42%	0.2	-46%	7%	0pct
以色列	0.1	44%	-67%	0.1	-80%	2%	-7pct
俄罗斯	0.1	-7%	25%	0.2	26%	1%	0pct
新加坡	0.1	16%	76%	0.1	195%	10%	6pct
南非	0.05	15%	146%	0.1	130%	1%	0pct
新西兰	0.01	195%	-30%	0.01	-32%	0%	0pct

其他国家：我们预计26年销量284万辆，同增77%

- ◆ 我们预计26年销量284万辆，同增77%。其他国家电动化率低、国内车企出口优势明显，印尼、泰国等渗透率已加速提升。

图：其他国家26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
2025年	销量	8.3	9.5	12.3	11.7	12.8	14.4	14.1	13.9	15.6	15.0	15.4	16.7	160
	同比	21%	17%	23%	30%	34%	20%	40%	36%	78%	71%	54%	61%	56%
2026年 (乐观)	销量	15.6	15.2	20.8	16.6	17.5	28.3	28.4	25.7	33.7	32.8	33.9	40.4	309
	同比	88%	60%	69%	42%	37%	97%	101%	85%	116%	119%	120%	142%	94%
2026年 (中性)	销量	15.6	15.2	18.9	15.1	15.9	25.7	25.8	23.4	30.6	29.8	30.8	36.7	284
	同比	88%	60%	54%	29%	24%	79%	83%	68%	96%	99%	100%	120%	77%
2026年 (悲观)	销量	15.6	15.2	17.0	13.6	14.3	23.1	23.2	16.6	27.5	26.8	27.7	33.0	254
	同比	88%	60%	39%	16%	12%	61%	65%	19%	77%	79%	80%	98%	59%

		Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2025年	销量	30.1	38.8	43.6	47.1	160
	同比	31%	54%	69%	62%	56%
2026年 (乐观)	销量	51.6	62.4	87.8	107.0	309
	同比	72%	61%	101%	127%	94%
2026年 (中性)	销量	49.7	56.7	79.8	97.3	284
	同比	65%	46%	83%	107%	77%
2026年 (悲观)	销量	47.9	51.0	67.3	87.6	254
	同比	59%	31%	54%	86%	59%

动力：我们预计海外26年电池需求同比增长28%

- ◆ 我们预计26年欧洲销量同比+30%、美国同比-20%、新兴市场电动车同比+77%，合计销量921万辆，同比增长30%。
- ◆ 我们预计26年海外动力电池装机需求552GWh，同比+28%。

表：海外动力需求增速预期

	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
海外：新能源乘用车销量 (万辆)	559	710	921	1,156	1,412	1,725	2,107
YoY	10%	27%	30%	26%	22%	22%	22%
-海外电动化率	10.1%	12.6%	16.1%	19.9%	23.9%	28.7%	34.5%
-欧洲新能源车销量 (万辆)	295	394	512	615	738	885	1,062
-YoY	2%	33%	30%	20%	20%	20%	20%
-欧洲电动化率	19%	25%	33%	39%	46%	55%	65%
-美国	161	156	125	144	173	207	248
-YoY	10%	-3%	-20%	15%	20%	20%	20%
-美国电动化率	10%	10%	8%	9%	11%	13%	16%
-其他国家	103	160	284	398	502	633	796
-YoY	38%	56%	77.3%	40.1%	26.2%	26.0%	25.9%
-其他国家电动化率	4.3%	6.5%	11.1%	15.1%	18.5%	22.7%	27.7%
海外：乘用车动力电池装机需求 (Gwh)	325.8	409.8	521.0	652.2	800.2	981.8	1204.6
-海外平均单车带电量 (kwh)	58.3	57.7	56.5	56.4	56.7	56.9	57.2
海外：电动商用车销量 (万辆)	6.0	11.0	13.2	14.5	17.4	20.9	25.1
-海外商用车销量 (万辆)	534.7	588.2	600.0	612.0	618.1	624.3	630.5
-电动化率	1.1%	1.9%	2.2%	2.4%	2.8%	3.3%	4.0%
动力电池装机需求 (Gwh)	9.9	20.0	31.1	36.0	45.3	57.1	72.0
单车电池容量 (kwh)	165.0	181.5	236.0	247.7	260.1	273.1	286.8
合计海外动力装机 (GWh)	335.7	429.7	552.1	688.1	845.5	1038.9	1276.6
-YoY	3%	28%	28%	25%	23%	23%	23%
-占比	39%	37%	39%	41%	44%	47%	50%

◆ 我们预计26年全球新能源车销量2330万辆，同增10%，动力电池需求1745gwh，同增23%。

表：全球动力电池需求测算

	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
全球新能源车销量 (万辆)	1,723	2,109	2,330	2,672	3,038	3,466	3,973
YoY	29%	22%	10%	15%	14%	14%	15%
全球汽车销量 (万辆)	8,113	8,362	8,534	8,711	8,893	9,079	9,272
-全球电动化率	21.2%	25.2%	27.3%	30.7%	34.2%	38.2%	42.9%
全球动力电池装机需求 (gwh)	870	1,163	1,430	1,668	1,917	2,209	2,553
YoY	22%	34%	23.0%	16.6%	14.9%	15.2%	15.6%
-全球平均单车带电量 (kwh)	50.5	55.1	61.4	62.4	63.1	63.7	64.3
国内动力类电池 (gwh)	534	733	878	980	1,072	1,170	1,277
海外动力类类电池 (gwh)	326	410	521	652	800	982	1,205
全球动力电池实际需求 (gwh)	1,062	1,418	1,745	2,035	2,339	2,694	3,115
YoY	22%	34%	23.0%	16.6%	14.9%	15.2%	15.6%

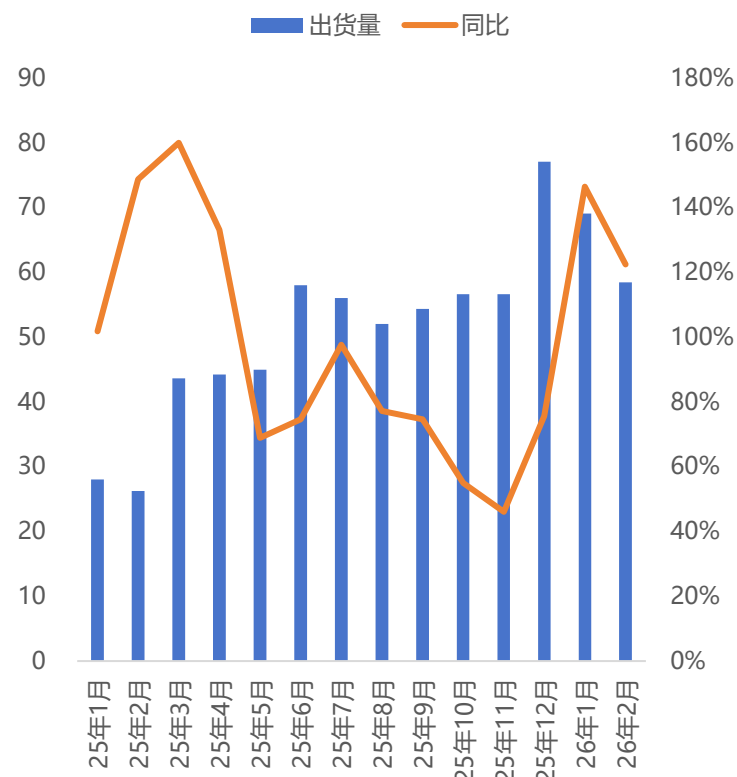
储能：欧洲户储超预期，全球维持60%增长

- ◆ 月度数据：储能电芯依然满产，鑫椤1-2月累计全球储能电池出货量128gwh，同比+135%。
- ◆ 国内招标1-2月国内大储招标55gwh，同比+55%；中标53gwh，同比281%。

表：全球储能电池月度出货量GWh（鑫椤）

	24年同期累计	25年累计	26年1月	26年2月	累计同比
宁德时代	110.5	152.0	16.0	14.0	58%
亿纬锂能	42.8	70.0	7.2	6.0	132%
瑞浦能源	25.2	46.0	4.2	3.9	119%
中创新航	23.6	51.1	4.7	4.5	124%
比亚迪	25.6	62.0	4.9	3.5	31%
海辰储能	25.7	72.0	7.5	6.3	229%
国轩高科	17.0	32.0	2.6	2.3	63%
远景能源	11.0	31.5	3.3	2.6	228%
鹏辉能源	7.3	19.4	2.1	2.0	242%
赣锋锂电	4.5	19.0	1.8	1.6	325%
LGES	4.5	13.0	1.8	1.7	307%
三星SDI	3.7	5.2	0.5	0.4	29%
南都电源	1.5	2.9	1.0	0.5	400%
力神电池	2.8	7.0	0.7	0.6	333%
派能科技	1.6	3.0	0.2	0.2	300%
松下	0.7	0.2	0.0	0.0	-20%
双登富郎特	0.8	0.2	0.1	0.1	800%
SKI	0.1	0.2	0.0	0.0	0%
中天储能	0.1	0.3	0.1	0.1	150%
其他	19.1	7.9	10.4	8.2	825%
合计	328.1	598.0	69.1	58.4	135%

图：全球储能电池月度出货量GWh（鑫椤）及同比（右轴）



◆ 考虑大电芯降本10%，对应4分/wh，碳酸锂接受度提升至18万/吨

图：碳酸锂价格对应铁锂电芯售价（元/wh）弹性测算

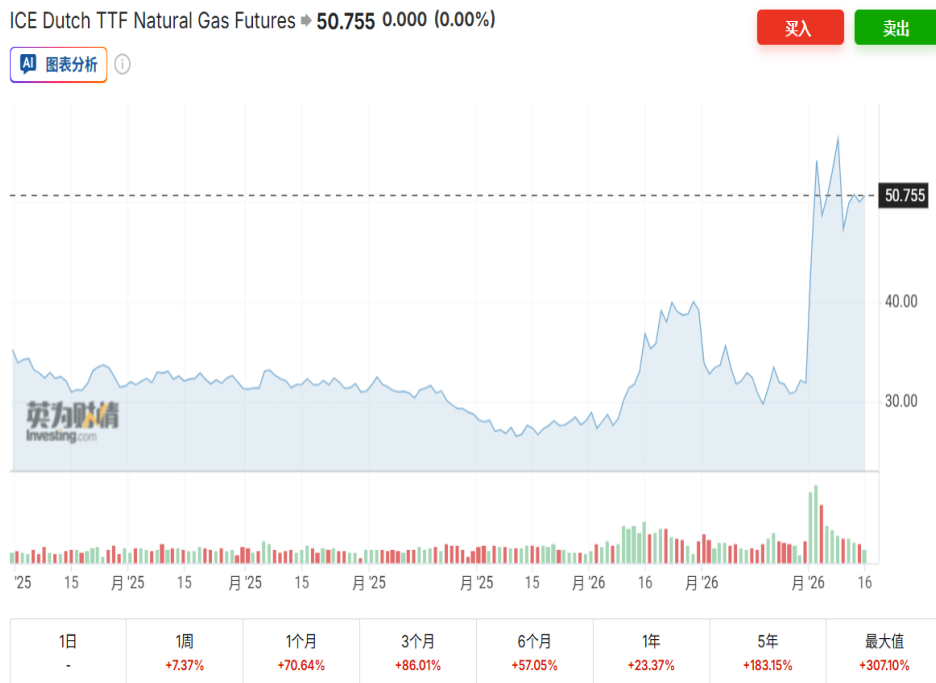
		电芯企业毛利率				
		0.384	8%	10%	12%	15%
碳酸锂价格 (万元/吨)	6	0.32	0.32	0.33	0.34	
	7	0.32	0.33	0.34	0.34	
	8	0.33	0.34	0.34	0.35	
	9	0.34	0.34	0.35	0.36	
	10	0.34	0.35	0.35	0.36	
	11	0.35	0.35	0.36	0.37	
	12	0.35	0.36	0.37	0.38	
	13	0.36	0.37	0.37	0.38	
	14	0.36	0.37	0.38	0.39	
	15	0.37	0.38	0.38	0.39	
	16	0.38	0.38	0.39	0.40	
	17	0.38	0.39	0.40	0.41	
	18	0.39	0.39	0.40	0.41	
	19	0.39	0.40	0.41	0.42	
	20	0.40	0.41	0.41	0.42	
	21	0.40	0.41	0.42	0.43	
22	0.41	0.42	0.43	0.44		
23	0.42	0.42	0.43	0.44		

图：碳酸锂价格对于储能irr弹性测算（甘肃为例）

		储能电站irr		储能电站年运行天数					
		8.60%	270	280	290	300	310	320	330
电芯价格(元/wh)	0.26	9.4%	10.3%	11.2%	12.1%	13.0%	13.8%	14.7%	
	0.27	8.7%	9.6%	10.5%	11.4%	12.2%	13.1%	13.9%	
	0.28	8.1%	8.9%	9.8%	10.6%	11.5%	12.3%	13.2%	
	0.29	7.4%	8.3%	9.1%	10.0%	10.8%	11.6%	12.4%	
	0.3	6.8%	7.7%	8.5%	9.3%	10.1%	10.9%	11.7%	
	0.31	6.2%	7.0%	7.9%	8.7%	9.5%	10.3%	11.0%	
	0.32	5.7%	6.5%	7.3%	8.1%	8.8%	9.6%	10.4%	
	0.33	5.1%	5.9%	6.7%	7.5%	8.2%	9.0%	9.8%	
	0.34	4.6%	5.4%	6.1%	6.9%	7.7%	8.4%	9.2%	
	0.35	4.1%	4.8%	5.6%	6.4%	7.1%	7.9%	8.6%	
	0.36	3.6%	4.3%	5.1%	5.8%	6.6%	7.3%	8.0%	
	0.37	3.1%	3.9%	4.6%	5.3%	6.1%	6.8%	7.5%	
	0.38	2.6%	3.4%	4.1%	4.9%	5.6%	6.3%	7.0%	
	0.39	2.2%	2.9%	3.7%	4.4%	5.1%	5.8%	6.5%	
	0.4	1.8%	2.5%	3.2%	3.9%	4.6%	5.3%	6.0%	
	0.41	0.3%	1.0%	1.7%	2.3%	3.0%	3.7%	4.3%	
0.42	0.3%	1.0%	1.7%	2.3%	3.0%	3.7%	4.3%		
0.43	0.3%	1.0%	1.7%	2.3%	3.0%	3.7%	4.3%		
0.44	0.3%	1.0%	1.7%	2.3%	3.0%	3.7%	4.3%		

- ◆ 26年欧洲天然气价格上涨+各国刺激政策陆续出台，销量增速恢复至40-50%
- ◆ 26年装机需求从13gwh，上调至14gwh，但考虑经销商补库，实际需求或达到20-25gwh，总体上修5gwh。

图：欧洲天然气价格



表：欧洲新增储能容量及增速

欧洲	2025	2026E	2027E
合计当年新增储能 (Gwh)	10.29	14.08	17.71
-容量增速	-5%	37%	26%
德国	4.4	4.6	5.1
-增速	-12%	5%	10%
意大利	1.9	2.0	2.2
-增速	-30%	5%	10%
英国	0.8	2.5	3.8
-增速	14%	213%	52%
乌克兰	1.3	2.3	3.0
-增速		77%	30%
其他	1.9	2.7	3.6
-增速	17%	42%	37%

- ◆ 我们预计25年全球储能电池需求641gwh，同增95%，26年我们预计全球储能需求上修至60%增长至1024GWh。考虑当前储能渗透率较低，远期空间庞大，我们预计2027年全球储能仍可维持30%+增长，至1357GWh；2030年需求超2300GWh，占锂电需求40%+。
- ◆ 总体看，2026年国内和美国仍有超预期空间。

表：全球储能电池需求测算

全球市场	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
全球储能装机需求 (Gwh)	211.9	361.2	582.7	812.1	1036.8	1261.7	1529.2
-储能装机增速	67%	70%	61%	39%	28%	22%	21%
-放大比例	155%	177%	176%	167%	157%	155%	154%
全球储能出货量 (Gwh)	329	641	1,024	1,357	1,630	1,959	2,351
-储能出货增速	61%	95%	60%	33%	20%	20%	20%
其中储能出货量：分区域							
美国 (Gwh)	88	128	174	213	257	327	435
-增速	49%	46%	36%	22%	21%	27%	33%
-占比	27%	20%	17%	16%	16%	17%	18%
中国 (Gwh)	144	286	432	536	590	656	734
-增速	86%	98%	51%	24%	10%	11%	12%
-占比	44%	45%	42%	40%	36%	33%	31%
欧洲 (Gwh)	44	92	157	222	276	331	391
-增速	39%	111%	70%	41%	24%	20%	18%
-占比	13%	14%	15%	16%	17%	17%	17%
其他地区 (Gwh)	53	134	261	386	507	646	792
-增速	46%	153%	94%	48%	31%	27%	22%
-占比	16%	21%	25%	28%	31%	33%	34%

需求合计：26年动储上修至34%增长，27年23%+

- ◆ 电池需求：26年我们预计全球动力储能需求2769GWh，同增34%，消费170GWh，合计2939GWh，同比增长32%；27年动储需求3392GWh，同增23%，总体3579GWh，同比增长22%。

图：动力及储能电池需求增速预期

	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
全球动力电池实际需求 (gwh)	1,062	1,418	1,745	2,035	2,339	2,694	3,115
YoY	22%	34%	23.0%	16.6%	14.9%	15.2%	15.6%
全球消费类电池合计 (gwh)	144	162	170	187	206	227	249
国内消费类电池 (gwh)	78	90	95	104	115	126	139
海外消费类电池 (gwh)	65	72	76	83	91	101	111
全球储能电池合计 (gwh)	329	641	1,024	1,357	1,630	1,959	2,351
YoY	61%	83%	60%	33%	20%	20%	20%
国内储能电池 (gwh)	144	286	432	536	590	656	734
海外储能电池 (gwh)	185	355	592	821	1,040	1,303	1,617
全球动力+储能电池实际需求合计 (gwh)	1,390	2,059	2,769	3,392	3,969	4,654	5,466
YoY	29%	48%	34%	23%	17%	17%	17%
全球锂电池合计 (gwh)	1,534	2,221	2,939	3,579	4,176	4,880	5,715
YoY	27%	45%	32.3%	21.8%	16.7%	16.9%	17.1%

供需：供需格局大幅好转，具备涨价弹性

供需：需求超预期，26-27年产能利用率明显改善

- ◆ 动储需求两旺，24年起电池龙头率先开始有序扩产，但材料厂商扩产相对谨慎，26年行业拐点明确，27年产能利用率将进一步提升。

图：主流环节产能利用率情况

铁锂正极	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年E	2027年E
供给 (万吨)	114.6	225.7	401.1	526.9	736.9	937.7
-同比	166%	97%	78%	31%	40%	27%
需求 (万吨)	100.9	163.4	250.8	433.7	620.0	767.7
-同比	157%	62%	53%	73%	43%	24%
产能利用率	88%	72%	63%	82%	84%	82%
负极	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年E	2027年E
全行业有效供给 (万吨)	137	233	331	451	521	597
同比	43%	70%	42%	36%	16%	14%
需求 (万吨)	125	171	220	321	427	522
同比	54%	37%	29%	46%	33%	22%
产能利用率	91%	73%	66%	71%	82%	87%
隔膜	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年E	2027年E
全行业有效供给 (亿平)	188.7	282.3	411.8	564.8	655.4	716.9
-同比	70%	50%	46%	37%	16%	9%
需求 (亿平)	160.3	209.6	276.5	404.3	533.1	642.0
-同比	56%	31%	32%	46%	32%	20%
产能利用率	85%	74%	67%	72%	81%	90%
6F	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年E	2027年E
全行业有效供给 (万吨)	13.7	25.3	34.1	37.1	43.4	54.3
-同比	73%	84%	35%	9%	17%	25%
需求 (万吨)	12.5	16.5	20.8	30.7	40.6	48.5
-同比	54%	33%	26%	47%	32%	20%
过剩	12,927	87,275	132,227	63,495	28,075	57,665
产能利用率	91%	65%	61%	83%	94%	89%
铜箔	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年E	2027年E
全行业有效供给 (万吨)	110	154	175	200	228	253
-同比	119%	40%	14%	14%	14%	11%
需求 (万吨)	64	84	104	143	184	215
-同比	63%	32%	25%	37%	28%	17%
过剩	46	70	70	56	44	38
产能利用率	58%	55%	60%	72%	81%	85%

- ◆ 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，二线电池厂涨价已落地，我们预计大客户Q2涨价落地。

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 0.3万/吨	德方 0.1万/吨	富临 0.2万/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 0.8万/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	2-3亿/万吨	0.6万/吨	璞泰来 0.05万/吨	尚太 0.25万/吨	中科 0.1万/吨	0.4万/吨
隔膜	1.5亿/亿平	0.8元/平	恩捷 0.1元/平	星源 0.03元/平	中锂 0元/平	0.3元/平
电解液	0.3亿/万吨	0.2万元/吨	天赐（含六氟） 0.6万/吨	新宙邦（含六氟） 0.4万/吨		0.05万元/吨 (不含自供)
六氟	3亿/万吨	1万/吨	多氟多 3万/吨	天际 2万/吨	天赐 5万/吨	0.5万/吨
铜箔	5亿/万吨	1万元/吨	诺德 0.2万/吨	嘉元 0.3万/吨	德福 0.5万/吨	0.7万元/吨
铝箔	1.5亿/万吨	0.3万/吨	鼎胜新材 0.25万/吨	万顺 0万/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

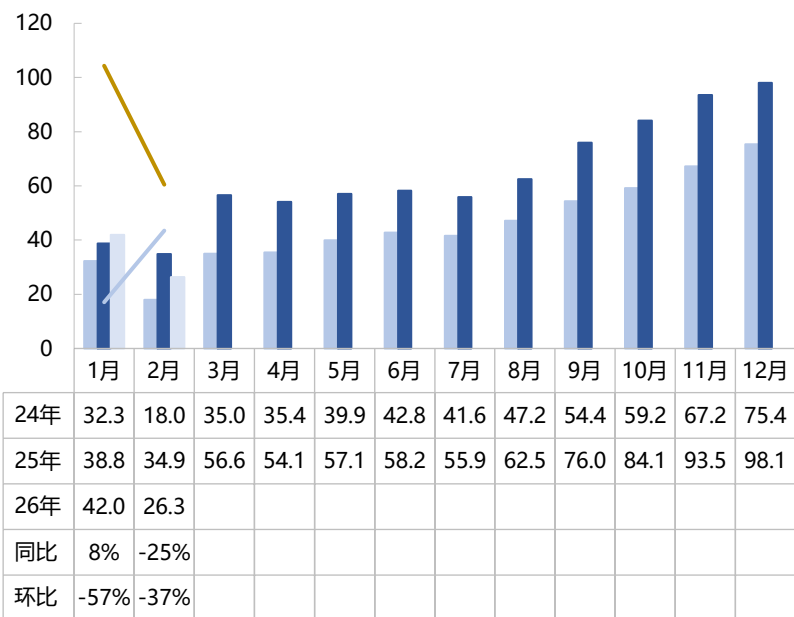
图 锂电材料利润弹性和估值

	市值 (亿元)	26年出货 (万吨、亿平)	27年出货 (万吨、亿平)	26E (涨价)				27E				
				涨价预期	单位盈利	业绩	估值	涨价预期	单位盈利	业绩	估值	
铁锂	湖南裕能	682	150	200	0.15	0.30	45	15	0	0.30	61	11
	富临精工	433	80	150	0.15	0.31	21	21	0	0.31	43	10
	德方纳米	129	40	50	0.15	0.11	5	29	0	0.11	6	23
	龙蟠科技	143	40	50	0.15	0.16	8	17	0	0.16	10	14
	万润新能	161	60	75	0.15	0.14	13	13	0	0.14	11	15
三元	当升科技	306	8	10	0	1.00	11	28	0	1.00	10	31
	容百科技	220	14	18	0	0.50	7	31	0	0.50	9	24
负极	尚太科技	194	45	60	0	0.25	11	17	0	0.25	15	13
	中科电气	156	45	55	0	0.15	7	23	0	0.15	8	19
	贝特瑞	338	80	90	0	0.15	12	28	0	0.15	14	25
	璞泰来	745	25	35	0	0.15	34	22	0	0.15	45	16
隔膜	恩捷股份	695	150	180	0.1	0.16	23	30	0.1	0.23	41	17
	星源材质	210	58	75	0.1	0.16	7	28	0.1	0.23	15	14
	佛塑科技	445	70	100	0.1	0.23	16	28	0.1	0.30	30	15
电解液 (假设六氟13w, 碳酸锂16w)	天赐材料	979	100	130	0.80	0.68	73	13	0.00	0.68	94	10
	新宙邦	474	45	60	0.80	0.60	25	19	0.00	0.60	29	16
	天际股份	182	4.2	5.5	4.0	3.01	13	14	0.00	3.01	17	11
	多氟多	358	6	7.5	4.0	3.51	22	16	0.00	3.51	27	13
	石大胜华	230	2.5	3.5	4.0	3.01	11	21	0.00	3.01	13	18
	海科新源	208	1.1	1.5	6.0	4.51	16	13	0.00	4.51	18	12
	华盛锂电	196	3	4.5	6.0	4.51	14	14	0.00	4.51	20	10
铜铝箔	鼎胜新材	230	28	40	0.1	0.33	11	22	0.0	0.33	15	16
	嘉元科技	221	15	20	0.3	0.53	9	25	0.3	0.75	15	15
	诺德股份	178	13	15	0.3	0.43	6	32	0.3	0.65	10	18
电池	宁德时代	19,894	950	1150	0.0	0.10	950	21	0.0	0.10	1150	17
	亿纬锂能	1,495	200	300	0.0	0.02	70	21	0.0	0.02	90	17

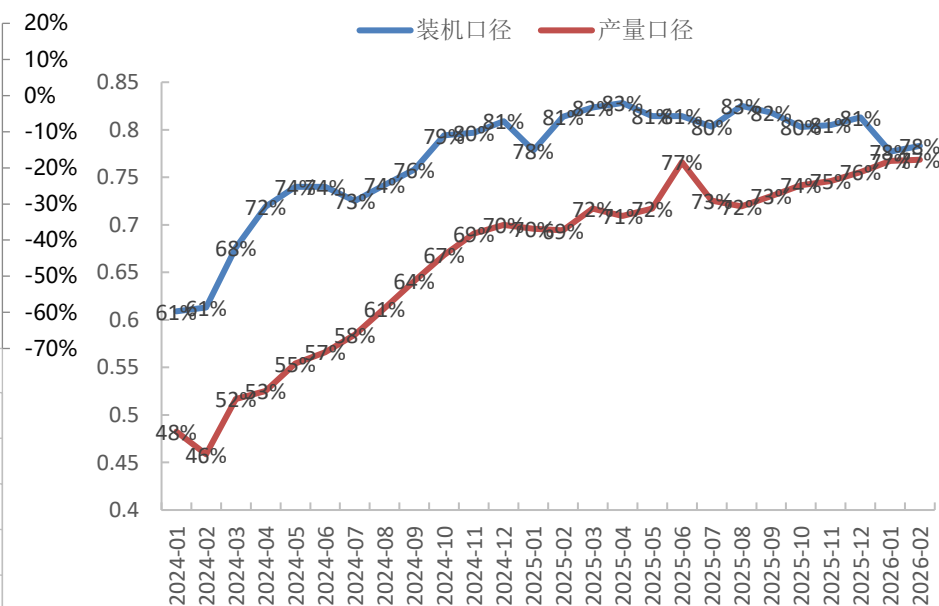
- 电池：单车带电量提升，储能满产满销，需求好于预期

- ◆ **1月全球动力电池装机量71.9GWh，同增12%，环减49%。**25年全球动力电池装机量1187GWh，同增32%。26年1月全球动力电池装机量71.9GWh，同环比+12%/-49%。
- ◆ **2月国内动力电池装机量26.3GWh，同减25%，环减37%。**26年2月国内动力电池装机量26.3GWh，同环比-25%/-37%，其中三元装机5.7GWh，同环比-11%/-39%，占比21.7%；铁锂装机20.6GWh，同环比-27.5%/-36.9%，占比78.3%。26年1-2月国内动力电池装机量68.3GWh，同减7.2%，其中三元15.1GWh，同增0.6%，铁锂53.3GWh，同降9%。
- ◆ **2月国内动力电池产量186.3GWh，同增39%，环减15%。**26年2月国内动力电池产量186.3GWh，同环比+39%/-15%，其中三元43.1GWh，同环比+5%/-15%，占比23%；铁锂143.2GWh，同环比+54%/-14%，占比77%。26年1-2月国内动力电池产量404.3GWh，同增%，其中三元93.9GWh，铁锂310.4GWh。

图：国内电动车月度电池装机量 (GWh)



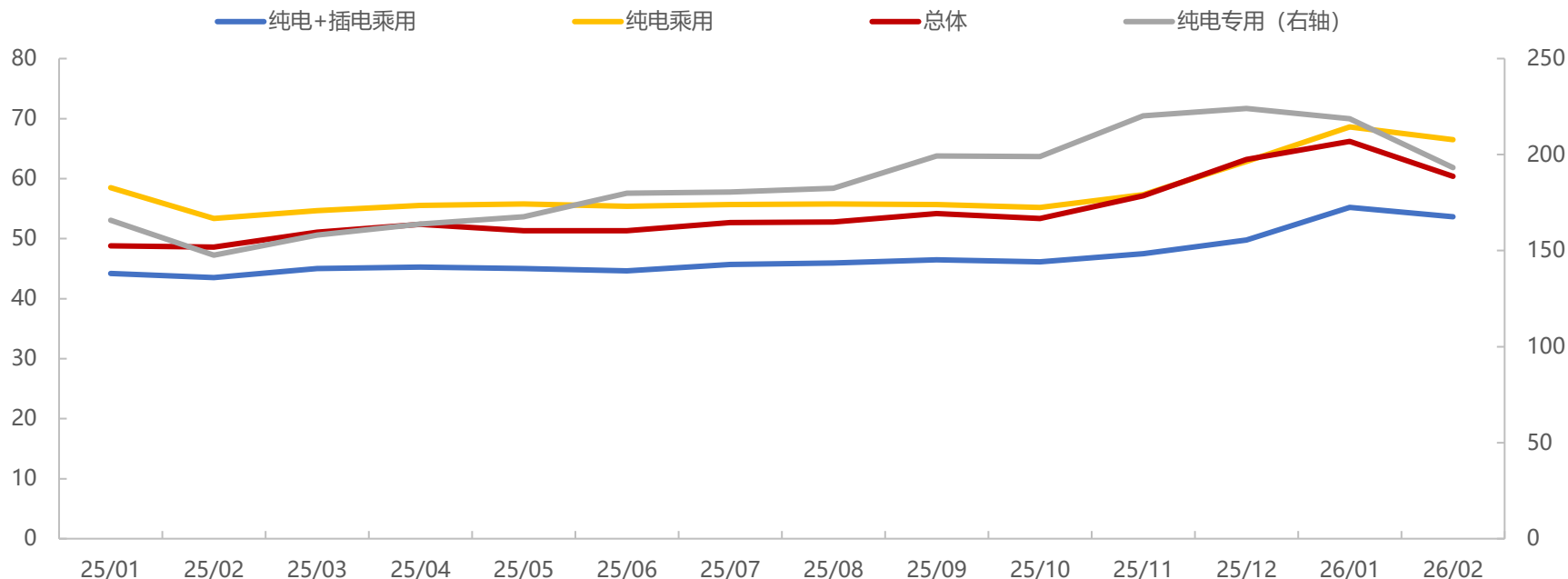
图：国内动力电池铁锂占比



电池：国内1-2月单车带电量63.7kwh，同增31%

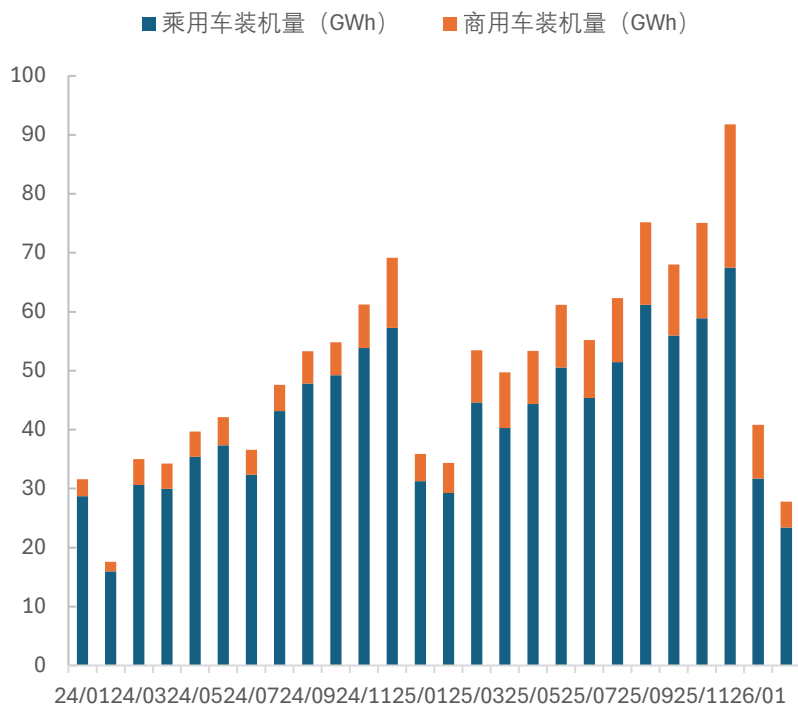
- ◆ **2月国内纯电+插电乘用车平均带电量53.6kwh，同比+23.2%，环比-2.9%。**26年2月纯电乘用车平均带电量66.5kwh，同增25%，环降3%；插电乘用车平均带电量为33.1kwh，同增31%，环降1%。1-2月国内纯电+插电乘用车平均带电量54.5kwh，同增24.3%。
- ◆ **2月纯电专用车带电量193.3kwh，同比+30.9%，环比-11.6%。**26年2月纯电专用车装机4.07gwh，同比-14.4%，在国内装机中占比同比提升0.8pct至14.6%，单车带电量193kwh，同增30.9%，环减11.6%。
- ◆ **2月国内平均单车带电量60.37kwh，同比+24%，环比-9%，同比增加明显。**1-2月国内新能源车单车带电量63.7kwh，同增31%。

图：国内乘用车平均带电量 (kwh)

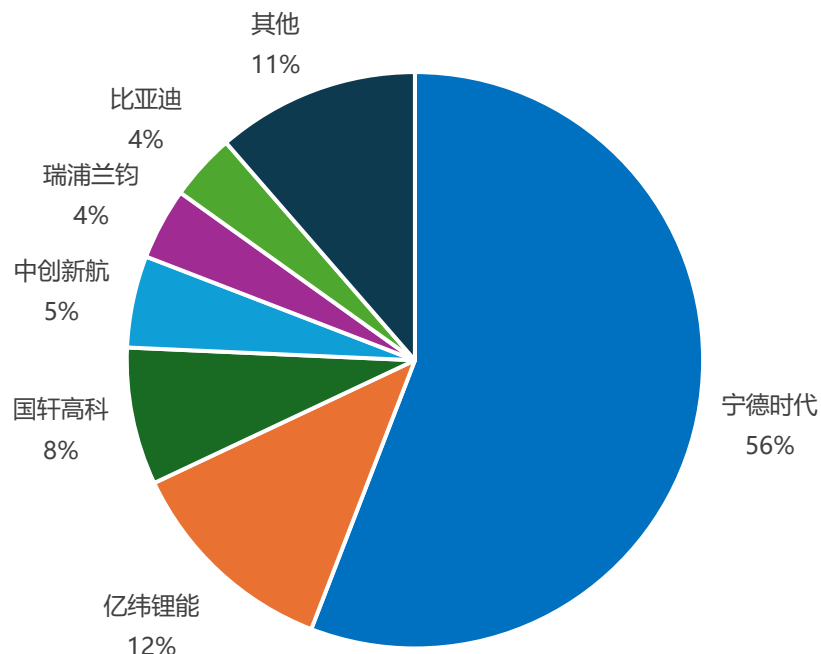


- ◆ **26年2月商用车装机4.4gwh，同环比-13.7%/-52.2%，占比提升明显。** GGII口径，25年商用车装机136.7gwh，占国内装机19%，26年1-2月为13.5gwh，同比增38.8%，占总装机20%（70%为重卡），单车装机201kwh，我们预计全年装机需求超200gwh。其中，2月商用车装机4.4gwh，同环比-13.7%/-52.2%。而乘用车2月装机23.4gwh，同环比-20%/-26.2%，1-2月累计55.1gwh，同比-9%。
- ◆ 26年2月商用车宁德时代份额56.1%，同环比-8.1pct/+3.0pct；亿纬锂能12.1%，同环比+4.0pct/+1.4pct；比亚迪3.8%，同环比-2.5pct/-0.8pct；中创新航5.2%，国轩高科7.7%，瑞浦兰钧4.0%。

图：国内动力电池装机（分商用车和乘用车）



图：26年2月国内商用车动力电池供应结构（GGII上险装机口径）

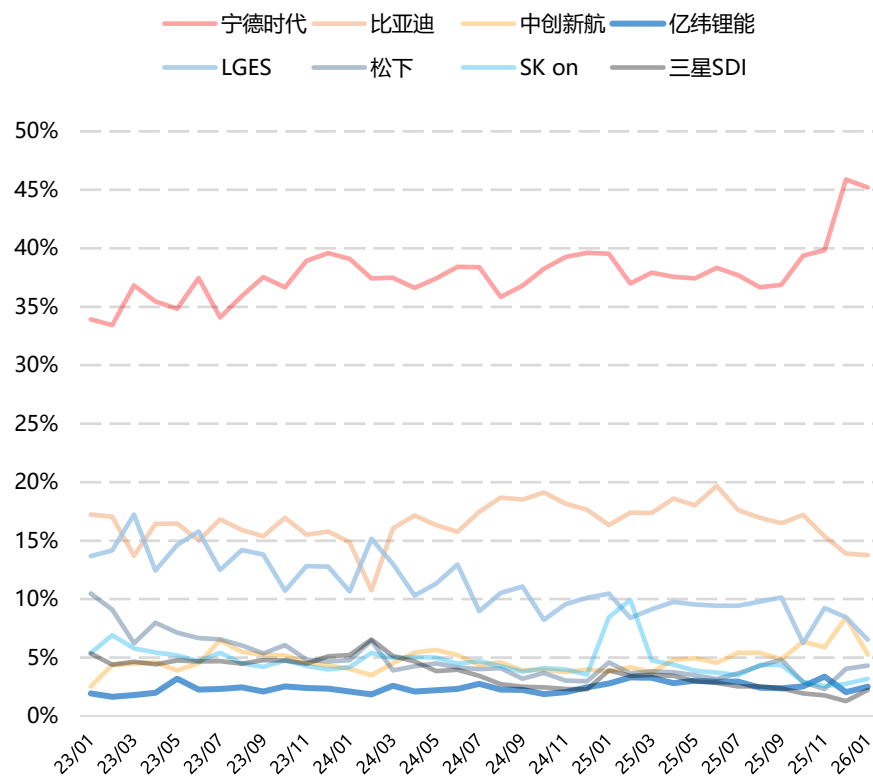


◆ **全球格局看，宁德时代1月全球份额45%，市占率再创历史新高，日韩厂商份额持续下降。**26年1月，全球动力电池装机总量71.9GWh，其中宁德时代份额45.2%，同增5.7pct，环降0.7pct，比亚迪份额13.8%，环降0.1pct，LG新能源6.5%，环降1.9pct，中创新航5.3%，环降3.2pct。松下、SK on、三星SDI、亿纬锂能、蜂巢能源份额均略有提升，国轩高科份额3.9%，环降2.2pct。

表：动力电池厂商全球装机量 (GWh, SNE口径)

Top10	简写	26年1月	占比	环比 (pct)	26年累计	占比	同比 (pct)
1	宁德时代	32.5	45.2%	-0.7	32.5	45.2%	5.7
2	比亚迪	9.9	13.8%	-0.1	9.9	13.8%	-2.6
3	LG新能源	4.7	6.5%	-1.9	4.7	6.5%	-3.9
4	中创新航	3.8	5.3%	-3.2	3.8	5.3%	1.5
5	松下	3.1	4.3%	0.3	3.1	4.3%	-0.3
6	国轩高科	2.8	3.9%	-2.2	2.8	3.9%	0.1
7	SK on	2.3	3.2%	0.4	2.3	3.2%	-5.3
8	蜂巢能源	1.9	2.6%	1.9	1.9	2.6%	0.1
9	亿纬锂能	1.8	2.5%	0.4	1.8	2.5%	-0.3
10	三星SDI	1.6	2.2%	0.9	1.6	2.2%	-1.7
前十总量		64.4	89.6%	-4.0	64.4	89.6%	-6.7
其他		7.5	10.4%	4.0	7.5	10.4%	6.7
全球总量		71.9	100.0%	-	71.9	100.0%	-

图：动力电池厂商全球市占率 (SNE口径)

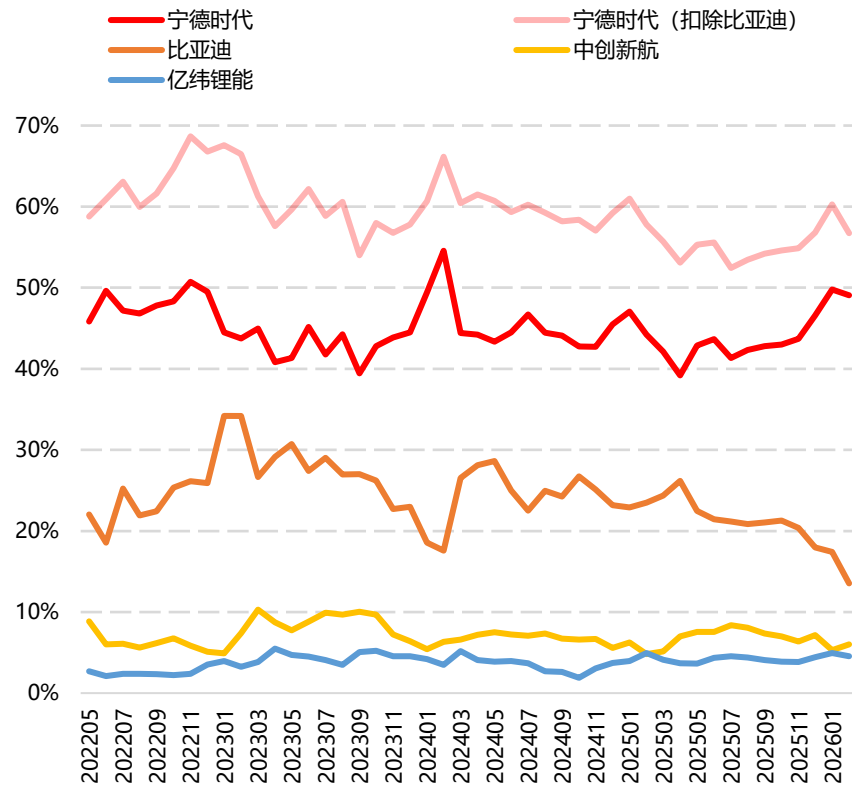


◆ **国内格局看，宁德时代2月装机份额49%，同增3.8pct，环降0.7pct。**26年2月，国内装机26.3GWh，宁德时代份额49%，环比-0.7pct；比亚迪份额13.5%，环比-3.9pct；中创新航份额6%，环比+0.7pct；国轩高科份额5.3%，环比+0.8pct。26年1-2月，国内动力累计装机68.3GWh，其中宁德时代份额49.5%，同比+3.8pct，比亚迪份额15.9%，同比-7.25pct，国轩高科、亿纬锂能、欣旺达、正力新能、瑞浦兰钧、吉曜通行等二线厂商份额提升明显。

表：动力电池厂商国内装机量 (GWh, 不含出口)

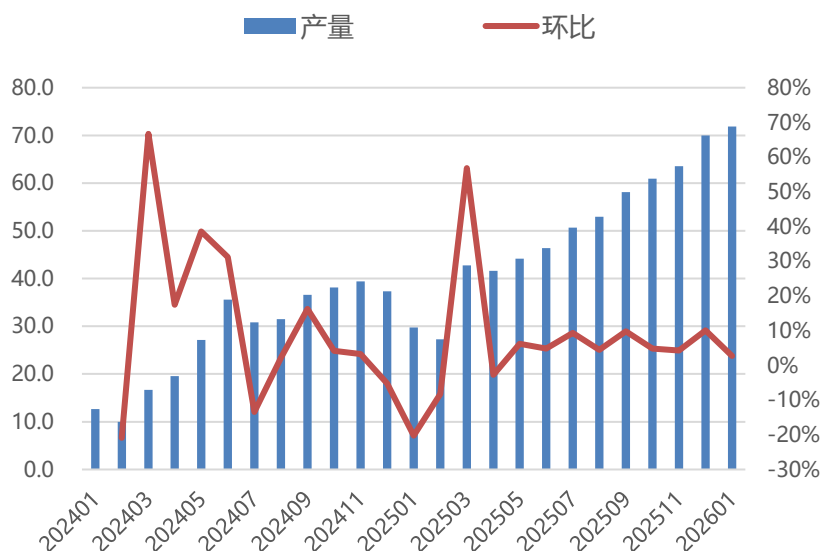
Top10	简写	26年2月	占比	环比 (pct)	26年累计	占比	同比 (pct)
1	宁德时代	12.90	49.05%	-0.74	33.81	49.50%	3.80
2	比亚迪	3.56	13.54%	-3.89	10.88	15.93%	-7.25
3	中创新航	1.58	6.01%	0.72	3.8	5.56%	0.00
4	LG新能源	1.42	5.40%	4.68	1.72	2.52%	1.87
5	国轩高科	1.39	5.29%	-0.79	3.94	5.77%	0.73
6	亿纬锂能	1.2	4.56%	-0.37	3.27	4.79%	0.36
7	瑞浦能源	0.82	3.12%	0.07	2.1	3.07%	1.08
8	欣旺达	0.75	2.85%	0.04	1.93	2.83%	1.01
9	吉曜通行	0.66	2.51%	0.68	1.43	2.09%	0.91
10	正力新能	0.54	2.05%	-0.02	1.41	2.06%	1.10
前十总量		24.82	94.37%	-1.39	64.27	94.10%	0.54
其他		1.48	5.63%	1.39	4.03	5.90%	-0.54
国内总量		26.30	100.00%	-	68.30	100.00%	-

图：动力电池厂商国内市占率 (%，不含出口)



- ◆ **25-26年全球储能电池产能利用率90%+**，一线和二线公司满产，26年底二线新产能释放后，紧缺有望缓解。2025年全球储能产能约670GWh+，产能利用率高达91%，26年新增产能释放，行业总体产能利用率我们预计仍在90%，头部公司可达到100%，储能电池电芯产能受限，紧缺持续至26H2。
- ◆ **宁德时代份额有所回升，二三线加速出海和大电芯布局。**格局上看，26年1月宁德时代市占率回升至25%，环比+0.7pct，亿纬锂能市占率为8.8%，环比-0.2pct；海辰储能市占率9.5%，环比-0.3pct，比亚迪市占率7.7%，环比-0.2pct。后续看，宁德时代25年底山东济宁一二期120GWh产能率先投产，且加大国内储能市场布局，我们预计份额将明显回升，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

	26年1月	单月占比	环比 (pct)	25年累计	累计占比
宁德时代	18.0	25.0%	0.7	151	25.7%
亿纬锂能	6.3	8.8%	-0.2	64.1	10.9%
瑞浦兰钧	5.0	7.0%	-0.2	43.2	7.3%
中创新航	5.0	7.0%	-0.2	48.6	8.3%
海辰储能	6.8	9.5%	-0.3	65.7	11.2%
比亚迪	5.5	7.7%	-0.2	57.3	9.7%
国轩高科	3.0	4.2%	-0.1	29.6	5.0%
远景能源	4.0	5.6%	0.8	30	5.1%
鹏辉能源	2.8	3.9%	-0.4	18	3.1%
赣锋锂电	2.1	2.9%	-0.1	17.3	2.9%
力神电池	1.0	1.4%	0.0	6.8	1.2%
派能科技	0.3	0.4%	0.0	2.56	0.4%
南都电源	1.2	1.7%	0.0	2.85	0.5%
双登富郎特	0.1	0.1%	0.0	0.2	0.0%
中天储能	0.1	0.1%	0.0	0.27	0.0%
其他	2.2	3.1%	-0.1	35.5	6.0%
合计	71.9	1.0	1.0	588.2	1.0

全球市场	2023	2024	2025E	2026E
全球储能出货量 (Gwh)	204	329	611	1,002
-储能出货增速(%)	61%	59%	86%	64%
全球储能产能 (Gwh)	300	420	670	1,112
全球储能产能利用率(%)	68%	78%	91%	90%

- ◆ **24Q4起龙头开始扩大资本开支，二线紧随其后，总体扩张稳健，并加大欧洲及东南亚布局。** 24Q4行业去库完成，排产恢复，龙头产能利用率提升至90%+，开始加大扩产，其中宁德、比亚迪计划25年分别扩建100gwh+产能，同时二线电池企业跟进，新建产能部分为大容量储能电芯，并且新建产能多集中欧洲和东南亚。从产能利用率看，25年我们预计达75%，同比提升7pct，26年总体产能利用率平稳。
- ◆ **26年龙头量增长确定性更高，通过储能+商用车提升份额。** 出货方面，26年主流厂商我们预计出货超2.7TWh，同增38%，其中宁德时代出货950GWh，同增43%，增长相比二线确定性更高，主要通过储能+商用车提升份额。

图：主流电池企业产能、出货量及产能利用率

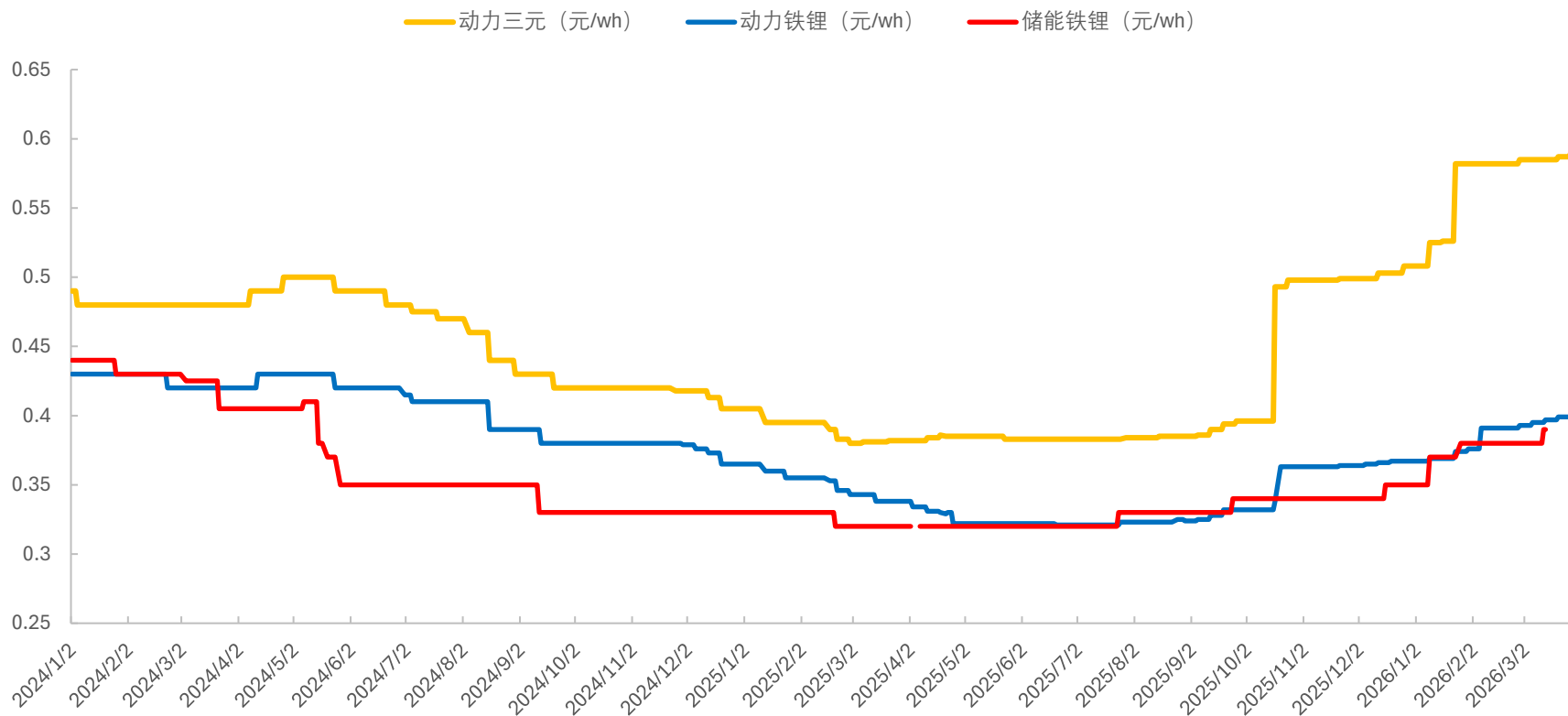
	产能 (GWh)			出货量 (GWh)			产能利用率		
	2024有效	2025有效	2026E有效	2024	2025	2026E	2024	2025	2026E
宁德时代	576	745	1,195	485	661	950	84%	89%	80%
LG新能源	225	267	289	140	150	150	62%	56%	52%
比亚迪	308	362	467	220	270	330	72%	75%	71%
中创新航	110	140	194	70	115	180	64%	82%	93%
松下	67	85	97	50	55	60	75%	64%	62%
三星SDI	51	70	84	40	50	60	78%	72%	72%
亿纬锂能	100	140	219	80	121	200	80%	86%	91%
国轩高科	139	164	196	64	100	150	46%	61%	77%
SKI	81	112	126	45	50	55	56%	45%	44%
欣旺达	60	60	101	24	40	70	40%	67%	69%
蜂巢能源	50	60	80	27	45	60	54%	75%	75%
瑞浦兰钧	60	87	120	44	80	100	73%	92%	83%
孚能科技	19	32	54	15	20	30	79%	63%	56%
鹏辉能源	35	45	60	10	30	40	30%	67%	67%
合计	2056	2665	3695	1399	2000	2755	68%	75%	75%

图：电池全行业供需平衡表

电池	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年E
供给 (gwh)	373	563	947	1544	2120	2725	3745
-同比	61%	51%	68%	63%	37%	29%	37%
需求 (动力+储能, gwh)	208	462	823	1076	1,390	2,059	2,769
-同比	39%	123%	78%	31%	29%	48%	34%
过剩 (gwh)	165	101	124	468	730	666	976
产能利用率	56%	82%	87%	70%	66%	76%	74%

- ◆ **动力电池价格持续上涨：**受原材料价格上涨影响，动力电池价格持续上涨，截至26Q1末，三元方形约为0.59元/wh，铁锂方形约为0.40元/wh，动力电池厂商通过原材料资源端布局，以及价格联动机制传导，盈利水平相对稳健。
- ◆ **储能电池价格稳中有升：**储能电池供需偏紧，满产满销，价格由24年底部0.28元/wh提升至26Q1末的0.40元/wh，储能新项目开始观望，碳酸锂涨价下需求有所反噬，后续价格上涨空间我们预计有限。

图：动力储能电池价格变化（元/wh）



- ◆ 25年中价格低点时，铁锂电芯成本0.23元/wh（不含税），其中BOM成本0.19元/wh；26年对于宁德实质性涨价影响比较大的是碳酸锂、电解液、铜，按照碳酸锂15万（成本上涨5分），六氟12万（成本上涨1分），铜箔11.7万/吨（成本上涨1分），测算对应电芯成本0.3元/wh，其中BOM成本0.26元/wh，上涨7分（不含税），而二线电池企业成本上涨更高。

图：材料涨价对成本影响测算

磷酸铁锂 电芯原材料成本	单位用量	2025：铁锂			2026：铁锂（中性涨价）			
		单位	单位价格 (万)	单位成本 (元/wh)	单位价格 (万)	上涨 (万/吨)	单位成本 (元/wh)	上涨 (元/wh)
正极材料	2200	t	2.9	0.06	5.3	2.31	0.1	0.04
-正极加工费	2200	t	1.5	0.03	1.65	0.15	0.03	0
-碳酸锂（正极+电解液含量）	566	t	6	0.03	15	9	0.08	0.05
铝箔	350	t	3.3	0.01	3.55	0.25	0.01	0
-铝箔加工费	350	t	1.5	0	1.6	0.1	0	0
-铝价	350	t	1.8	0.01	2	0.2	0.01	0
铜箔	550	t	9.5	0.05	11.7	2.2	0.06	0.01
-铜箔加工费	550	t	1.5	0.01	1.7	0.2	0.01	0
-铜价	550	t	8	0.04	10	2	0.05	0.01
电解液	1274	t	1.8	0.02	2.72	0.92	0.03	0.01
-六氟磷酸锂	153	t	6	0.01	12	6	0.02	0.01
主要材料合计成本（元/wh）			0.13		0.2		0.07	

成本：宁德时代全方位领先二三线竞争对手

- ◆ 同等铁锂电芯，宁德生产的Bom成本低2分/wh，制造成本低1分/wh（不考虑折旧差异）。宁德能量密度高，对应材料单耗低2-5%，采购价格低5-10%，25年底材料企业对二线电池涨价落地，宁德尚未落地，涨价有难度，反映出其强大的供应链议价能力。宁德良率基本97-98%，比二线企业高2-3pct，且同等产品宁德定价高5-10%。因此，宁德时代在原材料上涨周期中能够有效缓冲成本压力，当原材料价格上涨时，宁德时代可以比竞争对手涨得更少甚至不涨。

图：宁德与二线厂商成本对比

磷酸铁锂	2026: 铁锂 (宁德)					2026: 铁锂 (二线)				
	单位用量	单位	单位价格 (万)	单位成本 (元/wh)	单位成本占比	单位用量	单位	单位价格 (万)	单位成本 (元/wh)	单位成本占比
电芯原材料成本										
正极材料	2178	t	4.77	0.09	37%	2243	t	4.94	0.1	38%
-正极加工费	2178	t	0.55	0.01	4%	2243	t	0.6	0.01	5%
-磷酸铁	2178	t	1.1	0.02	9%	2243	t	1.1	0.02	8%
正极集流体 (铝箔)	343	t	3.55	0.01	4%	353	t	3.65	0.01	4%
-铝箔加工费	347	t	1.6	0	2%	357	t	1.7	0.01	2%
-铝价	347	t	2	0.01	2%	357	t	2	0.01	2%
负极活性物质 (石墨)	931	t	1.65	0.01	6%	959	t	1.7	0.01	6%
负极集流体 (铜箔)	539	t	11.7	0.06	23%	555	t	11.8	0.06	22%
-铜箔加工费	545	t	1.7	0.01	3%	561	t	1.8	0.01	3%
-铜价	545	t	10	0.05	19%	561	t	10	0.05	19%
电解液	1268	t	2.72	0.03	12%	1306	t	2.84	0.03	13%
-六氟磷酸铁锂	152	t	12	0.02	7%	157	t	13	0.02	7%
隔膜 (湿法涂覆)	1735	万m2	0.95	0.01	6%	1787	万m2	1	0.02	6%
壳体&辊压膜及其他	1	套	0	0.02	8%	1	套	0	0.02	8%
电芯材料成本合计(元/wh)			0.25		100%			0.26		100%
碳酸锂 (正极+电解液含量)	561	t	13	0.07	29%	578	t	13.5	0.08	30%
电费	3,000	万kwh	0.4	0.01		3,500	万kwh	0.4	0.01	
人工	60	人	10	0.01		75	人	10	0.01	
折旧(元/wh)	1	亿		0.02		1	亿		0.01	
其他				0.01					0.01	
电芯材料制造成本合计(元/wh)			0.05					0.04		
合格率				98.00%					95.00%	
产能利用率				100.00%					100.00%	
电芯成本合计 (元/wh), 不含税)			0.301					0.318		
电芯毛利率				20%					12%	
电芯售价 (含税, 元/wh)			0.408					0.403		

- ◆ 我们预计26年宁德电池盈利基本维持8-9分/wh，二线头部盈利2分/wh，且宁德质保金足额计提3.5%、折旧加速计，实际领先幅度更明显。此轮原材料涨价，宁德采购价涨幅小和慢，并且向下游顺价，宁德议价能力强，实际涨幅高于二线企业，盈利差距可能扩大。

图：宁德与二线厂商盈利对比

代表公司	单位	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4
宁德时代	出货 (GWh)	76	94	100	120	95	110	123	146	122	148	167	225
	单价 (元/Wh)	1.16	1.07	1.04	0.83	0.79	0.77	0.74	0.69	0.67	0.65	0.64	0.64
	单位净利 (元/Wh)	0.09	0.1	0.09	0.12	0.09	0.1	0.12	0.08	0.09	0.09	0.09	0.08
亿纬锂能	出货 (GWh)	9.3	12.4	14.6	18.2	13.5	21	21.9	24.3	22.8	27.3	34.59	36.51
	单价 (元/Wh)	1.15	0.89	0.8	0.67	0.6	0.52	0.5	0.54	0.52	0.52	0.47	0.4
	单位净利 (元/Wh)	0.03	0.03	0.04	0.03	0.02	0.01	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.03
国轩高科	出货 (GWh)	9	11	11	14	12	15	16	18	18	22	23	
	单价 (元/Wh)	0.89	0.79	0.67	0.77	0.71	0.7	0.59	0.64	0.57	0.52	0.48	
	单位净利 (元/Wh)	0	0	0	0	0.01	0.01	0.01	0.02	0	0.01	0	
欣旺达 (动储)	出货 (GWh)	2.2	2.8	3	3.8	3.9	4.4	6.8	10.2	6.8	9.3	11	
	单价 (元/Wh)	1.19	1.16	1.04	0.85	0.78	0.89	0.66	0.55	0.55	0.6	0.6	
	单位净利 (元/Wh)	-0.16	-0.08	-0.08	-0.2	-0.11	-0.1	-0.07	-0.02	-0.08	-0.06	-0.04	
欣旺达 (锂威)	收入 (亿元)	10.5	13	15	10	15	16.6	16	13.5	17	20	24	
	净利率	8%	11%	15%	15%	14%	20%	17%	15%	13%	12%	12%	
	净利润 (亿元)	0.84	1.4	2.25	1.5	2.1	3.32	2.72	2	2.21	2.4	2.8	

- ◆ **成本传导顺畅、盈利韧性强。**与25年中相比，碳酸锂涨价9万/吨带来铁锂电芯成本上涨5分/wh、铜铝1分/wh、电解液1分/wh，合计成本上涨7分/wh，最新电池报价已调整至接近0.4元/wh，完全反应成本上涨。除了国内储能老订单调整相对滞后（按5%出货占比，考虑影响5分/wh，实际仅影响20亿利润），其余客户基本1-2个月联动，传导较为顺畅，因此电池盈利水平可维持8分/wh左右。
- ◆ **锂价上涨反噬中低端需求、宁德受冲击较小。**国内中等储能项目，电芯价格上涨2-3分/wh，IRR下降1pct，当前电芯价格对应IRR下降4pct，低收益率项目开始延期，而宁德电池更多应用高收益率项目和海外市场。动力端，宁德在高端车型中占比更高，成本敏感性低，因此需求冲击有限，我们仍预期公司今年排产1.1TWh，同比增50%，出货量900-1000GWh。
- ◆ **产业链布局完善、投资收益贡献明显利润。**宁德时代持股洛阳钼业24.68%，我们预计26年贡献86亿投资收益；柘下窝有望26Q2复产，当年贡献5万吨产量，按照碳酸锂价格15万/吨，对应可贡献30亿利润。此外，公司持有13.54%天华新能，合计26年资源端有望新增70亿+利润。
- ◆ **原材料涨价情况下、宁德将进一步强化竞争优势。**宁德相对于小电池企业，价格传导更顺畅，同时采购端议价能力更强，而小电池企业原本微利或亏损，26年盈利压力加大。并且宁德26年产能加速释放，在储能、商用车领域，份额将明显回升。
- ◆ **投资建议：**我们预计公司26-28年归母净利润962/1215/1469亿元，同增33%/26%/21%，对应PE为20/16/13x，考虑到公司为全球动力电池龙头，技术、成本客户行业领先，26年市占率有望进一步提升，给予26年30x PE，对应目标价632元，维持“买入”评级。

图：宁德时代分业务营收及利润拆分

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
动力电池系统					
收入 (百万)	253,041	316,506	452,722	531,357	585,466
YOY	-11%	25%	43%	17%	10%
毛利率	23.94%	23.84%	21.95%	21.85%	23.65%
净利润 (百万)	35,214	45,747	56,023	66,950	84,625
YOY	9%	30%	22%	20%	26%
-收入占比	69%	63%	60%	57%	59%
储能系统					
收入 (百万)	57,290	62,440	138,257	182,778	213,360
YOY	-4%	9%	121%	32%	17%
毛利率	26.84%	26.71%	22.70%	22.39%	24.52%
净利润 (百万)	9,393	10,562	17,996	23,872	32,432
YOY	31%	12%	70%	33%	36%
-收入占比	19%	15%	19%	20%	23%
锂电材料					
收入 (百万)	28,700	21,861	24,108	28,930	34,715
YOY	-15%	-24%	10%	20%	20%
毛利率	10.51%	27.27%	27.00%	27.00%	27.00%
净利润 (百万)	699	3,803	4,030	4,927	6,018
YOY	66%	444%	6%	22%	22%
-收入占比	7%	5%	4%	4%	4%
电池矿产资源					
收入 (百万)	5,493	5,978	6,637	10,619	8,496
YOY	-29%	9%	11%	60%	-20%
毛利率	8.53%	11.25%	50.00%	50.00%	40.00%
净利润 (百万)	41	219	2,422	3,909	2,423
YOY	-94%	434%	1009%	61%	-38%
-收入占比	0%	0%	3%	3%	2%
其他					
收入 (百万)	17,488	16,917	18,608	20,469	22,516
YOY	21%	10%	10%	10%	10%
毛利率	51.77%	74.20%	65.00%	70.00%	75.00%

- ◆ **Q4业绩略好于预期。**公司25年营收615亿元，同增26%，归母净利润41亿元，同增1%，扣非净利润31亿元，同降2%，毛利率16.2%，同降1.2pct；其中25年Q4营收165亿元，同环比+13%/-2%，归母净利润13.2亿元，同环比+49%/+9%，扣非净利润11.6亿元，同环比+75%/+48%，毛利率16.8%，同环比-0.7/+3.1pct。
- ◆ **储能+大圆柱+商用车贡献增量、26年我们预计超200GWh。**公司25年出货121GWh，同增50%，其中动力出货50GWh，同增66%，储能出货71GWh，同增41%；公司Q4出货38.2GWh，同环比+57%/+16%，其中动力出货15.6GWh，同环比+62%/+19%，储能出货22.6GWh，同环比+54%/+15%。我们预计公司26年出货200GWh+，同增65%，其中动力80GWh，同增69%，含大圆柱15-20GWh，开启放量，商用车40GWh，翻倍增长，储能120GWh+，同增近70%。
- ◆ **涨价落地、布局上游、盈利水平可维持0.025元/wh。**25年动力收入259亿元，同比+35%，单wh价格0.58元，同比-19%，毛利率15.5%，同比-1.3pct，其中25H2单wh价格0.52元，环比-23%，毛利率13.5%，环比-4pct，受返利计提以及国内乘用车电芯放量，均价下降，但Q4单wh利润已修复至0.03元/wh。储能端，25年收入244亿元，同比+28%，单wh价格0.39元，同比-9%，毛利率12.3%，同比-2.4pct，其中H2单wh价格0.38元，环比-7%，毛利率12.5%，环比+0.4pct，Q4单wh利润提升至0.02元。展望26年，公司成本传导相对顺畅，且公司25年末已形成3.7亿套期工具收益，同时公司中游材料合资公司25H2盈利已明显改善，有效对冲，我们预计26年电池单wh利润可维持0.025元。
- ◆ **投资建议：**我们预计26-28年归母净利72.3/95.2/124.2亿元的预期，同比+75%/+32%/+30%，对应PE为18x/13x/10x，考虑到公司出货高速增长，给予26年30x估值，对应目标价103元/股，维持“买入”评级。

表：亿纬锂能盈利预测

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	48,614.56	61,469.63	97,034.97	123,877.44	151,302.65
同比 (%)	-0.35	26.44	57.86	27.66	22.14
归母净利润(百万元)	4,075.59	4,134.30	7,234.66	9,520.74	12,418.73
同比 (%)	0.63	1.44	74.99	31.60	30.44
EPS-最新摊薄(元/股)	1.94	1.97	3.45	4.54	5.92
P/E (现价&最新摊薄)	31.23	30.78	17.59	13.37	10.25

- 隔膜：一轮涨价已落地，26-27年供给紧缺有望持续上涨

- ◆ **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26Q1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，没有大规模扩产计划，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	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)	2026E有效产能 (基膜成品)	2027E有效产能 (基膜成品)	2028E有效产能 (基膜成品)
上海恩捷	湿法+干法	72.3	86.8	124.8	140.8	150.8	165.8
星源材质	湿法+干法	27.8	40.8	50.8	61.8	68.3	76.7
中材科技	湿法	20.8	44.8	60.0	70.0	80.0	100.0
沧州明珠	湿法+干法	3.3	4.9	9.9	12.4	12.4	12.4
璞泰来	湿法	3.0	10.0	20.0	40.0	60.0	70.0
比亚迪	湿法	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
北大先行	湿法	4.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0
天津东皋	湿法	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
鸿图隔膜	湿法	2.5	3.5	5.5	6.5	6.5	6.5
中科科技	湿法+干法	1.3	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	0.8
河南义腾	湿法+干法	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
恒力石化	湿法		4.4	10.0	19.0	19.0	19.0
河北金力	湿法	28.0	32.0	60.0	70.0	80.0	100.0
东航光科	干法	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
中兴新材	干法	20.0	25.0	30.0	30.0	30.0	30.0
南通天丰	干法	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
美联新材	湿法	1.0	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5
中科华联	湿法	3.0	8.0	10.0	15.0	20.0	30.0
厚生新能源	湿法	10.0	20.0	20.0	26.0	20.0	20.0
博盛新材	干法	6.0	9.4	12.4	15.4	15.4	15.4
盈博莱	干法	1.2	7.0	10.0	10.0	10.0	10.0
长阳科技	干法	4.0	8.0	9.6	9.6	9.6	9.6
武汉惠强	干法	10.0	15.0	20.0	23.0	23.0	23.0
其他产能		5.0	8.0	12.0	12.0	12.0	12.0
产能合计	干法	63.8	93.0	118.6	129.6	129.6	129.6
	湿法	184.0	223.5	306.1	348.2	369.7	408.1
	合计	230.0	351.1	488.5	579.1	640.6	724.0

- ◆ **隔膜行业25年产能利用率底部企稳，龙头厂商满产满销，26年我们预计实现供需拐点，27年产能利用率提升至90%。**我们测算产能利用率从2025年的72%提升至2027年的90%。当前头部厂商湿法产能已满产，中材25年产能利用率提升至60%+，新进入者产能已基本投产，暂无新增产能大幅投产，干法产能联合挺价，26年供需拐点明确。

图：隔膜行业供需测算

隔膜	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年E	2027年E
全行业有效供给 (亿平)	188.7	282.3	411.8	564.8	655.4	716.9
-同比	70%	50%	46%	37%	16%	9%
需求 (亿平)	160.3	209.6	276.5	404.3	533.1	642.0
-同比	56%	31%	32%	46%	32%	20%
产能利用率	85%	74%	67%	72%	81%	90%

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E产能	26年E出货	产能利用率
恩捷股份	125	110	88%	135	150	110%
星源材质	60	50	83%	75	60	80%
中材科技	60	40	67%	60	60	100%
璞泰来	20	15	75%	20	20	100%

- ◆ **湿法26Q1已上涨10%，4月大客户有望涨价15-20%，其余客户有望二次涨价。**25年龙头公司均微利，其余厂商亏损，头部厂商挺价意愿显著，26Q1除大客户外已涨价落地10%，部分客户涨价20-30%，Q2大客户涨价有望落地15-20%，其余客户二轮谈价顺利，价格弹性明显。

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	2025Q3	2025Q4
恩捷股份	出货	30.1	46.5	10	12	15	12.5	12.2	15.3	20	20.5	21	25.2	32	35
	单价	2.38	2.33	2.9	2.83	2.66	2.67	2.16	1.82	1.52	1.48	1.47	1.36	1.33	1.34
	单位净利	0.85	0.84	0.6	0.6	0.5	0.3	0.13	0.09	0.08	-0.25	0.01	0.04	0.04	0.08
星源材质	出货	11.3	17	4.2	6	7.8	7.3	6.4	10	11.5	12.6	11	11.5	12	13.2
	单价	1.71	1.9	1.79	1.3	1.24	1.25	1.27	1.06	0.94	0.88	0.91	0.99	1.00	-
	单位净利	0.25	0.45	0.4	0.33	0.33	0.05	0.15	0.08	0.08	0.08	0.03	0.01	-0.02	0

- ◆ **部分客户涨价落地10-20%，大客户有望跟进，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0.5元+，恩捷、星源均有海外产能落地，我们预计盈利明显修复。且考虑国内隔膜价格呈触底回升趋势，其中小客户已落地10-20%，大客户谈价中，我们预计恩捷26年23亿净利润，27年40亿+净利润，佛塑净利润26年16亿，27年30亿，龙头盈利弹性明显。

表：主流厂商利润空间测算（净利润为考虑涨价后的弹性测算；单位：亿平，亿元）

	市值 (亿元)	26年出货 (万吨、亿平)	27年出货 (万吨、亿平)	26E (涨价)				27E			
				涨价预期	单位盈利	净利润	估值	涨价预期	单位盈利	净利润	估值
恩捷股份	695	150	180	0.1	0.16	23	30	0.1	0.23	41	17
星源材质	210	58	75	0.1	0.16	7	28	0.1	0.23	15	14
佛塑科技	445	70	100	0.1	0.23	16	28	0.1	0.30	30	15

- ◆ **佛塑科技收购河北金力，布局湿法隔膜，金力5 μ m产品行业领先。** 2026年1月公司以交易对价50.8亿收购河北金力布局锂电湿法隔膜领域，金力为国内湿法隔膜龙二，25年国内市占率18%，同增5pct，市占率快速提升。随电池能量密度要求提升对隔膜超薄化提出更高要求，隔膜行业5 μ m产品逐步起量。当前金力在超薄高强隔膜占据绝对主导地位，2024年金力高穿刺强度5 μ m湿法隔膜市占率高达63%，当前仅宁德时代等少数公司大规模应用5 μ m产品，且满足头部电池企业要求的仅有金力和蓝科途，金力为宁德时代5 μ m隔膜主供，我们预计25年金力出货47亿平，26年出货70亿平，其中5 μ m分别出货20/50亿平，连续翻倍以上增长。
- ◆ **金力5 μ m新产品放量+全系涨价盈利弹性显著。** 价格端，5 μ m基膜均价0.8元/平+，高于普通产品60%，技术溢价明显，单位盈利我们预计高于普通产品0.1-0.2元/平。盈利端，公司25H1单平净利0.05元/平，7-10月单位净利已提升至0.09元/平，环比明显提升，且已明显领先同行，产品优势明显，公司25年5 μ m出货占比达35-40%左右，26-27年持续提升至80%，考虑公司5 μ m产品放量+普通产品陆续涨价，我们预计公司26年单位净利逐步提升至0.2元/平，27年我们预计提升至0.25元/平，盈利弹性显著。
- ◆ **盈利预测：** 我们预计25-27年归母净利润1.2/15.0/25.0亿元，同比+4%/+1106%/+67%，对应PE为324x/27x/16x，给予26年30xPE，目标价18.3元。

表 佛塑科技盈利预测

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	2,214.60	2,228.00	2,272.56	8,398.01	10,994.37
同比(%)	-15.96	0.61	2.00	269.54	30.92
归母净利润(百万元)	213.97	119.64	124.50	1,501.80	2,504.76
同比(%)	56.86	-44.08	4.07	1,106.22	66.78
EPS-最新摊薄(元/股)	0.09	0.05	0.05	0.61	1.02
P/E(现价&最新摊薄)	188.42	336.97	323.80	26.84	16.10

- ◆ **隔膜价格拐点已至、Q4盈利明显恢复。**我们预计公司25Q4隔膜出货35亿平+，环增10%+，同增70%+，公司25全年湿法我们预计出货110亿平+，同增65%+，考虑公司产能释放节奏，26年湿法我们预计出货140亿平+，同增20-25%。价格端，25Q4已有部分客户涨价落地，目前大客户谈价进行中，部分客户计划二次提价。盈利端，25Q4干法已扭亏，铝塑膜减亏，考虑存货减值、海外工厂爬坡亏损及铝塑膜业务影响，公司公告Q4补税影响0.4+亿元计入25年当期损益，公司预计影响25年归母净利0.4亿元，我们测算25Q4单平净利0.1元/平+，较Q3的0.04元/平环比大幅度提升；公司涨价陆续落地，且考虑公司海外产能逐步投产，匈牙利一期4亿平投产，美国7亿平涂覆开始打样，并规划匈牙利二期8亿平和马来西亚10亿平产能，我们预计26年海外客户占比进一步提升，26年盈利弹性明显。
- ◆ **布局硫化锂、固态电解质及膜产品，产品性能领先，贡献第二成长曲线。**子公司湖南恩捷开发布局硫化锂、硫化物固态电解质及电解质膜产品，在电导率、粒径控制等核心指标上处于行业领先水平，当前已实现硫化锂百吨级产线，硫化物固态电解质十吨及产线，并已对接头部客户。
- ◆ **盈利预测：**我们预计25-27年归母净利润1.4/25.4/31.5亿元，同比增长125%/1748%/24%，对应PE为472x/26x/21x，维持“买入”评级。

表 恩捷股份盈利预测

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	12,042.23	10,163.66	13,601.96	17,854.09	21,125.31
同比(%)	-4.36	-15.60	33.83	31.26	18.32
归母净利润(百万元)	2,526.69	-556.32	137.22	2,536.42	3,149.25
同比(%)	-36.84	-122.02	124.67	1,748.45	24.16
EPS-最新摊薄(元/股)	2.57	-0.57	0.14	2.58	3.21
P/E(现价&最新摊薄)	25.66	-116.53	472.43	25.56	20.58

- 电解液：六氟库存见底有望反转，溶剂价格已上涨

- ◆ **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年我们预计产能保持稳定，有3万吨产能我们预计紧张时投产，多氟多25、26年无新增产能，天际当前满产，26年有扩产计划，我们预计新增1万吨，石磊我们预计26年由2万吨扩产至4.6万吨，其余厂商暂无扩产计算，且小厂由于成本较高陆续退出，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，小厂产能已陆续关停（单位：吨）

	2020有效	2021有效	2022有效	2023有效	2024有效	2025有效	2026E有效
天赐材料	10,000	22,000	44,100	90,000	110,000	110,000	125,000
多氟多	9,000	14,000	37,000	58,000	65,000	65,000	65,000
江苏新泰	8,240	8,240	10,870	16,050	30,000	40,000	50,000
赣州石磊	0	3,000	4,000	5,800	10,000	20,000	46,000
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	7,000	7,000
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	10,000	10,000	10,000	10,000
石大胜华	2,000	2,000	2,000	11,000	35,000	35,000	35,000
永太科技	2,000	5,350	8,000	8,000	18,000	18,000	18,000
湖北宏源	5,000	5,000	6,500	9,200	10,000	10,000	12,000
东莞杉杉	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
贵州磷化					5,000	10,000	10,000
湖北犇星					3,100	3,100	3,100
福建龙德				13,000	13,000	13,000	13,000
山东立中						5,000	10,000
其他厂商	2,000	2,000	4,000	15,000	15,000	15,000	20,000
有效产能合计	52,640	79,590	137,470	252,550	340,600	370,600	433,600

- ◆ 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，26年供给43万吨，增长17%，26年需求40.6万吨，增长32%。25年产能利用率83%，26年产能利用率提升至94%。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，天赐产能利用率我们预计26年打满，26年行业供给我们预计实现紧平衡。

表：供需格局预测

6F	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年E
全行业有效供给 (万吨)	5.3	8.0	13.7	25.3	34.1	37.1	43.4
-同比		51%	73%	84%	35%	9%	17%
需求 (万吨)	4.7	8.1	12.5	16.5	20.8	30.7	40.6
-同比		74%	54%	33%	26%	47%	32%
产能利用率	89%	102%	91%	65%	61%	83%	94%

表：主流厂商产能利用率

	25年产能 (万吨)	25年出货 (万吨)	产能利用率	26年E产能 (万吨)	26年E出货 (万吨)	产能利用率
多氟多	6.5	5	77%	6.5	6.5	100%
天赐材料	11	8.8	80%	12.5	12.5	100%
江苏新泰	4	4	100%	5	5	100%
石大胜华	3.5	1	29%	3.5	2.5	60%
赣州石磊	2	2	100%	3.6	3.6	100%

- ◆ 行业散单价格回落至10万以内，随着头部厂商停产去库，当前库存仅1-2周，我们预计Q2价格反弹。天赐3月停产，行业去库明显，26Q1行业库存6000吨左右，近1-2周，我们预计4月库存见底，我们预计Q2价格反弹，随着头部厂商满产满销，我们预计散单价格反弹，26年六氟平均价格有望上涨至12万+，且有望进一步超我们预期。

表：电解液及六氟环节单位盈利（万吨，万元/吨）

代表公司	单位	2022A	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4
天赐	出货	31.5	7.9	8.8	11.7	11.2	9	11.1	13.6	16.1	14.8	16.4	18.8	21.8
	单价	7.08	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	单位净利	1.55	0.75	0.6	0.38	0.3	0.11	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08	0.4
新宙邦	出货	10.5	2.2	3	4.3	3.9	3.3	4.6	5.6	6.1	5.8	6.7	7.6	8.4
	单价	7.33	5.58	4.14	3.77	4.14	3.93	2.82	-	-	-	-	-	-
	单位净利	0.83	0.2	0.12	0.12	0.08	0	0.04	0.04	0.05	0	-0.01	-0.01	0.12
多氟多	出货	3	0.8	0.9	1.2	1.2	0.9	1	1	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2
	单价	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	单位净利						0.2	0.05	0.2	0.2	0.2	0.2	0.01	2.5
天际	出货	1.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7	1.2	1
	单价	27.75	16.08	12.37	10.54	10.54	5.56	5.56	6.13	6.79	-	-	-	-
	单位净利	5.36	0.7	0.4	0.6	0.4	0	-0.15	-0.5	-0.1	-0.15	-0.16	-0.41	2.5

盈利：六氟涨价，盈利弹性明显

- ◆ **六氟涨价，行业盈利弹性显著：**按照碳酸锂15万假设，若按六氟12万元/吨计算，我们预计天赐26年净利润59亿，天际26年9亿净利润；若按六氟15万元/吨计算，我们预计天赐26年净利润89亿，天际26年19亿净利润，盈利弹性可观。

表：主流厂商利润空间测算（万吨，亿元）

六氟单位盈利 (万元/吨)		2026E六氟价格 (万元/吨)							
		11	12	14	15	16	18	20	25
2026E碳酸锂价格 (万元/吨)	12	2.6	3.4	4.9	5.6	6.4	7.9	9.4	13.2
	13	2.4	3.2	4.7	5.5	6.2	7.7	9.2	13.0
	14	2.3	3.0	4.5	5.3	6.0	7.5	9.0	12.8
	15	2.1	2.8	4.3	5.1	5.8	7.3	8.8	12.6
	16	1.9	2.6	4.1	4.9	5.6	7.1	8.7	12.4
	17	1.7	2.4	3.9	4.7	5.5	7.0	8.5	12.2
	18	1.5	2.3	3.8	4.5	5.3	6.8	8.3	12.0
	19	1.3	2.1	3.6	4.3	5.1	6.6	8.1	11.8
	20	1.1	1.9	3.4	4.1	4.9	6.4	7.9	11.7
	25	0.2	0.9	2.4	3.2	3.9	5.5	7.0	10.7

六氟弹性测算 (假设碳酸锂价格15万元/吨)		2026E六氟价格 (万元/吨)						
		9	11	12	15	17	20	25
出货量 (万吨)	天赐材料	13	13	13	13	13	13	13
	多氟多	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5
	天际股份	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2
单位盈利 (万元/吨)	天赐材料	2.0	3.5	4.3	6.5	8.0	10.3	14.0
	多氟多	0.5	2.0	2.8	5.0	6.5	8.8	12.5
	天际股份	0.0	1.5	2.3	4.5	6.0	8.3	12.0
归母净利润 (亿元)	天赐材料	30	50	59	89	108	138	186
	多氟多	5	15	20	35	44	59	83
	天际股份	0	6	9	19	25	35	51
PE	天赐材料	33	20	16	11	9	7	5
	多氟多	68	24	18	10	8	6	4
	天际股份	-	29	19	10	7	5	4

盈利：丙二醇价格上涨，溶剂厂商享受价格弹性

- ◆ **溶剂副产品为丙二醇，3月起价格上涨弹性显著，溶剂企业盈利弹性明显：**丙二醇为溶剂副产品，此前不赚钱，受油价上涨影响，丙二醇由5000元上涨至1万元+，对溶剂企业盈利贡献显著。
- ◆ **VC价格Q1维持15万，主流厂商停产检修，价格有望开始反弹。**华一科技宣布全线停产检修15天，当前行业满产满销，停产有望带动行业供需好转，价格有望开始反弹。

表：丙二醇（左）及VC（右）价格图（万元/吨）



声明：信息仅供参考，据此操作责任自负

			假设1			假设2		
石大胜华	出货量 (万吨)	单位盈利 (万元/吨)	涨价 (万元/吨)	单位盈利 (万元/吨)	利润 (亿元)	涨价 (万元/吨)	单位盈利 (万元/吨)	利润 (亿元)
EC	15	0.15	0.1	0.2	3.4	0.2	0.3	4.5
DMC	15	-0.2	0	-0.2	-3.0	0	-0.2	-3.0
EMC	10	0.03	0	0.0	0.3	0	0.0	0.3
丙二醇	12	0	0.5	0.4	4.5	1	0.8	9.0
六氟	2.5	2.6	3	4.9	6.1	5	6.4	8.0
合计					11.3			18.8
			假设1			假设2		
海科新源	出货量 (万吨)	单位盈利 (万元/吨)	涨价 (万元/吨)	单位盈利 (万元/吨)	利润 (亿元)	涨价 (万元/吨)	单位盈利 (万元/吨)	利润 (亿元)
EC	30	0.15	0.1	0.2	6.8	0.2	0.3	9.0
DMC	20	-0.2	0	-0.2	-4.0	0	-0.2	-4.0
EMC	10	0.03	0	0.0	0.3	0	0.0	0.3
丙二醇	15	0	0.5	0.4	5.6	1	0.8	11.3
VC	1.1	6.8	2	8.3	9.1	5	10.5	11.6
合计					17.8			28.2

- ◆ **六氟供需紧平衡、我们预计26年供给进一步紧张。** 25年六氟行业供给30万吨+，其中小厂因成本较高部分产能关停，实际有效产能26万吨左右，天赐单月六氟排产0.8万吨，产能利用率85%，多氟多0.45万吨+，新线已满产，天际0.4万吨、宙邦0.2万吨均已满产，行业需求2万吨+已基本供给紧平衡，头部三家市占率达80%左右；26年，行业内仅石磊新增1.6万吨，天际新增1.5万吨产能26H2投产，行业有效供给我们预计43万吨，需求我们预计40万吨，供给紧平衡。
- ◆ **26年我们预计电解液出货100万吨+、六氟涨价盈利弹性明显。** 公司25年电解液出货超72万吨，同增40%+，我们预计25Q4出货22万吨，同环比+35%/+15%，我们预计26年Q1公司满产满销，出货略降，全年出货我们预计100万吨+，同增40%。我们预计25Q4外售锂盐折固约0.28万吨，环增40%，LIFSI外售0.29万吨，环比大幅增长400%，LIFSI添加比例明显提升，同比翻倍增长，26年我们预计出货4万吨，翻倍增长。盈利端，我们测算25Q4电解液单吨净利0.4万元+，较此前0.08万元大幅增长，对应六氟价格9-10万左右。26Q1六氟长单价格12万元/吨左右，按15万元/吨碳酸锂价格计算成本，对应公司单位净利我们预计可达0.6万元/吨左右，单位盈利进一步提升，弹性明显。
- ◆ **盈利预测：** 我们预计26-28年归母净利润70.3/83.0/97.8亿元，同比+416%/+18%/+18%，对应PE为13/11/9倍，给予26年20xPE，目标价69.2元，维持“买入”评级。

表 天赐材料盈利预测

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	12,518.30	16,649.89	32,667.77	38,078.51	46,525.09
同比(%)	-18.74	33.00	96.20	16.56	22.18
归母净利润(百万元)	483.93	1,361.92	7,029.95	8,304.57	9,775.79
同比(%)	-74.40	181.43	416.18	18.13	17.72
EPS-最新摊薄(元/股)	0.24	0.67	3.46	4.08	4.81
P/E(现价&最新摊薄)	181.94	64.65	12.52	10.60	9.01

- 磷酸铁锂：碳酸锂库存收益显著，五代产品开始起量

- ◆ **行业扩产较快，头部厂商仍有新增产能释放。** 铁锂行业22-24年规划项目均已投产，新建项目暂停，26年行业内裕能稳步扩产，我们预计26年新增35万吨，此外仅富临扩产较激进，年底产能达120万吨，邦普规划45万吨，26年我们预计贡献30万吨增量，其余扩产均谨慎，行业新增产能显著放缓。

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	2026E有效	2027E有效
德方纳米	20.4	26.5	26.5	37.5	42.5	47.0
龙蟠科技	9.2	17.2	24.0	27.0	45.0	67.0
泰丰先行	2.0	6.0	8.0	12.0	14.0	14.0
比亚迪	2.0	4.0	4.0	4.0	4.0	2.0
国轩高科	7.0	10.0	15.0	20.0	20.0	20.0
万润新能	12.0	18.7	34.0	42.0	60.0	70.0
湖南裕能	34.8	55.3	75.3	105.0	140.0	180.0
贵州安达	9.0	14.0	15.0	15.0	25.0	35.0
斯特兰	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
富临精工	6.0	20.5	14.5	25.0	80.0	120.0
重庆特瑞	7.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
厦钨新能		0.1	1.6	2.0	4.0	4.0
中伟与当升		0.2	4.0	6.0	12.0	20.0
长远锂科		0.5	4.8	6.0	6.0	6.0
天原股份				5.0	5.0	5.0
泰和科技		0.3	1.0	1.0	0.0	0.3
川发龙蟒			2.0	2.0	2.0	2.0
光华科技	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
丰元股份	1.0	3.5	10.0	10.0	10.0	10.0
司尔特		1.0	2.0	2.0	2.0	0.0
圣钒科技	5.0	7.5	10.0	30.0	50.0	80.0
融通高科	9.5	18.0	35.0	43.0	43.0	43.0
万华化学			5.0	10.0	15.0	30.0
金堂时代		10.0	15.0	20.0	20.0	20.0
湖南鹏博			3.0	5.0	5.0	5.0
协鑫锂能			9.0	15.0	20.0	30.0
其他			70.0	70.0	70.0	70.0
湖南邦普					30.0	45.0
合计	127.3	225.7	401.1	526.9	736.9	937.7

铁锂：25年产能利用率改善，26年稳中有升

- ◆ 我们预计26年行业供需达84%，头部厂商维持满产状态。25年产能利用率82%，需求下半年超预期，25H2产能利用率80%+，头部满产满销，我们预计26年行业产能利用率84%，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%+，拐点已至。27年产能利用率我们预计小幅下降。26H2行业新增产能释放，我们预计27年产能利用率下降至82%。

表 磷酸铁锂正极供需测算

铁锂正极	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
供给 (万吨)	114.6	225.7	401.1	526.9	736.9	937.7
-同比	166%	97%	78%	31%	40%	27%
需求 (万吨)	100.9	163.4	250.8	433.7	620.0	767.7
-同比	157%	62%	53%	73%	43%	24%
产能利用率	88%	72%	63%	82%	84%	82%

单位: 万吨	2023年	同比	2024年	同比	2025年	同比	2026年	同比
德方	21.4	19%	24.0	12%	28.0	17%	40.0	43%
裕能	50.0	53%	72.0	44%	107.0	49%	150.0	40%
安达	6.2	-6%	5.0	-19%	8.0	60%	20.0	150%
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%	80.0	220%
龙蟠科技	11.1	11%	18.0	62%	20.0	11%	42.0	110%
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%	50.0	67%
山东丰元	3.7	164%	4.5	22%	15.0	233%	30.0	100%
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%	45.0	29%
主流厂商合计	158.2	49%	195.0	23%	302.5	55%	495.5	64%

盈利：行业挺价意愿强，Q1受益于碳酸锂涨价

◆ 25H2铁锂厂商盈利好转，26Q1盈利我们预计将环比大幅度提升，行业拐点明确。25年Q4裕能单吨利润0.13万元，较25Q1大幅提升，富临高压实产品赚取技术溢价，Q4单吨盈利0.12万元，表现亮眼。德方、万润、龙蟠单吨亏损25H2均有所收窄。26Q1盈利我们预计行业将受益于碳酸锂涨价，单位盈利环比大幅度提升。

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	2025Q3	2025Q4
裕能	出货 (万吨)	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	30.4	31.0
	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	3.30	3.30
	单位净利 (万元/吨)	0.44	0.12	0.98	0.93	0.27	0.83	0.2	0.03	0.1	0.13	0.06	0.04	0.04	0.11	0.11	0.13
德方	出货 (万吨)	1.8	2.7	9.1	17.2	4	5	6.9	5.5	4.5	6.1	6.2	5.8	6.1	6.1	7.2	8.0
	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	3.37	4.20
	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	-0.5	-0.17	-0.2
万润	出货 (万吨)	1.5	1.9	4	9.2	2.2	4	5.6	4.6	3.1	4.7	5.6	9	7.4	7.5	9.9	11.4
	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	3.31	3.40
	单位净利 (万元/吨)	-0.54	-0.27	0.85	1.04	-0.15	-2.01	-0.2	-1.2	-0.42	-0.58	-0.3	-0.3	-0.22	-0.26	-0.09	0.0
龙蟠	出货 (万吨)	-	-	3.1	9.5	1.2	2.5	3.3	3.8	2.7	5.2	5.6	4.3	3.5	4.3	5.4	5.4
	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	-1.9	-0.15	-0.67	-0.68	-0.3	-0.26	-0.44	-0.28	-0.28	-0.13	-0.2
富临	出货 (万吨)	0.1	0.2	1	4.4	0.3	1.2	1.6	1.5	1.7	3	3.5	4.4	4.5	6	6.5	7
	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	-1.7	-0.35	-0.1	0.08	0	0.07	0.1	0.1	0.12

- ◆ **26Q1龙头已成功涨价，传导原材料价格上涨。** 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，且计划对富临增资，进一步加速扩产计划，此外与万润新能签订2025-2030年供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。
- ◆ **五代高端产品开始起量，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，26年2.7压实五代产品开始起量，当前仅富临可供应，我们预计公司Q1单吨利润提升至2000元+，5代产品占比提升至25%，年内五代产品占比有望进一步提升至50%，是C五代产品的主供。产品升级+降本，公司全年单吨利润有望提升至2500-3000元。

图：主流铁锂公司盈利预测

	市值 (亿元)	26年出货 (万吨、亿平)	27年出货 (万吨、亿平)	26E (涨价)				27E			
				涨价预期	单位盈利	业绩	估值	涨价预期	单位盈利	业绩	估值
湖南裕能	682	150	200	0.15	0.30	45	15	0	0.30	61	11
富临精工	433	80	150	0.15	0.31	21	21	0	0.31	43	10
德方纳米	129	40	50	0.15	0.11	5	29	0	0.11	6	23
龙蟠科技	143	40	50	0.15	0.16	8	17	0	0.16	10	14
万润新能	161	60	75	0.15	0.14	13	13	0	0.14	11	15

- ◆ **公司出货满产满销、龙头地位稳固。**我们预计公司25Q4铁锂出货33万吨，同增35%+，环比微增，份额进一步提升，我们预计全年出货超110万吨，同增50%+，我们预计26年出货150万吨+，同增35%+，储能需求超预期公司充分受益。此外公司高端产品出货占比已达50%+，YN-13产品逐步起量，26年高端产品出货占比我们预计提升至70%，远期有望提升至80%，龙头地位稳固。
- ◆ **供不应求公司涨价落地、盈利弹性可观。**我们测算公司25Q4单吨盈利近0.2万元，环比大幅提升，主要系Q4部分客户涨价落地，叠加产品结构优化、碳酸锂涨价带来一定库存收益，当前公司供不应求，26年大客户跟进，整体盈利水平有望提升0.1万/吨。另外，公司120万吨磷矿2026年投产爬坡，我们预计将增厚公司利润。
- ◆ **盈利预测：**我们预计25-27年归母净利12.8/35.0/47.3亿元，同比分别+116%/+174%/+35%，对应PE 46/17/12X，给予26年20x PE，目标价92元，维持“买入”评级。

表 湖南裕能盈利预测

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	41,357.67	22,598.53	36,766.14	62,792.12	81,574.52
同比(%)	-3.35	-45.36	62.69	70.79	29.91
归母净利润(百万元)	1,580.63	593.55	1,279.72	3,500.95	4,730.96
同比(%)	-47.44	-62.45	115.60	173.57	35.13
EPS-最新摊薄(元/股)	2.08	0.78	1.68	4.60	6.22
P/E(现价&最新摊薄)	37.33	99.40	46.10	16.85	12.47

- ◆ **高端铁锂产能紧缺、宁德加大布局，公司扩产加速。** 储能需求超预期、动力铁锂份额提升，一二线铁锂正极公司已满产，当前价格底部，厂商扩产意愿较弱，后续供需格局大幅好转，且高端产能已供不应求。此前富临公告宁德将对其支付15亿预付款，用于原料采购和产能建设，此番进一步控股，我们预计后续将加大产能建设。按照宁德26年铁锂正极排产550gwh，对应135万吨铁锂正极需求，我们预计升华26年可满足50万吨，邦普可满足30万吨，仍需对外采购55万吨。升华扩产加速，我们预计26年产能50万吨，27年100万吨，连续翻倍增长。
- ◆ **铁锂正极加工费有望小幅上调、盈利改善可期。** 铁锂正极二线厂商已连续亏损3年，扩产意愿较弱，当前产能利用率大幅提升，涨价诉求强烈，我们预计散单价格率先小幅提升，26年长协价格有望跟涨，盈利将改善。
- ◆ **盈利预测：** 我们预计25-27年归母净利预期至5.4/20/28亿元，同增37%/273%/36%，对应PE为70/19/14倍，维持“买入”评级。

表 富临精工盈利预测

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	5,761.27	8,470.24	12,646.98	40,795.10	57,074.39
同比(%)	-21.58	47.02	49.31	222.57	39.90
归母净利润(百万元)	-542.73	396.78	543.29	2,027.95	2,761.42
同比(%)	-184.12	173.11	36.92	273.27	36.17
EPS-最新摊薄(元/股)	-0.32	0.23	0.32	1.19	1.62
P/E(现价&最新摊薄)	-70.13	95.92	70.05	18.77	13.78

- 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：全球负极产能集中于国内，海外产能近20万吨，后续国内厂商扩产倾向于海外（单位：万吨）

企业名称	2023有效产能	2024有效产能	2025有效产能	2026E有效产能	2027E有效产能
璞泰来	18	20	25	25	35
杉杉股份	27.0	35.0	45.0	50.0	50.0
贝特瑞	39.0	49.5	58.0	70.0	82.0
东莞凯金	15.5	21.5	25.0	30.0	40.0
中科电气	17.4	25.7	35.0	45.0	55.0
翔丰华	6.0	8.0	9.0	15.0	15.0
江西正拓	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4
深圳斯诺	3.0	5.0	10.0	10.0	10.0
尚太科技	20.0	20.0	30.0	40.0	55.0
四川金泰	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
安徽美锦碳材	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
坤天新能源	5.0	12.0	15.0	20.0	25.0
国轩高科	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
中晟新材	1.0	10.0	13.0	13.0	13.0
碳一新能源			15.0	30.0	30.0
索通发展	1.5	5.0	7.5	7.5	7.5
金汇能	5.0	10.0	20.0	20.0	20.0
广东东岛	10.0	15.0	15.0	15.0	20.0
杰瑞股份	3.0	6.5	6.5	10.0	10.0
广东宏宇	1.0	2.0	2.0	2.0	2.0
海螺创业	0.5	2.0	2.0	2.0	2.0
贵州辉阳		5.0	10.0	10.0	10.0
内蒙古欣源	6.0	10.0	12.0	12.0	12.0
科达新材	2.0	7.0	12.0	12.0	12.0
青岛新泰和		2.0	5.0	5.0	5.0
其他厂商	10.0	20.0	30.0	30.0	40.0
合计	219.8	318.6	438.9	510.4	587.4

- ◆ **负极行业25年龙头厂商满产满销，26年我们预计实现供需拐点。**我们测算产能利用率从25年的71%提升至26年的81%。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、贝特瑞有效产能新增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	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
全行业有效供给 (万吨)	137	233	331	451	521	597
同比	43%	70%	42%	36%	16%	14%
需求 (万吨)	125	171	220	321	420	512
同比	54%	37%	29%	46%	31%	22%
产能利用率	91%	73%	66%	71%	81%	86%

表：主流厂商产能利用率

	25年产能 (万吨)	25年出货 (万吨)	产能利用率	26年产能 (万吨)	26年出货 (万吨)	产能利用率
尚太科技	30	33	110%	40	45	113%
中科电气	35	36	103%	45	46	102%
贝特瑞	60	58	97%	70	65	93%
璞泰来	25	15	58%	30	25	83%

盈利：底部受原材料涨价压力，龙头具有成本优势

◆ 龙头盈利能力受降价+原材料涨价影响，叠加涨价较为困难，单位盈利底部震荡。25H2起负极行业以价换量，Q3-Q4尚太、贝特瑞、中科等主流负极公司单吨盈利下降，26Q1负极原材料涨价，我们预计行业盈利进一步承压。

图表：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	2025Q3	2025Q4
尚太	出货 (万吨)	6.5	10.7	2.4	2.9	4.3	4.6	3.3	5.1	6.4	6.9	7	7.2	9	10
	单价 (万元/吨)	3.29	4.43	4.58	3.98	3.16	3.02	2.95	2.74	2.7	2.65	2.64	2.77	2.66	2.66
	单位净利 (万元/吨)	0.81	1.18	0.95	0.6	0.38	0.35	0.38	0.37	0.33	0.35	0.35	0.34	0.27	0.25
贝特瑞	出货 (万吨)	16	33	7.5	9.5	10.8	8.2	9	11	10.5	12.5	10.8	15.4	15.4	15.4
	单价 (万元/吨)	4.56	5	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	0.14	0.2
璞泰来	出货 (万吨)	9.7	13.9	3	3.8	4.2	4.5	3.1	3.6	3.3	3.2	3.1	3.9	3.3	4
	单价 (万元/吨)	5.96	6.2	5.59	4.39	3.99	3.72	-	-	-	-	-	-	-	-
	单位净利 (万元/吨)	1.14	1.19	0.9	0.35	-0.55	-0.62	-0.05	-0.3	-0.3	-1.1	-0.1	0	0.06	0.06
中科	出货 (万吨)	5.9	11.4	2.5	3.4	4	4.2	3.8	5	6.5	7	7	8.7	10	11
	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	2.59	-
	单位净利 (万元/吨)	0.53	0.4	-0.54	0.07	0.21	0.29	0.09	0.11	0.17	0.2	0.19	0.18	0.13	0.08

	市值 (亿元)	26年出货 (万吨、亿平)	27年出货 (万吨、亿平)	26E (涨价)				27E			
				涨价预期	单位盈利	业绩	估值	涨价预期	单位盈利	业绩	估值
尚太科技	194	45	60	0	0.25	11	17	0	0.25	15	13
中科电气	156	45	55	0	0.15	7	23	0	0.15	8	19
贝特瑞	338	80	90	0	0.15	12	28	0	0.15	14	25
璞泰来	745	25	35	0	0.15	34	22	0	0.15	45	16

- ◆ **以价换量，25年销量上修至32万吨，26年我们预计40万吨。**公司25H1负极出货14.12万吨，同增65%+，河北10万吨产能已满产，Q3起快充需求快速放量，占比提升至50%，且加大委外力度，Q4公司依然满产满销，25年有望出货32万吨，同增45%+。我们预计公司马来西亚5万吨、山西四期20万吨一体化产能26H2落地，支撑后续高增长。
- ◆ **马来产能落地，且山西四期进一步降本，盈利弹性显著。**盈利端，Q2单吨净利我们预计0.34万元，环比微降，公司年中对快充负极产品降价，我们预计下半年盈利仍可维持0.3万元/吨左右，26年公司马来产能定价更高，盈利我们预计5k+，且山西四期可降本1-2k，新产能新客户盈利弹性显著，26年公司盈利有望维持0.35万+。
- ◆ **盈利预测：**我们预计25-27年归母净利润10.1/13.1/16.4亿元，同比+20%/+30%/+25%，对应20/15/12倍PE，维持“买入”评级。

表 尚太科技盈利预测

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	4,390.76	5,229.25	8,437.98	10,503.87	12,624.87
同比(%)	-8.18	19.10	61.36	24.48	20.19
归母净利润(百万元)	722.90	838.33	1,008.41	1,314.55	1,642.97
同比(%)	-43.94	15.97	20.29	30.36	24.98
EPS-最新摊薄(元/股)	2.77	3.21	3.87	5.04	6.30
P/E(现价&最新摊薄)	27.43	23.65	19.66	15.08	12.07

- 三元正极及铜铝箔

- ◆ **25H2至今三元加工费较为稳定。**根据SMM数据，25年9月至26年2月6系多晶材料加工费从1.4万元/吨降至1.2万元/吨，截至26年2月底，6系多晶加工费1.2万元/吨，8系多晶加工费维持2.1万元/吨。
- ◆ **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，单吨利润我们预计恢复至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。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)

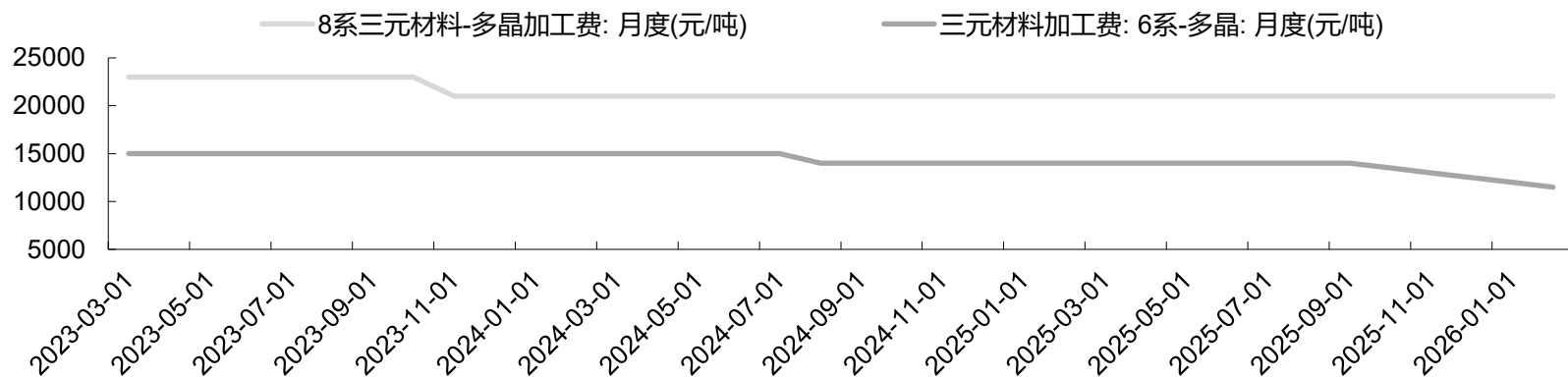


图 三元正极行业主流厂商利润拆分情况

代表公司	单位	2021A	2022A	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4
当升	出货	4.4	6.2	1.4	1.6	1.8	1.2	1	1.2	1	1	1	1.4	1.5	1.9
	单位净利	1.55	4.1	2.98	3.95	3	2.8	1.1	0.96	1	-0.5	0.6	1.2	1	1.1
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	2.1	3.6
	单位净利	1.48	1.37	1.2	0.36	0.88	-0.12	-0.12	0.2	0.41	0.6	0.27	0.28	-0.6	0.5
厦钨 (含钴酸锂)	出货	7.2	8	1.1	1.7	2	2.4	2.4	2.1	2.6	2.8	2.5	3	3.3	3.3
	单位净利	0.71	1.22	0.92	0.75	0.7	0.42	0.42	0.57	0.55	0.4	0.4	0.7	0.7	0.7

铝箔：加工费上涨且涂炭比例提升，龙头盈利将提升

- ◆ **25Q4龙头盈利水平拐点出现，已经提至0.25-0.3万/吨。**鼎胜新材电池箔25Q3单吨扣非利润提升至0.15万元+，主要系涂炭箔比例提升。产能供不应求，大客户涨价落地，我们预计26年加工费平均涨1000元，26年公司单吨利润有望提升。
- ◆ **25年起扩产放缓，26年产能利用率进一步回升。**我们测算26年新增供给21万吨，25年产能利用率提升至72%，26年进一步提升至84%。

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E有效产能	27年E有效产能
鼎胜新材	5.5	12	18	20	22	30	35
华北铝业	3	3.5	5	5	6	6	6
南山铝业		2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
万顺新材		1.5	3	7.2	7.2	12.2	17
天山铝业			2	2	9	9	9
神火股份		5.5	5.5	10	11.5	11.5	11.5
永杰新材	1	1	1	2	3.5	4.5	4.5
厦门厦顺	1	2	4	4	4	4	4
东阳光		1.2	5	9	13.2	13.2	13.2
常铝股份					1	3	3
华峰铝业		1	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
安徽金誉					5.5	8.5	8.5
国内其他	2	4	6	7.2	8.6	9.9	11.4
海外其他	5.16	5.39	5.70	5.02	6.0	6.9	10.0
合计	18	39	60	76	102	123	138

	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年E	2027年E
全球供给（万吨）	39.2	59.8	76.0	102.1	123.3	137.7
全球需求（万吨）	28.8	37.5	50.2	73.9	103.3	128.7
过剩（万吨）	10.4	22.3	25.8	28.2	20.0	9.1
产能利用率	73%	63%	66%	72%	84%	93%

图：鼎胜新材电池箔盈利

鼎胜新材	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
电池箔单吨利润（万/吨）	0.2	0.2	0.13	0.13	0.13	0.14	0.17	0.26

- ◆ **25-26年产能利用率逐步恢复，我们预计27年进一步提升。**铜箔行业格局分散，在需求拉动与供给放缓背景下，仍处于产能过剩状态，我们预计2025/2026年全球供给新增25/28万吨，产能利用率我们预计分别为72%/81%，产能利用率逐步回升，龙头厂商有望率先受益。

图：电池铜箔厂商产能规划（万吨）及供需平衡测算

锂电铜箔	23年有效产能	24年有效产能	25年有效产能	26年E有效产能
诺德股份	7.0	12.0	12.0	14.5
龙电华鑫	12.5	13.0	17.0	17.0
铜陵有色	2.0	4.5	4.5	4.5
长春化工	4.0	4.5	5.0	5.5
嘉元科技	8.0	9.0	12.0	12.0
赣州逸豪	1.0	1.0	1.0	1.5
湖北中一	5.5	5.5	5.5	5.5
超华科技	4.3	5.0	5.0	5.0
华威铜箔	3.0	3.0	4.0	4.0
德福科技	12.5	12.5	12.5	12.5
海亮股份	2.5	5.0	7.0	7.0
江西铜业	1.5	1.5	1.5	3.5
华创新材		0.5	2.0	3.0
正威国际			5.0	5.0
杭电股份		1.5	2.0	2.0
白银有色	2.0	5.0	5.0	5.0
其他	60.0	60.0	60.0	60.0
国内总产能	125.8	143.5	161.0	167.5

铜箔	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年E	2027年E
全行业有效供给（万吨）	110	154	175	200	228	253
-同比	119%	40%	14%	14%	14%	11%
需求（万吨）	64	84	104	143	184	215
-同比	63%	32%	25%	37%	28%	17%
过剩	46	70	70	56	44	38
产能利用率	58%	55%	60%	72%	81%	85%

铜箔：26Q2加工费有望进一步上涨，盈利端迎来改善

◆ 25H2以来铜箔加工费进一步回升，主流厂商亏损状态有所改善，盈利有望修复至5k/吨。24-25年现货与期货铜价震荡上行，24年铜箔加工费下行，主流厂商基本处于亏损状态，25H1加工费见底回升，25H2以来低价订单加工费回升至1.9-2.0万/吨，但仍处于低位水平，主流厂商盈利有所恢复，26年行业供需明显改善，Q1电子电路铜箔开始涨价，Q2起锂电箔有望涨价落地，行业单位盈利我们预计明显修复。

表：主流铜箔厂商季度价格和单吨利润

嘉元科技	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
铜箔利润 (百万元)	150	84	36	-30	3	-37	-51	-71	-11	-48	8	2	3	30
-出货量 (万吨)	1.45	1.54	1.2	1.5	1.8	1.25	0.87	1.6	1.96	2.2	2.07	2	2.7	3
-单吨利润 (万元/吨)	1.04	0.55	0.3	-0.2	0.02	-0.3	-0.59	-0.45	-0.06	-0.22	0.04	0.01	0.01	0.1
诺德股份	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
铜箔利润 (百万元)	40	111	9	-27	-60	-56	-102	-93	-70	-87	-44	-41	-24	-18
-出货量 (万吨)	1.1	1.7	1.05	1	1.3	1.19	0.9	1.4	1.5	1.53	1.5	1.55	1.8	1.84
-单吨利润 (万元/吨)	0.37	0.66	0.08	-0.27	-0.46	-0.47	-1.13	-0.67	-0.47	-0.57	-0.29	-0.26	-0.13	-0.1

		26年E出货 (万吨)	27年E出货 (万吨)	26E (原预期)		26E (涨价预期)			27E (涨价预期)			26PE	27PE
				单位净利 (万元/吨)	利润 (亿元)	涨价幅度	单位净利 (万元/吨)	利润 (亿元)	涨价幅度	单位净利 (万元/吨)	利润 (亿元)		
嘉元科技	锂电铜箔-国内	14	18	0.3	4.2	0.3	0.5	7.4	0.3	0.8	13.5	23.3	12.5
	锂电铜箔-海外	1	2	1	1	0	1.0	1	0	1.0	2.0		
	HVLP1-2代	0.2	0.5	1	0.2	0	1.0	0.2	0.5	1.4	0.7		
	RTF	0	0.1	0.5	0	0	0.5	0	0	0.5	0.1		
	HTE	0.8	1	0	0	0.2	0.2	0.1	0.2	0.3	0.3		
	合计	16	22	0.3	5.4	-	0.6	9.5	-	0.8	17.7		
诺德股份	锂电铜箔	11.5	13	0	0	0.5	0.4	4.3	0.3	0.6	7.8	35.7	18.1
	HVLP1-2代	0	0.5	1	0	0	1.0	0.0	0.5	1.4	0.7		
	RTF	0.5	1	1	0.5	0	1.0	0.5	0	1.0	1.0		
	HTE	1	1	0	0	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3		
	合计	13	16	0.0	0.5	-	0.4	5.0	-	0.6	9.8		
德福科技	锂电铜箔	14.5	14.5	0.3	4.35	0.3	0.5	7.6	0	0.5	7.6	21.8	17.2
	HVLP1-2代	0.3	1	3	0.9	1	3.8	1.1	0.5	4.1	4.1		
	HVLP3-4代	0.1	0.2	8	0.8	1	8.8	0.9	1	9.5	1.9		
	RTF	1.2	1.2	2	2.4	0.5	2.4	2.9	0	2.4	2.9		
	HTE	2	1	0.25	0.5	0.4	0.6	1.1	0.2	0.7	0.7		
	合计	18	18	0.5	8.95	-	0.8	13.6	-	1.0	17.2		
铜冠铜箔	锂电铜箔	2.5	3.5	0	0	0.3	0.2	0.6	0	0.2	0.8	52.6	28.5
	HVLP1-2代	1	2	2	2	1	2.8	2.8	0.5	3.1	6.3		
	HVLP3-5代		0.2	8	0	1.5	9.1	0.0	1	9.9	2.0		
	RTF	2	2	1	2	1	1.8	3.5	0	1.8	3.5		
	HTE	2	2	0	0	0.2	0.2	0.3	0.2	0.3	0.6		
	合计	7.5	9.7	0.5	4	-	0.9	7.1	-	1.4	13.1		

- 上游资源：碳酸锂我们预计反弹，金属钴仍有上行空间

- ◆ **中性情况下：**26年全球锂矿供给214万吨，新增44万吨；27年262万吨，新增48万吨；28年303万吨，新增41万吨。**但由于海外矿山政策不确定因素影响，实际供给或低于预期。**
- ◆ **增量主要来自：**国内盐湖（藏格的麻米措、盐湖的察尔汗、紫金的拉果措）、国内矿山（新疆红柳滩、国城的党坝、大中的加达和鸡脚山、盛新的木绒矿、紫金的湘源矿、永兴的化山瓷石扩产）、海外盐湖（紫金的3Q、赣锋的Mariana和CO）、澳矿（泰利森和皮尔巴拉扩产）、非矿（中矿、华友、雅化、盛新、赣锋产能打满，紫金的Manono、青山的Sandawana、海南矿业的Bougouni，以及尼日利亚天华等增量）。

表：2025-2030年碳酸锂供给测算（中性）

产量 (万吨LCE)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
国内盐湖	17.6	26.0	30.8	32.7	36.8	38.6
国内辉石矿	6.9	11.2	14.9	25.2	36.7	39.3
国内云母矿	15.5	17.8	26.0	30.6	36.1	38.1
国内供给合计	40.1	55.1	71.7	88.4	109.6	116.0
海外盐湖	43.6	50.5	54.4	62.2	71.2	75.2
澳洲辉石矿	47.6	55.4	62.9	65.6	67.3	70.0
非洲辉石矿	23.6	35.1	51.0	62.1	70.3	75.3
美洲辉石矿	5.8	6.2	7.6	7.7	9.5	12.2
海外供给合计	120.6	147.2	175.9	197.6	218.4	232.7
锂回收	9.0	11.7	14.0	16.8	20.2	24.3
合计	169.6	214.0	261.7	302.9	348.2	373.0
-新增	34.7	44.3	47.7	41.2	45.3	24.9

- ◆ **不考虑津巴布韦影响，碳酸锂全年紧平衡：**2026年碳酸锂仅过剩4万吨，过剩比例为2%；2027年过剩11万吨，过剩比例为4%，总体供给偏紧。且海外矿山、盐湖存在政策不确定性风险，或导致实际产量低于预期，加剧供给紧张。
- ◆ 津巴原预期产量20万吨+，占全球产量10%，当前出口配额4家中国企业20万吨精矿，出口我们预计逐步恢复
- ◆ 第二，津巴要求锂盐完全本土化，难度较大，capex增加，供应链不完善，且税费等提升抬高成本
- ◆ 第三，自主可控的锂矿股受益

图：碳酸锂供需测算（中性供给预测）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
全球锂有效供给 (万吨LCE)	80.1	110.4	134.9	169.6	214.0	261.7	302.9	348.2
有效供给-新增	21.8	30.3	24.6	34.7	44.3	47.7	41.2	45.3
全球锂需求 (万吨LCE)	76.8	93.2	119.1	165.3	209.6	250.4	285.3	326.1
需求-新增	20.6	16.4	26.0	46.1	44.4	40.8	34.9	40.8
过剩 (万吨LCE)	3.3	17.2	15.8	4.4	4.4	11.3	17.5	22.0

- ◆ **若影响国内储能需求20%，则将压制碳酸锂价格。**我们测算，若2026年国内储能需求减少10%，对应碳酸锂需求减少2.5万，供给过剩7万吨，影响有限。若国内储能需求减少20%，碳酸锂需求减少5万吨，过剩接近10万吨，则将影响碳酸锂价格。
- ◆ **碳酸锂合理价格中枢15万/吨，阶段性不排除涨至20万+/吨。**因此我们对碳酸锂价格判断，12万产业链上中下游均可获得合理利润，储能业主和系统集成商均可接受；15万是分界点，国内中等偏下项目收益率开始受影响，若超过20万，较大比例项目将延期，我们预计碳酸锂价格中枢15万/吨，阶段性突破15-20万/吨。
- ◆ **季度上看，26年Q1和Q4是相对最紧缺的阶段。**Q2开始小幅改善，需求Q2环比增长10-20%，供给端增量：南美盐湖3-4月到港量增加，国内盐湖3-4月产量恢复，并且新矿山爬坡，释放一定增量。Q3相对过剩，但Q4供给紧缺，**因此碳酸锂价格Q1是阶段性高点，Q2震荡，Q4或再向上。**

图：考虑国内储能项目延期比例，对应碳酸锂过剩程度测算

国内储能需求下修幅度	3%	5%	7%	10%	13%	15%	17%	20%
对应电池减少 (GWh)	12.09	20.15	28.21	40.3	52.39	60.45	68.51	80.6
碳酸锂需求减少 (万吨)	0.7	1.2	1.7	2.5	3.2	3.7	4.2	4.9
中性供给预测碳酸锂过剩 (万吨)	5.7	6.2	6.7	7.5	8.2	8.7	9.2	9.9

总结：核心标的按照15万碳酸锂定价，碳酸锂估值10-15x

- ◆ 剔除其他业务，核心碳酸锂标的，在15万价格下，26年权益资源利润对应PE估值10-15x。若考虑后续新投产产能，看28-29年，15万碳酸锂价格下，权益资源利润对应PE估值5-10x，增量资源大的厂商仍有空间。

图：碳酸锂核心标的估值汇总（截至2026年3月24日股价）

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	
权益锂矿 (万吨, LCE)	赣锋锂业	9.0	13.7	14.0	15.1	17.6	18.3
	天齐锂业	11.7	13.1	14.2	14.7	16.1	17.5
	中矿资源	4.8	6.7	7.6	7.6	8.4	9.7
	盛新锂能	3.3	4.5	4.6	6.8	10.4	10.4
	永兴材料	2.2	2.2	2.7	3.9	5.7	5.7
	大中矿业	0.0	1.7	5.0	9.5	13.0	16.0
	国城矿业	0.5	1.2	2.0	5.0	6.5	6.5
	盐湖股份	2.6	7.2	7.2	7.2	7.2	7.2
	藏格矿业	0.9	1.7	2.4	2.7	3.3	3.8
	华友钴业	3.5	8.0	12.1	12.1	12.2	12.3
	雅化集团	2.6	3.8	3.8	4.1	4.9	4.9
碳酸锂市值 (亿)	赣锋锂业	1,125	1,005	925	854	768	665
	天齐锂业	739	739	739	739	739	739
	中矿资源	313	261	115	59	-15	7
	盛新锂能	329	329	329	329	329	329
	永兴材料	327	318	315	312	309	306
	大中矿业	517	517	517	517	517	517
	国城矿业	425	360	355	305	305	305
	盐湖股份	894	863	863	863	863	863
	藏格矿业	574	186	54	176	254	191
	华友钴业	401	-129	-281	-245	-282	-285
	雅化集团	198	184	167	146	124	98
15万价格碳酸锂估值x	赣锋锂业	19	11	10	9	7	5
	天齐锂业	9	8	8	7	7	6
	中矿资源	11	6	2	1	0	0
	盛新锂能	16	12	12	7	5	5
	永兴材料	20	20	15	11	7	7
	大中矿业		39	12	7	5	4
	国城矿业	121	43	25	9	7	7
	盐湖股份	31	13	13	13	13	13
	藏格矿业	91	14	3	8	10	6
	华友钴业	19	-3	-3	-3	-3	-3
	雅化集团	13	8	7	6	4	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）。
- ◆ **26-27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。由于刚果金到国内船期约3个月，25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

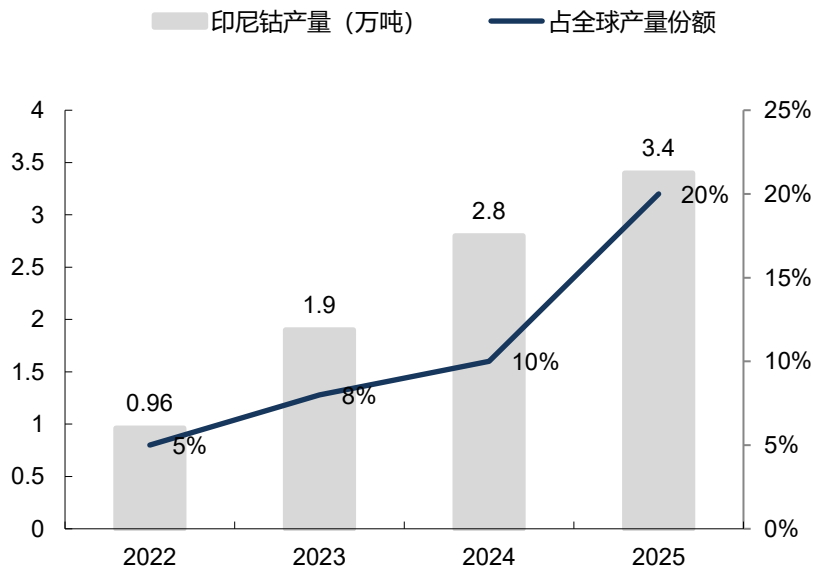


图：全球钴供需（万吨）

	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25年末主要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）



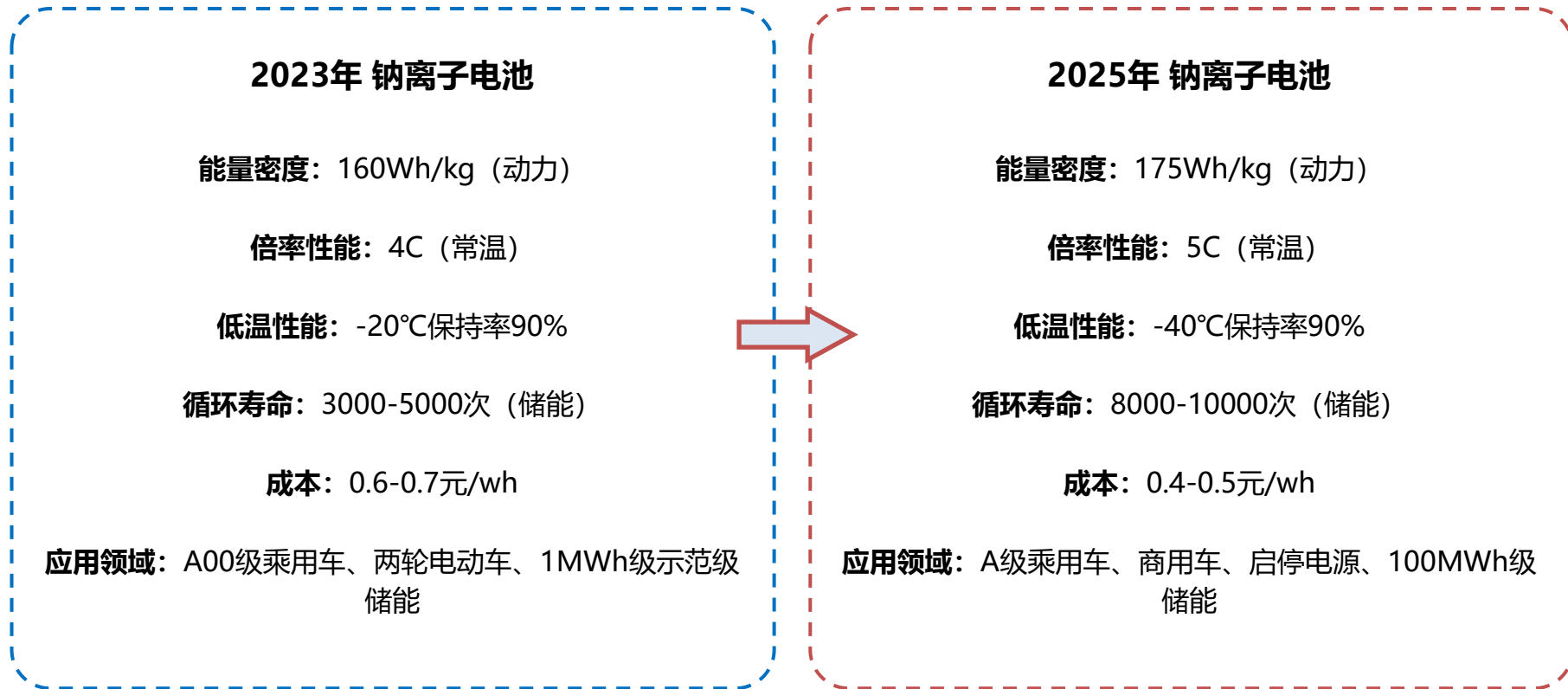
图：印尼HPAL镍钴产能

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：产业化进展持续加快，钠电池迎来商业化元年

- ◆ **钠离子技术迭代已成熟，26年成为商业化元年。** 21-22年碳酸锂价格飙升，钠电池具备天然的成本优势，成为电池企业重点攻克的技术，23年成为钠电池产业化元年，但此后碳酸锂价格回落，钠离子电池关注度大幅降低，虽没有实现商业化放量，但在宁德时代等企业的引领下，钠电池的产品和技术在持续迭代。25年随着碳酸锂价格触底回升，钠离子电池凭借其成本优势以及低温性能重回视野，在能量密度、成本、快充等性能均大幅提升，26年成为商业化元年。

图 钠离子电池性能对比 (23年 VS 25年)



◆ **钠电池目前于铁锂经济性持平，随着产业链的成熟，以及能量密度的提升，未来成本有望降至0.2元/wh。** 根据我们测算，目前层状氧化物体系成本在0.35元/wh，聚阴离子体系成本在0.3元/wh，层状氧化物正极含有铜铁锰等元素，此外需搭配高端硬碳，应用到动力领域，因此成本相对较高；而聚阴离子体系仅含铁元素，并可搭配中低端硬碳，应用于储能领域，因此成本优势更强。目前钠电池经济性并不显著，基本于磷酸铁锂持平，主要由于材料未放量、生产良率不足以及度电摊薄问题，但随着产业链配套成熟、电池能量密度的提升，钠电池成本有望降至0.2-0.3元/wh，有望具备较强的成本优势。

表 层状氧化物-钠电池BOOM成本 (2026年)

层状氧化物体系钠离子电池	钠离子电池				
	单位用量	单位	单位价格 (万)	单位成本 (元/wh)	单位成本 占比
电芯原材料成本	(/gwh)				
正极材料	2500	t	5.00	0.11	43%
正极导电剂 (AB)	30	t	5.00	0.00	1%
正极黏贴剂 (PVDF)	100	t	6	0.01	2%
分散剂 (NMP)	10	t	1.00	0.00	0%
正极集流体 (铝箔)	400	t	4.45	0.02	6%
负极活性物质 (硬碳)	960	t	5.00	0.04	17%
负极粘结剂1(SBR)	40	t	10.00	0.00	1%
负极粘结剂2 (CMC)	40	t	5.00	0.00	1%
负极集流体 (铝箔)	400	t	4.5	0.02	6%
电解液	900	t	3.76	0.03	12%
隔膜 (干法涂覆)	2000	万m2	0.5	0.01	3%
壳体&辊压膜及其他	1	套	0.1	0.02	8%
电芯材料成本合计(元/wh)	0.26			100%	
折旧(元/wh)	0.01			3%	
电费、人工费、运费等(元/wh)	0.02			8%	
成本合计(元/wh)	0.29				
合格率	80.0%				
成本合计 (元/wh) , 不含税	0.36				

表 聚阴离子-钠电池BOOM成本 (2026年)

聚阴离子体系钠离子电池	钠离子电池				
	单位用量	单位	单位价格 (万)	单位成本 (元/wh)	单位成本 占比
电芯原材料成本	(/gwh)				
正极材料	3000	t	2.50	0.07	31%
正极导电剂 (AB)	36	t	5.00	0.00	1%
正极黏贴剂 (PVDF)	120	t	6	0.01	3%
分散剂 (NMP)	12	t	1.00	0.00	0%
正极集流体 (铝箔)	480	t	4.45	0.02	9%
负极活性物质 (硬碳)	1152	t	3.00	0.03	14%
负极粘结剂1(SBR)	48	t	10.00	0.00	2%
负极粘结剂2 (CMC)	48	t	5.00	0.00	1%
负极集流体 (铝箔)	480	t	4.5	0.02	9%
电解液	1080	t	3.76	0.04	17%
隔膜 (干法涂覆)	2400	万m2	0.5	0.01	5%
壳体&辊压膜及其他	1	套	0.1	0.02	9%
电芯材料成本合计(元/wh)	0.22			100%	
折旧(元/wh)	0.01			4%	
电费、人工费、运费等(元/wh)	0.02			9%	
成本合计(元/wh)	0.25				
合格率	80.0%				
成本合计 (元/wh) , 不含税	0.31				

- ◆ **钠电池已接近经济性平衡点，随着产业链规模持续放量，降本优势将进一步加强。**我们预计26-27年钠电池单wh成本将降至0.3元/wh左右，根据我们测算，铜价10万元/吨，锂价15万元/吨，是钠电池（聚阴离子）和锂电池（磷酸铁锂）的经济性平衡点。若铜价降至8万元/吨，锂价在15-20万元/吨，也可达到经济性平衡点。随着产业链规模持续放量，降本优势将进一步加强，若钠电池未来成本降至0.2元/wh，即使铜价在6万元/吨，锂价在5万元/吨，钠电池仍具备较强的经济性，有望在储能、商用车、乘用车领域大规模放量。

表 钠离子电池经济性测算（元/wh）

单wh铁锂成本 - 单wh钠电成本		锂价（万元/吨）										
		5	7.5	10	12.5	15	17.5	20	22.5	25	27.5	30
铜价 (万元/吨)	6	(0.07)	(0.05)	(0.04)	(0.03)	(0.02)	(0.01)	(0.00)	0.01	0.02	0.03	0.04
	7	(0.06)	(0.05)	(0.04)	(0.03)	(0.02)	(0.01)	0.00	0.01	0.02	0.03	0.05
	8	(0.05)	(0.04)	(0.03)	(0.02)	(0.01)	0.00	0.01	0.02	0.03	0.04	0.05
	9	(0.04)	(0.03)	(0.02)	(0.01)	(0.00)	0.01	0.02	0.03	0.04	0.05	0.06
	10	(0.04)	(0.03)	(0.02)	(0.01)	0.00	0.01	0.02	0.03	0.04	0.06	0.07
	11	(0.03)	(0.02)	(0.01)	(0.00)	0.01	0.02	0.03	0.04	0.05	0.06	0.07
	12	(0.02)	(0.01)	(0.00)	0.01	0.02	0.03	0.04	0.05	0.06	0.07	0.08
	13	(0.02)	(0.01)	0.00	0.01	0.02	0.03	0.04	0.05	0.07	0.08	0.09
	14	(0.01)	(0.00)	0.01	0.02	0.03	0.04	0.05	0.06	0.07	0.08	0.09

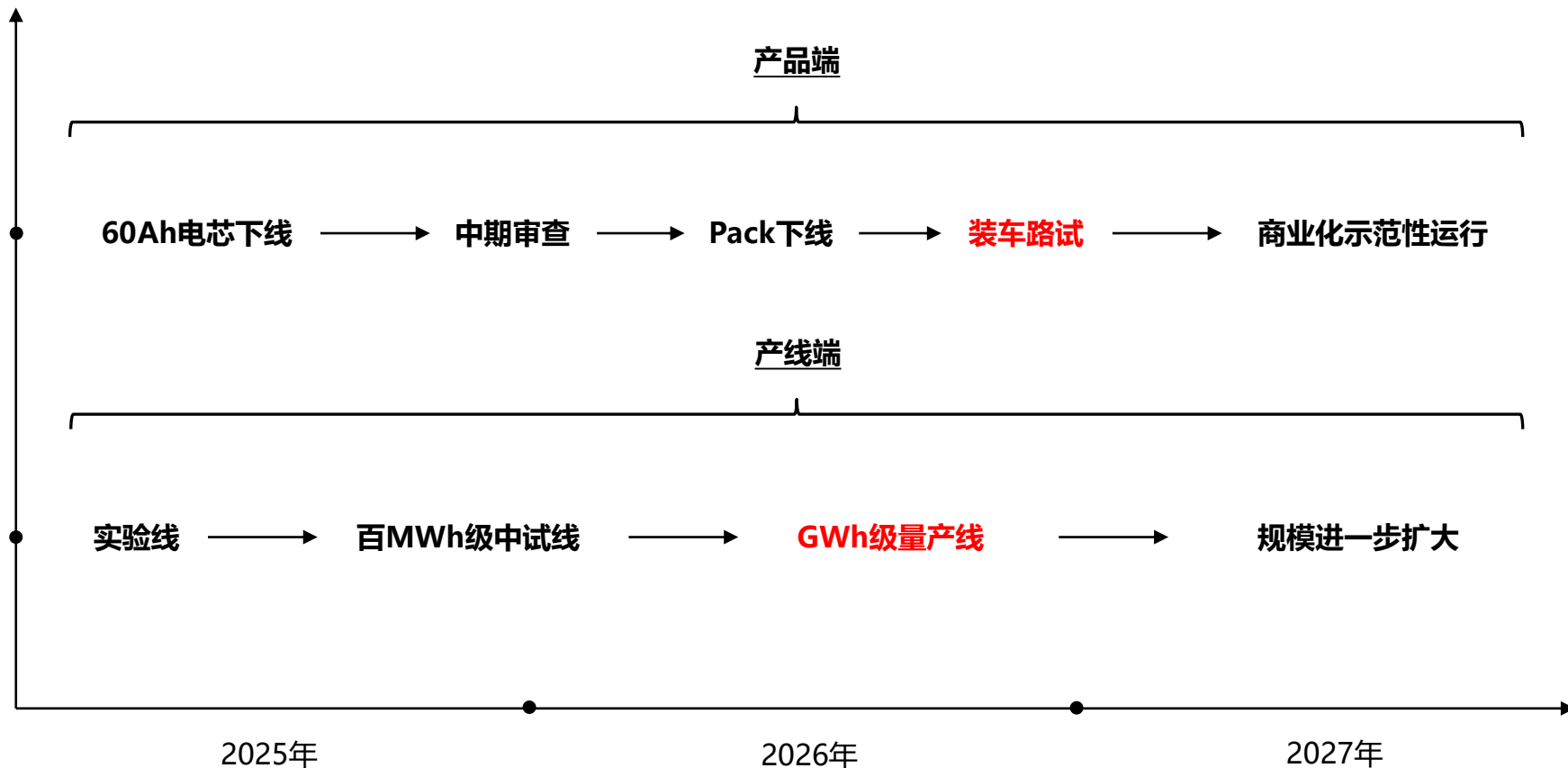
- ◆ **钠电池26年开启商业化元年，出货量我们预计突破20GWh，30年有望达500-1000GWh。**根据起点研究院，25年钠电池出货量达8.8GWh，其中储能5.6GWh，两轮车1.7GWh，新能源汽车1GWh，启停电源0.5GWh。考虑到26-27年锂价处于高位，宁德、比亚迪等头部厂商技术引领，我们预计26年钠电池出货量突破20GWh，27-28年具备经济性优势，30年规模有望达500-1000GWh，远期渗透率有望突破30%。

表 钠离子电池出货量预测 (GWh)

	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2035E
启停电源	0.5	2	5	15	30	50	100
yoy		300%	150%	200%	100%	67%	100%
电动两轮车	1.7	3	5	15	30	50	100
yoy		76%	67%	200%	100%	67%	100%
新能源汽车	1	5	20	50	100	200	500
yoy		400%	300%	150%	100%	100%	150%
储能	5.6	10	30	75	200	500	2500
yoy		79%	200%	150%	167%	150%	400%
钠电池 (合计)	8.8	20	60	155	360	800	3200
yoy		127%	200%	158%	132%	122%	300%
锂电池 (合计)	2059	2716	3315	3870	4528	5309	8500
yoy		32%	22%	17%	17%	17%	60%
钠电渗透率	0%	1%	2%	4%	7%	13%	27%

- ◆ 26年固态进入关键期，H1车规级Pack下线，开启装车路试验证，H2我们预计量产线落地。固态电池26年进入关键期，年初电芯端开启中期审查，若顺利将步入pack端测试，并开展装车路试验证，下半年建成gwh级量产线。我们认为26年核心催化点在于GWh级量产线的招标+固态相关车型的的路试，有望带来类比25年两轮大级别的行情。

图 全固态电池2025-2027年产业化节奏



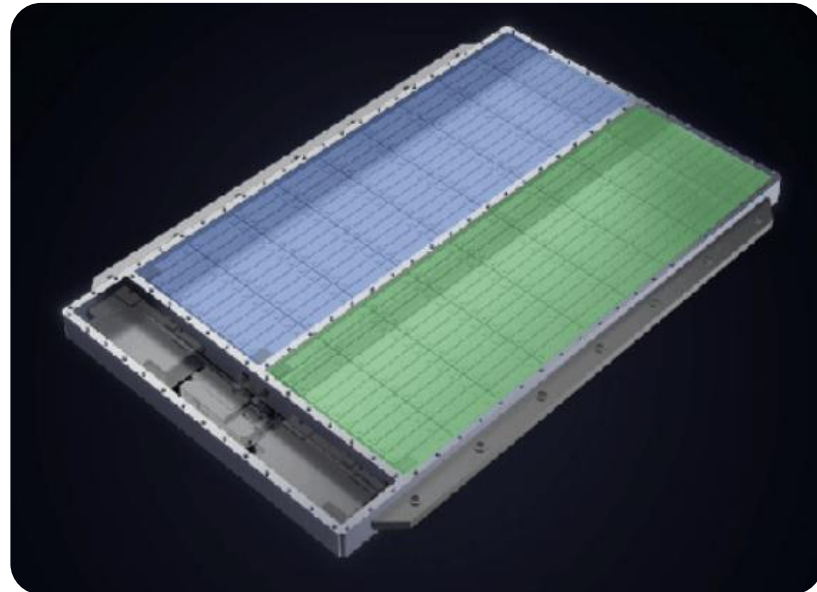
- ◆ **固态电池26年进入路试阶段，重点关注新车型路试情况。** 2025年12月31日，红旗首台全固态电池包成功装载于天工06车型试制下线，正式迈入实车测试的全新阶段；2026年1月22日，吉利宣布全固态电池包我们预计今年完成下线，并开展装车验证。整体看，固态电池26年H1从电芯端步入Pack端，并开展密集的装车路试验证，后续有望看到广汽、上汽、阿维塔、奇瑞等车企的相关进展。此外，宁德时代通过双核架构设计，有望大幅提前固态电池的商业化节点，建议重点关注头部企业的固态电池新车型，有望后续亮相工信部申报名录。

图 红旗全固态电池包试制下线，进入实车测试阶段



2025年12月31日，红旗研发总院自主研发的首台全固态电池包成功装载于红旗天工06车型试制下线，这表明红旗在全固态电池技术领域已进入实车测试阶段

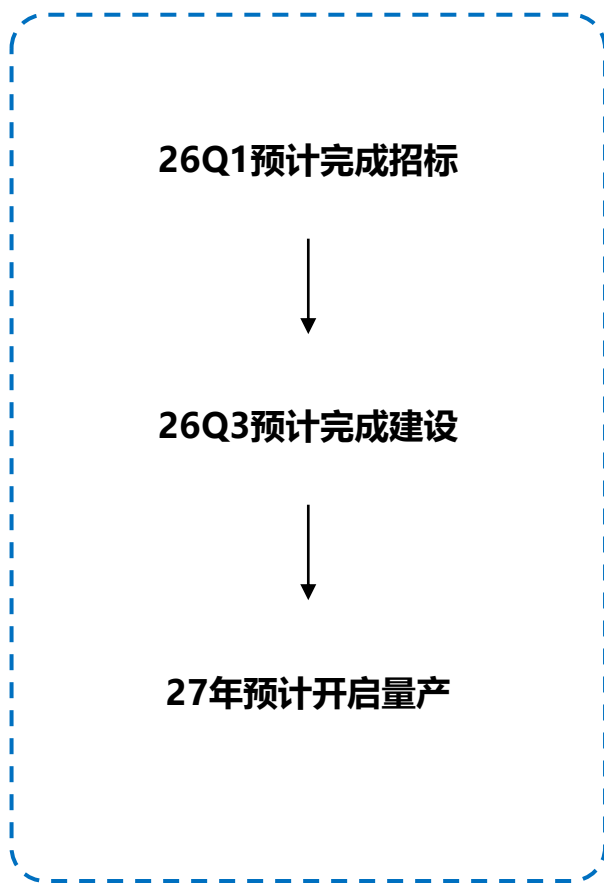
图 宁德时代骁遥双核电池（加速固态电池商业化）



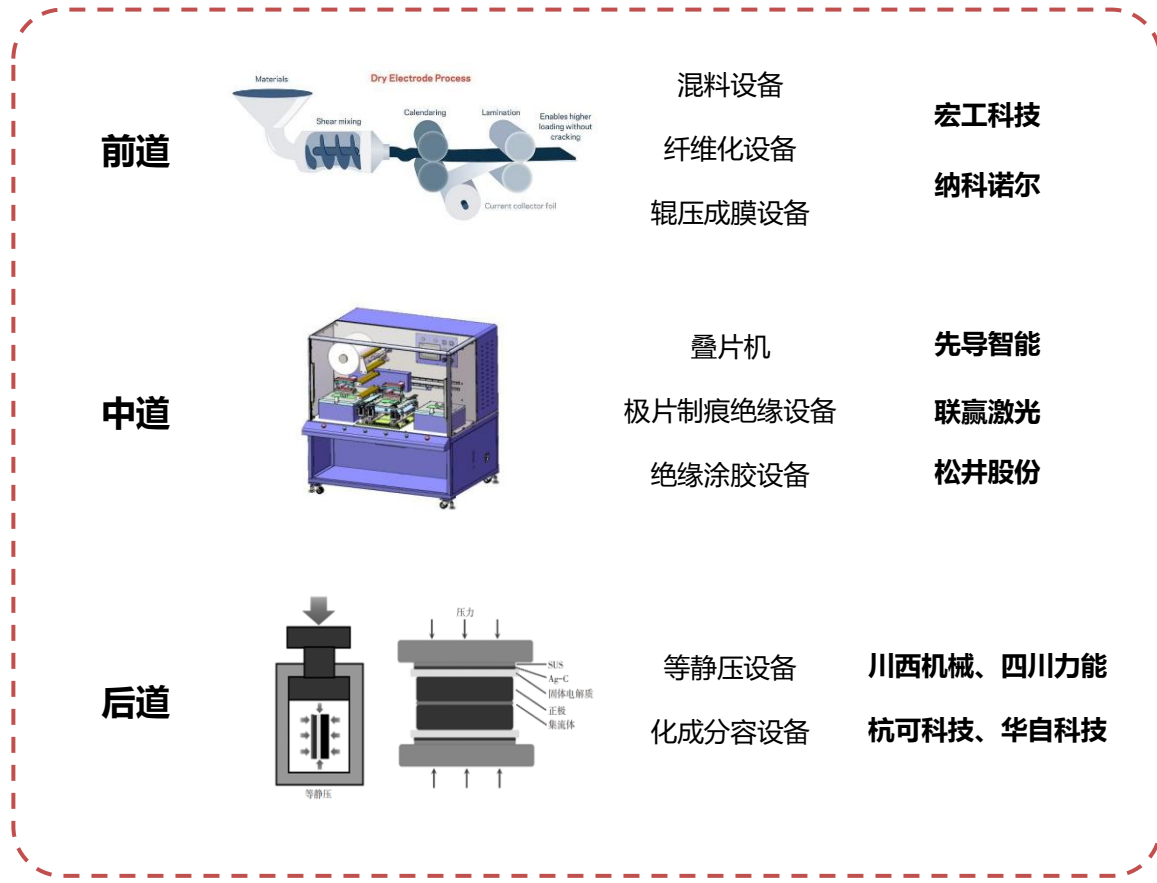
两大独立能量区智能协同，多元化学体系灵活搭配，主能量区可选择不同化学体系电池，满足日常用车场景，增程能量区使用固态电池（自生成负极），满足长途出行需求

◆ 我们预计固态GWh级量产线Q1完成招标，Q3完成建设，头部厂商相关设备环节标的受益。前道的干法设备、后道的等静压设备交付周期较长，我们预计率先开启招标，中道的叠片机/绝缘设备后续开启招标，最后模组/Pack组装线完成招标，建议重点关注宁德时代、比亚迪产业链相关标的。

图：固态电池产线建设情况



图：固态电池设备环节及相关标的



- ◆ **27年小批量装车，30年大规模量产，固态电池应用空间广阔。** 固态电池在国家大力支持下，近半年产业链发展迅速，25年底前小试完毕+车规级电芯下线，26年中试线优化+样车路试，27年小规模量产+装车商业化示范性运营，并逐渐细分场景小规模应用，30年我们预计大规模商业化，此外固态电池适配太空航天领域，行业开启万亿级市场！

图：固态电池出货量预测

	2027E	2028E	2029E	2030E	2035E
全固态电池出货量 (GWh)	1.0	5.0	30.0	100.0	1000.0
全固态电池价格 (元/Wh)	5.0	3.0	1.8	1.5	0.8
市场空间 (亿元)	50.0	150.0	540.0	1500.0	8000.0
固态电解质 (万吨)	0.10	0.50	3.00	10.00	100.00
固态电解质价格 (万元/吨)	400	200	100	75	25
固态电解质市场空间 (亿元)	40.0	100.0	300.0	750.0	2500.0
硫化锂 (万吨)	0.04	0.22	1.29	4.30	43.00
硫化锂价格 (万元/吨)	260	200	180	120	50
硫化锂市场空间 (亿元)	11.2	43.0	232.2	516.0	2150.0
硅碳负极 (万吨)	0.07	0.34	1.80	5.25	22.50
硅碳渗透率	95%	90%	80%	70%	30%
硅碳负极价格 (万元/吨)	30	20	18	15	10
硅碳负极市场空间 (亿元)	2.1	6.8	31.5	78.8	225.0
锂金属负极 (万吨)	0.00	0.00	0.03	0.15	3.50
锂金属渗透率	5%	10%	20%	30%	70%
锂金属负极价格 (万元/吨)	800	500	400	300	100
锂金属负极市场空间 (亿元)	0.2	1.3	12.0	45.0	350.0
碳纳米管 (万吨)	0.00	0.02	0.09	0.30	3.00
碳纳米管价格 (万元/吨)	500	300	250	200	100
碳纳米管市场空间 (亿元)	1.5	4.5	22.5	60.0	300.0
设备端价格 (亿元/GWh)	3.0	2.5	2.2	2.0	1.5
设备端市场空间 (亿元)	3.0	10.0	55.0	140.0	1275.0

投资建议和风险提示

◆ **投资建议：**锂电新一轮大周期，全面看好！继续强推格局和盈利稳定龙头电池（推荐宁德时代、亿纬锂能、比亚迪、中创新航、欣旺达）、以及具备涨价弹性和优质锂电材料龙头，推荐隔膜、六氟、结构件、铝箔等环节（推荐佛塑科技、富临精工、恩捷股份、湖南裕能、天赐材料、科达利、璞泰来、鼎胜新材、尚太科技、星源材质、华友钴业等，关注天际股份、多氟多、万润新能、龙蟠科技、华盛锂电、海科新源、石大胜华等）；同时看好碳酸锂龙头（推荐赣锋锂业、永兴材料、中矿资源、盛新锂能、天齐锂业、雅化集团、藏格矿业，关注国城矿业、大中矿业等）。

表：重点公司估值表（数据截至2026年4月16日）

	证券代码	名称	总市值 (亿元)	股价 (元/股)	归母净利润 (亿元)			PE			评级	来源
					2025A/E	2026E	2027E	2025A/E	2026E	2027E		
电池	300750.SZ	宁德时代	20,988	454	722	962	1,215	29	22	17	买入	东吴
	002594.SZ	比亚迪	9,389	106	326	404	505	29	23	19	买入	东吴
	300014.SZ	亿纬锂能	1,509	71	41	72	95	37	21	16	买入	东吴
	300207.SZ	欣旺达	542	29	14	30	41	38	18	13	买入	东吴
	002245.SZ	蔚蓝锂芯	229	20	7	10	14	32	23	16	买入	东吴
	688063.SH	派能科技	185	75	1	4	5	218	45	35	买入	东吴
结构件	688772.SH	珠海冠宇	186	16	5	8	11	39	22	16	买入	东吴
	002850.SZ	科达利	567	206	18	24	31	32	24	18	买入	东吴
电解液	002709.SZ	天赐材料	1,002	49	14	70	83	74	14	12	买入	东吴
	300037.SZ	新宙邦	477	64	11	24	27	44	20	18	买入	东吴
负极	603659.SH	璞泰来	766	36	24	33	44	32	23	17	买入	东吴
	920185.BJ	贝特瑞	347	30	12	15	18	29	23	19	买入	东吴
	001301.SZ	尚太科技	195	75	10	13	16	19	15	12	买入	东吴
	301349.SZ	信德新材	63	62	0	1	2	163	52	42	买入	东吴
隔膜	002812.SZ	恩捷股份	701	71	1	25	31	511	28	22	买入	东吴
	300568.SZ	星源材质	213	16	0	8	12	585	28	18	买入	东吴
	688733.SH	壹石通	59	30	1	1	2	114	47	31	增持	东吴
正极	603799.SH	华友钴业	1,251	66	61	104	125	20	12	10	买入	东吴
	300919.SZ	中伟股份	565	56	16	24	29	36	24	19	买入	东吴
	300769.SZ	德方纳米	134	48	-4	3	5	-33	50	26	增持	东吴
	688005.SH	容百科技	223	31	-2	5	9	-119	49	26	买入	东吴
	300073.SZ	当升科技	309	57	6	10	14	49	29	23	买入	东吴
	688778.SH	厦钨新能	387	77	8	11	13	46	37	30	买入	东吴
	301358.SZ	湖南裕能	719	85	13	35	47	56	21	15	买入	东吴
导电剂	300432.SZ	富临精工	444	26	5	20	28	82	22	16	买入	东吴
	688116.SH	天奈科技	148	40	3	5	8	49	28	20	买入	东吴
铝箔	603876.SH	鼎胜新材	235	25	5	9	11	45	26	21	买入	东吴
	301325.SZ	曼恩斯特	65	45	0	1	2	466	53	33	买入	东吴
设备	688392.SH	骄成超声	149	129	1	2	4	127	60	34	买入	东吴
	002466.SZ	天齐锂业	1079	65	5	71	74	233	15	14	买入	东吴
锂	002460.SZ	赣锋锂业	1737	86	16	93	112	108	19	15	买入	东吴
	002756.SZ	永兴材料	425	79	7	10	14	60	43	30	买入	东吴
	000408.SZ	藏格矿业	1381	88	39	75	91	36	18	15	买入	东吴
	002738.SZ	中矿资源	617	85	5	33	42	135	19	15	买入	东吴
	002497.SZ	雅化集团	314	27	6	28	32	49	11	10	买入	东吴
	002240.SZ	盛新锂能	456	50	-9	21	25	-51	22	18	买入	东吴
	002850.SZ	科达利	567	206	18	24	31	32	24	18	买入	东吴
机器人	300432.SZ	富临精工	444	26	5	20	28	82	22	16	买入	东吴
	603119.SH	浙江荣泰	290	80	3	4	6	104	79	53	买入	东吴
	300953.SZ	震裕科技	361	208	6	9	13	60	40	29	买入	东吴
	301325.SZ	曼恩斯特	65	45	0	1	2	466	53	33	买入	东吴
	603200.SH	上海洗霸	115	66	1	2	6	81	57	18	买入	东吴
固态	688778.SH	厦钨新能	387	77	8	11	13	46	37	30	买入	东吴
	300073.SZ	当升科技	309	57	6	10	14	49	29	23	买入	东吴
	920522.BJ	纳科诺尔	82	52	1	2	3	124	40	24	买入	东吴
	920914.BJ	远航精密	24	25	1	1	1	44	31	22	买入	东吴
	002460.SZ	赣锋锂业	1737	86	16	93	112	108	19	15	买入	东吴

- ◆ **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。
- ◆ **投资增速下滑：**各板块投资开始逐渐放缓，对行业发展和核心技术的突破有直接影响。

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

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