

## 动储需求超我们预期，板块盈利持续改善 --电动车25年及26Q1财报总结

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5月9日

- ◆ **25年及26Q1行业景气延续，动储需求超我们预期，利润结构向上中游倾斜。** 25年国内动力电池装机717GWh，同比+35%；储能电池产量598GWh，同比+82%；26Q1储能电池产量209GWh，同比+115%，环比+10%。25年板块营收39118亿元，同比+11%；归母净利润1859亿元，同比+30%。其中25Q4营收11850亿元，同比+10%；归母净利润492亿元，同比+67%。26Q1营收9437亿元，同比+19%；归母净利润595亿元，同比+45%。利润结构上，26Q1上游材料占比19%（同环比+14/5pct），中游材料占比20%（同环比+11/8pct），电池占比37%（+0/-7pct），整车占比12%（-23/-8pct）。
- ◆ **26Q1上中游盈利弹性爆发，环节分化显著。26Q1归母净利润同比增速排序为：**铜箔7348%>铁锂正极1964%>三元正极882%>六氟磷酸锂及电解液834%>碳酸锂599%>铝箔174%>三元前驱体86%>隔膜62%>结构件53%>电池43%>负极40%>锂电设备36%>添加剂4%>汽车核心零部件-3%>整车-46%。
- ◆ **25-26Q1盈利持续修复，资本开支有序恢复。** 25年毛利率16.9%（同比+0.2pct），归母净利率5.0%（同比+1.0pct）；26Q1毛利率18.8%（同比+2.6pct），归母净利率7.0%（同比+1.5pct）。25年经营活动净现金流同比-17%，26Q1同比+106%；资本开支25年同比增长19%，26Q1同比-13%，行业产能投放放缓，产能出清加速，其中电池环节资本开支扩大，其余环节扩产仍相对谨慎。另外存货有所增加，25年存货较25年年初增加22%，26Q1较26年年初增加13%。
- ◆ **锂电动储需求超我们预期，排产环比加速，产业链延续量价齐升。** 我们预计26年全球动储需求近35%增长，27年25%左右，行业排产持续新高。电池端，议价强+顺价快，Q1盈利水平维持稳定，增长确定性高。上游碳酸锂价格15-18万/吨震荡，5月或进一步提升，或突破上限20万/吨。材料端，隔膜铜箔铝箔26-27年盈利有望持续向上。隔膜Q1盈利环比进一步改善，26-27年产能利用率有望持续提升，叠加PE涨价，我们预计Q2新一轮涨价有望落地，头部单平利润有望提升至0.2元/平+，且5u加速替代，龙头明显受益；铁锂正极Q1加工费上涨+库存收益，业绩亮眼，5代产品开始渗透；铝箔盈利已恢复，钠电加持弹性大，铜箔Q1业绩拐点确定，加工费仍有大幅提升空间；六氟Q1库存消化完毕，Q2价格有望反弹。
- ◆ **投资建议：动储产销两旺，量利双升可期，继续强推电池板块（宁德时代、亿纬锂能、欣旺达、中创新航等，关注鹏辉能源、派能科技）；**同时看好材料龙头（科达利、当升科技、天赐材料、湖南裕能、尚太科技、璞泰来、富临精工、华友钴业、恩捷股份、星源材质、容百科技、德方纳米等，关注天际股份、多氟多、万润新能、龙蟠科技）；同时看好价格反弹的碳酸锂（赣锋锂业、天齐锂业、中矿资源、盛新锂能、永兴材料等）；并强推Q4催化剂密集落地的固态板块（厦钨新能、当升科技、上海洗霸、纳科诺尔等）。
- ◆ **风险提示：价格竞争超市场预期、原材料价格波动、投资增速下滑。**

- PART1 总结综述：需求超我们预期，产业链盈利弹性大
- PART2 上游：碳酸锂26-27年有望进入上行周期，业绩亮眼
- PART3 中游：供需反转，盈利逐季改善显著
- PART4 投资建议与风险提示

**总结综述：需求超我们预期，产业链盈利弹性大**

- ◆ **Marklines数据，全球电动车25年累计销2256万辆，同比增长26.7%，累计电动化率24.8%。**其中Q4全球电动车销685万辆，同环比增17%/16%。26年Q1电动车销量468万辆，同环比+6%/-32%。
- ◆ **中汽协数据，国内电动车25年累计销1546万辆，同比增长26.7%。**其中25年Q4电动车销492万辆，同环比增15%/22%。26年Q1电动车销量276万辆，同环比-4%/-44%。

图：Marklines口径全球分区域电动乘用车年度和季度销量（辆）

	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025年Q4	2026年Q1	2024全年	2025全年
<b>中国</b>	<b>2,890,190</b>	<b>3,619,972</b>	<b>4,022,839</b>	<b>4,924,671</b>	<b>2,762,118</b>	<b>12,204,719</b>	<b>15,457,672</b>
同比	45.61%	33.58%	24.96%	14.78%	-4.43%	36.09%	26.65%
环比	-32.64%	25.25%	11.13%	22.42%	-43.91%	-	-
<b>美国</b>	<b>389,828</b>	<b>403,818</b>	<b>536,433</b>	<b>296,834</b>	<b>260,325</b>	<b>1,612,607</b>	<b>1,626,913</b>
同比	8.92%	-0.03%	32.76%	-33.55%	-33.22%	9.84%	0.89%
环比	-12.73%	3.59%	32.84%	-44.67%	-12.30%	-	-
<b>欧洲</b>	<b>839,574</b>	<b>946,693</b>	<b>936,406</b>	<b>1,147,023</b>	<b>1,093,409</b>	<b>2,953,671</b>	<b>3,869,696</b>
同比	20.62%	27.31%	36.45%	38.57%	30.23%	2.38%	31.01%
环比	1.43%	12.76%	-1.09%	22.49%	-4.67%	-	-
<b>新兴市场</b>	<b>308,910</b>	<b>383,807</b>	<b>428,208</b>	<b>485,144</b>	<b>560,770</b>	<b>1,028,926</b>	<b>1,606,069</b>
同比	35.07%	52.40%	66.27%	66.81%	81.53%	37.94%	56.09%
环比	6.21%	24.25%	11.57%	13.30%	15.59%	-	-
<b>全球</b>	<b>4,428,502</b>	<b>5,354,290</b>	<b>5,923,886</b>	<b>6,853,672</b>	<b>4,676,622</b>	<b>17,799,923</b>	<b>22,560,350</b>
同比	35.53%	30.30%	29.71%	17.04%	5.60%	26.54%	26.74%
环比	-24.38%	20.91%	10.64%	15.70%	-31.76%	-	-

- ◆ **GGII数据**，25年国内动力电池装机量717GWh，同比增长35%；26Q1装机量125GWh，同环比+0.7%/-47.3%。
- ◆ **鑫椏咨询数据**，25年全球储能电池产量598GWh，同比+82%；26年Q1产量209GWh，同环比+115%/+10%

图：国内动力电池装机数据 (GWh)

	2025	同比	2026Q1	同比	环比
国内动力电池装机量	717.4	35%	124.7	1%	-43%

图：全球储能电池产量 (GWh)

	2025	同比	2026Q1	同比	环比
全球储能电池产量	598	82%	209	115%	10%

# 动储需求：26年动储上修至34%增长，27年同增23%

- ◆ 电池需求：考虑到全球新能源车渗透率加速提升、储能项目落地节奏超我们预期，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%。

表：动力及储能需求增速预期

	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
<b>全球动力电池实际需求 (gwh)</b>	<b>1,062</b>	<b>1,418</b>	<b>1,745</b>	<b>2,035</b>	<b>2,339</b>	<b>2,694</b>	<b>3,115</b>
YoY	22%	34%	23.0%	16.6%	14.9%	15.2%	15.6%
<b>全球消费类电池合计 (gwh)</b>	<b>144</b>	<b>162</b>	<b>170</b>	<b>187</b>	<b>206</b>	<b>227</b>	<b>249</b>
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
<b>全球储能电池合计 (gwh)</b>	<b>329</b>	<b>641</b>	<b>1,024</b>	<b>1,357</b>	<b>1,630</b>	<b>1,959</b>	<b>2,351</b>
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
<b>全球动力+储能电池实际需求合计 (gwh)</b>	<b>1,390</b>	<b>2,059</b>	<b>2,769</b>	<b>3,392</b>	<b>3,969</b>	<b>4,654</b>	<b>5,466</b>
YoY	29%	48%	34%	23%	17%	17%	17%
<b>全球锂电池合计 (gwh)</b>	<b>1,534</b>	<b>2,221</b>	<b>2,939</b>	<b>3,579</b>	<b>4,176</b>	<b>4,880</b>	<b>5,715</b>
YoY	27%	45%	32.3%	21.8%	16.7%	16.9%	17.1%

## 1 营收及利润：25年利润开始改善，26Q1同环比均亮眼

- ◆ **新能源汽车板块2025年营业收入达39118亿元，同比增长11%，归母净利润1859亿元，同比增长30%。**我们共选取了102家上市公司，划分为碳酸锂、锂电池中游（含隔膜、六氟磷酸锂及电解液、电池、三元正极、铁锂正极、三元前驱体、负极、铜箔、铝箔、添加剂、结构件十二个细分板块）、核心零部件、电机电控、整车五个子板块，进行了统计分析。2025年营业收入同比下降的公司有17家；增幅为0-30%的有57家；增幅为30%以上的有28家。2025年归母净利润同比下降的公司有26家；增幅为0-30%的有22家；增幅为30%以上的有54家。亏损的公司有27家，扭亏的公司有14家。
- ◆ **2025年Q4新能源汽车板块实现营业收入达11850亿元，同环比+10%/+19%，归母净利润492亿元，同环比+67%/-4%。**2025Q4收入同比下降的公司共有22家，增幅为0-30%的公司共有28家，增幅为30%以上的公司共有52家。归母净利润25Q4同比下降的公司共有57家，增幅为0-30%的公司共有14家，增幅为30%以上的公司有31家。
- ◆ **2026年Q1新能源汽车板块实现营业收入达9437亿元，同环比+19%/-20%，归母净利润595亿元，同环比+45%/+21%。**2026Q1收入同比下降的公司共有58家，增幅为0-30%的公司共有34家，增幅为30%以上的公司共有10家。归母净利润26Q1同比下降的公司共有25家，增幅为0-30%的公司共有14家，增幅为30%以上的公司有63家。

图表：新能源汽车板块2025年增速分布情况

	收入增速 (家)	归属母公司净利润增速 (家)
同比负增长	17	26
同比增长幅度在0%-30%	57	22
同比增长超过30%	28	54
亏损	-	27
扭亏	-	14
合计	102	

图表：新能源汽车板块25年Q4及26年Q1增速分布情况

25年Q4	收入增速 (家)	归属母公司净利润增速 (家)
同比负增长	22	57
同比增长幅度在0%-30%	28	14
同比增长超过30%	52	31
26年Q1	收入增速 (家)	归属母公司净利润增速 (家)
同比负增长	58	25
同比增长幅度在0%-30%	34	14
同比增长超过30%	10	63

## 2 盈利水平：2025年和26Q1盈利水平提升明显

- ◆ **2025年新能源汽车板块整体盈利能力同比提升：**2025年新能源汽车板块整体毛利率为16.9%，同比+0.2pct；归母净利率5%，同比+1.0pct；其中Q4毛利率18%，同比+3.2pct，环比+1.3pct；归母净利率4.2%，同比+1.3pct，环比-1.4pct。26年Q1毛利率为18.8%，同比+2.6pct，环比+0.8pct；归母净利率7.0%，同比+1.5pct，环比+2.8pct。
- ◆ **2025年费用支出同比减少，26年Q1费用支出同比增加：**2025年费用率11.20%，同比-0.02pct；其中Q4费用率11.7%，同比+2.5pct，环比+0.3pct。26年Q1费用率11.4%，同比+0.4pct，环比-0.3pct。

图表：新能源汽车板块2025年及26年Q1全板块情况

	2025	2025同比	2025Q4	Q4同比	Q4环比	2026Q1	Q1同比	Q1环比
毛利率	16.9%	+0.2pct	18.0%	+3.2pct	+1.3pct	18.8%	+2.6pct	+0.8pct
归母净利率	5.0%	+1.0pct	4.2%	+1.3pct	-1.4pct	7.0%	+1.5pct	+2.8pct
费用率	11.2%	-0.02pct	11.7%	+2.5pct	+0.3pct	11.4%	+0.4pct	-0.3pct

## 3 产业景气度高，存货增长明显，26Q1资本开支同比环比回落

- ◆ 2025年新能源汽车板块经营活动净现金流同比下滑17%，26年Q1单季度环减明显：2025年新能源汽车板块经营活动净现金流为4033亿元，同比下降17%；其中Q4新能源汽车板块经营活动净现金流为1486亿元，同比下降38%，环比增长51%。26年Q1新能源汽车板块经营活动净现金流为261亿元，同比增长106%，环比下降82%。
- ◆ 2025年与2026年Q1新能源汽车板块存货较年初环比增加。25Q4末新能源汽车板块应收账款为5242亿元，较年初增长9%；预收款项为1908亿元，较年初增长30%；存货为6565亿元，较年初增长22%；营运资本为5179亿元，较年初增长22%；无息在手现金（减去长短期借款）为6189亿元，较年初增长5%。26Q1末新能源汽车板块应收账款为5585亿元，较年初增长7%；预收款项为1879亿元，较年初下降2%；存货为7451亿元，较年初增长13%；营运资本为6177亿元，较年初增长19%；无息在手现金（减去长短期借款）为5462亿元，较年初下降12%。
- ◆ 产业链新增投资放缓，产能出清速度加快，2025年新能源汽车板块资本开支同比增长19%。2025年新能源汽车板块资本开支为3940亿元，同比增长19%；其中Q4资本开支为1146亿元，同比增长11%，环比增长32%；26年Q1资本开支为828亿元，同比下降13%，环比下降28%。主流环节厂商主动调整产能释放节奏，新增产能投产进度放缓，26Q1资本开支同比回落，产能出清速度加快。

图表：新能源汽车板块2025年全板块情况

	2025	2025同比	2025Q4	Q4同比	Q4环比	2026Q1	Q1同比	Q1环比
经营活动现金流量净额 (亿元)	4033	-17%	1486	-38%	+51%	261	+106%	-82%
资本开支 (亿元)	3940	+19%	1146	+11%	+32%	828	-13%	-28%
	25Q4末的情况		25Q4末较2025年初增长		26Q1末的情况		26Q1末较2026年初增长	
应收账款 (亿元)	5242		+9%		5585		+7%	
预收款项 (亿元)	1908		+30%		1879		-2%	
存货 (亿元)	6565		+22%		7451		+13%	
无息在手现金 (亿元)	6189		+5%		5462		-12%	
营运资本 (亿元)	5179		+22%		6177		+19%	
在建工程 (亿元)	2515		+1%		2967		+18%	

## 1 25年、25Q4、26Q1：新能源汽车各子板块利润分配

- ◆ 从利润分配来看：利润向上游和中游材料倾斜，电池占比微降，整车利润占比大幅下降。25年上游材料利润占整个新能源车板块比重为8%，电池环节占比41%，中游材料占比10%，整车占比29%；25Q4上游材料占比14%，电池环节占比44%，中游材料占比11%，整车占比21%；26Q1上游材料占比19%（同环比+14/5pct），中游材料占比20%（同环比+11/8pct），电池占比37%（+0/-7pct），整车占比12%（-23/-8pct）。

图表：各板块净利润占新能源汽车板块比重

	24年	25年	同比变化(pct)	2025Q4	同比变化(pct)	环比变化(pct)	2026Q1	同比变化(pct)	环比变化(pct)
碳酸锂	4%	8%	4	14%	19	5	19%	14	5
锂电池中游	45%	55%	10	59%	18	2	63%	13	4
电池	39%	41%	3	44%	-5	-1	37%	0	-7
中游材料	3%	10%	7	11%	23	2	20%	11	8
隔膜	2%	3%	1	2%	5	0	3%	0	0
六氟磷酸锂及电解液	-1%	1%	2	4%	10	3	6%	5	2
正极	-1%	1%	2	2%	6	1	5%	5	3
添加剂	0%	0%	0	0%	-1	-1	0%	0	0
负极	2%	3%	1	3%	2	0	3%	0	0
铜箔	-1%	0%	1	0%	1	0	1%	1	1
铝箔	0%	0%	0	0%	0	0	0%	0	0
结构件	2%	2%	0	2%	0	0	3%	1	1
汽车核心零部件	9%	8%	0	6%	-3	-2	6%	-3	0
整车	42%	29%	-14	21%	-33	-5	12%	-23	-8
新能源汽车（不含充电桩）	100%	100%	0	100%	0	0	100%	0	0

## 1 25年、25Q4、26Q1：新能源汽车各环节收入、归母净利润增速

- ◆ **25年归母净利润同比增速看：**碳酸锂>六氟磷酸锂及电解液>三元正极>锂电设备>铝箔>正极>隔膜>铁锂正极>铜箔>负极>锂电池中游>三元前驱体>电池>结构件>新能源汽车板块>汽车核心零部件>整车>添加剂。
- ◆ **25Q4归母净利润同比增速看：**负极>碳酸锂>三元正极>隔膜>铝箔>锂电设备>六氟磷酸锂及电解液>三元前驱体>正极>铁锂正极>锂电池中游>结构件>新能源汽车板块>铜箔>电池>汽车核心零部件>整车>添加剂。
- ◆ **26Q1归母净利润同比增速看：**铜箔>正极>铁锂正极>三元正极>六氟磷酸锂及电解液>碳酸锂>铝箔>结构件>三元前驱体>锂电池中游>隔膜>新能源汽车板块>电池>负极>锂电设备>添加剂>汽车核心零部件>整车。

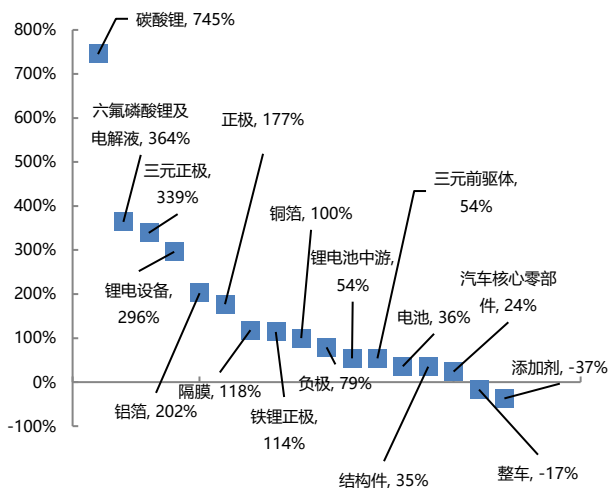
图表：新能源汽车板块各环节收入、归母净利润

各个环节	营业收入 (亿元)								归属母公司股东净利润 (亿元)							
	2025年	25同比	2025Q4	25Q4同比	25Q4环比	2026Q1	26Q1同比	26Q1环比	2025年	25同比	2025Q4	25Q4同比	25Q4环比	2026Q1	26Q1同比	26Q1环比
新能源汽车板块	39118.11	11%	11849.76	10%	19%	9436.90	19%	-20%	1859.27	30%	492.19	67%	-4%	595.38	45%	21%
碳酸锂	1045.91	10%	316.31	24%	13%	396.08	87%	25%	130.05	745%	67.73	455%	77%	102.12	599%	51%
锂电池中游	13628.58	20%	4222.26	34%	21%	4122.19	47%	-2%	1037.74	54%	291.06	124%	-3%	375.47	82%	29%
隔膜	671.46	23%	196.01	28%	10%	170.77	31%	-13%	44.87	118%	11.54	257%	-4%	15.46	62%	34%
六氟磷酸锂及电解液	586.77	25%	183.65	51%	28%	206.76	65%	13%	27.79	364%	17.77	207%	528%	35.19	834%	98%
电池	7200.40	16%	2282.73	30%	25%	2074.97	44%	-9%	797.62	36%	217.89	42%	-8%	225.00	43%	3%
正极	1305.43	34%	434.69	64%	31%	513.18	106%	18%	12.48	177%	7.86	168%	88%	29.33	3743%	273%
铁锂正极	772.53	43%	257.45	71%	33%	332.33	117%	29%	2.53	114%	2.89	131%	28%	24.39	1964%	743%
三元正极	532.90	23%	177.24	54%	29%	180.85	90%	2%	9.95	339%	4.97	328%	158%	4.94	882%	-1%
三元前驱体	1692.50	23%	476.69	37%	7%	524.06	36%	10%	84.56	54%	23.43	202%	8%	36.57	86%	56%
添加剂	181.39	-6%	47.20	-3%	-2%	44.48	4%	-6%	2.71	-37%	-1.29	-182%	-177%	0.69	4%	154%
负极	735.28	24%	221.21	31%	20%	194.05	28%	-12%	52.01	79%	12.86	608%	-9%	14.96	40%	16%
铜箔	419.71	44%	132.04	47%	22%	139.65	64%	6%	-0.01	100%	-1.16	66%	-288%	4.85	7348%	518%
铝箔	321.01	5%	84.07	2%	9%	89.60	13%	7%	3.28	202%	1.09	237%	28%	2.16	174%	98%
结构件	671.75	17%	212.78	31%	23%	208.17	49%	-2%	36.01	35%	7.67	77%	-31%	18.31	97%	139%
汽车核心零部件	1867.01	14%	503.27	11%	7%	473.77	13%	-6%	157.28	24%	30.94	10%	-27%	36.34	-3%	17%
整车	22576.61	5%	6807.91	-1%	18%	4444.85	-1%	-35%	534.20	-17%	102.46	-34%	-23%	81.44	-46%	-21%
锂电产业链 (上游+中游)	14674.49	19%	4538.57	33%	21%	4518.27	50%	0%	1167.79	79%	358.79	224%	6%	477.60	117%	33%
锂电设备	517.41	15%	143.65	39%	8%	134.54	32%	-6%	47.93	296%	11.39	212%	-7%	14.34	36%	26%

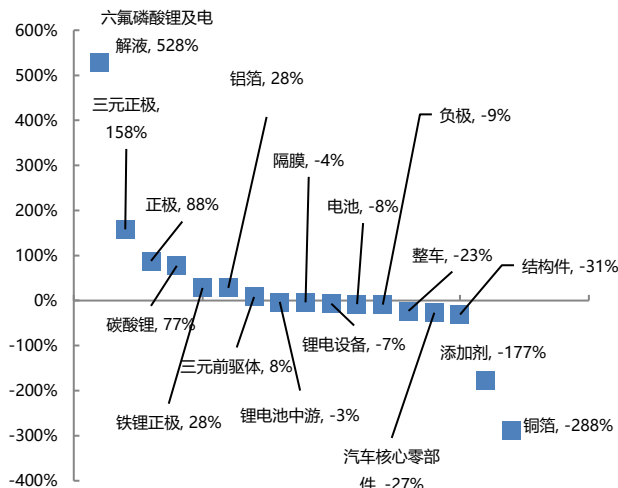
## 1 分子板块：25Q4盈利表现分化，26Q1大部分环节利润同比显著回升

- ◆ **25年归母净利润同比增速排序**依次为碳酸锂745% > 六氟磷酸锂及电解液364% > 三元正极339% > 锂电设备296% > 铝箔202% > 正极177% > 隔膜118% > 铁锂正极114% > 铜箔100% > 负极79% > 锂电池中游54% > 三元前驱体54% > 电池36% > 结构件35% > 汽车核心零部件24% > 整车-17% > 添加剂-37%；
- ◆ **25Q4归母净利润环比增速排序**为六氟磷酸锂及电解液528% > 三元正极158% > 正极88% > 碳酸锂77% > 铁锂正极28% > 铝箔28% > 三元前驱体8% > 隔膜-4% > 锂电设备-7% > 电池-8% > 负极-9% > 整车-23% > 汽车核心零部件-27% > 结构件-31% > 添加剂-177% > 铜箔-288%；
- ◆ **26Q1归母净利润同比增速排序**为铜箔7348% > 正极3743% > 铁锂正极1964% > 三元正极882% > 六氟磷酸锂及电解液834% > 碳酸锂599% > 铝箔174% > 三元前驱体86% > 锂电池中游82% > 隔膜62% > 结构件53% > 电池43% > 负极40% > 锂电设备36% > 添加剂4% > 汽车核心零部件-3% > 整车-46%。

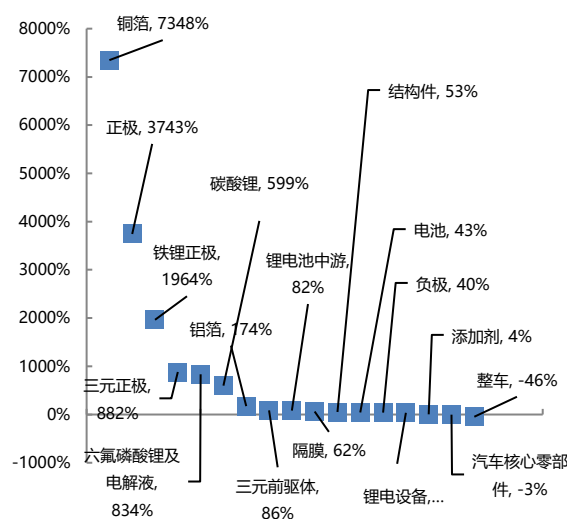
图：25年各子板块归母净利润同比增速表现



图：25Q4各子板块归母净利润环比增速表现



图：26Q1各子板块归母净利润环比增速表现



**上游：碳酸锂26-27年有望进入上行周期，业绩亮眼**

## 2 碳酸锂：25年盈利显著修复，26Q1量价齐升驱动利润大幅增长

- ◆ **25年碳酸锂板块盈利显著修复，26Q1量价齐升驱动利润大幅增长。** 1) **收入和归母净利润**：25年碳酸锂板块营收1046亿元，同比+9.7%，归母净利润130亿元，同比+744.5%；26Q1板块营收396亿元，同比+87.3%，环比+25.2%，归母净利润102亿元，同比+599.2%，环比+50.8%。2) **毛利率和净利率**：25年毛利率27.6%，同比+0.5pct，归母净利率12.4%，同比+14.6pct；26Q1毛利率43.5%，同比+17.2pct，环比+13.0pct，归母净利率25.8%，同比+18.9pct，环比+4.4pct。3) **费用率控制**：25年期间费用率11.5%，同比-0.4pct；26Q1期间费用率7.4%，同比-5.4pct，环比-4.3pct。4) **存货**：25年末存货319亿元，较年初+21.2%；26Q1末存货355亿元，较年初+11.4%。5) **现金流**：25年经营活动净现金流203亿元，同比-18.0%；26Q1经营活动净现金流42亿元，同比+471.9%，环比-40.1%。6) **资金压力**：25年末无息在手现金39亿元，较年初+167.2%；26Q1末无息在手现金138亿元，较年初+250.7%。7) **资本开支**：**2025年资本开支207亿元，同比-12%；26Q1资本开支28.2亿元，同环比-59%/-43%。**8) **应收与预收**：25年末应收账款150亿元，较年初+48.4%；预收款项56亿元，较年初+44.4%；26Q1末应收账款166亿元，较年初+10.7%，预收款项66亿元，较年初+18.1%。

图表：2025年及2026年Q1碳酸锂板块情况 (亿元)

	2025年	25年同比 (%,pct)	2025Q4	25Q4同比 (%,pct)	25Q4环比 (%,pct)	2026Q1	26Q1同比 (%,pct)	26Q1环比 (%,pct)
营业收入 (亿元)	1046	9.7%	316	24.5%	13.3%	396	87.3%	25.2%
归母净利润 (亿元)	130	744.5%	68	455.4%	76.7%	102	599.2%	50.8%
毛利率	27.6%	0.5	30.5%	5.1	2.1	43.5%	17.2	13.0
归母净利率	12.4%	14.6	21.4%	28.9	7.7	25.8%	18.9	4.4
费用率	11.5%	-0.4	11.7%	-1.9	0.6	7.4%	-5.4	-4.3
经营活动净现金流 (亿元)	203	-18.0%	70	-26.9%	53.9%	42	471.9%	-40.1%
	25Q4末的情况		25Q4末较年初增长		26Q1末的情况		26Q1末较年初增长	
应收账款 (亿元)	150		48.4%		166		10.7%	
预收款项 (亿元)	56		44.4%		66		18.1%	
存货 (亿元)	319		21.2%		355		11.4%	
在建工程 (亿元)	273		-19.9%		367		34.3%	
无息在手现金 (亿元)	39		167.2%		138		250.7%	
营运资本 (亿元)	669		32.7%		793		18.6%	

## 2 碳酸锂：行业整体现金情况改善，营运资本持续提升

- ◆ **行业整体现金情况改善，营运资本持续提升。**行业整体无息现金由25Q4的39亿元上升至26Q1的138亿元，营运资本由25Q4的669亿元提升至26Q1的793亿元。**天齐锂业**26Q1无息现金-18.6亿元，较年初+76.7%，营运资本114.5亿元，较年初+50.4%。**赣锋锂业**26Q1无息现金-181.5亿元，较年初-1.3%，营运资本11.5亿元，较年初+137.0%。**雅化集团**26Q1无息现金16.2亿元，较年初-17.8%，营运资本57.0亿元，较年初+8.4%。**永兴材料**无息现金80.0亿元，较年初+1.6%，营运资本90.7亿元，较年初+7.2%。**中矿资源**26Q1无息在手现金18.5亿元，较年初-20.1%，营运资本54.9亿元，较年初+1.5%。

图表：2025年及26Q1碳酸锂板块现金及营运资本情况（亿元）

新能源汽车板块		无息在手现金				营运资本			
		25年Q4	2025年Q4 较年初增长	26Q1	26Q1 较年初增长	25年Q4	2025年Q4 较年初增长	26Q1	26Q1 较年初增长
002466.SZ	天齐锂业	-79.5	-30.5%	-18.6	76.7%	76.1	-2.5%	114.5	50.4%
002460.SZ	赣锋锂业	-179.1	4.3%	-181.5	-1.3%	-31.2	67.8%	11.5	137.0%
002497.SZ	雅化集团	19.7	-36.7%	16.2	-17.8%	52.5	5.9%	57.0	8.4%
002176.SZ	江特电机	-4.1	19.6%	-5.4	-32.0%	4.7	-29.1%	4.4	-6.3%
002756.SZ	永兴材料	78.7	0.0%	80.0	1.6%	84.6	4.0%	90.7	7.2%
600499.SH	科达制造	-12.2	8.2%	-6.9	43.2%	57.7	35.1%	65.3	13.2%
002240.SZ	盛新锂能	-34.4	11.7%	-41.8	-21.6%	-12.3	-1.6%	-0.7	93.9%
300390.SZ	天华新能	-17.1	-208.3%	-16.3	4.5%	47.8	7.5%	58.9	23.0%
000762.SZ	西藏矿业	0.3	18172.5%	6.7	2172.2%	11.2	42.7%	13.8	23.3%
002738.SZ	中矿资源	23.2	-4.8%	18.5	-20.1%	54.1	12.2%	54.9	1.5%
000792.SZ	盐湖股份	227.2	47.4%	272.7	20.1%	311.3	29.9%	307.6	-1.2%
002192.SZ	融捷股份	16.6	3.5%	14.2	-14.4%	12.0	-14.3%	15.4	28.1%
合计		39.3	167.2%	137.9	250.7%	668.7	32.7%	793.2	18.6%

## 2 碳酸锂：25年-26Q1碳酸锂价格中枢上行，量价齐升驱动盈利释放

- ◆ **25年-26Q1碳酸锂价格中枢上行，量价齐升驱动盈利释放。**天齐锂业2025年归母净利4.6亿元，同比+106%，26Q1归母净利18.8亿元，同比+1699%，环比+564%；赣锋锂业2025年归母净利16.1亿元，同比+178%，26Q1归母净利18.4亿元，同比+616%，环比+16%；雅化集团2025年归母净利6.3亿元，同比+146%，26Q1归母净利3.4亿元，同比+311%，环比+14%；永兴材料2025年归母净利6.6亿元，同比-37%，26Q1归母净利4.9亿元，同比+155%，环比+277%；中矿资源2025年归母净利4.6亿元，同比-40%，26Q1归母净利5.1亿元，同比+277%，环比+100%。

图表：2025年及2026年Q1碳酸锂板块情况（亿元）

新能源汽车板块		收入								归母净利润							
碳酸锂		25年	25年 同比	25Q4	25Q4 同比	25Q4 环比	26Q1	26Q1 同比	26Q1 环比	25年	25年 同比	25Q4	25Q4 同比	25Q4 环比	26Q1	26Q1 同比	26Q1 环比
002466.SZ	天齐锂业	103.5	-21%	29.5	-2%	15%	51.3	98%	74%	4.6	106%	2.8	196%	196%	18.8	1699%	564%
002460.SZ	赣锋锂业	230.8	22%	84.6	70%	35%	92.0	144%	9%	16.1	178%	15.9	185%	185%	18.4	616%	16%
002497.SZ	雅化集团	85.4	11%	25.0	39%	-5%	28.3	84%	13%	6.3	146%	3.0	51%	51%	3.4	311%	14%
002176.SZ	江特电机	19.6	-7%	5.2	-39%	15%	4.3	-14%	-17%	-3.7	-16%	-2.6	-20211%	-20211%	-1.8	-317%	30%
002756.SZ	永兴材料	74.2	-8%	18.8	2%	1%	24.3	36%	29%	6.6	-37%	1.3	-1%	-1%	4.9	155%	277%
600499.SH	科达制造	173.9	38%	47.8	19%	8%	47.3	25%	-1%	13.1	30%	1.6	-60%	-60%	5.9	69%	267%
002240.SZ	盛新锂能	50.6	11%	19.7	82%	33%	32.8	379%	67%	-8.9	-43%	-1.4	-253%	-253%	4.6	400%	442%
300390.SZ	天华新能	75.5	14%	19.8	71%	-6%	32.0	90%	62%	4.0	-53%	3.7	96%	96%	9.7	29632%	162%
000762.SZ	西藏矿业	3.5	-43%	1.5	326%	116%	2.0	190%	32%	-0.3	-127%	-0.2	-384%	-384%	0.2	241%	183%
002738.SZ	中矿资源	65.5	22%	17.3	-4%	11%	13.8	-10%	-20%	4.6	-40%	2.5	120%	120%	5.1	277%	100%
000792.SZ	盐湖股份	155.0	2%	43.9	-6%	1%	64.3	106%	46%	84.8	82%	39.7	100%	100%	30.3	164%	-24%
002192.SZ	融捷股份	8.4	50%	3.3	110%	60%	3.8	296%	14%	2.8	30%	1.3	130%	130%	2.8	1288%	106%
合计		1045.9	10%	316.3	24%	13%	396.1	87%	25%	130.0	745%	67.7	455%	77%	102.1	599%	51%

## 2 碳酸锂：行业盈利改善明显，公司单吨盈利分化

- ◆ 行业公司单吨盈利分化，资源自供比例高及低价矿库存企业单吨利润表现更优。当前碳酸锂环节盈利修复分化显著，具备上游资源自供或前期低价矿库存的企业盈利弹性更强。

图表：碳酸锂主流公司季度盈利拆分

代表公司	锂业务	单位	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
天齐锂业	锂盐	出货量 (万吨)	1.7	2.4	3.0	3.0	2.5	2.5	3.0	2.4	2.0
		单吨利润 (万元/吨)	-13.6	-6.0	-2.1	-5.5	-0.7	-2.1	-1.7	1.2	6.0
赣锋锂业	锂盐	出货量 (万吨)	2.5	3.1	3.3	4.0	4.0	3.5	5.0	5.0	5.0
		单吨利润 (万元/吨)	-1.0	0.3	-0.6	-0.1	-0.4	-1.4	-0.1	0.8	3.7
永兴材料	锂盐	出货量 (万吨)	0.7	0.7	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
		单吨利润 (万元/吨)	3.1	2.4	1.1	0.4	1.5	1.1	1.0	1.7	7.0
中矿资源	锂盐 (含精矿)	出货量 (万吨)	0.8	0.9	1.1	1.2	0.9	1.3	1.3	0.8	0.8
		单吨利润 (万元/吨)	1.5	1.4	-0.1	0.5	0.0	-0.4	0.1	2.3	5.0
雅化集团	锂盐 (含精矿)	出货量 (万吨)							2.0	2.0	1.7
		单吨利润 (万元/吨)							0.3	0.9	1.5
盛新锂能	锂盐 (含精矿)	出货量 (万吨)							1.7	2.4	2.0
		单吨利润 (万元/吨)							0.3	1.0	2.3

## 2 碳酸锂：碳酸锂26全年紧平衡，价格在15-20万左右震荡

- ◆ 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，实际供给或低于我们预期。
- ◆ 不考虑津巴布韦影响，碳酸锂26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我们预期，加剧供给紧张。

图 2025-2030年碳酸锂供给测算

产量 (万吨LCE)	2025	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
<b>国内供给合计</b>	<b>40.1</b>	<b>55.1</b>	<b>71.7</b>	<b>88.4</b>	<b>109.6</b>	<b>116.0</b>
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
<b>海外供给合计</b>	<b>120.6</b>	<b>147.2</b>	<b>175.9</b>	<b>197.6</b>	<b>218.4</b>	<b>232.7</b>
锂回收	9.0	11.7	14.0	16.8	20.2	24.3
<b>合计</b>	<b>169.6</b>	<b>214.0</b>	<b>261.7</b>	<b>302.9</b>	<b>348.2</b>	<b>373.0</b>
<b>-新增</b>	<b>34.7</b>	<b>44.3</b>	<b>47.7</b>	<b>41.2</b>	<b>45.3</b>	<b>24.9</b>

图 碳酸锂供需测算

	2022	2023	2024	2025	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

**中游：供需反转，盈利逐季改善显著**

### 3 锂电池中游：25Q4起盈利能力拐点显著，利润同比改善

- ◆ 锂电池中游板块：25年盈利能力持续改善，利润同比明显提升，26Q1拐点持续，利润同环比高增长。1) 收入和归母净利润：25年锂电池中游板块实现营收13629亿元，同比+19.7%，归母净利润1038亿元，同比+54.2%；26Q1营收4122亿元，同比+47.4%，环比-2.4%，归母净利润375亿元，同比+82.3%，环比+29.0%。2) 毛利率和净利率：25年毛利率18.2%，同比+0.9pct，归母净利率7.6%，同比+1.7pct；26Q1毛利率19.5%，同比+2.2pct，环比+0.2pct，归母净利率9.1%，同比+1.7pct，环比+2.2pct。3) 费用率控制：25年期间费用率9.1%，同比-0.3pct；26Q1期间费用率8.7%，同比-0.6pct，环比-0.7pct。4) 存货增加：25Q4末存货2912亿元，较年初+36.0%；26Q1末存货3441亿元，较年初+18.2%。5) 现金流：25年经营活动净现金流1973亿元，同比+22.8%；26Q1经营活动净现金流220亿元，同比-30.3%，环比-72.0%。6) 资金压力：25Q4末营运资本3366亿元，较年初+9.6%；26Q1末营运资本3917亿元，较年初+16.4%。

图表：25年、25Q4、26Q1锂电池中游板块情况 (亿元)

	25年	25年同比 (%,pct)	25Q4	25Q4同比 (%,pct)	25Q4环比 (%,pct)	26Q1	26Q1同比 (%,pct)	26Q1环比 (%,pct)
营业收入 (亿元)	13629	19.7%	4222	33.6%	21.5%	4122	47.4%	-2.4%
归母净利润 (亿元)	1038	54.2%	291	124.5%	-2.6%	375	82.3%	29.0%
毛利率	18.2%	0.9	19.3%	5.8	1.5	19.5%	2.2	0.2
归母净利率	7.6%	1.7	6.9%	2.8	-1.7	9.1%	1.7	2.2
费用率	9.1%	-0.3	9.4%	2.9	0.3	8.7%	-0.6	-0.7
经营活动净现金流 (亿元)	1973	22.8%	785	20.9%	101.5%	220	-30.3%	-72.0%
	25Q4末的情况		25Q4末较年初增长		26Q1末的情况		26Q1末较年初增长	
应收账款 (亿元)	2995		17.0%		3250		8.5%	
合同负债 (亿元)	649		55.9%		681		5.0%	
存货 (亿元)	2912		36.0%		3441		18.2%	
无息在手现金 (亿元)	1602		74.2%		1476		-7.9%	
营运资本 (亿元)	3366		9.6%		3917		16.4%	

### 3 锂电池中游：25Q4盈利拐点明确，26Q1盈利进一步改善

- ◆ **锂电池中游分板块：25Q4起中游材料同环比改善显著，电池环节稳定增长。**2025年锂电池中游板块营收13629亿元，同比+20%，归母净利1038亿元，同比+54%，25Q4中游板块盈利拐点明确；26Q1板块营收4122亿元，同比+47%，归母净利376亿元，同比+82%，盈利持续改善。分环节看，六氟磷酸锂及电解液25Q4已明显修复，对应25Q4/26Q1归母净利增速同比+207%/+834%；正极环节25Q4开始改善，26Q1延续高弹性，其中26Q1归母净利铁锂正极同比+1964%、三元正极同比+882%；电池环节表现稳健，26Q1归母净利同比+43%；辅材端弹性释放，铜箔、铝箔25Q4已显著改善，26Q1持续恢复；隔膜25Q4涨价弹性显著，归母净利同比+257%，26Q1涨价延续。

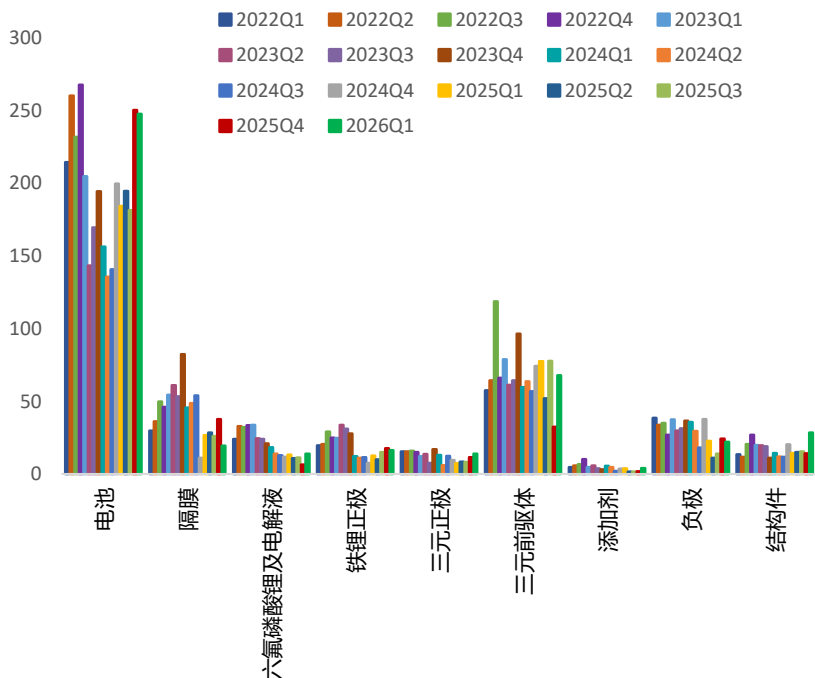
图表：25年、25Q4、26Q1锂电池中游分板块情况（亿元）

分项	25年营收 (亿元)	同比增速 (%)	25年归母净利 (亿元)	同比增速 (%)	25Q4营收 (亿元)	同比增速 (%)	环比增速 (%)	25Q4归母净利 (亿元)	同比增速 (%)	环比增速 (%)	26Q1营收 (亿元)	同比增速 (%)	环比增速 (%)	26Q1归母净利 (亿元)	同比增速 (%)	环比增速 (%)
锂电池中游	13629	20%	1037.7	54%	4222	34%	21%	291.1	124%	-3%	4122	47%	-2%	375.5	82%	29%
隔膜	671	23%	44.9	118%	196	28%	10%	11.5	257%	-4%	171	31%	-13%	15.5	62%	34%
六氟磷酸锂及电解液	587	25%	27.8	364%	184	51%	28%	17.8	207%	528%	207	65%	13%	35.2	834%	98%
电池	7200	16%	797.6	36%	2283	30%	25%	217.9	42%	-8%	2075	44%	-9%	225.0	43%	3%
正极	1305	34%	12.5	177%	435	64%	31%	7.9	168%	88%	513	106%	18%	29.3	3743%	273%
铁锂正极	773	43%	2.5	114%	257	71%	33%	2.9	131%	28%	332	117%	29%	24.4	1964%	743%
三元正极	533	23%	10.0	339%	177	54%	29%	5.0	328%	158%	181	90%	2%	4.9	882%	-1%
三元前驱体	1693	23%	84.6	54%	477	37%	7%	23.4	202%	8%	524	36%	10%	36.6	86%	56%
添加剂	181	-6%	2.7	-37%	47	-3%	-2%	-1.3	-182%	-177%	44	4%	-6%	0.7	4%	154%
负极	735	24%	52.0	79%	221	31%	20%	12.9	608%	-9%	194	28%	-12%	15.0	40%	16%
铜箔	420	44%	0.0	100%	132	47%	22%	-1.2	66%	-288%	140	64%	6%	4.9	7348%	518%
铝箔	321	5%	3.3	202%	84	2%	9%	1.1	237%	28%	90	13%	7%	2.2	174%	98%
结构件	672	17%	36.0	35%	213	31%	23%	7.7	77%	-31%	208	49%	-2%	18.3	97%	139%

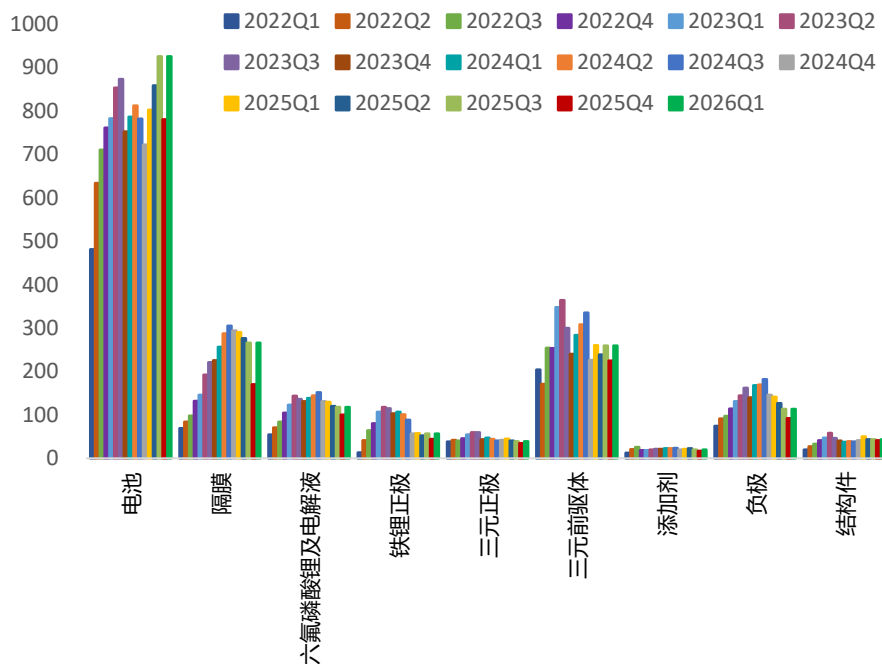
## 3 锂电池中游：资本开支节奏分化，电池明显提升，部分材料环节开始恢复

◆ **资本开支：25Q4-26Q1电池环节明显恢复，材料环节26Q1开始恢复。** 25Q4以来电池资本开支持续处于高位，25Q4资本开支环比提升明显；隔膜、负极等环节25Q4环比增长，前驱体及结构件Q1环比大幅增长，六氟电解液、三元正极、添加剂等26Q1逐步改善。

图：各环节22Q1-26Q1资本开支（亿元）



图：各环节22Q1-26Q1在建工程（亿元）



# 分板块2025年及26Q1业绩总结

◆ Q1电池、结构件龙头盈利稳定，铁锂、隔膜、电解液、铜铝箔龙头盈利拐点已现，负极原材料涨价盈利略有影响。中游材料价格连续调整多个季度，铁锂、隔膜、电解液及铜铝箔25Q4-26Q1涨价逐步落地，盈利拐点明确，26Q1单位盈利水平进一步提升。电池龙头依托客户结构、成本优势，单位盈利稳定，负极受原材料涨价影响，单位盈利有所影响。

表 各环节分季度盈利情况

环节	代表公司	单位	2021A	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
电池	宁德时代	元/Wh	0.08	0	0.07	0.07	0.11	0.07	0.08	0.08	0.12	0.1	0.1	0.12	0.08	0.09	0.09	0.09	0.09	0.08
	亿纬锂能	元/Wh	0.03	0	0.02	0.04	0.06	0.03	0.02	0.04	0.03	0.02	0.01	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
	国轩高科	元/Wh	0	0	0	0.01	-0.02	0	0	0	0.005	0	0	0	0.01	0	0	0	0	0
	孚能科技	元/Wh	-0.03	-0.2	0.01	-0.01	-0.22	-0.1	-0.17	-0.15	-0.05	-0.05	0	-0.06	-0.02	-0.04	-0.02	-0.06	-0.02	-0.05
	派能科技	元/Wh	0.21	0.25	0.31	0.42	0.51	0.49	0.26	0.01	-0.91	0.02	0.03	0.02	0.01	-0.1	0.05	0.04	0.02	0.06
三元前驱体	中伟股份	万元/吨	0.52	0.41	0.53	0.52	0.6	0.45	0.55	0.7	0.75	0.55	0.6	0.6	0.5	0.6	0.5	0.62	0.62	0.55
三元正极	当升科技	万元/吨	1.43	2.3	3.9	3.92	3.52	2.98	3.95	3	2.8	1.1	0.96	1	-0.5	0.6	1	1	0.7	0.9
	容百科技	万元/吨	1.65	1.6	2.45	0.73	1.4	1.2	0.36	0.88	-0.12	-0.12	0.2	0.4	0.6	0.2	0.15	-0.6	0.15	0.2
磷酸铁锂	德方纳米	万元/吨	0.91	2.15	1.5	1.1	1.15	-2.11	-0.76	0.07	-1.29	-0.55	-0.69	-0.64	-1.12	-0.37	-0.5	-0.17	0.10	0.35
	湖南裕能	万元/吨	0.98	2.01	1.12	0.44	0.81	0.28	0.83	0.2	0.05	0.1	0.15	0.06	0.04	0.04	0.11	0.11	0.17	0.45
	万润新能	万元/吨	0.85	2.28	1.54	0.93	0.5	-0.15	-2.01	-0.2	-1.2	-0.42	-0.58	-0.4	-0.3	-0.21	-0.26	-0.09	0.02	0.38
负极	璞泰来	万元/吨	1.14	1.27	1.3	1.3	0.9	0.85	0.35	-0.55	-0.4	-0.05	-0.3	-0.3	-1.1	-0.1	0	0.05	0.05	0.05
	中科电气	万元/吨	0.53	0.59	0.47	0.51	-0.2	-0.54	0.07	0.21	0.29	0.08	0.11	0.17	0.2	0.19	0.18	0.13	0.09	0.06
	尚太科技	万元/吨	0.81	1.4	1.4	1.2	0.95	0.95	0.6	0.4	0.35	0.38	0.35	0.33	0.35	0.35	0.33	0.26	0.22	0.20
隔膜	恩捷股份	元/平	0.85	0.77	0.9	0.9	0.7	0.6	0.6	0.5	0.3	0.13	0.09	0.08	-0.25	0.01	0.04	0.04	0.09	0.11
	星源材质	元/平	0.28	0.48	0.55	0.47	0.43	0.4	0.3	0.33	0.05	0.15	0.08	0.08	0.08	0.03	0.01	-0.02	0.02	0.05
电解液	天赐材料	万元/吨	1.44	1.85	1.8	1.27	1.05	0.75	0.65	0.4	0.3	0.11	0.08	0.08	0.1	0.08	0.08	0.08	0.40	0.72
	新宙邦	万元/吨	0.97	1.65	1.5	0.85	0.4	0.2	0.12	0.1	0.07	0	0.04	0.04	0.04	0	-0.01	-0.01	0.15	0.23
铜箔	嘉元科技	万元/吨	2.98	1.83	1.1	1.04	0.55	0.3	-0.2	0.02	-0.3	-0.57	-0.45	-0.26	0	0.04	0.01	0.01	0.05	0.35
	诺德股份	万元/吨	1.13	1.23	1	0.5	0.8	0.15	-0.2	-0.46	-0.47	-0.93	-0.67	-0.5	-0.57	-0.29	-0.26	-0.13	-0.2	0.10
铝箔	鼎胜新材	万元/吨	0.62	0.6	0.65	0.65	0.65	0.5	0.4	0.35	0.3	0.2	0.2	0.13	0.13	0.13	0.12	0.17	0.28	0.25
导电剂	天奈科技	万元/吨	0.79	0.9	0.88	0.9	0.8	0.3	0.3	0.4	0.41	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.29	0.30	0.20
结构件	科达利	归母净利率	12.13%	10.80%	9.61%	9.66%	11.47%	10.38%	10.31%	10.04%	14.80%	12.30%	11.56%	11.71%	13.24%	12.82%	10.55%	10.49%	12.57%	11.13%
包覆材料	信德新材	万元/吨	0.67	0.53	0.5	0.5	0.5	0.3	-0.1	0.2	-0.15	-0.1	0.05	-0.05	-0.05	0.01	0	0.05	0.05	0.08

- ◆ 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	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
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%
<b>产能利用率</b>	<b>88%</b>	<b>72%</b>	<b>63%</b>	<b>82%</b>	<b>84%</b>	<b>82%</b>
负极	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
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%
<b>产能利用率</b>	<b>91%</b>	<b>73%</b>	<b>66%</b>	<b>71%</b>	<b>82%</b>	<b>87%</b>
隔膜	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
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%
<b>产能利用率</b>	<b>85%</b>	<b>74%</b>	<b>67%</b>	<b>72%</b>	<b>81%</b>	<b>90%</b>
6F	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
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	12927	87275	132227	63495	28075	57665
<b>产能利用率</b>	<b>91%</b>	<b>65%</b>	<b>61%</b>	<b>83%</b>	<b>94%</b>	<b>89%</b>
铜箔	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
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
<b>产能利用率</b>	<b>58%</b>	<b>55%</b>	<b>60%</b>	<b>72%</b>	<b>81%</b>	<b>85%</b>

## 4 电池：盈利能力表现亮眼，龙头竞争力进一步强化

- ◆ **电池盈利表现亮眼，龙头厂商竞争力强化。** 电池板块25年实现营收7200亿元，同增16.23%；归母净利润797.6亿元，同增36.16%。25Q4营收2283亿元，同环比+30%/+25.10%；归母净利润217.9 亿元，同环比+42.13%/-7.64%。26Q1营收2075亿元，同环比+44.16%/-9.10%；归母净利润225.0亿元，同环比+43.12%/+3.27%。其中宁德时代对板块贡献最大，25年实现归母净利润722亿元，26年Q1实现归母净利润207亿元。
- ◆ **原材料价格有所上涨，通过资源端+传导改善，盈利水平仍表现亮眼。** 25年毛利率21.69%，同比+0.81pct；归母净利率11.08%，同比+1.62pct；费用率9.4%，同比-0.2pct。25Q4毛利率22.3%，同环比+7.7pct/+0.67pct；归母净利率9.55%，同环比+0.81pct/-3.38pct。26Q1归母净利率10.84%，同环比-0.08pct/+1.30pct。
- ◆ **在建工程和存货较年初大幅增长。** 25Q4经营活动净现金流678.8亿元，同环比+58.81%/+132.63%；26Q1经营活动净现金流321.83亿元，同环比-6.80%/-52.59%。26Q1末应收账款1543亿元，较年初增长3.72%；合同负债558亿元，较年初下降 0.66%；存货1726亿元，较年初增长17.23%。

表：2025年及2026年电池板块情况（亿元）

	2025	2025同比(% ,pct)	2025Q4	2025Q4同比(% ,pct)	2025Q4环比(% ,pct)	2026Q1	2026Q1同比(% ,pct)	2026Q1环比(% ,pct)
营业收入 (亿元)	7200	16.23%	2283	30%	25.10%	2075	44.16%	-9.10%
归母净利润 (亿元)	797.6	36.16%	217.9	42.13%	-7.64%	225.0	43.12%	3.27%
毛利率	21.69%	0.81	22.3%	7.7	0.67	21.41%	0.31	-0.91
归母净利率	11.08%	1.62	9.55%	0.81	-3.38	10.84%	-0.08	1.30
费用率	9.4%	-0.2	9.69%	5.21	0.10	9.52%	-0.15	-0.16
经营活动净现金流 (亿元)	1634	35.90%	678.8	58.81%	132.63%	321.83	-6.80%	-52.59%
资本开支 (亿元)	810.7	28.21%	250.33	25.36%	37.96%	247.64	34.44%	-1.07%
	2024/12/31		2025/12/31		2026/03/31		2026Q1较年初增长	
应收账款 (亿元)	1317		1488		1543		3.72%	
合同负债 (亿元)	321		561		558		-0.66%	
存货 (亿元)	1031		1472		1726		17.23%	
在建工程 (亿元)	721		780		925		18.57%	
无息在手现金 (亿元)	2013		2858		2897		1.35%	
营运资本 (亿元)	2152		2484		2723		9.62%	

## 4 电池：宁德时代 $\alpha$ 明显，出货量超越行业增速，盈利稳定

- ◆ 宁德时代26年Q1单wh利润0.08元，与二线盈利差距基本维持，二线企业盈利有所分化，头部盈利稳定。宁德时代25年收入4237亿元，同增17%，26Q1收入1291亿元，同增52.45%；25年归母净利润722亿元，同增42.28%，26Q1归母净利润207.4亿元，同增48.52%，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；二线电池厂中，亿纬锂能盈利仍明显领先，25年归母净利润41.3亿元，同增1.44%，26Q1归母净利润14.5亿元，同增31.35%，单wh利润维持0.02元；其余二三线电池厂盈利分化，多数仍处微利或亏损状态。

表：2025年及2026年Q1电池板块情况（亿元）

新能源汽车板块		收入					归母净利润				
电池		2025	同比	2026Q1	同比	环比	2025	同比	2026Q1	26Q1同比	26Q1环比
300750.SZ	宁德时代	4,237.02	17.04%	1291.31	52.45%	-8.18%	722.01	42.28%	207.38	48.52%	-10.49%
300068.SZ	南都电源	74.71	-6.43%	9.71	-14.78%	-37.75%	-26.42	-76.51%	-3.05	-14.36%	87.42%
002074.SZ	国轩高科	450.70	27.35%	117.08	29.30%	-24.77%	23.83	97.49%	0.21	-79.04%	114.07%
300014.SZ	亿纬锂能	614.70	26.44%	206.80	61.61%	25.58%	41.34	1.44%	14.46	31.35%	9.68%
300207.SZ	欣旺达	632.46	12.90%	161.16	31.14%	-18.25%	10.57	-27.99%	1.14	-70.49%	132.75%
688567.SH	孚能科技	91.17	-21.95%	16.67	-28.31%	-34.70%	-7.46	-124.71%	-1.40	8.03%	61.12%
688772.SH	珠海冠宇	144.10	24.86%	36.35	45.51%	-11.10%	4.72	9.60%	-0.85	-257.46%	-199.93%
688063.SH	派能科技	31.64	57.81%	9.72	147.89%	-15.55%	0.85	106.12%	0.22	158.39%	-39.56%
002245.SZ	蔚蓝锂芯	81.13	20.09%	21.53	24.60%	-6.35%	7.11	45.66%	1.96	38.14%	-0.85%
300438.SZ	鹏辉能源	119.44	50.04%	47.68	182.14%	9.29%	2.06	181.61%	3.23	819.09%	253.62%
688819.SH	天能股份	457.92	1.67%	97.45	-4.82%	-21.35%	15.91	2.38%	0.75	-82.14%	-67.59%
301327.SZ	华宝新能	41.42	14.87%	9.43	32.06%	-21.41%	0.17	-92.84%	0.14	-83.35%	111.30%
000049.SZ	德赛电池	223.99	7.38%	50.08	14.63%	-20.46%	2.92	-29.23%	0.80	64.23%	19.89%
合计		7,200.40	16.23%	2074.97	44.16%	-9.10%	797.62	36.16%	225.00	43.12%	3.27%

## 4 电池：宁德时代 $\alpha$ 明显，出货量超越行业增速，盈利稳定

- ◆ 宁德 $\alpha$ 明显，出货量超越行业增速，盈利稳定。宁德时代26Q1单wh盈利0.08元，我们预计全年盈利基本维持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。

表：宁德与二线厂商盈利对比

代表公司	单位	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
宁德	出货 (GWh)	95	110	123	146	122	148	167	226	203
	单价 (元/Wh)	0.79	0.77	0.74	0.69	0.67	0.65	0.64	0.62	0.65
	单位净利 (元/Wh)	0.09	0.1	0.12	0.08	0.09	0.09	0.09	0.09	0.08
亿纬	出货 (GWh)	13.5	21	21.9	24.3	22.8	27.4	32.8	38.2	34.7
	单价 (元/Wh)	0.6	0.52	0.5	0.54	0.53	0.51	0.48	0.4	0.47
	单位净利 (元/Wh)	0.02	0.01	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
国轩	出货 (GWh)	12	15	16	18	18	22	25	37	28
	单价 (元/Wh)	0.71	0.7	0.59	0.64	0.55	0.51	0.44	0.46	0.45
	单位净利 (元/Wh)	0	0	0	0	0	0.01	-0.01	0.01	0
欣旺达 (动储)	出货 (GWh)	3.9	4.4	6.8	10.2	6.8	9.3	11	14.9	12
	单价 (元/Wh)	0.78	0.89	0.66	0.55	0.38	0.6	0.43	0.43	0.53
	单位净利 (元/Wh)	-0.11	-0.1	-0.07	-0.02	-0.07	-0.06	-0.04	0.01	0
欣旺达 (锂威)	收入 (亿元)	15	16.6	16	13.5	17	20	24	20	18.7
	净利率 (%)	14%	20%	17%	15%	13%	12%	12%	13%	12%
	净利润 (亿元)	2.1	3.32	2.72	2	2.2	2.4	2.8	2.5	2.2
冠宇	消费收入(亿元)	24.2	26	30	22.8	20.5	30.7	37.2	33.5	26.7
	出货 (万只)	7,800	9,000	10,850	10,472	8,000	12,000	13,500	10,000	9,000
	净利率(%)	6%	7%	10%	9%	6%	5%	7%	6%	-2%
蔚蓝锂芯	出货 (亿只)	0.8	1	1.2	1.5	1.3	1.8	1.8	2.1	1.7
	单位净利 (元/Wh)	0.43	0.5	0.22	0.73	0.38	0.6	0.62	0.65	0.4

## 4 海外电池厂：盈利整体仍持续承压，美国储能业务占比提升

- ◆ 海外电池企业Q1盈利仍持续承压，与宁德时代差距维持，美国储能业务占比提升。26年Q1看，宁德时代/LGES/三星SDI营业利润率分别为21%/-3%/-5%，剔除IRA补贴后，LGES/三星SDI营业利润率分别为-6%/-8%，环比有所改善。LGES一季度由于一家北美主要客户调整库存，软包出货有所下降，但储能系统业务营收占比已达20%左右。三星SDI业绩改善主要来自AI数据中心储能需求。

表：海外电池厂盈利水平

公司	电池业务营收 (亿人民币)					营业利润 (亿人民币)					营业利润率				
	26Q1	25Q4	25Q1	26Q1同比	26Q1环比	26Q1	25Q4	25Q1	26Q1同比	26Q1环比	26Q1	25Q4	25Q1	26Q1同比 (pct)	26Q1环比 (pct)
宁德时代	1291	1406	847	52.5%	-8.2%	267	288	173	53.9%	-7.4%	21%	21%	20%	0.2	0.2
LGES	295	298	309	4.6%	6.7%	-9	-6	18	转负	-70.3%	-3.2%	-2.0%	6.0%	-9.2	-1.2
三星SDI	151	176	147	12.5%	-7.4%	-8	-16	-22	60.9%	47.7%	-5.3%	-9.3%	-15.2%	9.9	4.1

表：海外电池厂盈利水平 (剔除IRA补贴)

公司	营业利润(剔除IRA补贴, 亿人民币)					营业利润率(剔除IRA补贴)				
	26Q1	25Q4	25Q1	26Q1同比	26Q1环比	26Q1	25Q4	25Q1	26Q1同比 (pct)	26Q1环比 (pct)
宁德时代	267	288	173	53.9%	-7.4%	21%	21%	20%	0.2	0.2
LGES	-18	-22	-4.1	379.0%	-12.6%	-6.1%	-7.4%	-1.32%	-4.7	1.3
三星SDI	-12	-20	-22.3	-43.1%	-38.5%	-7.7%	-11.6%	-15.18%	7.5	3.9

## 4 电池：经营性现金流表现分化，资本开支同比高增长

- ◆ 宁德时代经营性现金流亮眼，二线电池厂表现分化，整体资本开支同比高增长。宁德时代25年经营性现金流净额1332.2亿元，同增37.35%，现金流持续充沛，26年Q1资本开支124.2亿元，环比增1.3%，扩产稳健推进；亿纬锂能25年经营性现金流净额74.92亿元，同增69%，资本开支104.5亿元，同增88.4%；国轩高科、南都电源、蔚蓝锂芯、华宝新能等大部分厂商25年经营性现金流同比普遍改善，但南都电源、亿纬锂能、孚能科技、天能股份、鹏辉能源等厂商26Q1现金流环比转负或大幅下滑。电池板块26年Q1资本开支同增34%，行业有序扩大产能建设。

表：2025年及2026年Q1电池板块情况（亿元）

新能源汽车板块		经营性现金流净额					资本开支				
		2025	同比	2026Q1	同比	环比	2025	同比	2026Q1	同比	环比
300750.SZ	宁德时代	1332.20	37.35%	336.81	2.47%	-35.92%	423.45	35.81%	124.16	20.05%	1.30%
300068.SZ	南都电源	16.76	697.73%	1.06	135.81%	-87.03%	6.85	-51.35%	0.61	-81.64%	148.54%
002074.SZ	国轩高科	36.24	33.96%	1.55	21.79%	-95.10%	101.71	12.16%	48.86	181.02%	13.34%
300014.SZ	亿纬锂能	74.92	68.98%	-3.66	-140.99%	-114.13%	104.46	88.38%	29.93	48.82%	0.17%
300207.SZ	欣旺达	36.32	10.38%	0.72	-95.26%	-94.02%	84.11	35.81%	23.22	19.58%	-14.96%
688567.SH	孚能科技	17.23	89.57%	-3.97	-214.90%	-130.32%	4.79	-69.24%	1.26	-31.40%	-58.48%
688772.SH	珠海冠宇	20.87	-14.60%	5.60	10.33%	59.47%	41.10	35.99%	7.88	-6.70%	-34.62%
688063.SH	派能科技	6.83	-3.13%	-2.08	-241.24%	-164.06%	5.09	3.12%	1.92	186.98%	-25.32%
002245.SZ	蔚蓝锂芯	15.89	45.38%	1.93	-41.94%	-64.18%	9.71	29.88%	2.13	-23.79%	-43.46%
300438.SZ	鹏辉能源	9.30	480.54%	-0.45	79.45%	-104.74%	5.46	0.58%	1.63	3.95%	200.76%
688819.SH	天能股份	62.64	-4.56%	-19.54	-40.95%	-151.88%	13.09	-40.96%	3.18	74.58%	-4.16%
301327.SZ	华宝新能	-7.50	-198.33%	-1.12	74.30%	49.72%	0.91	17.73%	0.24	206.27%	20.71%
000049.SZ	德赛电池	12.26	235.40%	4.97	-15.92%	-6.73%	9.99	-15.27%	2.61	-21.46%	51.25%
合计		1633.95	35.94%	321.83	-6.71%	-52.59%	810.71	28.21%	247.64	34.44%	-1.07%

## 4 电池：在建工程持续增长，龙头在手现金充足

- ◆ 在建工程整体有所增长，龙头厂商无息现金充足，二线电池厂分化明显，部分仍面临资金压力。龙头厂商无息现金与营运资本双高，反映其流动性好、短期财务风险低，而部分二线电池厂存在现金为负、营运资本紧张的情况。宁德时代26年Q1末在建工程373.7亿元，较年初+25.67%，无息现金3126.7亿元，较年初+4.96%，运营资本2584.9亿元，较年初+8.22%；亿纬锂能26年Q1末在建工程132.9亿元，较年初-24.17%，无息现金-114.3亿元，较年初-12.67%，营运资本-3.0亿元，短期资金链存在一定压力。

表：2025年及2026年Q1电池板块情况（亿元）

新能源汽车板块		在建工程				无息在手现金				营运资本			
		2024Q4	2025Q4	2026Q1	26Q1较年初增长	2024Q4	2025Q4	2026Q1	26Q1较年初增长	2024Q4	2025Q4	2026Q1	26Q1较年初增长
300750.SZ	宁德时代	297.6	297.3	373.7	25.67%	2,049.4	2,978.9	3,126.7	4.96%	1,929.7	2,388.6	2,584.9	8.22%
300068.SZ	南都电源	10.6	14.2	14.8	4.29%	-52.5	-50.4	-54.5	-8.13%	-5.3	-29.5	-29.8	-0.83%
002074.SZ	国轩高科	148.0	126.8	210.4	65.97%	-166.4	-205.4	-239.6	-16.65%	-68.1	-124.0	-95.9	22.71%
300014.SZ	亿纬锂能	93.1	175.2	132.9	-24.17%	-57.1	-101.4	-114.3	-12.67%	-18.5	14.2	-3.0	-120.95%
300207.SZ	欣旺达	81.3	105.6	115.0	8.88%	23.3	-4.1	-15.3	-276.21%	47.7	10.2	40.4	294.30%
688567.SH	孚能科技	28.9	0.6	10.2	1690.69%	35.8	27.6	14.2	-48.65%	15.8	10.9	14.9	37.30%
688772.SH	珠海冠宇	18.9	36.2	29.4	-18.56%	-28.5	-38.4	-46.5	-20.97%	11.9	-20.8	-28.8	-38.52%
688063.SH	派能科技	2.8	0.8	0.3	-62.42%	62.7	64.6	60.6	-6.28%	67.4	66.4	65.4	-1.41%
002245.SZ	蔚蓝锂芯	15.0	3.9	16.0	308.56%	0.7	6.3	6.6	5.87%	21.4	22.2	26.3	18.49%
300438.SZ	鹏辉能源	8.4	5.3	7.3	38.24%	-8.7	-7.7	-8.5	-10.41%	-1.8	-3.4	-0.8	76.35%
688819.SH	天能股份	15.1	12.8	13.5	5.98%	111.9	156.1	133.0	-14.76%	55.1	60.8	60.4	-0.67%
301327.SZ	华宝新能	0.1	0.3	0.1	-62.99%	51.8	40.2	40.3	0.25%	59.8	57.5	57.3	-0.38%
000049.SZ	德赛电池	2.0	1.5	1.6	12.83%	-9.7	-8.1	-5.9	26.36%	37.1	31.3	31.9	1.92%
合计		722	780	925	18.57%	2013	2,858	2,897	1.35%	2152	2,484	2,723	9.62%

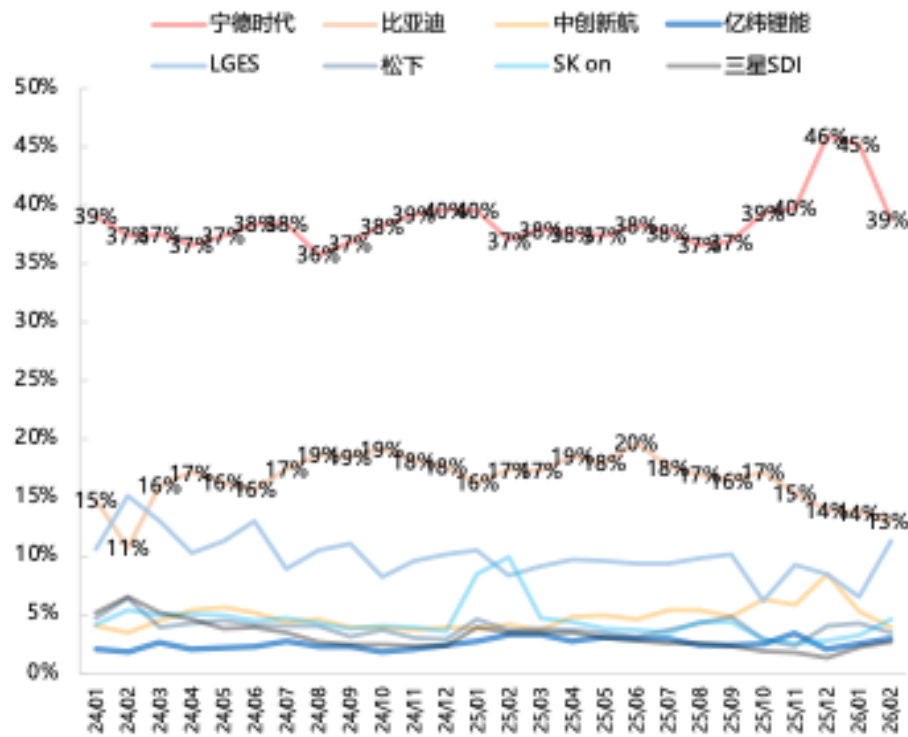
## 4 电池-全球份额：宁德时代竞争优势突出，市占率再创历史新高

- ◆ 全球格局看，宁德时代26年1-2月全球市占率42.2%，市占率再创历史新高，日韩厂商份额持续下降。26年1-2月宁德时代全球装机56.9GWh，份额42.2%，同比+3.5pct，龙头地位稳固；比亚迪位列第二，装机18.1GWh，份额13.4%，同比-2.6pct，受海外市场拓展节奏影响小幅承压；LG新能源装机11.8GWh，份额8.7%，同比-0.6pct；二线电池厂中，中创新航、亿纬锂能、国轩高科等份额基本稳定。

表：动力电池厂商全球装机量 (GWh)

Top10	简写	26年2月	占比	环比 (pct)	26年1-2月累计	占比	同比 (pct)
1	宁德时代	24.4	38.7%	-6.5	56.9	42.2%	3.5
2	比亚迪	8.2	13.0%	-0.8	18.1	13.4%	-2.6
3	LG新能源	7.1	11.3%	4.7	11.8	8.7%	-0.6
4	SK on	2.9	4.6%	1.4	5.2	3.9%	-0.8
5	中创新航	2.5	4.0%	-1.3	6.3	4.7%	0.7
6	国轩高科	2.5	4.0%	0.1	5.3	3.9%	0.2
7	松下	2.2	3.5%	-0.8	5.3	3.9%	-0.1
8	亿纬锂能	1.9	3.0%	0.5	3.7	2.7%	0.0
9	蜂巢能源	1.9	3.0%	0.4	3.8	2.8%	0.5
10	三星SDI	1.7	2.7%	0.5	3.3	2.4%	-0.9
全球总量		63.0	100%	-	134.9	100%	-

图：动力电池厂商全球市占率



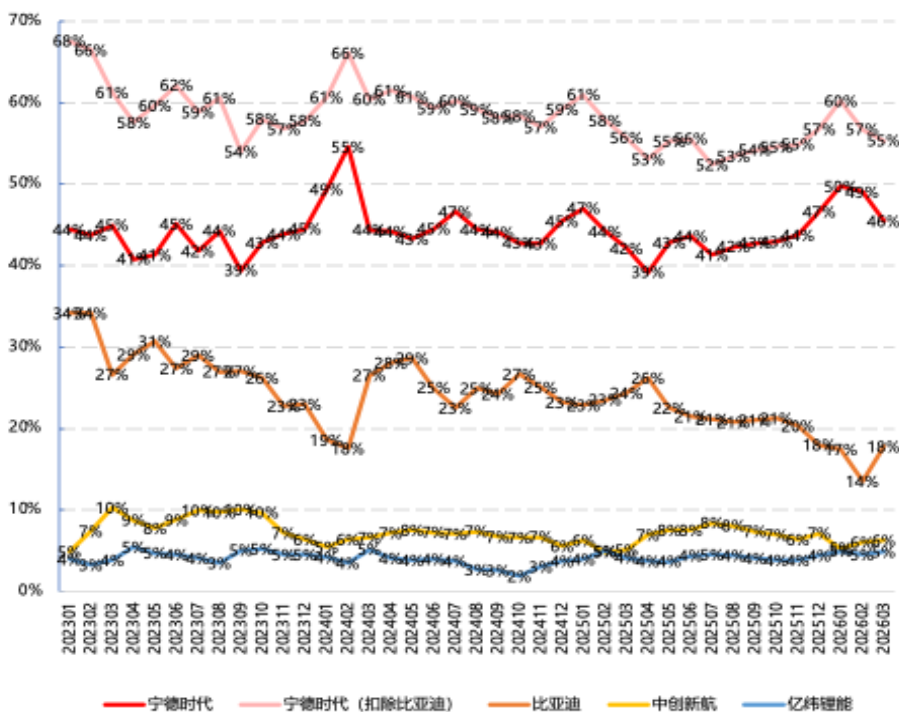
## 4 电池-国内份额：宁德时代占率48%，比亚迪份额下滑，部分二线提升

- 国内格局看，宁德时代26年Q1装机份额47.7%，同增3.6pct，比亚迪份额16.8%，同降6.9pct，部分二线份额提升。26年Q1宁德时代国内装机59.5GWh，份额47.7%，同增3.6pct，整体份额相对稳定；比亚迪位列第二，装机20.9GWh，份额16.8%，同减6.9pct；二线电池厂中，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3月	占比	环比 (pct)	26年1-3月累计	占比	同比 (pct)
1	宁德时代	25.71	45.50%	-3.56	59.52	47.69%	3.55
2	比亚迪	10.06	17.81%	4.26	20.94	16.78%	-6.91
3	中创新航	3.52	6.23%	0.23	7.32	5.87%	0.49
4	国轩高科	3.37	5.96%	0.69	7.31	5.86%	0.93
5	亿纬锂能	2.74	4.85%	0.29	6.01	4.82%	0.52
6	蜂巢能源	1.92	3.40%	-2.01	3.64	2.92%	1.45
7	欣旺达	1.54	2.73%	-0.39	3.64	2.92%	0.91
8	LG新能源	1.40	2.48%	-0.37	3.33	2.67%	0.38
9	瑞浦能源	1.35	2.39%	-0.11	2.78	2.23%	1.05
10	正力新能	1.31	2.32%	0.25	2.72	2.18%	0.94
全球总量		63.0	100.0%	-	134.9	100.0%	-

图：动力电池厂商国内市占率 (%，不含出口)



## 4 电池：26Q1电芯BOM成本上涨7分/wh+

- ◆ 25年中低点，铁锂电芯成本0.23元/wh（不含税），其中BOM成本0.19元/wh；26Q1实质性涨价影响比较大的是碳酸锂、电解液、铜，按照碳酸锂价格15万/吨，六氟价格12万/吨，铜箔11.7万/吨，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）。

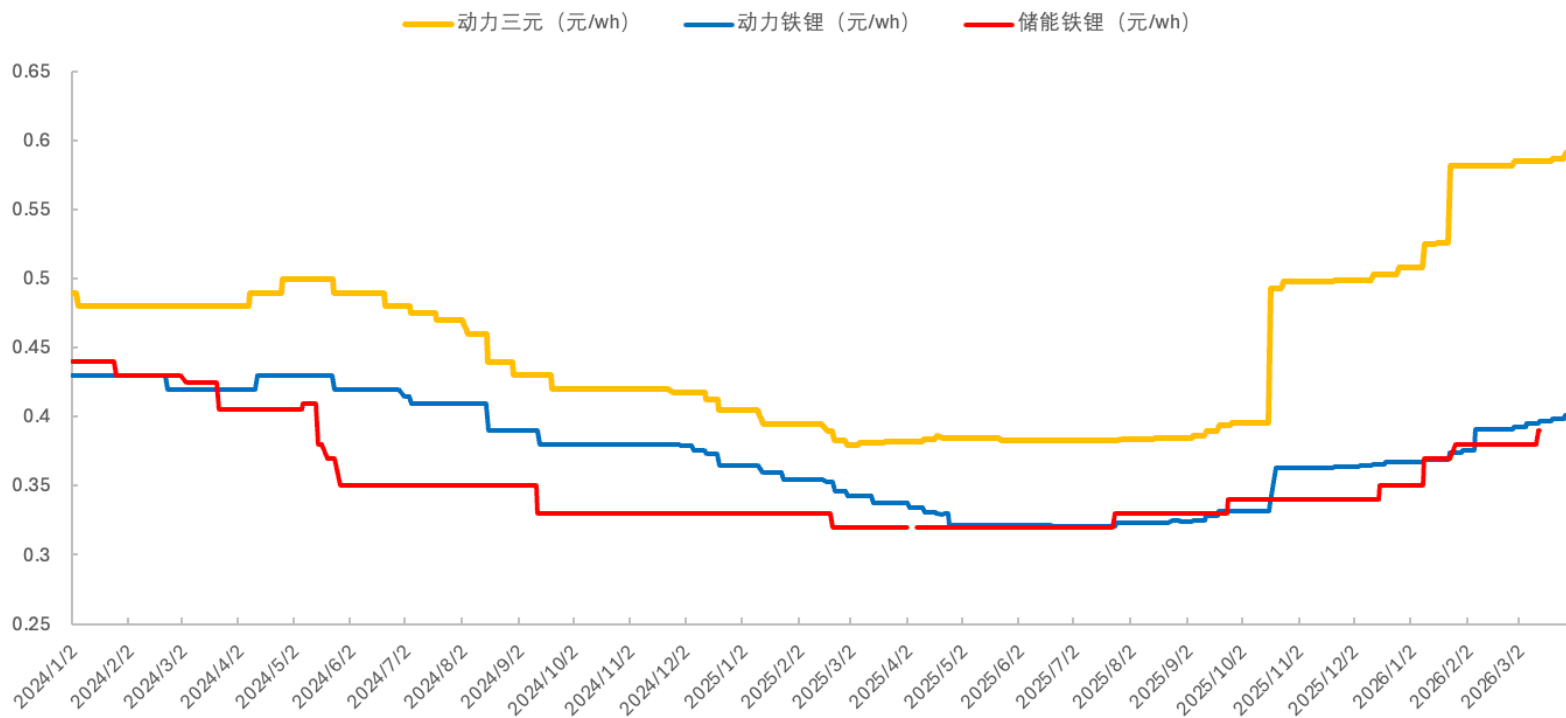
图：材料涨价对成本影响测算

	2025: 铁锂					2026E: 铁锂 (中性涨价)					2026E: 铁锂 (乐观)				
	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	单位用量	单位	单位价格 (万)	单位成本 (元/wh)	单位成本 占比
磷酸铁锂															
电芯原材料成本															
正极材料	2200	t	2.9	0.06	30%	2178	t	5.25	0.10	39%	2178	t	6.50	0.13	44%
-正极加工费	2200	t	0.5	0.01	5%	2178	t	0.55	0.01	4%	2178	t	0.60	0.01	4%
-磷酸铁	2200	t	1.0	0.02	10%	2178	t	1.10	0.02	8%	2178	t	1.10	0.02	7%
正极导电剂 (AB)	29	t	10.00	0.00	1%	29	t	10.00	0.00	1%	29	t	10.00	0.00	1%
正极黏贴剂 (PVDF)	37	t	8.00	0.00	1%	36	t	8.00	0.00	1%	36	t	8.00	0.00	1%
分散剂 (NMP)	8	t	2.50	0.00	0%	8	t	2.50	0.00	0%	8	t	2.50	0.00	0%
正极集流体 (铝箔)	350	t	3.30	0.01	5%	343	t	3.55	0.01	4%	343	t	3.55	0.01	4%
-铝箔加工费	350	t	1.5	0.00	2%	347	t	1.6	0.00	2%	347	t	1.6	0.00	2%
-铝价	350	t	1.8	0.01	3%	347	t	2.0	0.01	2%	347	t	2.0	0.01	2%
负极活性物质 (石墨)	941	t	1.60	0.01	7%	931	t	1.65	0.01	5%	931	t	1.70	0.01	5%
负极黏结剂1(SBR)	39	t	10.00	0.00	2%	38	t	10.00	0.00	1%	38	t	10.00	0.00	1%
负极黏结剂2 (CMC)	39	t	4.00	0.00	1%	38	t	4.00	0.00	1%	38	t	4.00	0.00	0%
负极集流体 (铜箔)	550	t	9.50	0.05	24%	539	t	11.70	0.06	22%	539	t	11.70	0.06	20%
-铜箔加工费	550	t	1.5	0.01	4%	545	t	1.7	0.01	3%	545	t	1.7	0.01	3%
-铜价	550	t	8.0	0.04	20%	545	t	10.0	0.05	19%	545	t	10.0	0.05	17%
电解液	1274	t	1.80	0.02	11%	1268	t	2.96	0.03	13%	1268	t	3.08	0.03	12%
-六氟磷酸铁锂	153	t	6.00	0.01	4%	152	t	14.00	0.02	7%	152	t	15.00	0.02	7%
隔膜 (湿法涂覆)	1752	万m2	0.9	0.01	7%	1735	万m2	0.95	0.01	6%	1735	万m2	1.0	0.02	5%
壳体&铜压膜及其他	1	套	0.0	0.02	10%	1	套	0.0	0.02	8%	1	套	0.0	0.02	7%
电芯材料成本合计(元/wh)	0.19					0.26					0.29				
碳酸锂 (正极+电解液含量)	566	t	6.00	0.03	18%	561	t	15.00	0.08	32%	561	t	20.00	0.11	39%
电费	3,000	万kwh	0.40	0.01		3,000	万kwh	0.40	0.01		3,000	万kwh	0.40	0.01	
人工	60	人	10.00	0.01		60	人	10.00	0.01		60	人	10.00	0.01	
折旧(元/wh)	1	亿		0.01		1	亿		0.01		1	亿		0.01	
其他				0.01					0.01					0.01	
电芯材料制造成本合计(元/wh)	0.04					0.04					0.04				
合格率	98.0%					98.0%					98.0%				
产能利用率	100.0%					100.0%					100.0%				
电芯成本合计 (元/wh) , 不含税)	0.234					0.303					0.330				
电芯毛利率	12%					12%					12%				
电芯售价 (含税, 元/wh)	0.296					0.384					0.418				

## 4 电池：顺价较顺利，散单价上涨0.1元/wh+

- ◆ **动力电池价格持续上涨，储能电池价格稳中有升。**受原材料价格上涨影响，动力电池价格持续上涨，截至26年3月，三元方形约为0.59元/wh，铁锂方形约为0.40元/wh。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。

图 动力储能电池价格变化 (元/wh)



## 4 隔膜：行业26Q1涨价落地，盈利拐点已现

- ◆ **25年隔膜行业价格拐点已现，Q4起盈利能力大幅改善。** 2025年实现营收671亿元，同增23%，归母净利润45亿元，同增118%，其中25Q4营收196亿元，同增28%，归母净利润11.5亿元，同增257%；2025年毛利率21.9%，同增2.8pct，归母净利率7%，同增3pct；25Q4毛利率22.2%，同增10.3pct，归母净利率5.9%，同增10.7pct。
- ◆ **26Q1涨价弹性进一步体现，盈利改善显著。** 26Q1实现营收171亿元，同比+31%，环比-13%；归母净利润15亿元，同比+62%，环比+34%。26Q1毛利率24.8%，同比+3.0pct，环比+2.6pct；归母净利率9.1%，同比+1.7pct，环比+3.2pct。

图表：2025年及26Q1隔膜板块情况（亿元）

	2025年	25年同比 (%,pct)	25Q4	25Q4同比 (%,pct)	25Q4环比 (%,pct)	26Q1	26Q1同比 (%,pct)	26Q1环比 (%,pct)
营业收入 (亿元)	671	23%	196	28%	10%	171	31%	-13%
归母净利润 (亿元)	45	118%	11.5	257%	-4%	15	62%	34%
毛利率	21.9%	2.8	22.2%	10.3	1.0	24.8%	3.0	2.6
归母净利率	7%	3	5.9%	10.7	-0.9	9.1%	1.7	3.2
经营活动净现金流 (亿元)	101.0	35%	35.5	69%	32%	-9.6	-362%	-127%
费用率	3.9%	0.1	13.5%	-0.1	1.0	13.1%	-0.7	-0.4

	2025年底	25年增长	26Q1	26Q1末较年初增长
应收账款 (亿元)	229	14%	233	2%
预收款项 (亿元)	36	-14%	42	14%
存货 (亿元)	171	8%	190	11%
无息现金 (亿元)	-258	1%	-279	-8%
营运资本 (亿元)	53	-43%	80	50%

## 4 隔膜：行业26Q1涨价落地，盈利拐点已现

- ◆ **隔膜板块26Q1涨价落地，龙头盈利同比改善。**恩捷股份26Q1营收39亿元，同环比+43%/-4%，归母净利润2.6亿元，同环比+902%/+14%；星源材质26Q1营收11亿元，同环比+22%/-7%，归母净利润0.3亿元，同环比-37%/+138%；璞泰来26Q1营收44亿元，同环比+35%/-11%，归母净利润7亿元，同环比+44%/+7%。

图表：2025年及26Q1隔膜板块情况（亿元）

新能源汽车板块		收入								归母净利润							
		2025	25同比	25Q4	25Q4同比	25Q4环比	26Q1	26Q1同比	26Q1环比	2025	25同比	25Q4	25Q4同比	25Q4环比	26Q1	26Q1同比	26Q1环比
002108.SZ	沧州明珠	29	4%	7.7	-2%	2%	7.0	21%	-10%	1.5	-1%	0.1	-15%	-76%	0.4	-8%	220%
002080.SZ	中材科技	302	26%	84.9	18%	2%	68.5	24%	-19%	18.2	104%	3.4	19%	-30%	5.1	40%	50%
300568.SZ	星源材质	41	16%	11.7	25%	10%	10.8	22%	-7%	0.4	-90%	-0.8	-640%	-658%	0.3	-37%	138%
002812.SZ	恩捷股份	136	34%	40.9	52%	8%	39.1	43%	-4%	1.4	126%	2.3	123%	3270%	2.6	902%	14%
688733.SH	壹石通	6	25%	2.0	50%	20%	1.9	55%	-5%	-0.2	-284%	-0.1	-201%	-327%	0.0	102%	105%
603659.SH	璞泰来	157	17%	48.8	35%	30%	43.5	35%	-11%	23.6	98%	6.6	1476%	2%	7.0	44%	7%
<b>合计</b>		<b>671</b>	<b>23%</b>	<b>196</b>	<b>28%</b>	<b>10%</b>	<b>171</b>	<b>31%</b>	<b>-13%</b>	<b>44.9</b>	<b>118%</b>	<b>11.5</b>	<b>257%</b>	<b>-4%</b>	<b>15</b>	<b>62%</b>	<b>34%</b>

## 4 隔膜：资金状况依旧偏紧，但营运资本环比回升

- ◆ 隔膜板块26Q1资金状况依旧偏紧，龙头无息现金持续为负。恩捷股份26Q1无息现金-93.7亿元，较年初+6%，营运资本14.8亿元，较年初+89%；星源材质无息现金-75.4亿元，较年初-3%，营运资本-3.2亿元，较年初+78%；璞泰来无息现金29.2亿元，较年初+16%，营运资本72.1亿元，较年初+6%。沧州明珠、中材科技资金缺口仍大。整体来看，板块26Q1无息现金为-279亿元，较年初-8%，营运资本80亿元，较年初+50%。

图表：2025年及26Q1隔膜板块现金及营运资本情况（亿元）

新能源汽车板块		无息在手现金				营运资本			
		25年Q4	25Q4 较年初增长	26Q1	26Q1 较年初增长	25年Q4	25Q4 较年初增长	26Q1	26Q1 较年初增长
002108.SZ	沧州明珠	-13.6	-132%	-15.1	-11%	3.6	-63%	4.5	25%
002080.SZ	中材科技	-95.7	2%	-123.5	-29%	-19.2	-214%	-14.2	26%
300568.SZ	星源材质	-73.2	-44%	-75.4	-3%	-14.4	-197%	-3.2	78%
002812.SZ	恩捷股份	-100.0	10%	-93.7	6%	7.8	334%	14.8	89%
688733.SH	壹石通	-0.3	-109%	-0.2	30%	7.0	-7%	5.5	-22%
603659.SH	璞泰来	25.1	1585%	29.2	16%	68.2	4%	72.1	6%
合计		-258	1%	-279	-8%	53	-43%	80	50%

## 4 隔膜：价格一轮上涨已落地，26年拐点已现

- ◆ 湿法26Q1除大客户外已涨价落地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。

图表：隔膜板块主流公司季度盈利拆分（亿平，元/平）

代表公司	单位	2021A	2022A	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
恩捷股份	出货	30.1	46.5	10.0	12.0	15.0	12.5	12.2	15.3	20.0	20.5	21.0	25.2	32.0	37.0	35.0
	单价	2.38	2.33	2.90	2.83	2.66	2.67	2.16	1.82	1.52	1.48	1.47	1.40	1.36	1.25	1.26
	单位净利	0.85	0.84	0.60	0.60	0.50	0.30	0.13	0.09	0.08	-0.25	0.01	0.04	0.04	0.09	0.11
星源材质	出货	11.3	17.0	4.2	6.0	7.8	7.3	6.4	10.0	11.5	12.6	11.0	11.5	11.9	12.1	10.5
	单价	1.71	1.90	1.79	1.30	1.24	1.25	1.27	1.06	0.94	0.88	0.91	0.99	1.00	1.09	1.16
	单位净利	0.25	0.45	0.40	0.33	0.33	0.05	0.15	0.08	0.08	0.08	0.03	0.01	-0.02	0.02	0.05
佛塑科技	出货															14.3
	单价															-
	单位净利															0.18

## 5 电解液及六氟：25Q4涨价弹性显著，盈利能力大幅改善

- ◆ **25Q4行业需求回暖，盈利水平同比大幅改善。** 电解液及六氟行业2025年度实现营收587亿元，同比+25%；归母净利润28亿元，同比+364%，其中25Q4营收184亿元，同比+51%，归母净利润17.8亿元，同比+207%；2025年毛利率16.9%，同比+3.5pct；归母净利率5%，同比+7pct。25Q4毛利率22.9%，同比上升10.5pct；归母净利率9.7%，同比上升23.3pct。
- ◆ **Q1收入同比改善，盈利水平同比大幅提升。** 2026Q1实现营收207亿元，同比+65%，环比+13%；归母净利润35亿元，同比+834%，环比+98%。26Q1毛利率29.9%，同比+14.7pct，环比+7.1pct；归母净利率17.0%，同比+14.0pct，环比+7.3pct。

图表：2025年及2026年Q1电解液及六氟板块情况（亿元）

	2025年	25年同比 (%,pct)	25Q4	25Q4同比 (%,pct)	25Q4环比 (%,pct)	26Q1	26Q1同比 (%,pct)	26Q1环比 (%,pct)
营业收入 (亿元)	587	25%	184	51%	28%	207	65%	13%
归母净利润 (亿元)	28	364%	17.8	207%	528%	35	834%	98%
毛利率	16.9%	3.5	22.9%	10.5	10.1	29.9%	14.7	7.1
归母净利率	5%	7	9.7%	23.3	7.7	17.0%	14.0	7.3
经营活动净现金流 (亿元)	2.9	-58%	-9.3	-152%	-269%	-16.9	-60%	-81%
费用率	3.7%	0.4	12.0%	-0.9	1.0	9.7%	-2.6	-2.2

	2025年底	25年增长	26Q1	26Q1末较年初增长
应收账款 (亿元)	196	39%	254	30%
预收款项 (亿元)	5	-38%	10	98%
存货 (亿元)	74	24%	95	28%
无息现金 (亿元)	-24	-36%	-41	-76%
营运资本 (亿元)	154	-3%	218	42%

## 5 电解液及六氟：主流公司25Q4拐点明确，26Q1环比再提升

- ◆ **电解液龙头归母净利润25Q4拐点明确，26Q1环比进一步增长。**天赐材料26Q1营收67亿元，同环比+91%/+15%，归母净利润16.5亿元，同环比+1006%/+76%；新宙邦26Q1营收34亿元，同环比+68%/+11%，归母净利润4.8亿元，同环比+109%/+38%。多氟多等产商盈利改善；永太科技、海科新源等均扭亏为盈。

图表：2025年及26Q1电解液及六氟板块情况（亿元）

新能源汽车板块		收入								归母净利润							
		2025	25同比	25Q4	25Q4同比	25Q4环比	26Q1	26Q1同比	26Q1环比	2025	25同比	25Q4	25Q4同比	25Q4环比	26Q1	26Q1同比	26Q1环比
300037.SZ	新宙邦	96	23%	30.2	39%	28%	33.6	68%	11%	11.0	16%	3.5	45%	32%	4.8	109%	38%
301238.SZ	瑞泰新材	21	-2%	5.7	15%	12%	6.8	45%	19%	2.2	163%	1.0	261%	191%	1.3	381%	21%
688353.SH	华盛锂电	9	72%	3.3	91%	75%	3.3	97%	-1%	0.1	108%	1.2	370%	484%	1.0	325%	-17%
002709.SZ	天赐材料	166	33%	58.1	59%	52%	66.7	91%	15%	13.6	181%	9.4	546%	516%	16.5	1006%	76%
002759.SZ	天际股份	30	43%	11.8	91%	64%	9.9	91%	-16%	0.8	106%	1.8	116%	474%	2.0	1002%	7%
002407.SZ	多氟多	94	15%	27.1	103%	13%	32.2	53%	19%	2.1	169%	1.3	140%	404%	3.8	480%	179%
002326.SZ	永太科技	52	14%	11.9	-5%	-16%	16.9	60%	43%	-0.5	90%	-0.8	80%	-200%	1.0	890%	233%
301292.SZ	海科新源	50	40%	13.9	31%	4%	15.1	34%	8%	-1.8	32%	-0.5	2%	38%	2.0	1922%	484%
603026.SH	胜华新材	68	23%	21.7	57%	34%	22.3	40%	3%	0.2	-3%	0.8	1415%	1432%	2.8	1087%	261%
合计		587	25%	184	51%	28%	207	65%	13%	27.8	364%	17.8	207%	528%	35	834%	98%

## 5 电解液及六氟：26Q1总体营运资本提升，经营改善

◆ **26Q1总体盈利资本提升，经营改善。**行业整体无息现金从25Q4的-24亿元降至26Q1的-41亿元，营运资本从25Q4的154亿元升至26Q1的218亿元；26Q1天赐材料无息现金3.2亿元，较年初-4%，营运资本69.7亿元，较年初+25%。新宙邦无息现金-8.7亿元，较年初-12%，营运资本44.1亿元，较年初+1%；天际股份无息现金-4.1亿元，较年初-13%，营运资本5.9亿元，较年初+77%；多氟多现金大幅下降至-10.8亿元，较年初-458%，营运资本55.3亿元，较年初+123%。永太科技和石大胜华现金及营运资本均维持在低位。

图表：2025年及26Q1电解液及六氟板块现金及营运资本情况（亿元）

新能源汽车板块		无息在手现金				营运资本			
		25年Q4	25Q4 较年初增长	26Q1	26Q1 较年初增长	25年Q4	25Q4 较年初增长	26Q1	26Q1 较年初增长
300037.SZ	新宙邦	-7.8	-376%	-8.7	-12%	43.7	21%	44.1	1%
301238.SZ	瑞泰新材	45.0	4%	45.3	1%	51.3	-9%	52.4	2%
688353.SH	华盛锂电	7.8	-49%	6.7	-14%	14.2	-17%	14.8	4%
002709.SZ	天赐材料	3.4	108%	3.2	-4%	55.6	13%	69.7	25%
002759.SZ	天际股份	-3.7	-215%	-4.1	-13%	3.3	46%	5.9	77%
002407.SZ	多氟多	-1.9	-110%	-10.8	-458%	24.8	-7%	55.3	123%
002326.SZ	永太科技	-26.9	-12%	-27.6	-3%	-36.5	-26%	-30.0	18%
301292.SZ	海科新源	-16.5	-54%	-14.6	12%	-7.2	-228%	-4.1	44%
603026.SH	胜华新材	-22.9	-1%	-30.7	-34%	4.5	93%	10.0	125%
合计		-24	-36%	-41	-76%	154	-3%	218	42%

## 5 电解液及六氟：Q1末行业库存见底，Q2六氟价格我们预计反弹

- ◆ 行业Q1盈利拐点已现，当前散单价格回落至9-10万/吨，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/吨。

图表：电解液及六氟主流公司季度盈利拆分（万吨，万元/吨）

代表公司	单位	2022A	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
天赐	出货	31.5	7.9	8.8	11.7	11.2	9.0	11.1	13.6	16.1	14.8	16.4	18.8	21.8	20.5
	单价	7.08	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	单位净利	1.55	0.75	0.60	0.38	0.30	0.11	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08	0.40	0.72
新宙邦	出货	10.5	2.2	3.0	4.3	3.9	3.3	4.6	5.6	6.1	5.8	6.7	8.0	10.0	9.5
	单价	7.33	5.58	4.14	3.77	4.14	3.93	2.82	-	-	-	-	-	-	-
	单位净利	0.83	0.20	0.12	0.12	0.08	0.00	0.04	0.04	0.05	0.00	-0.01	-0.01	0.15	0.23
多氟多	出货	3.0	0.8	0.9	1.2	1.2	0.9	1.0	1.0	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2	1.3
	单价	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	单位净利						0.20	0.05	0.20	0.20	0.20	0.10	0.01	1.00	2.80
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	1.0	1.0
	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	0.70	0.40	0.60	0.40	0.00	-0.15	-0.50	-0.10	-0.15	-0.16	-0.38	1.50	2.00

## 6 铁锂正极：龙头盈利同比大幅改善，厂商转亏为盈

- ◆ **25Q4铁锂盈利同环比大幅改善。** 2025年度实现营收773亿元，同比+43%；归母净利润3亿元，同比增长114%，其中25Q4营收257亿元，同比+71%，归母净利润2.9亿元，同比增长131%；2025年毛利率8.5%，同比上升2.5pct；归母净利率0.3%，同比+3.8pct。25Q4毛利率10.8%，同比上升6.0pct；归母净利率1.1%，同比上升7.3pct。
- ◆ **26Q1收入同比高增长，盈利水平明显改善，厂商转亏为盈。** 2026Q1实现营收332亿元，同比+117%，环比+29%；归母净利润24亿元，同比+1964%，环比+743%。26Q1毛利率14.9%，同比+8.5pct，环比+4.1pct；归母净利率7.3%，同比+8.2pct，环比+6.2pct。

图表：2025年及26Q1铁锂正极板块情况 (亿元)

	2025年	25年同比 (%,pct)	25Q4	25Q4同比 (%,pct)	25Q4环比 (%,pct)	26Q1	26Q1同比 (%,pct)	26Q1环比 (%,pct)
营业收入 (亿元)	773	43%	257	71%	33%	332	117%	29%
归母净利润 (亿元)	3	114%	2.9	131%	28%	24	1964%	743%
毛利率	8.5%	2.5	10.8%	6.0	2.3	14.9%	8.5	4.1
归母净利率	0.3%	3.8	1.1%	7.3	0.0	7.3%	8.2	6.2
经营活动净现金流 (亿元)	-4.6	-122%	16.1	2372%	404%	-43.0	-126%	-367%
费用率	1.7%	-0.5	5.2%	-2.9	-0.8	4.0%	-3.2	-1.2

	2025年底	25年增长	26Q1	26Q1末较年初增长
应收账款 (亿元)	161	31%	219	36%
预收款项 (亿元)	3	71%	4	35%
存货 (亿元)	87	25%	130	49%
无息现金 (亿元)	-141	-40%	-129	8%
营运资本 (亿元)	-31	-7%	50	260%

## 6 铁锂正极：龙头盈利同比大幅改善，厂商转亏为盈

- ◆ 铁锂正极板块26Q1龙头单位盈利同比改善，厂商转亏为盈。湖南裕能26Q1营收150亿元，同环比+121%/+31%，归母净利润13.6亿元，同环比+1338%/+115%；富临精工26Q1营收51亿元，同环比+87%/+15%，归母净利润2.0亿元，同环比+64%/+98%。德方纳米、万润新能、龙蟠科技等均转亏为盈，盈利大幅改善，Q1业绩持续超市场预期。

表：2025年及26Q1铁锂正极板块主要厂商营收情况（亿元）

新能源汽车板块		收入								归母净利润							
		2025	25同比	25Q4	25Q4同比	25Q4环比	26Q1	26Q1同比	26Q1环比	2025	25同比	25Q4	25Q4同比	25Q4环比	26Q1	26Q1同比	26Q1环比
300769.SZ	德方纳米	87	14%	26.8	148%	24%	43.4	116%	62%	-8.2	39%	-2.8	46%	-81%	2.6	259%	196%
300432.SZ	富临精工	135	59%	44.0	70%	34%	50.5	87%	15%	4.3	8%	1.0	19%	-32%	2.0	64%	98%
603906.SH	龙蟠科技	89	16%	31.1	55%	41%	35.0	120%	12%	-1.7	73%	-0.6	81%	-145%	2.1	926%	445%
688275.SH	万润新能	115	53%	41.6	56%	43%	53.8	136%	29%	-4.6	47%	-1.1	61%	-23%	4.0	357%	477%
301358.SZ	湖南裕能	346	53%	114.0	70%	29%	149.7	121%	31%	12.8	115%	6.3	514%	86%	13.6	1338%	115%
合计		773	43%	257	71%	33%	332	117%	29%	2.5	114%	2.9	131%	28%	24	1964%	743%

## 6 铁锂正极：26Q1营运资本改善明显

◆ **铁锂正极板块26Q1营运资本明显改善。**湖南裕能26Q1无息现金缺口-36.4亿元，较年初缺口缩窄，营运资本67.9亿元，较年初+1447%；德方纳米26Q1无息现金缺口-12.6亿元，较年初+34%，营运资本-1.7亿元，较年初+78%；富临精工26Q1无息现金-5.1亿元，较年初-246%，营运资本4.6亿元，较年初-39%。龙蟠科技与万润新能无息现金缺口维持高位，且在手现金缺口增大。行业整体无息现金从25Q4的-141亿元回升至26Q1的-129亿元，营运资本从25Q4的-31亿元回升至26Q1的50亿元。

图表：2025年及26Q1铁锂正极板块现金及营运资本情况（亿元）

新能源汽车板块		无息在手现金				营运资本			
		25年Q4	25Q4 较年初增长	26Q1	26Q1 较年初增长	25年Q4	25Q4 较年初增长	26Q1	26Q1 较年初增长
300769.SZ	德方纳米	-19.0	-386%	-12.6	34%	-7.6	20%	-1.7	78%
300432.SZ	富临精工	3.5	2035%	-5.1	-246%	7.5	65%	4.6	-39%
603906.SH	龙蟠科技	-26.0	11%	-45.0	-73%	-12.2	11%	-3.6	71%
688275.SH	万润新能	-22.0	-9%	-30.0	-36%	-23.4	-29%	-16.9	28%
301358.SZ	湖南裕能	-77.3	-64%	-36.4	53%	4.4	-43%	67.9	1447%
合计		-141	-40%	-129	8%	-31	-7%	50	260%

## 6 铁锂正极：受益于碳酸锂涨价+行业挺价，盈利大幅度提升

◆ 25Q4铁锂厂商盈利拐点已现，26Q1受益于碳酸锂涨价盈利环比大幅度提升，行业拐点明确。25年Q4裕能单吨利润0.17万元，环比高增长，26Q1进一步提升至0.45万，富临高压实产品赚取技术溢价，25Q4单吨盈利0.08万元，表现亮眼，26Q1单吨提升至0.24万/吨。德方、万润、龙蟠单吨亏损25H2均有所收窄，26Q1盈利受益于碳酸锂涨价，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（万吨，万元/吨）

代表公司	单位	2022A	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
裕能	出货	32.4	10.3	11.6	15.1	13.7	13.6	17.3	16.7	23.5	22.3	25.8	30.4	35.2	30.0
	单价	14.89	14.52	9.74	8.34	5.79	3.76	4.09	3.45	3.24	3.43	3.33	3.30	3.66	5.64
	单位净利	<b>0.93</b>	<b>0.27</b>	<b>0.83</b>	<b>0.2</b>	<b>0.03</b>	<b>0.10</b>	<b>0.13</b>	<b>0.06</b>	<b>0.04</b>	<b>0.04</b>	<b>0.11</b>	<b>0.11</b>	<b>0.17</b>	<b>0.45</b>
德方	出货	17.2	4	5	6.9	5.5	4.5	6.1	6.2	5.8	6.1	6.1	7.2	8.6	8.9
	单价	14.78	13.97	8.92	8.87	5.49	4.75	4.54	3.99	2.12	3.71	3.48	3.37	3.53	5.51
	单位净利	<b>1.56</b>	<b>-2.11</b>	<b>-0.76</b>	<b>0.07</b>	<b>-1.29</b>	<b>-0.55</b>	<b>-0.69</b>	<b>-0.64</b>	<b>-1.12</b>	<b>-0.37</b>	<b>-0.50</b>	<b>-0.17</b>	<b>0.10</b>	<b>0.35</b>
万润	出货	9.2	2.2	4	5.6	4.6	3.1	4.7	5.6	9.0	7.4	7.5	9.9	12.8	11.3
	单价	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	5.50
	单位净利	<b>1.04</b>	<b>-0.15</b>	<b>-2.01</b>	<b>-0.2</b>	<b>-1.2</b>	<b>-0.42</b>	<b>-0.58</b>	<b>-0.30</b>	<b>-0.30</b>	<b>-0.22</b>	<b>-0.26</b>	<b>-0.09</b>	<b>0.02</b>	<b>0.38</b>
龙蟠	出货	9.5	1.2	2.5	3.3	3.8	2.7	5.2	5.6	4.3	3.5	4.3	5.4	7.1	6.0
	单价	14.54	14.96	9.74	4.31	5.14	3.69	3.47	3.37	2.91	-	-	-	-	-
	单位净利	<b>1.05</b>	<b>-0.43</b>	<b>-1.9</b>	<b>-0.15</b>	<b>-0.67</b>	<b>-0.68</b>	<b>-0.30</b>	<b>-0.26</b>	<b>-0.44</b>	<b>-0.28</b>	<b>-0.28</b>	<b>-0.13</b>	<b>0.11</b>	<b>0.36</b>
富临	出货	4.4	0.3	1.2	1.6	1.5	1.7	3.0	3.5	4.4	4.5	6.0	7.8	9.1	7.5
	单价	10.99	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	单位净利	<b>0.65</b>	<b>-9.33</b>	<b>-2.33</b>	<b>-1.56</b>	<b>-1.7</b>	<b>-0.35</b>	<b>-0.10</b>	0.08	0.00	0.07	0.10	0.09	0.08	0.24

## 7 负极：25年行业盈利提升显著，龙头成本优势维持

- ◆ **25Q4负极行业收入维持增长，归母净利润水平受璞泰来高增影响同比提升显著。**2025年行业实现营业收入735亿元，同比+24%；归母净利润52亿元，同比+79%，其中25Q4营收221亿元，同增31%，归母净利润12.9亿元，同比+608%；2025年毛利率21.4%，同比+0.3pct；归母净利率7%，同比+2pct，25Q4毛利率20.4%，同降0.1pct，归母净利率5.8%，同比+4.7pct。
- ◆ **26Q1收入同比增加，归母净利润受原材料涨价影响，同比下降。**2026Q1实现营业收入194亿元，同比+28%，环比-12%；归母净利润15亿元，同比+40%，环比+16%。26Q1毛利率20.6%，同比-1.6pct，环比+0.2pct；归母净利率7.7%，同比+0.7pct，环比+1.9pct。

图表：2025年及26Q1负极板块情况（亿元）

	2025年	25年同比 (%,pct)	25Q4	25Q4同比 (%,pct)	25Q4环比 (%,pct)	26Q1	26Q1同比 (%,pct)	26Q1环比 (%,pct)
营业收入 (亿元)	735	24%	221	31%	20%	194	28%	-12%
归母净利润 (亿元)	52	79%	12.9	608%	-9%	15	40%	16%
毛利率	21.4%	0.3	20.4%	-0.1	-0.2	20.6%	-1.6	0.2
归母净利率	7%	2	5.8%	4.7	-1.9	7.7%	0.7	1.9
经营活动净现金流 (亿元)	46.5	-9%	29.0	-11%	275%	-18.2	9%	-163%
费用率	3.3%	0.0	11.0%	-0.7	-0.2	10.5%	-1.3	-0.5

	2025年底	25年增长	26Q1	26Q1末较年初增长
应收账款 (亿元)	214	11%	217	2%
预收款项 (亿元)	36	-2%	40	11%
存货 (亿元)	274	22%	312	14%
无息现金 (亿元)	-184	-9%	-213	-16%
营运资本 (亿元)	242	13%	292	21%

## 7 负极：26Q1收入环比承压，盈利表现分化

◆ 璞泰来25年及26Q1表现亮眼，其余主流负极厂盈利表现分化。璞泰来26Q1营收44亿元，同环比+35%/-11%，归母净利润7.0亿元，同环比+44%/+7%；尚太科技26Q1营收22亿元，同环比+35%/-10%，归母净利润1.8亿元，同环比-24%/-23%；中科电气26Q1营收23亿元，同环比+42%/-11%，归母净利润0.6亿元，同环比-52%/-5%。贝特瑞收入环比小幅下降，归母净利1.6亿元，同环比-9%/+50%；信德新材26Q1盈利水平同环比大幅改善。

图表：2025年及26Q1负极板块营收及利润情况（亿元）

新能源汽车板块		收入								归母净利润							
		2025	25同比	25Q4	25Q4同比	25Q4环比	26Q1	26Q1同比	26Q1环比	2025	25同比	25Q4	25Q4同比	25Q4环比	26Q1	26Q1同比	26Q1环比
603659.SH	璞泰来	157	17%	48.8	35%	30%	43.5	35%	-11%	23.6	98%	6.6	1476%	2%	7.0	44%	7%
301349.SZ	信德新材	12	43%	3.2	30%	-4%	3.6	49%	13%	0.4	217%	0.1	166%	-62%	0.3	330%	297%
300890.SZ	翔丰华	17	21%	5.4	59%	23%	5.4	75%	-1%	0.5	9%	0.3	599%	49%	0.2	388%	-32%
001301.SZ	尚太科技	79	52%	24.4	51%	15%	22.0	35%	-10%	9.5	13%	2.3	-10%	1%	1.8	-24%	-23%
600884.SH	杉杉股份	216	16%	67.8	26%	37%	53.8	12%	-21%	4.6	225%	1.7	145%	128%	3.3	899%	90%
300035.SZ	中科电气	85	52%	25.6	51%	12%	22.7	42%	-11%	4.7	55%	0.7	-43%	-47%	0.6	-52%	-5%
835185.BJ	贝特瑞	170	19%	46.0	16%	1%	43.1	27%	-6%	8.8	-6%	1.1	-59%	-63%	1.6	-9%	50%
合计		735	24%	221	31%	20%	194	28%	-12%	52.0	79%	12.9	608%	-9%	15	40%	16%

## 7 负极：行业整体营运资本逐步提升

- ◆ **负极板块营运资本进一步提升。**璞泰来26Q1无息现金29.2亿元，较年初+16%，营运资本72.1亿元，较年初+6%；尚太科技无息现金缺口-27.7亿元，较年初-34%，营运资本67.7亿元，较年初+38%；贝特瑞无息现金-67.6亿元，较年初-21%，营运资本68.4亿元，较年初+24%。杉杉股份26Q1无息现金缺口仍大，达-87.9亿元，营运资本26.1亿元，较年初+131%；中科电气无息现金持续为负，营运资本维持在28.8亿元，较年初持平。整体来看，板块26Q1无息现金为-213亿元，较年初-16%，营运资本292亿元，较年初+21%。

图表：2025年及26Q1负极板块现金及营运资本情况（亿元）

新能源汽车板块		无息在手现金				营运资本			
		25年Q4	25Q4 较年初增长	26Q1	26Q1 较年初增长	25年Q4	25Q4 较年初增长	26Q1	26Q1 较年初增长
603659.SH	璞泰来	25.1	1585%	29.2	16%	68.2	4%	72.1	6%
301349.SZ	信德新材	11.7	-18%	9.4	-19%	19.0	-2%	19.4	2%
300890.SZ	翔丰华	-16.3	-109%	-19.1	-17%	10.0	3%	9.2	-7%
001301.SZ	尚太科技	-20.6	-99%	-27.7	-34%	49.2	23%	67.7	38%
600884.SH	杉杉股份	-81.5	24%	-87.9	-8%	11.3	-66%	26.1	131%
300035.SZ	中科电气	-46.6	-161%	-49.6	-6%	28.7	65%	28.8	0%
835185.BJ	贝特瑞	-55.7	-34%	-67.6	-21%	55.3	92%	68.4	24%
合计		-184	-9%	-213	-16%	242	13%	292	21%

## 7 负极：龙头受降价+原材料涨价压力，行业盈利略降

- ◆ 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，行业盈利进一步承压，尚太、中科等单吨净利下降。

图表：负极主流公司盈利拆分（万吨，万元/吨）

代表公司	单位	2021A	2022A	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
尚太	出货	6.5	10.7	2.4	2.9	4.3	4.6	3.3	5.1	6.4	6.9	7.0	7.2	9.8	10.5	9.6
	单价	3.29	4.43	4.58	3.98	3.16	3.02	2.95	2.74	2.70	2.65	2.64	2.77	2.44	2.62	2.58
	单位净利	0.81	1.18	0.95	0.60	0.38	0.35	0.38	0.37	0.33	0.35	0.35	0.34	0.24	0.22	0.20
贝特瑞	出货	16.0	33.0	7.5	9.5	10.8	8.2	9.0	11.0	10.5	12.5	10.8	15.4	15.7	18.2	16.4
	单价	4.56	5.00	4.77	3.76	3.12	4.11	3.25	2.66	2.47	2.34	-	-	-	-	-
	单位净利	0.55	0.31	0.23	0.35	0.33	0.27	0.24	0.25	0.16	0.25	0.15	0.18	0.13	0.06	0.10
璞泰来	出货	9.7	13.9	3.0	3.8	4.2	4.5	3.1	3.6	3.3	3.2	3.1	3.9	3.3	4.0	3.6
	单价	5.96	6.20	5.59	4.39	3.99	3.72	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	单位净利	1.14	1.19	0.90	0.35	-0.55	-0.62	-0.05	-0.30	-0.30	-1.10	-0.10	0.00	0.05	0.05	0.05
中科	出货	5.9	11.4	2.5	3.4	4.0	4.2	3.8	5.0	6.5	7.0	7.0	8.7	10.0	10.6	9.8
	单价	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	2.73	2.62
	单位净利	0.53	0.40	-0.54	0.07	0.21	0.29	0.09	0.11	0.17	0.20	0.19	0.18	0.13	0.09	0.06

## 8 结构件：竞争格局稳定，龙头盈利稳健，二线盈利改善

- ◆ **25Q4结构件龙头收入稳健增长，行业盈利整体改善。** 2025年度实现营收672亿元，同比增长17%；归母净利润36亿元，同比+35%，其中，25Q4营收213亿元，同比增长31%，归母净利润7.7亿元，同比+77%；2025年毛利率16.5%，同比+0.3pct；归母净利率5%，同比+1pct。25Q4毛利率16.7%，同比下降0.7pct；归母净利率3.6%，同比+0.9pct。
- ◆ **26Q1收入同比高增长，盈利水平同环比有所改善。** 26Q1结构件行业实现营收208亿元，同比+49%，环比-2%；归母净利润18亿元，同比+97%，环比+139%。26Q1毛利率19.0%，同比+3.0pct，环比+2.3pct；归母净利率8.8%，同比+2.1pct，环比+5.2pct。

图表：2025年及26Q1结构件板块情况 (亿元)

	2025年	25年同比 (%,pct)	25Q4	25Q4同比 (%,pct)	25Q4环比 (%,pct)	26Q1	26Q1同比 (%,pct)	26Q1环比 (%,pct)
营业收入 (亿元)	672	17%	213	31%	23%	208	49%	-2%
归母净利润 (亿元)	36	35%	7.7	77%	-31%	18	97%	139%
毛利率	16.5%	0.3	16.7%	-0.7	-0.2	19.0%	3.0	2.3
归母净利率	5%	1	3.6%	0.9	-2.8	8.8%	2.1	5.2
经营活动净现金流 (亿元)	77.2	16%	25.0	-1%	134%	15.1	-24%	-40%
费用率	3.3%	0.8	10.3%	1.8	1.6	8.9%	0.3	-1.5

	2025年底	25年增长	26Q1	26Q1末较年初增长
应收账款 (亿元)	195	28%	190	-2%
预收款项 (亿元)	7	98%	8	9%
存货 (亿元)	122	36%	132	9%
无息现金 (亿元)	-71	-36%	-86	-22%
营运资本 (亿元)	89	-18%	114	29%

## 8 结构件：竞争格局稳定，龙头盈利稳健，二线盈利改善

- ◆ 龙头降本增效对冲降价影响，26Q1盈利稳定，二线厂商盈利持续改善，盈利同环比高增长。科达利26Q1营收41亿元，同环比+37%/-10%，归母净利润4.6亿元，同环比+19%/-20%；震裕科技26Q1营收30亿元，同环比+66%/-6%，归母净利润2.8亿元，同环比+287%/+179%；斯莱克亏损收窄，26Q1营收6亿元，同环比+7%/+21%，归母净利润-0.2亿元，同环比-288%/+71%。

表：2025年及26Q1结构件板块主要厂商营收情况

新能源汽车板块		收入								归母净利润							
结构件		2025	25同比	25Q4	25Q4同比	25Q4环比	26Q1	26Q1同比	26Q1环比	2025	25同比	25Q4	25Q4同比	25Q4环比	26Q1	26Q1同比	26Q1环比
002850.SZ	科达利	152	26%	46.1	34%	16%	41.4	37%	-10%	17.6	20%	5.8	27%	39%	4.6	19%	-20%
300953.SZ	震裕科技	97	37%	31.4	49%	23%	29.7	66%	-6%	5.1	102%	1	24%	-50%	2.8	287%	179%
300382.SZ	斯莱克	21	39%	4.7	9%	-34%	5.7	7%	21%	-0.6	55%	-0.8	38%	-318%	-0.2	-288%	71%
002384.SZ	东山精密	401	9%	131	27%	29%	131	53%	1%	14	28%	1.6	-65%	-65%	11.1	143%	582%
合计		672	17%	213	31%	23%	208	49%	-2%	36	35%	7.7	77%	-31%	18	97%	139%

表：主要厂商利润拆分情况

代表公司	单位	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
科达利	收入	22.3	19.9	44.7	86.5	105.1	25.1	29.4	31.5	34.4	30.2	36.2	39.6	46.1	41.4
	毛利率	28%	28%	26%	24%	24%	22%	24%	23%	27%	22%	23%	24%	25%	21%
	净利率	10%	9%	12%	11%	12%	12%	12%	12%	13%	13%	10%	10%	12%	11%
震裕科技	收入	7.5	11.9	30.3	57.5	60.2	14.4	16.9	18.8	21.1	17.9	22.5	25.5	31.4	29.7
	毛利率	27%	26%	18%	12%	12%	13%	16%	11%	16%	13%	16%	17%	14%	16%
	净利率	10%	11%	6%	2%	1%	4%	5%	2%	4%	4%	6%	8%	3%	9%
	结构件业务收入	2.2	5.7	16.5	32.6	32.7	8.1	9.4	11.5	13.4	10.9	14.2	17.0	20.5	19.0
	结构件业务毛利率	13%	22%	17%	9%	9%	10%	14%	11%	11%	10%	14%	16%	17%	17%
斯莱克	结构件业务净利率					-12%	2%	2%	2%	3%	3%	5%	7%	8%	9%
	结构件业务收入				2.5	6.6	2.0	2.0	3.0	3.0	3.0	3.2	3.5	3.8	-
	结构件业务毛利率				3%	3%	0%	0%	-2%	-2%	0%	0%	7%	8%	-

## 8 结构件：龙头在手现金良好，二线整体承压

- ◆ **龙头现金流情况良好，二线仍承压。** 科达利26Q1无息在手现金24.8亿元，较年初持平，营运资本73.3亿元，较年初+2%；震裕科技26Q1无息在手现金-21.1亿元，较年初-2%，营运资本11.0亿元，较年初+22%；斯莱克26Q1无息在手现金-10.1亿元，较年初-4%，营运资本5.7亿元，较年初-4%。整体来看，行业无息在手现金从25Q4的-5.5亿元下降至26Q1的-6.3亿元，营运资本则增至90亿元，较年初+3.3%。

图表：2025年Q4及2026Q1结构件板块现金及营运资本情况（亿元）

新能源汽车板块		无息在手现金				营运资本			
		25年Q4	25Q4 较年初增长	26Q1	26Q1 较年初增长	25年Q4	25Q4 较年初增长	26Q1	26Q1 较年初增长
002850.SZ	科达利	24.8	93%	24.8	0%	72.2	30%	73.3	2%
300953.SZ	震裕科技	-20.6	20%	-21.1	-2%	9.1	43%	11.0	22%
300382.SZ	斯莱克	-9.7	11%	-10.1	-4%	5.9	-48%	5.7	-4%
合计		-5.5	76.9%	-6.3	-15.5%	87.2	19.2%	90.0	3.3%

## 9 三元正极：25Q4-26Q1盈利水平同比提升

- ◆ **25Q4-26Q1盈利持续修复，盈利水平同比提升。** 25年营收533亿元，同比+22.6%，归母净利10亿元，同比+339.4%；25Q4营收177亿元，同环比+53.9%/+29.1%，归母净利5亿元，同环比+328.1%/+157.5%；26Q1营收181亿元，同环比+89.8%/+2.0%，归母净利4.9亿元，同环比+882.1%/-0.6%。25年毛利率8.95%，同比+0.6pct，归母净利率1.87%，同比+1.3pct；26Q1毛利率10.3%，同环比+2.8pct/+0.9pct，归母净利率2.73%，同环比+2.2pct/-0.1pct。
- ◆ **26Q1现金流承压、资本开支回升。** 25年经营活动净现金流39.1亿元，同比+42.5%；26Q1经营性现金流-10.3亿元，同环比-1008.6%/-264.6%。26Q1资本开支13.8亿元，同环比+92.1%/+20.2%。25Q4末存货143亿元、较年初+83.2%，26Q1末存货190.8亿元，较年初+33.4%；26Q1末无息在手现金57.9亿元，较年初-28.7%，营运资本217亿元，较年初-1.1%。

图表：2025年及26Q1三元正极板块情况 (亿元)

	25年	25年同比 (%.pct)	25Q4	25Q4同比 (%.pct)	25Q4环比 (%.pct)	26Q1	26Q1同比 (%.pct)	26Q1环比 (%.pct)
营业收入 (亿元)	532.9	22.6%	177.2	53.9%	29.1%	180.9	89.8%	2.0%
归母净利润 (亿元)	10.0	339.4%	5.0	328.1%	157.5%	4.9	882.1%	-0.6%
毛利率	8.95%	0.6	9.44%	1.5	1.3	10.30%	2.8	0.9
归母净利率	1.87%	1.3	2.80%	4.7	1.4	2.73%	2.2	-0.1
费用率	6.29%	-0.3	5.30%	-1.0	-1.2	6.23%	-1.2	0.9
经营活动净现金流 (亿元)	39.1	42.5%	6.3	-78.4%	-51.4%	-10.3	-1008.6%	-264.6%
资本开支 (亿元)	35.1	-14.4%	11.5	20.1%	42.7%	13.8	92.1%	20.2%

	25Q4末的情况	25Q4末较年初增长	26Q1末的情况	26Q1末较年初增长
应收账款 (亿元)	153.0	28.9%	166.6	8.9%
预收款项 (亿元)	4.6	511.8%	5.7	24.5%
存货 (亿元)	143.0	83.2%	190.8	33.4%
在建工程 (亿元)	34.9	-16.1%	39.3	12.6%
无息在手现金 (亿元)	81.2	-6.7%	57.9	-28.7%
营运资本 (亿元)	219.2	-2.8%	216.9	-1.1%

## 9 三元正极：25Q4盈利持续修复，26Q1同比高增

- ◆ **25Q4盈利持续修复，26Q1同比高增。**当升科技26Q1营收45.3亿元，同比+137%，归母净利润2.8亿元，同比+150%、环比+114%，保持行业领先。**容百科技**25Q4归母净利润0.2亿元，环比转正，26Q1归母净利润0.1亿元，同比+175%、环比-28%。**厦钨新能**26Q1营收65.9亿元，同比+121%，归母净利润2.2亿元，同比+88.6%、环比+8.6%。

表：2025年及2026Q1三元正极板块主要厂商营收及利润情况（亿元）

新能源汽车板块		收入								归母净利润							
		25年	25年 同比	25Q4	25Q4 同比	25Q4 环比	26Q1	26Q1 同比	26Q1 环比	25年	25年 同比	25Q4	25Q4 同比	25Q4 环比	26Q1	26Q1 同比	26Q1 环比
688005.SH	容百科技	122.7	-18.7%	32.8	-12.8%	19.9%	37.8	27.6%	15.2%	-1.9	-163.3%	0.2	-91.0%	112.0%	0.1	175.2%	-28.4%
300073.SZ	当升科技	103.7	36.6%	29.7	43.9%	0.3%	45.3	137.2%	52.1%	6.3	34.0%	1.3	1616.1%	-32.4%	2.8	150.3%	113.7%
688707.SH	振华新材	14.3	-27.2%	3.6	-27.9%	2.2%	1.8	-32.6%	-49.4%	-4.3	18.1%	-1.0	49.3%	13.8%	-1.0	2.1%	3.9%
688779.SH	长远锂科	93.4	68.6%	42.9	142.7%	99.3%	30.1	113.8%	-29.8%	2.3	144.9%	2.5	174.0%	3590.2%	0.8	227.2%	-67.3%
688778.SH	厦钨新能	198.8	49.5%	68.2	99.8%	23.4%	65.9	121.2%	-3.4%	7.5	52.8%	2.0	60.1%	-17.4%	2.2	88.6%	8.6%
合计		532.9	22.6%	177.2	53.9%	29.1%	180.9	89.8%	2.0%	10.0	339.4%	5.0	328.1%	157.5%	4.9	882.1%	-0.6%

## 9 三元正极：容百新业务加速突破，厦钨盈利大幅改善

- ◆ **容百科技**26Q1三元正极单吨净利0.2万元，环比提升30%+。随韩国工厂产能利用率提升，且中镍三元和新8系产品放量，三元有望进一步释放盈利。
- ◆ **当升科技**26Q1三元正极单吨扣非利润0.9万元+，环比+29%，主要系国际客户占比提升至58%；26年随LGES放量，国际客户占比保持增长态势，我们预计全年出货8万吨，同比+60%，盈利水平可维持0.9-1万元/吨。
- ◆ **厦钨新能**26Q1钴酸锂销量1.5万吨，同环比+20%/-18%，我们预计26全年出货6.5-7万吨，同比持平微增，单吨净利1万/吨以上。三元26Q1销量5.6万吨，同比+8%，我们预计单吨利润约0.3万元。

图表：三元正极行业主流厂商利润拆分情况

代表公司	单位	2021A	2022A	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
当升	出货(吨)	4.4	6.2	1.4	1.6	1.8	1.2	1	1.2	1	1	1	1.4	1.5	1.1	2.0
	单位净利(万元/吨)	1.55	4.1	2.98	3.95	3	2.8	1.1	0.96	1	-0.5	0.6	1.2	1	0.70	0.90
容百	出货(吨)	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	2.5
	单位净利(万元/吨)	1.48	1.37	1.2	0.36	0.88	-0.12	-0.12	0.2	0.41	0.6	0.27	0.28	-0.5	0.15	0.20
厦钨(含钴酸锂)	出货(吨)	7.2	8	1.1	1.7	2	2.4	2.4	2.1	2.6	2.6	2.7	3.4	3.9	4.4	3.0
	单位净利(万元/吨)	0.71	1.22	0.92	0.75	0.7	0.42	0.42	0.57	0.55	0.5	0.5	0.51	0.55	0.45	0.72

## 9 三元正极：行业在手现金减少，后续扩产集中海外

- ◆ 行业在手现金减少，后续扩产集中海外。容百科技26Q1在手现金-21.8亿元，较年初-27.6%；营运资本9.2亿元，较年初-51.4%。当升科技26Q1在手现金75.0亿元，较年初-6.6%；营运资本95.5亿元，较年初+1.8%。振华新材26Q1在手现金1.8亿元，较年初-61.7%；营运资本20.2亿元，较年初-1.4%。长远锂科26Q1在手现金-13.2亿元，较年初-152.4%；营运资本55.0亿元，较年初+1.5%。厦钨新能26Q1在手现金16.0亿元，较年初-12.8%；营运资本37.0亿元，较年初+16.3%。

图表：2025年及2026Q1三元正极板块现金及营运资本情况（亿元）

新能源汽车板块		无息在手现金				营运资本			
三元正极		25年Q4	2025年Q4 较年初增长	26Q1	26Q1 较年初增长	25年Q4	2025年Q4 较年初增长	26Q1	26Q1 较年初增长
688005.SH	容百科技	-17.1	-150.8%	-21.8	-27.6%	19.0	-40.7%	9.2	-51.4%
300073.SZ	当升科技	80.3	7.6%	75.0	-6.6%	93.7	3.0%	95.5	1.8%
688707.SH	振华新材	4.8	-47.1%	1.8	-61.7%	20.5	15.5%	20.2	-1.4%
688779.SH	长远锂科	-5.2	1.5%	-13.2	-152.4%	54.1	10.5%	55.0	1.5%
688778.SH	厦钨新能	18.4	19.4%	16.0	-12.8%	31.8	-11.2%	37.0	16.3%
合计		81.2	-6.7%	57.9	-28.7%	219.2	-2.8%	216.9	-1.1%

## 10 三元前驱体：26Q1行业盈利同比提升，现金流仍承压

- ◆ **26Q1行业盈利同比高增，一体化企业表现稳健。** 2025年营收1693亿元，同比+23%；归母净利润85亿元，同比+54%。26Q1营收524亿元，同环比+35.7%/+9.9%；归母净利36.6亿元，同环比+86%/+56%。25年毛利率15.1%，同比+0.5pct；归母净利率5.0%，同比+1pct。26Q1毛利率17.5%，同环比+3.9pct/-0.3pct；归母净利率7.0%，同环比+1.9pct/+2.1pct。
- ◆ **现金流仍承压、在手现金缺口扩大。** 2025年经营活动净现金流86亿元，同比-54.5%；26Q1经营活动净现金流14.4亿元，同环比-13.8%/+217.7%；26Q1资本开支67.7亿元，同环比-12.6%/+108.9%。26Q1末存货579.3亿元，较年初+13.5%；无息在手现金-578亿元，较年初-10.5%；营运资本135亿元，较年初+87.4%。

表：2025年及26Q1三元前驱体板块情况（亿元）

	25年	25年同比 (%,pct)	25Q4	25Q4同比 (%,pct)	25Q4环比 (%,pct)	26Q1	26Q1同比 (%,pct)	26Q1环比 (%,pct)
营业收入 (亿元)	1692.5	23.1%	476.7	37.0%	7.5%	524.1	35.7%	9.9%
归母净利润 (亿元)	84.6	54.1%	23.4	202.0%	7.6%	36.6	86.1%	56.0%
毛利率	15.1%	0.5	17.8%	3.4	3.1	17.5%	3.9	-0.3
归母净利率	5.0%	1.0	4.9%	2.7	0.0	7.0%	1.9	2.1
费用率	8.2%	-0.3	9.6%	1.9	1.5	8.0%	0.8	-1.6
经营活动净现金流 (亿元)	86.4	-54.5%	4.5	-95.8%	-88.3%	14.4	-13.8%	217.7%
资本开支 (亿元)	239.8	-5.7%	32.4	-56.3%	-58.3%	67.7	-12.6%	108.9%

	25Q4末的情况	25Q4末较年初增长	26Q1末的情况	26Q1末较年初增长
应收账款 (亿元)	213.5	15.7%	260.6	22.0%
预收款项 (亿元)	31.0	-8.7%	46.0	48.2%
存货 (亿元)	510.3	37.9%	579.3	13.5%
在建工程 (亿元)	224.6	-0.5%	259.0	15.3%
无息在手现金 (亿元)	-523.0	-4.1%	-577.8	-10.5%
营运资本 (亿元)	72.1	-6.7%	135.2	87.4%

## 10 三元前驱体：25Q4业绩拐点已现，一体化布局企业盈利稳健

- ◆ 26Q1业绩同比提升明显，一体化企业盈利优势显著。华友钴业25Q4归母净利润18.9亿元，同环比+67.0%/+25.8%；26Q1归母净利润25.0亿元，同环比+99.4%/+31.8%。中伟股份25Q4归母净利润4.5亿元，同环比+217.2%/+19.6%；26Q1归母净利润5.6亿元，同环比+80.5%/+22.2%。格林美25Q4归母净利润4.7亿元，同环比+304.7%/+52.3%；26Q1归母净利润5.2亿元，同环比+2.2%/+10.8%。

图表：2025年及2026Q1三元前驱体板块主要厂商营收情况（亿元）

新能源汽车板块		收入								归母净利润							
		25年	25年 同比	25Q4	25Q4 同比	25Q4 环比	26Q1	26Q1 同比	26Q1 环比	25年	25年 同比	25Q4	25Q4 同比	25Q4 环比	26Q1	26Q1 同比	26Q1 环比
603799.SH	华友钴业	810.2	32.9%	220.8	42.8%	1.5%	258.0	44.6%	16.9%	61.1	47.1%	18.9	67.0%	25.8%	25.0	99.4%	31.8%
300919.SZ	中伟股份	481.4	19.7%	148.4	47.5%	23.9%	157.5	46.0%	6.1%	15.7	6.8%	4.5	217.2%	19.6%	5.6	80.5%	22.2%
002340.SZ	格林美	371.2	11.8%	96.3	15.6%	-3.1%	99.8	5.1%	3.7%	15.8	54.9%	4.7	304.7%	52.3%	5.2	2.2%	10.8%
688148.SH	芳源股份	22.8	5.4%	7.9	5.6%	33.4%	6.7	63.4%	-15.5%	-1.0	75.8%	0.2	105.7%	-37.6%	0.6	223.8%	250.8%
688184.SH	帕瓦股份	6.9	-27.2%	3.3	69.9%	187.8%	2.1	156.7%	-38.6%	-7.0	3.9%	-4.9	-59.5%	-986.9%	0.2	136.0%	104.1%
合计		1692.5	23.1%	476.7	37.0%	7.5%	524.1	35.7%	9.9%	84.6	54.1%	23.4	202.0%	7.6%	36.6	86.1%	56.0%

## 10 三元前驱体：Q1镍价上行贡献弹性，后续硫磺涨价有所对冲

- ◆ **华友钴业镍贡献主要利润、钴利润弹性明显。**湿法项目华越6万吨和华飞12万吨持续超产，26Q1MHP出货量约5.5-6万吨，镍铁出货1-1.5万吨，我们预计26年单吨利润0.4-0.5万美金，26年镍利润贡献我们预计40亿元。26Q1我们预计钴产品销量1万金吨左右，26年公司金属钴权益规模我们预计1.3万吨，叠加库存收益，盈利弹性显著。
- ◆ **中伟股份镍价上行贡献弹性、三元前驱体盈利稳定。**26Q1公司三元前驱体出货7+万吨，同比+70%，受抢出口拉动，出货量逆势环比增长，全年我们预计出货23~24万吨，同比+10%。26Q1四钴出货0.9万吨，同比+29%，我们预计26年出货量3.8万吨，同比+5%。盈利端，我们预计三元和四钴单吨利润0.55-0.6万/吨，环比维持稳定，合计贡献利润4亿元。

表：前驱体行业主流厂商利润拆分情况

中伟股份	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26
前驱体 (百万元, 四钴和三元)	335	330	315	210	240	420	397	453	446
-出货量 (万吨)	6.2	5.5	5.25	3.5	4.8	6.4	6.4	7.3	8.1
-单吨利润 (万元/吨)	0.54	0.6	0.6	0.6	0.5	0.66	0.62	0.62	0.55
磷酸铁 (百万元)	-15	-23	-40	-80	-25	-23	-20	-22	0
-出货量 (万吨)	0.4	1.1	1.7	4.2	2.8	4.1	4.3	5.5	4.4
镍产品 (百万元)	20	120	80	10	100	0	0	0	180
-出货量 (万吨金属)	1.46	2.04	2.3	2.9	3.3	2.6	2.4	1.7	2.85
归属于母公司所有者的净利润 (百万元)	379	485	460	143	308	425	380	455	555
华友钴业	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26
前驱体 (百万元)	81	120	72	90	21	21	90	90	120
-出货量 (万吨)	2.7	4	2.4	3	2.1	2.1	3	3	4
-单吨利润 (万元/吨)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.1	0.1	0.3	0.3	0.3
正极 (巴莫)	0	0	0	0	21	30	33	33	44
-出货量 (万吨)	2.4	2.9	2	1.7	1.9	2.7	3	3	4
-单吨利润 (万元/吨)	0	0	0	0	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
铜产品 (百万元)	126	250	220	220	160	190	200	230	230
钴产品 (百万元, 含资产减值损失)	60	75	85	75	65	365	485	465	65
硫酸镍 (百万元)	352	536	396	300	321	268	300	300	375
-出货量 (万金吨)	1.6	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
-单吨利润 (万元/吨)	2.2	2.98	2.2	1.67	1.79	1.49	1.67	1.67	2.08
金属镍 (百万元)	475	644	1050	589	1083	928	884	884	1071
-出货量 (万金吨)	1.9	2.3	4.2	3	5.2	5.2	4.5	4.5	4.5
-单吨利润 (万美金/吨)	0.36	0.4	0.36	0.28	0.3	0.26	0.28	0.28	0.34
归属于母公司所有者的净利润 (百万元)	522	1148	1350	1134	1252	1459	1505	1894	2497

## 10 三元前驱体：一体化布局加大资金压力

- ◆ 一体化布局资金需求大，行业厂商无息现金普遍为负。华友钴业26Q1无息在手现金-285.8亿元，较年初-10.3%，营运资本-8.6亿元，较年初+73.9%。中伟股份26Q1无息在手现金-126亿元，较年初-24.3%，营运资本127亿元，较年初+26.7%。格林美26Q1无息在手现金-151亿元，较年初-3.0%，营运资本14亿元，较年初+389.5%。芳源股份26Q1无息在手现金-14亿元，较年初+3.0%，营运资本-0.8亿元，较年初+26.3%。帕瓦股份26Q1在手现金-0.5亿元，较年初+47.7%，营运资本3.3亿元，较年初+12.3%。

表：2025年及2026Q1三元前驱体板块现金及营运资本情况（亿元）

新能源汽车板块		无息在手现金				营运资本			
		三元前驱体	25年Q4	2025年Q4 较年初增长	26Q1	26Q1 较年初增长	25年Q4	2025年Q4 较年初增长	26Q1
603799.SH	华友钴业	-259.0	5.3%	-285.8	-10.3%	-33.0	-288.1%	-8.6	73.9%
300919.SZ	中伟股份	-101.4	-44.5%	-126.1	-24.3%	100.5	3.8%	127.3	26.7%
002340.SZ	格林美	-147.1	-0.3%	-151.4	-3.0%	2.9	106.3%	14.0	389.5%
688148.SH	芳源股份	-14.4	-2.8%	-14.0	3.0%	-1.1	-288.4%	-0.8	26.3%
688184.SH	帕瓦股份	-1.0	-153.0%	-0.5	47.7%	3.0	-61.5%	3.3	12.3%
合计		-523.0	-4.1%	-577.8	-10.5%	72.1	-6.7%	135.2	87.4%

## 11 导电剂：25年有所承压，26Q1环比扭亏回归常态

- ◆ **25年营收利润双降，26Q1盈利能力同比止跌修复。** 2025年实现营业收入181.4亿元，同比-6.2%，归母净利润2.7亿元，同比-37.2%。受25Q4费用确认及减值影响单季亏损1.3亿，26Q1业绩回归常态，归母净利回升至0.7亿元，同比+4.0%，环比实现大幅扭亏。26Q1毛利率为14.4%，同比提升3.3pct，环比基本持平；归母净利率1.6%，环比回升4.3pct。
- ◆ **25年经营现金流逆势增长，26Q1库存大幅回升预示需求回暖。** 2025年经营活动净现金流13.3亿元，同增60.2%，2025Q4为4.9亿元，同增88.5%，2026Q1为3.2亿元，同增10.3%，环减34.7%；2026Q1资本开支2.2亿元，同环比-38.9%/+4.8%。2026Q1营运资本49亿元，较年初-5.29%。2025年存货39.1亿元，同增5.7%，2026Q1增至47.3亿元，较年初增长21.0%，2026Q1无息在手现金-32亿元，较年初-6.58%，预收账款（合同负债）较年初增长44.4%。

图表：2025年及2026年Q1导电剂板块情况（亿元）

	2025年	2025年同比 (%,pct)	2025Q4	25Q4同比 (%,pct)	25Q4环比 (%,pct)	2026Q1	26Q1同比 (%,pct)	26Q1环比 (%,pct)
营业收入 (亿元)	181	-6.17%	47.2	-3.31%	-1.97%	44.5	4.09%	-5.77%
归母净利润 (亿元)	2.7	-37.23%	-1.3	-181.75%	-176.69%	0.7	3.95%	153.58%
毛利率	13.58%	1.24	14.36%	1.55	-0.28	14.37%	3.34	0.01
归母净利率	1.50%	-0.74	-2.73%	-5.96	-6.22	1.55%	0.00	4.28
经营活动净现金流 (亿元)	13.3	60.27%	4.9	88.46%	188.46%	3.2	10.34%	-34.69%
费用率	9.27%	1.41	11.14%	4.63	2.33	10.73%	2.63	-0.41
			2025年底	较年初增长		2026Q1	26Q1较年初增长	
应收账款 (亿元)			28.6	-15.89%		26.9	-5.97%	
预收账款 (亿元)			0.9	-25%		1.3	44.44%	
存货 (亿元)			39.1	5.68%		47.3	20.97%	
在建工程 (亿元)			12.5	5.93%		15.5	24%	
无息在手现金 (亿元)			-34	-30.66%		-32	-6.58%	
营运资本 (亿元)			52	-19.05%		49	-5.29%	

## 11 导电剂：龙头Q1归母净利润环比显著提升

- ◆ **龙头26Q1归母净利润环比显著提升。**天奈科技26Q1出货量1.7万吨，同环比-13%/+2.35%，全年一二三代出货量我们预计8.3万吨，增长21%。单壁方面，年中硅碳负极需求开始释放，Q3单壁浆料有望达到单月400吨，全年单壁浆料近1.5万吨，同时四代销量也有望达到近0.5万吨，合计26年浆料销量9.8万吨，同比增35.4%。盈利方面，26Q1一代产品占比回落至40%以下，综合单吨扣非利润恢复至0.32万/吨。全年看一二三代产品盈利基本稳定；而单壁和四代产品国内仅公司可实现大批量出货，我们预计单吨利润可达1万/吨。

图表：2025年及2026年Q1添加剂主要厂商营收情况（亿元）

新能源汽车板块		收入（亿元）							归母净利润（亿元）						
添加剂		25Y	25年同比	25Q4	Q4同比	26Q1	Q1同比	Q1环比	25Y	25年同比	25Q4	Q4同比	26Q1	Q1同比	Q1环比
688116.SH	天奈科技	13.0	-10.4%	3.0	-27.5%	3.2	-5.8%	6.3%	2.3	-8.9%	0.3	-53.1%	0.6	-3.0%	+77.9%
300409.SZ	道氏技术	81.6	5.2%	21.6	31.3%	22.3	27.1%	3.7%	5.1	223.1%	0.9	835.7%	1.1	146.2%	17.8%
002068.SZ	黑猫股份	86.9	-14.3%	22.7	-19.9%	19.0	-12.9%	-16.3%	-4.6	-1943.4%	-2.5	-414.3%	-1.0	-167.7%	62.2%
合计		181.4	-6.2%	47.2	-3.3%	44.5	4.1%	-5.8%	2.7	-37.2%	-1.3	-181.8%	0.7	3.95%	153.58%

表：天奈科技季度盈利拆分

天奈科技	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26
碳纳米管浆料（百万元）	52	54	65	32	53
-多壁出货量（吨）	19500	17000	17000	15000	15500
-多壁单吨利润（万元/吨）	0.27	0.27	0.29	0.10	0.20
-单壁出货量（吨）		800.00	1600	1700	2150
-单壁单吨利润（万元/吨）		1.00	1.00	1.00	1.00
减值损失（亿元）	2	5	7	-2	0
其他经营收益（亿元）	6.46	6.60	9.99	11.04	8.79
归属于母公司所有者的净利润（亿元）	58	59	79	32	56
-同比	8%	-5%	18%	-53%	-3%
-环比	-14%	1%	35%	-60%	78%

## 11 导电剂：26Q1龙头现金较年初减少，营运资本分化

- ◆ Q1末龙头在手现金较年初减少，营运资本分化。天奈科技26Q1在手现金4.9亿元，较年初-9%；营运资本16亿元，较年初增4.00%。道氏技术26Q1在手现金-24.3亿元；营运资本32亿元，较年初降2.81%。黑猫股份26Q1在手现金-27.1亿元；营运资本49亿元，较年初下降5.29%。

表：2025年及2026年Q1添加剂板块现金及营运资本情况（亿元）

新能源汽车板块		无息在手现金				营运资本			
		25Q4	25Q4较年初增长	26Q1	26Q1较年初增长	25Q4	25Q4较年初增长	26Q1	26Q1较年初增长
688116.SH	天奈科技	5.4	4259%	4.9	-9%	15	1.03%	16	4.00%
300409.SZ	道氏技术	-12.0	23%	-24.3	-103%	33	-27.59%	32	-2.81%
002068.SZ	黑猫股份	-23.0	-23%	-27.1	-18%	3	9.19%	1	-71.77%
合计		-34	-30.66%	-32	-6.58%	52	-19.05%	49	-5.29%

## 12 铝箔：26Q1板块盈利显著修复，电池箔出货稳步提升

- ◆ **25年及26Q1板块盈利能力逐步企稳回升。**25年营业收入321亿元，同增4.9%，归母净利润3.28亿元，同增202%。25Q4营收84亿元，同环比+2%/+9%，归母净利润1.09亿元，同环比+237%/+28%。2026年Q1营收90亿元，同环比+13%/+7%，归母净利润2.2亿元，同比增长174%，环比增长98%，毛利率10.56%，同/环比+1.43pct/+1.64pct，归母净利率2.41%，同/环比+1.41pct/+1.07pct。
- ◆ **26Q1现金流流出同比缩窄，资产运营效率保持稳健。**现金流压力有所缓解，2026Q1经营活动净现金流-2.16亿元，较25Q1（-4.7亿）亏损显著减半；资本开支1.85亿元，同环比+13.5%/-8%；应收账款62亿元，随业务规模同步增长，回款压力边际释放，流动性风险整体受控；Q1存货63亿元，较年初基本持平（+0.6%），在建工程16亿元，较年初增长8.6%，产能有序释放。

表：2025年及2026年Q1铝箔板块情况（亿元）

	2025年	2025年同比 (%,pct)	2025Q4	25Q4同比 (%,pct)	25Q4环比 (%,pct)	2026Q1	26Q1同比 (%,pct)	26Q1环比 (%,pct)
营业收入 (亿元)	321	4.90%	84.07	2%	9%	89.60	13%	7%
归母净利润 (亿元)	3.3	202%	1.1	237%	28%	2.2	174.4%	98.2%
毛利率	8.37%	0.27	8.92%	1.11	-0.21	10.56%	1.43	1.64
归母净利率	1.02%	0.66	1.34%	2.39	0.34	2.41%	1.41	1.07
经营活动净现金流 (亿元)	0.2	109%	5.4	516%	-	-2.2	53.8%	-140%
费用率	6.58%	0.20	6.55%	0.52	-	7.12%	0.33	0.57
资本开支 (亿元)	8.2	-11.0%	2.0	51.1%	-	1.9	13.5%	-8.0%
			2025年底	较年初增长		2026Q1	26Q1较年初增长	
应收账款 (亿元)			55	52.59%		62	13.07%	
预收账款 (亿元)			1	-15%		1	10%	
存货 (亿元)			63	12.5%		63	0.6%	
在建工程 (亿元)			15	6.3%		16	8.6%	
无息在手现金 (亿元)			-20.9	-58.4%		-7.1	66.0%	
营运资本 (亿元)			24.0	59.3%		19.8	-17.2%	

## 12 铝箔：龙头业绩弹性凸显，包装箔盈利持续改善

- ◆ 鼎胜新材26Q1业绩高增，各产品线盈利稳步提升。26Q1电池箔出货5.9万吨，环比下降约4.8%（对比25Q4的6.2万吨），25全年累计出货20.8万吨，同增约45.5%；25Q4单吨扣非利润0.16万元，26Q1大幅升至0.25万元，盈利弹性开始释放。包装箔（双零+单零）25Q4出货8.0万吨，26Q1维持在8.0万吨左右，全年出货量我们预期同比持平；25Q4包装箔实现扭亏，26Q1单吨盈利稳定在100元，全年单吨盈利我们预计维持100-200元。

图表：2025年及2026年Q1铝箔板块主要厂商营收情况

新能源汽车板块		收入 (亿元)							归母净利润 (亿元)						
		25Y	25年同比	25Q4	Q4同比	26Q1	Q1同比	Q1环比	25Y	25年同比	25Q4	Q4同比	26Q1	Q1同比	Q1环比
铝箔															
300057.SZ	万顺新材	58.0	-11.9%	17.1	-6.7%	17.0	16.2%	-0.5%	-1.8	4.1%	-1.0	-186%	0.2	430.2%	123%
603876.SH	鼎胜新材	263.0	9.5%	67.0	4.6%	72.6	12.5%	8.4%	5.1	70.3%	2.1	73.4%	1.9	127.3%	-6.0%
合计		321.0	4.9%	84.1	2.1%	89.6	13.1%	6.6%	3.3	201.6%	1.1	236%	2.2	174.4%	98.4%

表 鼎胜季度盈利拆分

代表公司	单位	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
鼎胜	出货 (万吨)	2.6	3.3	3.9	4.5	4.1	4.9	5.6	6.2	5.9
	单位净利 (万元/吨)	0.20	0.20	0.13	0.13	0.13	0.14	0.17	0.28	0.25

## 12 铝箔：Q1龙头在手现金、营运资本情况显著改善

- ◆ **龙头在手现金显著好转，资产负债结构持续优化。** 鼎胜新材26Q1在手现金成功转正至6.8亿元，较年初增长174.5%，偿债能力与流动性大幅提升；营运资本由25Q3的20.2亿大幅降至13.0亿元。**万顺新材**资金缺口仍存，26Q1在手现金-13.9亿元，营运资本6.8亿元，维持小幅波动。板块整体营运资本较年初下降17.2%，效率提升明显。

表：2025年及2026年Q1铝箔板块现金及营运资本情况（亿元）

新能源汽车板块		无息在手现金（亿元）				营运资本（亿元）			
		25Q4	25Q4较年初增长	26Q1	26Q1较年初增长	25Q4	25Q4较年初增长	26Q1	26Q1较年初增长
300057.SZ	万顺新材	-11.7	6%	-13.9	-18%	5.9	-55%	6.8	16%
603876.SH	鼎胜新材	-9.2	-299%	6.8	174%	18.1	655%	13.0	-28%
合计		-20.9	-58.4%	-7.1	66.0%	24.0	59.3%	19.8	-17.2%

## 13 铜箔：26Q1 板块营收规模扩张，盈利能力触底回升

- ◆ **25年及26Q1板块盈利能力逐步走出低谷。**2025年实现营收419.7亿元，同比增长44%，归母净利润-0.01亿元（接近盈亏平衡，同比减亏99%）。25Q4营收132亿元，同环比+47.0%/+22.1%，归母净利润-1.16亿元。2026年Q1实现营收139.6亿元，同比增长64%，归母净利4.85亿元，同比增长7348%，扭亏为盈态势确立。26Q1毛利率9.11%，同/环比+3.36pct/+2.37pct；归母净利率3.47%，同/环比+3.40pct/+4.35pct。
- ◆ **26Q1经营性现金流仍承压，存货随规模扩张上升。**2026Q1经营活动净现金流-11.3亿元，同/环比+16.1%/-193%；资本开支4.77亿元，同比放缓。Q1存货78亿元，较年初增长38%，主要系生产规模扩大所致；应收账款113.5亿元，较年初增长4.3%，在建工程23亿元，维持稳定。

表：2025年及2026年Q1铜箔板块情况（亿元）

	2025年	2025年同比 (%,pct)	2025Q4	25Q4同比 (%,pct)	25Q4环比 (%,pct)	2026Q1	26Q1同比 (%,pct)	26Q1环比 (%,pct)
营业收入 (亿元)	420	44.2%	132	46.9%	22.1%	140	63.6%	5.77%
归母净利润 (亿元)	-0.01	99.9%	-1.16	66.0%	-288%	4.85	7348%	518%
毛利率	6.35%	3.78	6.74%	4.23	0.32	9.11%	3.36	2.37
归母净利率	-0.002%	3.70	-0.88%	2.92	-1.45	3.47%	3.40	4.35
经营活动净现金流 (亿元)	-8.6	43.2%	-3.9	-	-	-11.3	16.1%	-193%
费用率	5.83%	-0.77	5.54%	-0.58	0.01	4.71%	-1.50	-0.83
资本开支 (亿元)	24.1	-11.6%	4.8	-24.5%	-36.3%	-	-	-
			2025年底	较年初增长		2026Q1	26Q1较年初增长	
应收账款 (亿元)			109	4.3%		114	4.3%	
预收账款 (亿元)			0	-		0	-	
存货 (亿元)			57	12.5%		78	38.1%	
在建工程 (亿元)			26	6.3%		23	-11.3%	
无息在手现金 (亿元)			-62	-74.9%		-70	-12.4%	
营运资本 (亿元)			87	-23.3%		93	7.2%	

## 13 铜箔：26Q1业绩普遍高增，盈利能力显著修复

- ◆ 26Q1铜箔厂商营收规模显著放大，盈利能力集体回暖。德福科技26Q1营收43.4亿元，位居板块第一，同增74%；嘉元科技营收34.5亿元，同增74%。板块内5家主要厂商在26Q1均实现归母净利润转正，其中德福科技净利润1.5亿元领跑。行业整体处于加工费企稳、高端产品出货占比优化的上行周期，业绩弹性开始集中释放。

图表：2025年及2026年Q1铜箔行业主流厂商营收及利润情况

新能源汽车板块		收入 (亿元)							归母净利润 (亿元)						
铜箔		25Y	25年同比	25Q4	Q4同比	26Q1	Q1同比	Q1环比	25Y	25年同比	25Q4	Q4同比	26Q1	Q1同比	Q1环比
688388.SH	嘉元科技	96.4	47.9%	31.0	42.2%	34.5	73.9%	11.0%	0.6	123.9%	0.2	291.8%	1.2	392.8%	646.3%
301150.SZ	中一科技	58.7	22.7%	16.7	31.5%	18.0	43.9%	7.3%	0.7	177.6%	0.3	13.9%	0.7	2297.1%	166.1%
301217.SZ	铜冠铜箔	66.9	41.8%	19.5	30.2%	18.4	32.0%	-5.8%	0.6	140.1%	0.0	-100.3%	1.1	2138.2%	142894.3%
301511.SZ	德福科技	124.4	59.3%	39.4	59.7%	43.4	73.5%	10.2%	1.1	145.9%	0.5	64.7%	1.5	708.9%	220.6%
600110.SH	诺德股份	73.3	38.9%	25.4	61.7%	25.4	80.4%	0.3%	-3.0	15.1%	-2.0	-861.0%	0.4	206.4%	119.6%
合计		419.7	44.2%	132.0	46.9%	139.7	63.8%	5.8%	0.0	99.9%	-1.2	66%	4.9	7348%	518.2%
代表公司	单位	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1					
诺德	出货 (万吨)	0.9	1.4	1.5	1.5	1.4	1.7	1.7	2.5	2.4					
	单价 (万元/吨)	13.2	10.8	10.0	11.6	11.4	11.0	11.8	11.5	12.2					
	单位净利 (万元/吨)	-1.13	-0.67	-0.47	-0.57	-0.31	-0.25	-0.14	-0.20	0.10					
嘉元	出货 (万吨)	0.9	1.6	2.0	2.2	2.1	2.0	2.7	3.1	3.0					
	单价 (万元/吨)	12.1	10.5	11.0	11.2	10.8	11.2	10.8	11.5	13.0					
	单位净利 (万元/吨)	-0.59	-0.45	-0.26	-0.22	0.04	0.01	0.00	0.05	0.35					
德福	出货 (万吨)					3.0	3.2	3.6	4.4	3.7					
	单价 (万元/吨)					8.3	8.7	9.0	9.0	11.9					
	单位净利 (万元/吨)					0.02	0.02	0.04	0.13	0.41					

## 13 铜箔：在手现金普遍承压，营运资本随规模上升

- ◆ 26Q1铜箔厂商在手现金仍紧平衡，营运资本随规模上升。嘉元科技26Q1在手现金-21.1亿元，较年初缺口有所减少；营运资本39.9亿元，较年初增15%。中一科技现金流相对稳健，在手现金17.4亿元。诺德股份营运资本由负转正至3.5亿元，显示业务扩张中的垫资压力。全行业资本开支增速放缓，后续扩产动力整体较弱。

表：2025年及2026年Q1铜箔板块现金及营运资本情况（亿元）

新能源汽车板块		在手现金类资产-长短期借款（亿元）				营运资本（亿元）			
铜箔		25Q4	25Q4较年初增长	26Q1	26Q1较年初增长	25Q4	25Q4较年初增长	26Q1	26Q1较年初增长
688388.SH	嘉元科技	-25.7	-31.9%	-21.1	18.0%	34.6	5.3%	39.9	15.3%
301150.SZ	中一科技	21.6	11.9%	17.4	-19.3%	23.4	6.1%	23.8	1.8%
301217.SZ	铜冠铜箔	-0.4	-110.8%	-4.2	-1003.0%	27.3	9.5%	29.0	6.5%
600110.SH	诺德股份	-31.4	-108.9%	-29.4	6.6%	-1.8	70.2%	3.5	299.8%
合计		-62.1	-74.9%	-69.8	-12.4%	86.6	-23.3%	92.8	7.2%

## 投资建议和风险提示

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

表：重点公司估值表（截至2026年5月8日）

	证券代码	名称	总市值 (亿元)	股价 (元)	归母净利润 (亿元)				PE				评级
					2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E	
电池	300750.SZ	宁德时代	20,507	437	722	962	1,215	1,469	26	21	17	14	买入
	002594.SZ	比亚迪	8,648	100	326	404	505	636	33	21	17	15	买入
	300014.SZ	亿纬锂能	1,519	70	41	72	95	124	34	21	16	13	买入
	300207.SZ	欣旺达	494	27	11	22	31	41	63	19	14	11	买入
	002245.SZ	蔚蓝锂芯	254	22	7	10	14	20	33	25	20	16	买入
	688063.SH	派能科技	191	78	1	4	5	7	132	40	29	24	买入
	688772.SH	珠海冠宇	187	17	5	7	10	15	46	16	11	14	买入
结构件	002850.SZ	科达利	568	206	18	24	31	41	31	24	19	15	买入
电解液	002709.SZ	天赐材料	1,191	58	14	70	83	98	42	17	15	13	买入
	300037.SZ	新宙邦	496	66	11	24	27	30	37	24	21	17	买入
	603659.SH	璞泰来	726	34	24	33	44	53	28	23	17	14	买入
负极	920185.BJ	贝特瑞	357	31	9	12	15	19	42	25	20	17	买入
	001301.SZ	尚太科技	215	82	9	11	15	19	24	17	13	11	买入
	301349.SZ	信德新材	64	63	0	1	2	2	102	36	27	36	买入
	002812.SZ	恩捷股份	798	81	1	23	42	52	212	37	24	17	买入
隔膜	300568.SZ	星源材质	234	17	0	8	12	15	1,235	36	23	15	买入
	603799.SH	华友钴业	1,252	66	61	104	125	146	17	13	10	9	买入
正极	300919.SZ	中伟股份	606	61	16	31	37	44	35	26	22	17	买入
	300769.SZ	德方纳米	221	79	-8	9	11	14	-57	30	22	16	买入
	300073.SZ	当升科技	341	63	6	11	14	17	43	33	26	20	买入
	688778.SH	厦钨新能	411	81	8	11	14	17	48	39	32	26	买入
	301358.SZ	湖南裕能	820	97	13	50	60	73	32	22	18	12	买入
	300432.SZ	富临精工	465	27	4	18	37	45	92	31	18	9	买入
导电剂	688116.SH	天奈科技	155	42	2	4	6	8	68	30	21	19	买入
铝箔	603876.SH	鼎胜新材	286	31	5	11	15	20	46	31	23	15	买入
	688392.SH	骄成超声	1,63	141	1	3	5	7	113	66	43	30	买入
设备	002466.SZ	天齐锂业	1,251	76	5	84	92	97	58	23	18	16	买入
	002460.SZ	赣锋锂业	1,719	85	16	93	112	126	47	25	20	17	买入
	002756.SZ	永兴材料	429	80	7	20	26	31	45	21	17	12	买入
	000408.SZ	藏格矿业	1,377	88	39	80	96	100	29	18	14	12	买入
	002738.SZ	中矿资源	641	89	5	33	42	48	77	23	16	12	买入
	002497.SZ	雅化集团	352	31	6	30	36	39	40	18	13	10	买入
	002240.SZ	盛新锂能	526	58	-9	21	25	31	-195	34	26	19	买入
	000688.SZ	国城矿业	539	46	11	15	24	32	79	32	21	15	买入
	002850.SZ	科达利	568	206	18	24	31	41	31	24	19	15	买入
	300432.SZ	富临精工	465	27	4	18	37	45	92	31	18	9	买入
机器人	603119.SH	浙江荣泰	337	93	3	4	6	9	116	84	60	43	买入
	300953.SZ	震裕科技	412	237	5	12	18	23	57	40	28	21	买入
	688778.SH	厦钨新能	411	81	8	11	14	17	48	39	32	26	买入
固态	300073.SZ	当升科技	341	63	6	11	14	17	43	33	26	20	买入
	920522.BJ	纳科诺尔	92	59	1	2	3	4	198	55	40	32	买入
	920914.BJ	远航精密	26	26	1	1	1	1	47	32	22	22	买入
	002460.SZ	赣锋锂业	1,719	85	16	93	112	126	47	25	20	17	买入

- ◆ **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

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

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

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

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街5号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

# 东吴证券 财富家园