

需求强劲，盈利向好，开启新周期

--锂电2026年年中策略

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

联系电话：021-60199798

2026年7月14日

- ◆ **26年全球销量预计同增6%，考虑带电量提升，预计动力电池同增20%+，27年预计可维持15-20%增长。**26年国内销量承压，但重卡+出口强势高增，我们预计全年销量1872万辆左右，同比增14%，其中本土销量预计1297万辆，同减6.5%，出口预计575万辆，增长120%。此外1-5月国内单车带电量64.5kwh，同比增27.4%，其中乘用车单车带电量提升19.8%，可对冲车销量增速下滑。欧洲补贴退坡消化完毕，26年英国、意大利等市场政策加码，叠加新车刺激，预计维持12%增长至435万辆。美国26年补贴完全退出，预计销量同比减少26%。其他地区26年预计维持80%增长。因此26年我们预计全球新能源车销量2245万辆，同增6%，考虑单车带电量提升，预计动力电池需求1733gwh，同增21.5%，并预测27年动力需求2039gwh，同比+18%。
- ◆ **储能市场国内外需求持续强劲，26-27年持续高增，26年动储需求上修至37%增长，27年预计可维持27%增长。**我们预计26年全球储能需求增速上修至73%，需求达1111GWh，27年增长40%+至1572GWh。分区域看，国内容量电价+商业模式创新，我们预计国内26年49%增长；欧洲和新兴市场多点开花，大储持续翻番增长；美国AI催生新需求。因此，26年全球动储需求2844GWh，增长37%，且27年仍可维持27%增长至3611GWh。
- ◆ **26H2旺季将至，产业链涨价可期，板块量利齐升。**碳酸锂价格26-27年供给紧平衡，价格维持高位，预计15-20万震荡。排产端，Q2行业排产20%左右增长，全年排产同比增速预计达40%+，27年预计维持20%+。电池端，龙头议价强+顺价快，Q2盈利水平预计维持稳定，增长确定性高，且电池扩产审批收紧有望优化中期供需格局，利好头部企业；隔膜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Q3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+；铝箔盈利已恢复，Q2对大客户涨价1k落地，龙头盈利有望提升至0.3万/吨；铜箔业绩拐点确定，盈利逐季向上，Q3头部客户涨价有望落地，27年龙头盈利有望恢复至0.6-0.8万/吨。总体看，板块量价齐升可期。
- ◆ **钠电产业化加速，固态产业化稳步推进。**钠电在储能端应用加速，预计行业26年出货量5-10GWh，27年有望达到20GWh左右，当前成本已降至0.4元/wh，随着规模化，后续成本有望降至0.3元/wh，宁德时代引领钠电产业化。固态关注26H2百Mwh中试线优化+样车路试，27年小规模量产+装车示范运营，硫化物电解质和核心设备远期空间大。
- ◆ **投资建议：锂电当前龙头估值27年10-15x，而27年需求预计27%+增长，叠加锂电2H旺季将临，当前是布局锂电板块良机。**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、蔚蓝锂芯、鹏辉能源、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，推荐结构件、隔膜、铜箔、铝箔等环节（推荐科达利、信德新材、天奈科技、恩捷股份、璞泰来、鼎胜新材、佛塑科技、尚太科技、湖南裕能、天赐材料、诺德股份、富临精工、华友钴业、星源材质、嘉元科技等，关注德福科技、天际股份、多氟多、万润新能、龙蟠科技、海科新源、石大胜华等）；看好碳酸锂龙头（推荐赣锋锂业、国城矿业、盛新锂能、大中矿业、中矿资源、永兴材料、天齐锂业、雅化集团、藏格矿业等）；同时看好新技术未来发展（厦钨新能、当升科技、纳科诺尔，关注宏工科技等）。
- ◆ **风险提示：**竞争加剧、政策超预期变化、可再生能源装机不及预期、原材料供应不足。

 PART1 需求：动力需求好于悲观预期，储能多点开花景气维持

 PART2 产业链：材料26H2涨价可期，部分环节27年持续紧张

 PART3 新技术：钠电池降本节奏清晰化，hvlp5代设备有望实现突破

 PART4 投资建议

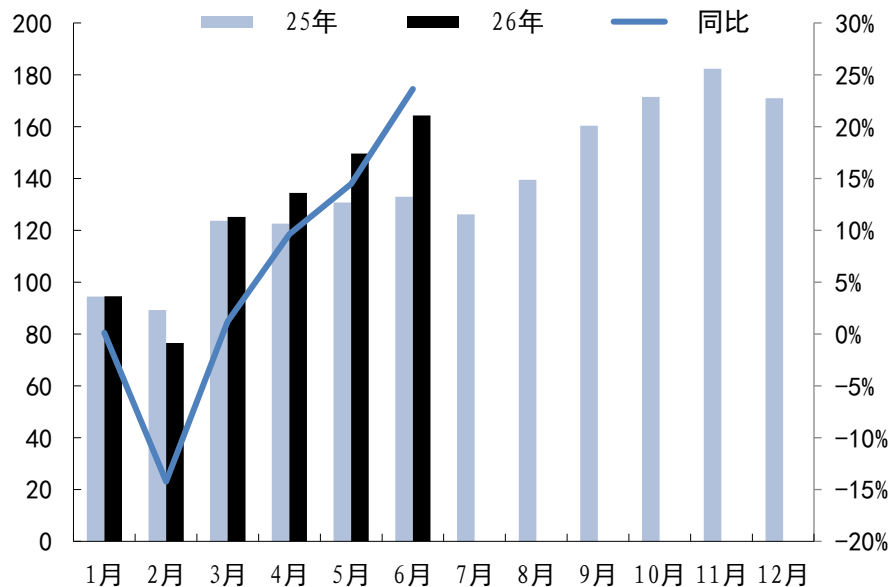
 PART5 风险提示

Part1 需求：动力需求好于悲观预期，储能多点开花景气维持

国内：国内电动车销量微增，出口高增长对冲内销下滑

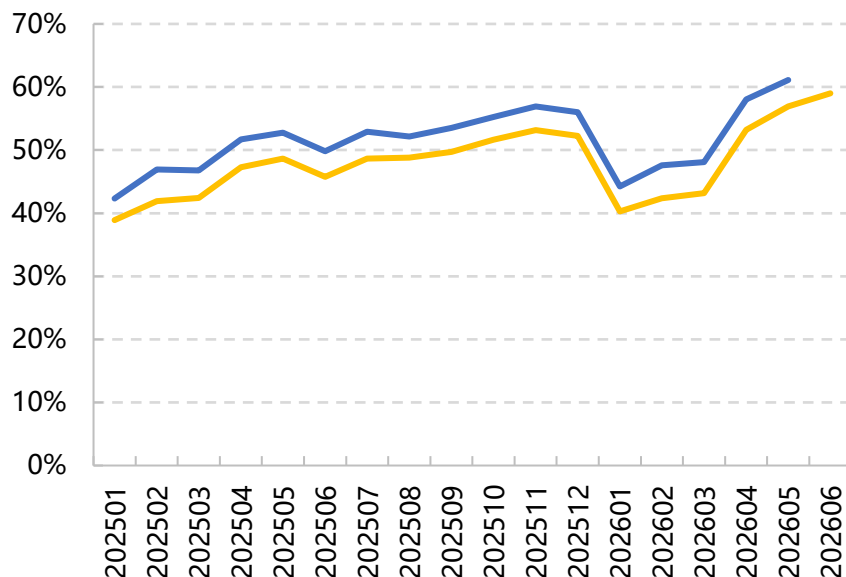
- ◆ **26年1-6月电动车销量同增7.4%，电动化率维持高位，出口+商用车销量超预期。**中汽协数据显示，26年1-6月电动车销量744.5万辆，同增7.4%，累计渗透率49.5%，较25年同期提升5.2pct；其中新能源商用车销售54.8万辆，同比+36.0%，超此前市场预期。乘联会口径26年1-6月销量678.8万辆，同增5.1%，渗透率53.4%，较25年同期提升5.0pct，零售销量471.8万辆，同减13.6%，26年1-6月出口223.3万辆，同增126.2%，出口数据超预期对冲内销下滑。

图：国内电动车月度销量及同比变化（中汽协口径）
(万辆)



图：25-26年国内月度电动车渗透率维持高位

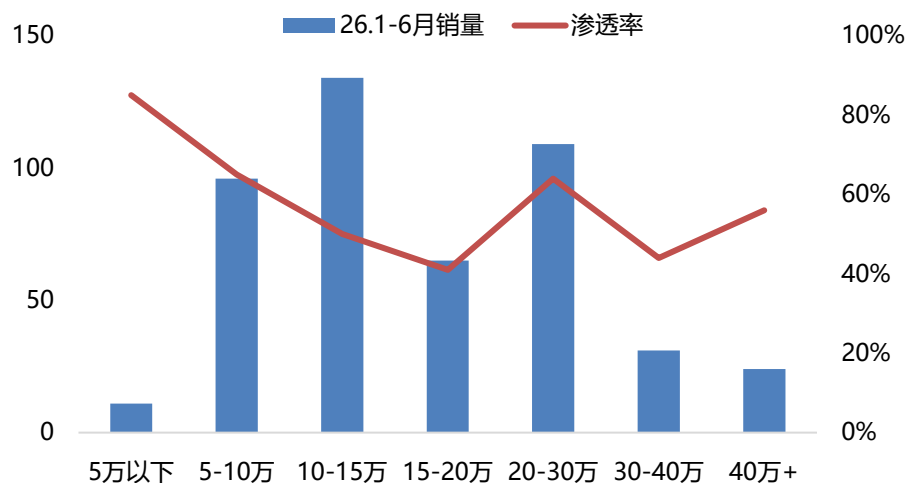
乘联会上险口径 中汽协批发口径



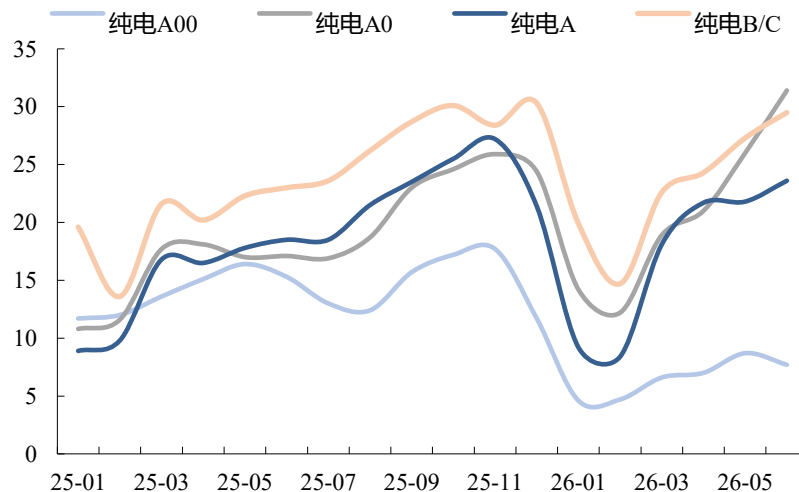
国内：纯电份额提升，低价格带车型销量承压

- ◆ **26年1-6月纯电及插混销量同比表现分化，纯电占比提升至67%。**中汽协口径，26年1-6月纯电销量498.5万辆，同比+12.3%；插混销量245.8万辆，同比-0.7%，对应纯电占比67%，同比+3pct，插混占比33%，同比-3pct。
- ◆ **分结构看，低价车型压力较大，20万以上价格带车型同比增长，高端车占比提升。**26年1-6月，5万以下销量11万辆，同比-73%；5-10万销量96万辆，同比+13%；10-15万销量134万辆，同比-28%；15-20万销量65万辆，同比-10%；20-30万销量109万辆，同比+1%；30-40万销量31万辆，同比-23%；40万以上销量24万辆，同比+71%。渗透率端，26年1-6月，5万以下渗透率85%，较25年同期下降4pct；5-10万渗透率65%，较25年同期增长14pct；10-15万渗透率50%，较25年同期下降2pct；15-20万渗透率41%，较25年同期增长6pct；20-30万渗透率64%，较25年同期增长1pct；30-40万渗透率44%，较25年同期增长5pct；40万以上渗透率56%，较25年同期增长17pct。

图：不同价格带电动车销量（万辆）及渗透率（%，右轴）



图：25.1-26.6纯电分级别销量（万辆）



◆ 车企销量分化，零跑上汽等受益于出口+新车周期表现亮眼。比亚迪稳居龙头，26年1-6月销量178万辆、同比-16%，主要系国内高基数下增速回落。自主品牌中，吉利、奇瑞延续同比增长，新势力中，零跑、蔚来增长势头强劲，26年1-6月同比分别+61%/+68%，理想、小鹏小幅下滑。合资车企在低基数下增速亮眼，广汽丰田、上汽通用、东风日产同比分别+145%、+81%、+118%。

图：国内主流车企电动车交付量（万辆）

	企业	26年1-6月	同比	25年	同比	26年E	同比
自主品牌	比亚迪	178	-16%	466	10%	536	15%
	吉利汽车	79	10%	94	49%	109	15%
	奇瑞汽车	44	34%	27	-27%	27	0%
	长安汽车	33	-17%	88	66%	106	20%
	上汽通用五菱	27	-26%	176	98%	211	20%
	上汽乘用车	24	218%	28	94%	30	10%
	东风汽车	20	41%	43	34%	47	10%
	广汽埃安	17	56%	96	45%	106	10%
合资车	广汽丰田	6	145%	6	-57%	6	0%
	上汽通用	5	81%	5	-51%	5	0%
	东风日产	4	118%	4	-43%	4	0%
	长安马自达	2	79%	8	-1%	8	0%
	上汽大众	3	-12%	9	1375%	9	10%
	一汽丰田	1	-8%	8	56%	9	10%
特斯拉中国		47	28%	81	-12%	85	5%
新势力	零跑汽车	36	61%	45	135%	54	20%
	理想汽车	19	-5%	40	-20%	44	10%
	蔚来汽车	19	68%	33	50%	40	20%
	小米汽车	19	0%	43	213%	64	50%
	赛力斯	16	1%	44	4%	53	20%
	小鹏汽车	17	-16%	0	-99%	0	0%
	北汽新能源	2	0%	63	116%	82	30%
乘用车合计		679	2%	1,507	27%	1,736	15%

- ◆ **26年汽车以旧换新补贴退坡+购置税退坡，单车购置成本提升。**1) **补贴：**报废更新方面，购买新能源车按售价12%补贴、最高2万元，购买2.0L及以下燃油车按售价10%补贴、最高1.5万元。置换更新方面，新能源车按售价8%补贴、最高1.5万元，燃油车按售价6%补贴、最高1.3万元。2) **购置税：**2026年到2027年，新能源汽车车辆购置税由免征调整为减半征收，每辆新能源乘用车减税额不超过1.5万元，2028年起全额征收。
- ◆ **26年上半年需求受政策切换扰动，下半年有望随价格体系企稳逐步修复。**2026年上半年，购置税+以旧换新退坡及前期需求透支导致汽车销售压力较大，车企通过产品升级、价格调整和终端促销等方式承接政策变化。展望下半年，随着购置税退坡影响逐渐消化、新车型集中上市以及车企促销力度延续，终端需求有望边际改善，市场增长动能或逐步恢复。

图：2026年汽车以旧换新政策要点对比表

类别	报废更新补贴	置换更新补贴
适用对象	报废旧车并购买新车的个人消费者	转让旧车并购买新车的个人消费者
旧车登记时间要求	汽油车：2013年6月30日前 柴油/其他燃料车：2015年6月30日前 新能源车：2019年12月31日前，且旧车须于2025年1月8日前登记在申请人名下	转让旧车须于2025年1月8日前登记在申请人名下
新车要求	新能源车：须纳入工信部减免购置税目录 燃油车：2.0L及以下排量	新能源车：须纳入工信部减免购置税目录 燃油车：2.0L及以下排量
补贴标准	旧车 → 新能源车：销售价12%，最高2万元 燃油旧车 → 燃油车（≤2.0L）：售价10%，最高1.5万元	置换 → 新能源车：销售价8%，最高1.5万元 置换 → 燃油车（≤2.0L）：售价6%，最高1.3万元

图：新能源汽车车辆购置税政策演进时间轴

时间	事件
2024.01-2025.12	全额免征阶段： 对纳入工信部减免目录的新能源汽车，全额免征车辆购置税，为政策红利峰值期
2026.01-2027.12	减半征收阶段： 新能源汽车车辆购置税由免征调整为减半征收，每辆新能源乘用车减税额不超过1.5万元；2027年为减免政策执行最后一年
2028.01起	全额征收阶段： 新能源汽车车辆购置税恢复全额征收，政策支持完全退出，行业由政策驱动转向产品力驱动

- ◆ **电池出口退税26年逐步退坡，预计26年电池抢装，长期可顺价。**自2026年4月起至2026年12月，电池产品的增值税出口退税率由9%下调至6%；2027年1月起，取消电池产品增值税出口退税。27年起出口退税取消，对应电池成本增加0.04元/wh左右，26H2起或抢装效应明显，且基于中国电池龙头在海外的竞争力，预计大部分可传导退税下调影响。
- ◆ **车船税取消减半征收，影响有限。**财政部等三部门宣布27年1月1日起，取消对节能汽车减半征收车船税政策，取消对纯电动商用车、插电式（含增程式）混合动力汽车、燃料电池商用车免征车船税政策。若车船税开始缴纳，插混乘用车1.5T排量对应每年缴300元左右，2.0T对应500元左右，纯电动商用车按照载客人数征收，对应一年需缴纳500元左右，整体新增成本较小，预计影响可控，且纯电乘用车无内燃机继续免征，有利于纯电乘用车占比进一步提升。

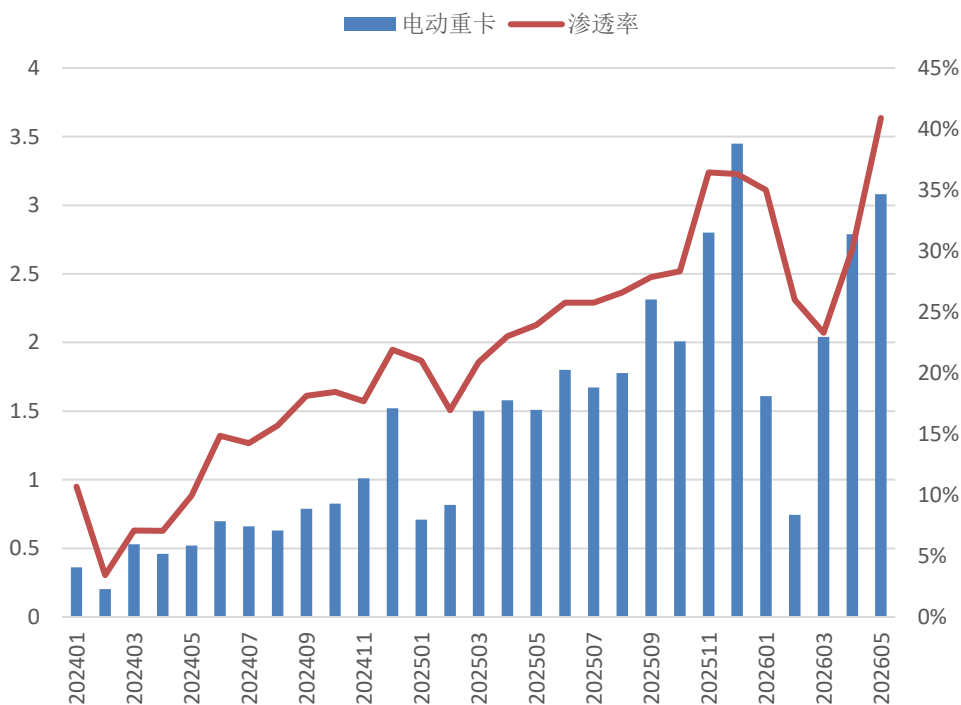
图：2026-2027年汽车行业新增政策调整要点对比表

类别	出口退税政策退出	车船税取消减半征收
政策节点	2026年底正式到期，2027年起全面取消	2027年1月1日落地
适用范围	动力电池出口业务	节能汽车、纯电动商用车、插电式（含增程式）混合动力汽车、燃料电池商用车
成本影响	出口成本增加约3%-4%	插混乘用车1.5T排量对应每年缴300元左右，2.0T对应500元左右，纯电动商用车按照载客人数征收，对应一年需缴纳500元左右
行业应对方向	海外本地化建厂、产品结构升级、供应链降本	成本影响较小、纯电乘用车占比进一步提升
核心影响	挤压出口车型盈利，出口占比高的车企弹性更大	纯电乘用车无内燃机继续免征，有利于纯电乘用车占比进一步提升

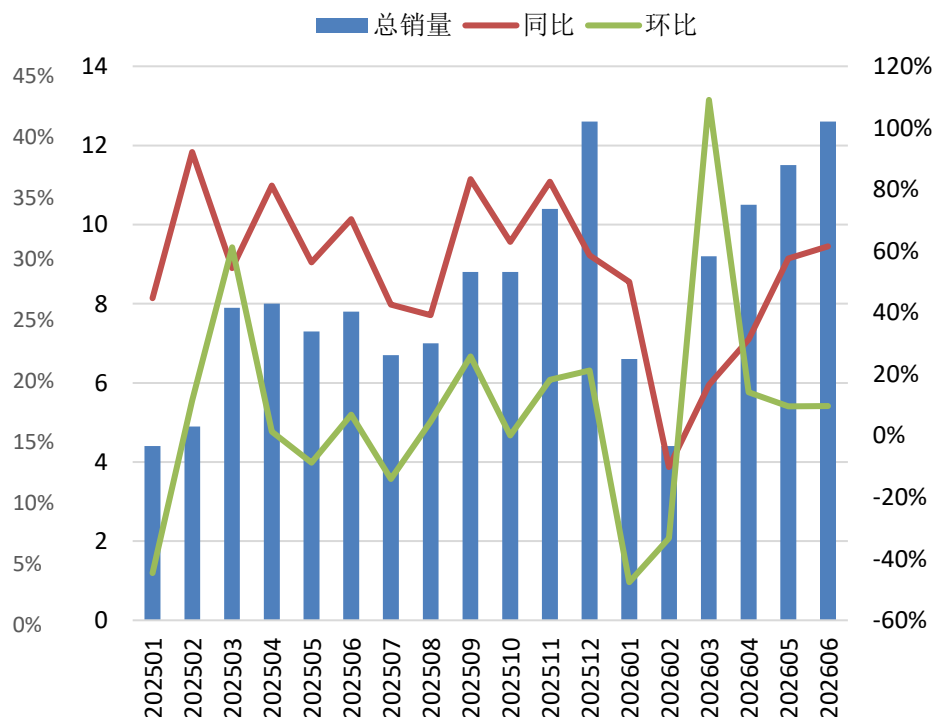
国内：电动重卡26年预计50%+增长，且有望进一步超预期

- ◆ **26年新能源商用车1-6月销54.8万辆，同增36.0%。**中汽协口径，26年6月新能源商用车销量12.6万辆，同环比+62.0%/+10.0%，26年1-6月累计销54.8万辆，同比增36.0%。
- ◆ **26年电动重卡1-5月销10.26万辆，同增68%，单月渗透率已达40%，全年销量有望达35万+。**26年5月电动重卡销3.08万辆，同比+104%，渗透率40.9%，26年1-5月累计销量10.3万辆，同比+68%，渗透率30.9%。26全年我们预计电动重卡销量有望实现50%+增长至35万辆，电动化率超40%，且有望进一步超我们预期。

图：电动重卡销量（万辆）及渗透率

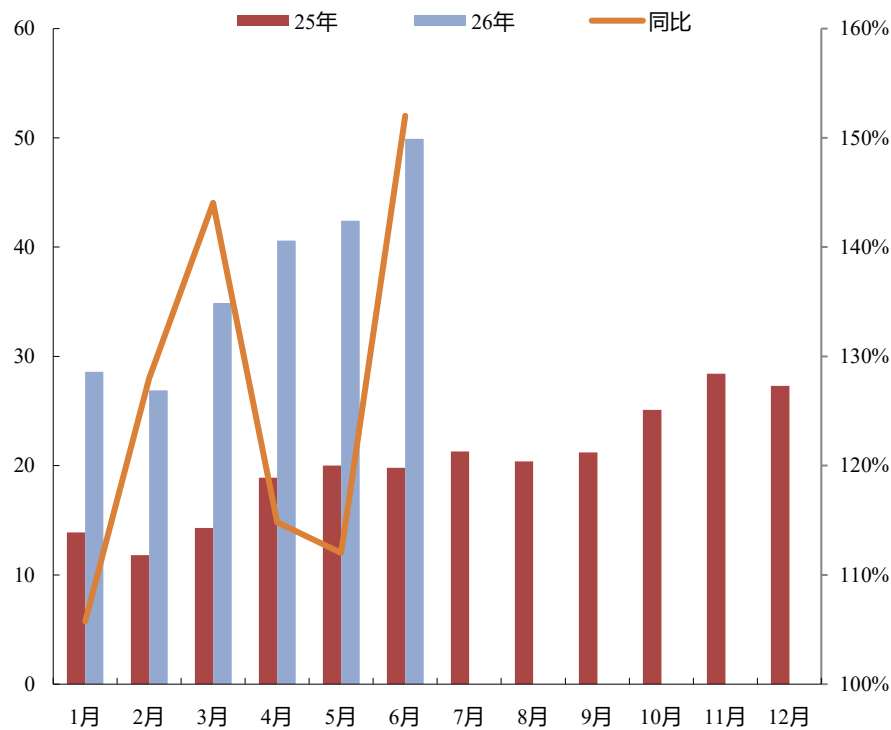


图：新能源商用车销量（万辆）及同环比增速



◆ 26年1-6月新能源车出口223.1万辆，同增124%，超市场预期，全年出货有望翻倍增长。根据乘联会数据，26年1-6月出口223.1万辆，同增124.3%，超此前我们预期，全年出口销量我们预计有望翻倍至560万辆+；分车企看，比亚迪26年1-6月出口77万辆，全年出口有望达160万辆，同增60%，奇瑞、吉利、上汽等出口均维持高增长，贡献主要增量。

图：国内电动车出口情况（万辆）



表：国内26年1-6月新能源车企出口量（万辆）

车企	202606	本月同比	本月环比	26.1-6累计	累计同比	累计市占率	同比 (pct)
比亚迪	17.1	99%	10%	76.9	74%	34%	-10.5
奇瑞汽车	7.4	178%	18%	29.0	164%	13%	1.9
吉利汽车	6.2	713%	55%	27.5	601%	12%	8.4
上汽乘用车	3.1	211%	36%	12.5	186%	6%	1.2
特斯拉中国	3.6	258%	-7%	22.9	127%	10%	0.0
零跑汽车	2.1	581%	4%	9.6	0%	4%	2.2
东风汽车	1.6	309%	7%	6.9	281%	3%	1.3
长安汽车	1.5	121%	41%	5.9	148%	3%	0.2

- ◆ **欧盟反补贴关税通过价格承诺缓冲机制， 此外插混或纳入征收范围。**已落地政策层面， 欧盟对中国产纯电动乘用车， 在10%最惠国进口关税基础之上加征17%-35.3%不等的差异化反补贴关税； 2026年1月推出价格承诺机制， 允许符合资质的车企以承诺终端最低售价的方式， 替代缴纳部分反补贴税。2026年6月欧盟宣布计划将插电式混合动力汽车（PHEV）纳入加征范围， 相关方案目前处于审批阶段， 参照纯电车型落地路径， 最终执行节奏与税率水平仍有协商缓冲空间。
- ◆ **插混出口占比有限， 中国车企可通过提价与本土化应对， 整体冲击有限。**当前中国对欧出口新能源车中插混占比不足四成， 政策直接影响范围有限。头部车企已提前布局欧洲本土产能对冲关税风险， 其中比亚迪匈牙利工厂预计2026年四季度正式投产， 初期产能约15万辆， 远期规划产能30万辆， 并同步筹划第二座欧洲整车工厂； 零跑汽车依托与Stellantis的合资合作将于2026年下半年开启本地化制造； 同时中国车企竞争力强， 产品具备顺价能力， 可有效消化成本压力， 政策对出口长期影响整体有限。

图： 欧盟对华电动车反补贴政策演进时间轴

时间	事件
2024 年	反补贴关税正式落地（纯电车型） ： 对中国产纯电动乘用车， 在10%最惠国进口关税基础上， 加征17%-35.3%不等的反补贴关税， 针对不同企业适用差异化税率
2026 年 1 月	价格承诺缓冲机制落地 ： 欧盟发布价格承诺（Price Undertaking）官方指导文件， 符合资质的车企可通过承诺终端最低售价的方式， 替代缴纳部分反补贴关税， 平衡成本与市场份额
2026 年 6 月	拟扩大至插电混动车型 ： 欧盟宣布计划将插电式混合动力汽车（PHEV）纳入反补贴关税加征范围， 相关加税方案已进入内部审批阶段， 参照纯电车型落地路径， 最终税率与执行节奏仍有协商空间

国内：预计26年电动车出口销量增120%至569万辆

- ◆ **2026年我们预计国内出口销量569万辆，同比+120%。**26年海外需求延续、中国车企出口放量与欧洲等市场贡献提升下，中性情景下全年销量预计569万辆，同比+120%。

图：国内出口电动车销量（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	15	13	16	20	21	21	23	22	22	26	30	30	258
	同比	49%	60%	27%	75%	114%	138%	118%	104%	100%	100%	261%	124%	103%
2026年	销量	30	28	37	43	45	52	58	59	59	59	64	67	603
	(乐观) 同比	101%	115%	135%	115%	110%	155%	158%	165%	167%	132%	113%	124%	133%
2026年	销量	30	28	37	43	45	52	53	54	54	54	58	61	569
	(中性) 同比	101%	115%	135%	115%	110%	155%	135%	141%	143%	110%	94%	104%	120%
2026年	销量	30	28	37	43	45	52	48	48	48	48	52	55	536
	(悲观) 同比	101%	115%	135%	115%	110%	155%	111%	116%	118%	89%	75%	83%	107%

	万辆	Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2025年	销量	44	62	67	86	258
	同比	43%	106%	107%	148%	103%
2026年	销量	96	140	177	190	603
	(乐观) 同比	118%	127%	163%	123%	133%
2026年	销量	96	140	161	173	569
	(中性) 同比	118%	127%	139%	102%	120%
2026年	销量	96	140	145	156	536
	(悲观) 同比	118%	127%	115%	82%	107%

国内：预计26年本土电动车销量同减9%至1169万辆

- ◆ **2026年我们预计国内本土电动车乘用车销量1169万辆，同比-9%。**26年初受春节错位、前期高基数及价格竞争加剧影响销量承压，后续在供给放量与旺季需求回升下，中性情景下全年销量预计1169万辆，同比-9%。

图：国内本土电动车乘用车销量（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	74	69	99	90	103	111	99	110	130	128	132	134	1,279
	同比	11%	77%	40%	34%	28%	30%	12%	7%	15%	8%	4%	3%	17%
2026年	销量	60	46	85	85	95	107	112	117	123	128	135	144	1,238
	(乐观) 同比	-19%	-32%	-14%	-6%	-7%	-4%	13%	7%	-5%	0%	2%	8%	-3%
2026年	销量	60	46	85	85	95	107	102	107	112	117	122	131	1,169
	(中性) 同比	-19%	-32%	-14%	-6%	-7%	-4%	3%	-3%	-14%	-9%	-7%	-2%	-9%
2026年	销量	60	46	85	85	95	107	91	96	101	105	110	118	1,100
	(悲观) 同比	-19%	-32%	-14%	-6%	-7%	-4%	-7%	-13%	-22%	-18%	-17%	-12%	-14%

	万辆	Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2025年	销量	242	304	338	394	1,279
	同比	37%	30%	12%	5%	17%
2026年	销量	192	287	352	407	1,238
	(乐观) 同比	-21%	-6%	4%	3%	-3%
2026年	销量	192	287	320	370	1,169
	(中性) 同比	-21%	-6%	-5%	-6%	-9%
2026年	销量	192	287	288	333	1,100
	(悲观) 同比	-21%	-6%	-15%	-15%	-14%

- ◆ **国内26年1-5月累计单车带电量同比提升27.4%，超市场预期。**2026年1-5月国内单车带电量平均64.5kwh，同比提升27.4%。其中，2026年1-5月乘用车带电量平均53.6kwh，同比提升19.8%，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，1-5月乘用车带电量已超我们预期。

图：国内单车带电量提升

月份	纯电+插电 乘用	纯电乘用	纯电客车	纯电专用	插电乘用	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
2026-03	52.10	59.80	211.22	169.37	33.13	61.61	43.52	61.58
2026-04	53.42	61.10	227.00	189.89	34.40	77.28	47.78	66.01
2026-05	53.92	61.74	204.14	206.36	36.08	86.07	59.36	66.58
2026年累计	53.55	62.62	216.89	193.44	34.21	70.51	47.61	64.52
5月同比	19.7%	10.6%	5.3%	23.1%	26.8%	22.2%	50.7%	29.8%
5月环比	0.9%	1.0%	-10.1%	8.7%	4.9%	11.4%	24.2%	0.9%
2025累计（1-5月）	44.69	55.46	206.98	161.11	26.69	89.18	40.50	50.64
26年累计同比	19.8%	12.9%	4.8%	20.1%	28.2%	-20.9%	17.6%	27.4%

动力：国内动力需求26年预计同增15%，27年同增12%

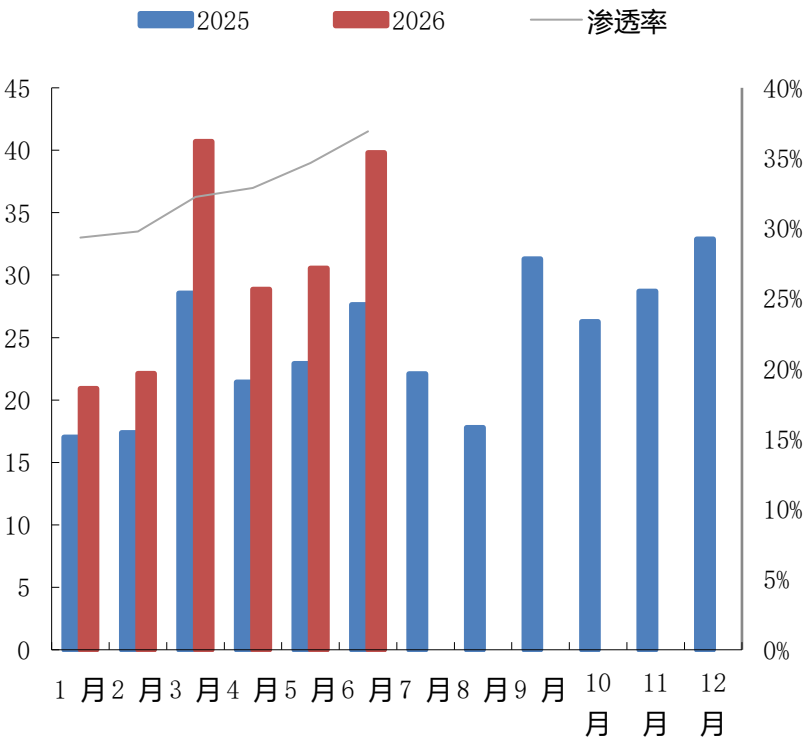
- ◆ 我们预计26年国内本土电动车销量同比-6.5%至1297万辆，考虑单车带电量同比提升23%至65.2kwh，合计动力电池需求846gwh，同比增15%。27年考虑国内销量恢复，单车带电量同比提升9%，我们预计动力需求达945GWh，同增12%。

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	1,297	1,364	1,420	1,494	1,573
YoY	40%	20%	-6.5%	5.2%	4.1%	5.3%	5.3%
国内汽车销量（万辆，本土）	2,569	2,730	2,321	2,390	2,462	2,536	2,612
-国内电动化率	45.1%	50.8%	55.9%	57.1%	57.7%	58.9%	60.2%
国内新能源车出口销量（万辆）	128	262	575	805	967	1,160	1,392
YoY	6.7%	103.7%	120.0%	40.0%	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	1,872	2,169	2,386	2,654	2,965
YoY	36%	28.17%	14%	16%	10%	11%	12%
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%	53.9%	61.8%	67.3%	74.1%	82.0%
国内：动力电池装机需求（Gwh）	534	736	846	945	1,013	1,093	1,178
YoY	38%	37.80%	15%	12%	7%	8%	8%
-国内平均单车带电量（kwh）	46.1	53.1	65.2	69.3	71.4	73.1	74.9

◆ 欧洲电动车市场26年以来销量高增，渗透率稳步抬升，全年预计同增35%。26年1-6月欧洲主流9国电动车销量183.0万辆，同比+36%，其中纯电123.5万辆，同比+40%，占比67.5%；插电59.5万辆。渗透率来看，1-6月累计渗透率32.9%。26年欧洲市场回暖主要受益于碳排放法规趋严下车企加速电动化排产、新一轮平价车型集中投放及部分国家购车补贴重启，英法德等主流国家维持高增长。

图：欧洲主流9国月度销量（万辆）及同比（%，右轴）图：欧洲主流国家月度销量



单位：辆		26累计	202606	202605	202604	202603
德国	纯电	368,006	84,057	59,969	64,350	70,663
	插电	163,793	32,212	27,921	27,546	29,996
	电动车	531,799	116,269	87,890	91,896	100,659
	yoy	37%	60%	29%	32%	46%
	mom	-	32%	-4%	-9%	43%
	乘用车渗透率	35.8%	39.2%	36.7%	36.9%	34.2%
英国	纯电	284,579	63,950	43,931	39,084	86,120
	插电	148,132	26,702	22,167	20,597	49,671
	电动车	432,711	90,652	66,098	59,681	135,791
	yoy	30%	32%	31%	54%	32%
	mom	-	37%	11%	-56%	321%
	乘用车渗透率	38.0%	42.5%	41.1%	40.0%	35.7%
法国	纯电	241,565	55,851	37,412	36,216	49,407
	插电	47,865	12,300	7,648	8,333	8,108
	电动车	289,430	68,151	45,060	44,549	57,515
	yoy	46%	67%	63%	27%	53%
	mom	-	51%	1%	-23%	47%
	乘用车渗透率	33.8%	36.1%	35.1%	32.2%	33.1%

- ◆ **中国车企在欧洲加速放量、市占率快速提升，贡献欧洲增长主要增量。** 26年1-5月欧洲分车企电动车销量合计182.9万辆、同比+31%，其中大众集团以46.9万辆稳居龙头、同比+14%，但市占率由25年1-5月的29%降至25%；宝马、奔驰、吉利、现代-起亚等传统玩家市占率均小幅回落。中国车企表现尤为亮眼，26年1-5月比亚迪销量13.2万辆、同比+140%，市占率较25年同期提升3pct至7%，跻身欧洲前列；奇瑞、零跑、小鹏分别同比25年同期+523%、+560%、+115%，市占率快速爬升。Tesla26年1-5月电动车销量11.7万辆、同比25年同期+57%，市占率较25年同期回升1pct至6%。

图：欧洲分车企销量（辆）及市占率（%）

	2026年1-5月	同比	25年1-5月市占率	26年1-5月市占率	市占率同比(pct)
大众集团	468,549	14%	29%	25%	-3.9
宝马集团	154,242	10%	10%	8%	-1.7
Stellantis	172,340	26%	10%	9%	-0.8
吉利控股集团	112,602	8%	7%	6%	-1.0
雷诺	108,722	37%	6%	6%	-0.2
梅赛德斯-奔驰集团	111,524	10%	7%	6%	-1.0
现代-起亚汽车集团	124,410	18%	8%	7%	-1.3
比亚迪	131,922	140%	4%	7%	3.1
福特集团	78,254	39%	4%	4%	0.2
上汽集团	43,513	32%	2%	2%	0.3
Tesla	117,111	57%	5%	6%	1.3
奇瑞集团	58,613	523%	1%	3%	2.1
丰田集团	60,498	24%	3%	3%	0.2
零跑汽车	42,351	560%	0%	2%	2.3
马自达	11,801	35%	1%	1%	-0.4
塔塔集团	18,260	-13%	2%	1%	-1.0
小鹏汽车	14,219	115%	0%	1%	0.8
合计	1,828,931	31%	100%	100%	

- ◆ **欧洲潜力市场政策加码，英国、德国重启补贴，支撑欧洲26年销量高增长。**英国重启并扩容Electric Car Grant (ECG)，最高补贴约£3,750，并将资金延续至28/29财年，叠加家用充电基础设施专项，短期对城镇及入门级EV需求具备显著拉动；德国5月19日新一轮电动车补贴申请平台正式上线，政府计划从气候与转型基金中拿出30亿欧元，补贴适用于2026年1月1日以后首次登记的新车，私人消费者购买和租赁都可以申请，对应约80万辆车。法国确认26年继续执行生态奖金，并有调升空间（预计约€5,700），补贴重点向“高环保得分+欧盟本地产能”倾斜。意大利进一步强化强刺激政策，私人购车补贴普遍落在数千至一万欧元级，并与报废旧车挂钩，形成对经济型EV的强支撑；西班牙计划推出Auto+新计划并大幅扩充预算（约€8亿级），优先消化存量需求并推动公共充电建设。
- ◆ **电动化率高的欧洲国家补贴逐步退坡。**挪威拟自26年起下调VAT免税上限至NOK300k，并规划27年彻底取消。荷兰陆续收紧乘用车购置税优惠，但继续对商采与零排放重卡开放补贴窗口（如Aan ZET）。瑞典恢复“气候/电动车奖金”，26年3月18日正式落地开放申请。

图：欧洲电动车补贴政策变化

国家	2026年电动车补贴/激励政策概况
英国	2025–2026年重启并扩容Electric Car Grant (ECG)，最高£3,750（面向价格较低车型）；补贴项目资金延长至2028/29财年；同步扩大家用/公共充电设施投资，对城镇家庭购车具有实质刺激。
德国	政府讨论推出面向低中收入家庭的定向购车补贴（媒体预计€3,000–€4,000），并加强电价稳定与充电基础设施建设；若2026年正式落地，将显著推升BEV注册量与换购需求。
法国	2026年继续执行生态奖金（ecological bonus），补贴可能上调至约€5,700；补贴需满足环保评分、成本和重量门槛，并偏向欧盟/法国本土生产的车型。
挪威	进入全面退坡期：2026年起下调VAT免税上限（从NOK500k→NOK300k），并计划2027年取消免税；示范“成熟市场逐步退出补贴”的路线。
意大利	2025–2026年推出大规模BEV激励：私人购车可获数千至上万欧元补贴（通常与报废旧车绑定）；部分预算向小微企业与商用车倾斜，总体属于强刺激型政策。
荷兰	2026年继续开放商用/重卡零排放采购补贴（AanZET等），为重卡加氢站提供2200万欧元补贴；乘用车方面公司车税优惠2026年开始明显退坡，但仍保留部分企业购车支持。
西班牙	将在2026年推出新的Auto+计划，预算大幅提升（约€800m），优先用于清理MOVES积压申请，并强化公共充电建设与产业链扶持，释放滞后需求。
瑞典	恢复“气候/电动车补贴（climate bonus）”，主要面向私人用户与低密度地区，2026年3月正式落地执行。

欧洲：26年销量同增12%至435万辆

- ◆ **2026年我们预计欧洲全年销量435万辆，同比增12%。**26年欧洲受益于政策延续、供给放量与旺季需求共振，中性情景下实现12%同比增长，预计销量435万辆。

图：欧洲25年及26年销量预测（万辆）

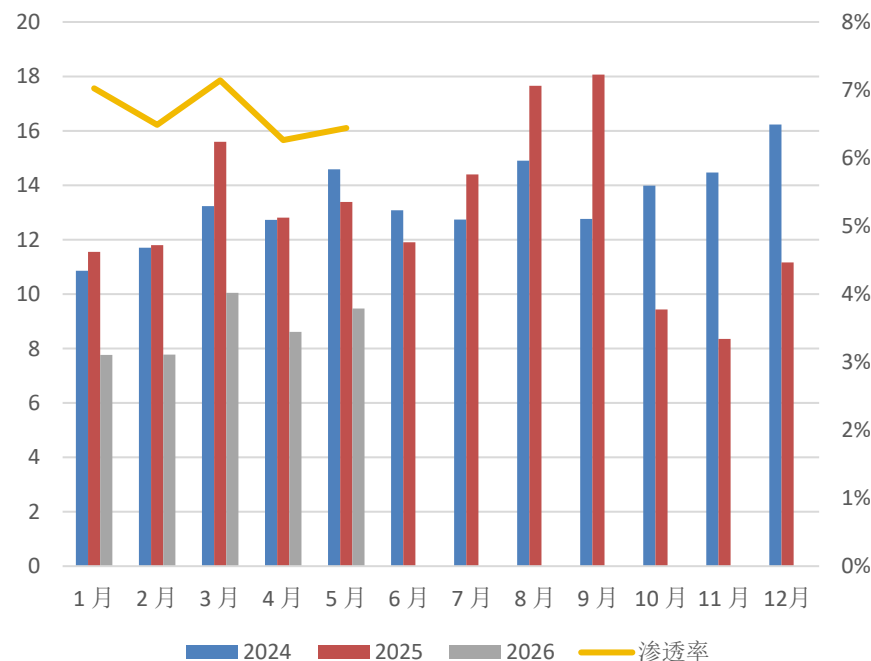
		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	合计
2025年	销量	24	24	37	28	30	36	30	24	40	34	37	43	387
	同比	21%	17%	23%	30%	34%	20%	40%	36%	34%	36%	36%	43%	31%
2026年 (乐观)	销量	29	29	51	38	31	42	34	35	46	37	39	50	461
	同比	23%	24%	39%	33%	1%	17%	13%	46%	16%	7%	5%	16%	19%
2026年 (中性)	销量	29	29	51	38	31	38	31	32	42	33	35	46	435
	同比	23%	24%	39%	33%	1%	6%	3%	33%	6%	-3%	-5%	6%	12%
2026年 (悲观)	销量	29	29	51	38	31	34	28	29	38	30	32	41	409
	同比	23%	24%	39%	33%	1%	-4%	-7%	20%	-5%	-13%	-14%	-5%	6%

	万辆	Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2025年	销量	84	95	94	115	387
	同比	21%	27%	36%	39%	31%
2026年 (乐观)	销量	109	111	115	126	461
	同比	30%	17%	23%	10%	19%
2026年 (中性)	销量	109	107	105	114	435
	同比	30%	13%	12%	0%	12%
2026年 (悲观)	销量	109	103	94	103	409
	同比	30%	9%	1%	-10%	6%

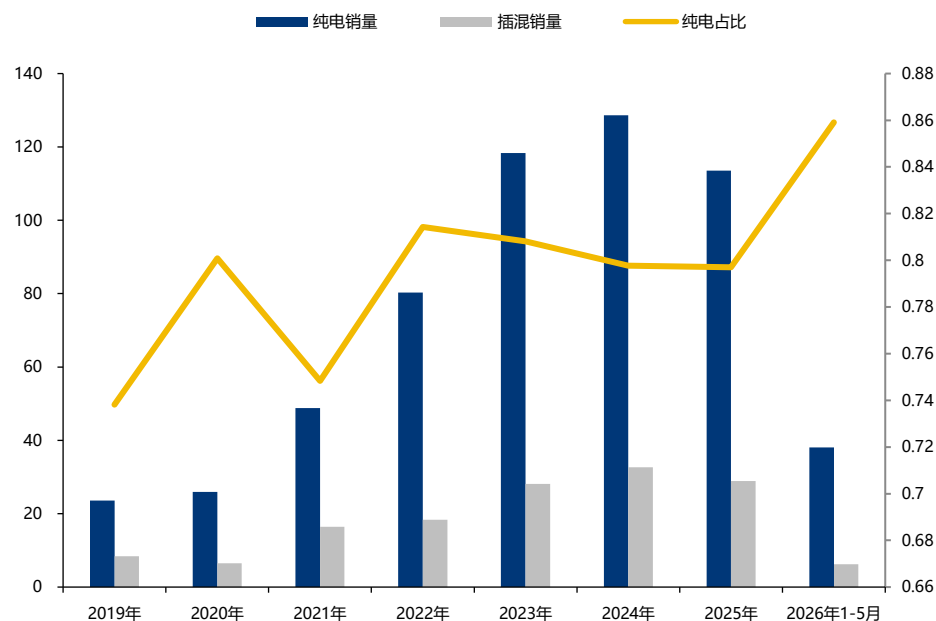
美国：补贴退坡销量承压，26年1-5月销量同减32%

- ◆ **大而美法案25年9月起取消美国新能源车补贴。**相较IRA，新法案在新能源补贴政策上变化显著：将原计划至32年底的7500美元电动车税收抵免提前至25年9月底取消，二手、商用清洁车辆税收抵免同步终止，后续增长更依赖新车型驱动。
- ◆ **美国26年1-5月受补贴退坡影响，销售同比-32%，整体承压。**26年5月美国电动车注册9.47万辆，同比-29%，环比-10%，渗透率6.4%，同比+0.2pct。26年1-5月电动车累计销44.34万辆，同减32%，渗透率6.8%，其中纯电占比回升至85%以上，结构上向纯电进一步集中。

图：美国月度销量（万辆）及渗透率（%，右轴）



图：美国纯电/插电销量（万辆）及占比（%，右轴）



美国：特斯拉及Stellantis销量下降，其余车企分化

- ◆ **特斯拉、Stellantis销量下降，本土传统车企分化。** 26年1-5月特斯拉在美销18.7万辆，同减16%，市占率42%，同比+9pct；Stellantis在美销0.8万辆，同减84%，市占率2%，同比减少6pct；通用销4.8万辆，同减25%，市占率11%，同比+1pct；福特销1.8万辆，同减56%，市占率4%，同比-2pct。
- ◆ **丰田市占率及销量有所提升，本田销量下降。** 丰田26年1-5月销4.1万辆，同比+8%，市占率9%，同比+4pct；现代-起亚销4.0万辆，同比-19%，市占率9%，同比+2pct；本田销0.7万辆，同减70%，市占率2%，同比-2pct。

图：美国分车企销量（辆）及市占率变化

	2025年1-5月	2026年1-5月	YOY	2025.1-5市占率	2026.1-5市占率	同比
Tesla	223,470	186,950	-16%	34%	42%	9pct
通用集团	63,546	47,602	-25%	10%	11%	1pct
Stellantis	52,469	8,244	-84%	8%	2%	-6pct
宝马集团	32,400	23,145	-29%	5%	5%	0pct
福特集团	41,575	18,144	-56%	6%	4%	-2pct
现代-起亚汽车集团	48,590	39,512	-19%	7%	9%	2pct
大众集团	34,276	13,339	-61%	5%	3%	-2pct
其他中小整车集团	20,329	18,558	-9%	3%	4%	1pct
丰田集团	38,125	41,142	8%	6%	9%	4pct
梅赛德斯-奔驰集团	31,986	10,084	-68%	5%	2%	-3pct
吉利控股集团(Geely)	18,411	11,045	-40%	3%	3%	0pct
本田	22,535	6,809	-70%	3%	2%	-2pct
塔塔集团	2,428	1,920	-21%	0%	0%	0pct
马自达	9,514	2,307	-76%	1%	1%	-1pct
斯巴鲁	5,327	8,188	54%	1%	2%	1pct
总计	663,454	441,077	-34%	100%	100%	0pct

美国：26年销量中性预测120万辆，同比-26%

- ◆ 综合考虑美国短期需求放缓、新车型延期以及IRA补贴取消，我们中性预期2026年美国销量为120万辆，同比下滑26%。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	19.2	9.7	8.8	11.2	162.7
	同比	6%	1%	18%	6%	-3%	-2%	23%	26%	50%	-30%	-39%	-31%	1%
2026年 (乐观)	销量	7.4	8.6	10.0	8.6	9.5	11.8	11.2	11.7	12.9	12.3	12.3	14.1	130.3
	同比	-36%	-27%	-36%	-36%	-33%	-8%	-29%	-37%	-33%	26%	39%	26%	-20%
2026年 (中性)	销量	7.4	8.6	10.0	8.6	9.5	10.4	9.9	10.4	11.4	10.9	10.9	12.5	120.4
	同比	-36%	-27%	-36%	-36%	-33%	-19%	-37%	-45%	-41%	12%	23%	12%	-26%
2026年 (悲观)	销量	7.4	8.6	10.0	8.6	9.5	9.4	8.9	9.3	10.3	9.8	9.8	11.2	112.8
	同比	-36%	-27%	-36%	-36%	-33%	-27%	-43%	-50%	-46%	1%	11%	1%	-31%

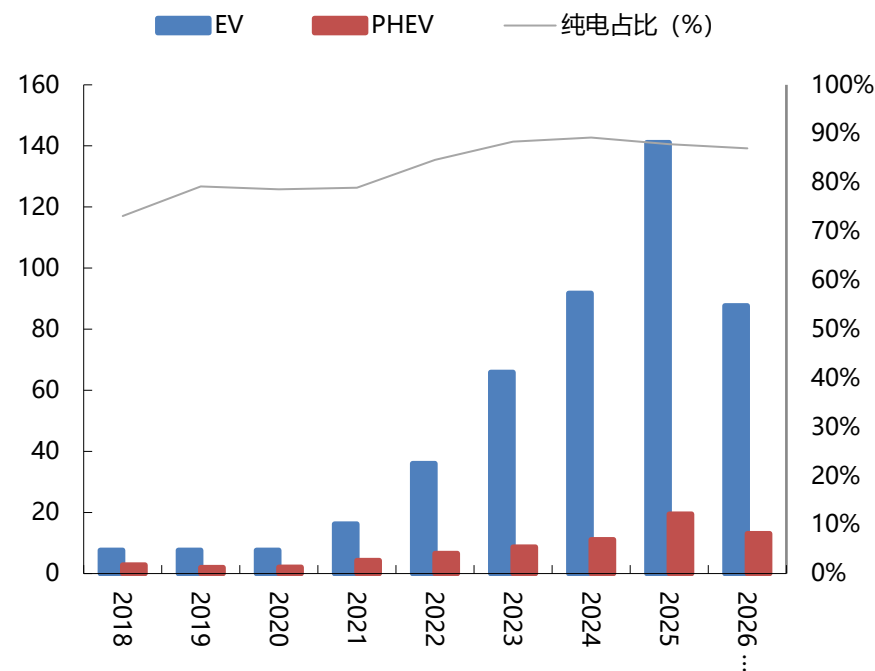
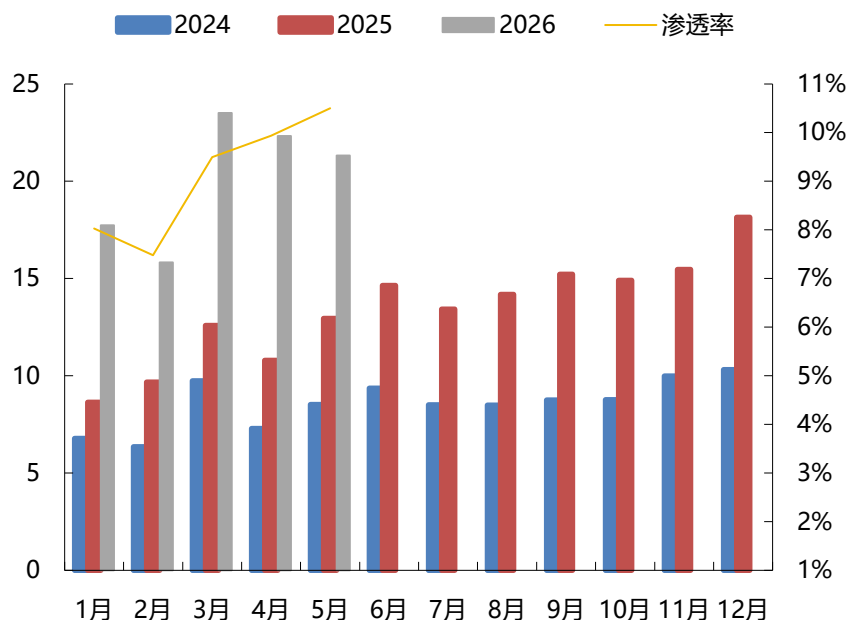
		Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2025年	销量	39.0	40.4	53.6	29.7	162.7
	同比	9%	0%	33%	-34%	1%
2026年 (乐观)	销量	26.0	29.8	35.8	38.6	130.3
	同比	-33%	-26%	-33%	30%	-20%
2026年 (中性)	销量	26.0	28.5	31.7	34.2	120.4
	同比	-33%	-29%	-41%	15%	-26%
2026年 (悲观)	销量	26.0	27.4	28.5	30.8	112.8
	同比	-33%	-32%	-47%	4%	-31%

其他国家：26年1-5月销量同增84%，新兴市场大超预期

- ◆ 其他国家市场26年1-5月销量同增84%，电动化率9.3%，受益于政策+油价上行，新能源渗透率快速提升。其他国家26年1-5月电动车累计销量101万辆，同增84%，26年1-5月其他国家累计电动化率9.3%，同比增4.2pct。其他国家主要涵盖东南亚、拉美、中东等新兴市场，各地区全面起量。

图：其他市场电动车销量（万辆）及同比（%，右轴）

图：其他国家纯电/插电销量（万辆）及占比（%，右轴）



其他国家：全面起量，中国车企加速出海贡献主要增量

- ◆ **南美、东南亚、日韩等新兴市场销量全面高增。**26年1-5月韩国销16.2万辆，同增109%，电动化率25%；巴西销10万辆，同增133%；澳大利亚销7.9万辆，同增102%；印尼销6万辆，同增87%；泰国销9.3 万辆，同增76%。马来西亚、菲律宾、哥伦比亚、墨西哥26年1-5月销量分别为1.9/1.6/1.1/1.5万辆，同增85%/95%/427%/188%。

图：其他国家主要国家电动车销量（辆）及电动化率

国家	2025.1-5	2026.1-5	同比	占其他国家销量	26累计电动化率	同比
韩国	77,409	162,127	109%	18%	25%	11.8
巴西	43,056	100,133	133%	11%	8%	3.9
澳大利亚	39,028	78,940	102%	9%	14%	6.7
印度尼西亚	32,155	59,999	87%	7%	19%	7.5
加拿大	38,168	50,538	32%	6%	6%	1.4
泰国	53,120	93,239	76%	11%	23%	6.6
日本	41,836	64,631	54%	7%	3%	1.2
土耳其	39,599	38,677	-2%	4%	8%	0.4
马来西亚	10,038	18,602	85%	2%	7%	3.9
菲律宾	8,199	16,022	95%	2%	10%	5.9
哥伦比亚	2,058	10,840	427%	1%	10%	7.8
墨西哥	5,366	15,433	188%	2%	2%	1.5
新加坡	1280	15,299	1095%	2%	37%	31.9

- ◆ **新兴市场电动车激励加速落地，从刺激购车转向支撑制造、提升本地化、扩大公共与商用车规模。**加拿大在联邦iZEV与省级返现并行机制下，将以ZEV配额要求+充电基础设施投资代替大额购车补助；马来西亚继续执行至2026年到期的CKD/本地化EV税收与关税减免，并已启动后续激励的政策研讨；印度尼西亚将电动车列为国家战略产业，通过本地制造、动力电池国产化、投资税抵扣等方式推动2026年产业链落地；泰国延续EV3/EV3.5框架，2026年将围绕续航与本地化比例推出新一轮税率优惠，强化出口基地定位；印度在FAME/PM-EDRIVE框架下实施补贴定向收缩+本地化挂钩，向两轮/四轮与商用车型提供千瓦时补贴并逐步退坡；
- ◆ **拉美与大洋洲刺激政策从消费补贴转向减税激励与产业创新。**巴西通过MOVER（国家绿色移动计划）与工信部IPI “bonus-malus” 机制，为企业提供研发税抵、绿色积分、制造投资补贴；澳大利亚缺乏全国统一补助，但州级返现+联邦税收优惠成为主导力量，购车现金返利叠加充电基础设施投资，维持市场需求韧性。

图：其他国家直接补贴及税收优惠梳理

国家	2026年电动车补贴/激励政策概况
加拿大	联邦iZEV项目已在近年调整并在部分时期暂停/收紧，联邦与各省并行的购车补贴/激励主要以iZEV/provincial rebates为主；联邦层面同时推动2026年前后的ZEV销售配额目标（到2026年逐步提高零排放车占比），并配套充电基础设施资金。建议在购车时间窗口注意各省（ON/QC/BC等）短期促销与地方性补贴。
马来西亚	中央在2024–2026年段对CKD/本地化EV提供税务与进口关税优惠，2026年既有的税收与关税优惠将到期，政府正讨论后续替代激励以维持本地产业化。
印度尼西亚	印尼把EV作为产业与能源转型重点，持续推进本地化产业链与采购激励（包括对本地组装与电池本地化的税收/投资激励），2025–2026年政策以扶持本地制造、扩大公共/商用车电动化为主，政府文件与产业分析指出短期目标（2025）与中长期配套均在推进中。
泰国	泰国持续以制造业导向的激励（EV3/EV3.5等政策）支持BEV与本地电池/关键零部件，本轮调整聚焦提高本地电池与上游部件采用，2026年还将推出基于续航里程与本地化比例的税率/退税优惠以鼓励本地生产与出口。中央BOI与财经/交通部门持续更新激励框架。
巴西	巴西在2024–2026年通过国家绿色移动与产业创新方案（MOVER/Rota替代方案）推出税收与研发信用、IPI（工业产品税）“bonus-malus” 激励，重点扶持本土电动车/零部件产业与低排放车辆采购，中央层面有资金/税收工具支持制造与出口导向发展。
印度	印度延续并调整FAME/PM-EDRIVE等支持计划，向两轮/四轮与商用车段提供分项补贴（逐步向电池千瓦时补贴和本地化挂钩），同时自2025–26起对补贴节奏实行“逐步退坡+定向扶持”。
澳大利亚	澳大利亚没有统一全国大额购车补贴，联邦与各州政策并行：部分州（如WA等）设定有阶段性ZEV购车返现/补贴（eg.\$3,500等），联邦层面更多通过税收/基础设施与州级返现组合推动，2025–26年政策以州级短期返现+基础设施投资为主。

其他国家：我们预计26年销量290万辆，同增80%

◆ 我们预计26年销量290万辆，同增80%。其他国家电动化率较低，国内车企出口优势明显，我们预计中性预期下Q1-Q4分别为57.1/70.4/75.2/87.0万辆，同比+85%/+83%/+76%/+79%，26年全年销量289.6万辆，同增80%。

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	8.6	9.7	12.6	10.8	12.9	14.6	13.4	14.2	15.2	14.9	15.5	18.1	160.6
	同比	27%	52%	29%	48%	52%	56%	58%	67%	74%	70%	55%	76%	56%
2026年 (乐观)	销量	17.7	15.8	23.5	22.3	21.3	29.3	24.9	25.7	32.1	28.9	30.3	36.4	308.5
	同比	106%	64%	87%	107%	65%	100%	86%	81%	111%	94%	96%	101%	92%
2026年 (中性)	销量	17.7	15.8	23.5	22.3	21.3	26.7	22.7	23.4	29.2	26.3	27.6	33.1	289.6
	同比	106%	64%	87%	107%	65%	82%	69%	65%	92%	76%	78%	83%	80%
2026年 (悲观)	销量	17.7	15.8	23.5	22.3	21.3	24.0	20.4	21.0	26.3	23.6	24.8	29.8	270.7
	同比	106%	64%	87%	107%	65%	64%	52%	48%	73%	59%	61%	64%	69%

		Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2025年	销量	30.9	38.4	42.8	48.5	160.6
	同比	35%	52%	66%	67%	56%
2026年 (乐观)	销量	57.1	73.0	82.8	95.7	308.5
	同比	85%	90%	93%	97%	92%
2026年 (中性)	销量	57.1	70.4	75.2	87.0	289.6
	同比	85%	83%	76%	79%	80%
2026年 (悲观)	销量	57.1	67.7	67.7	78.3	270.7
	同比	85%	76%	58%	61%	69%

动力：我们预计海外26年电池需求同比增长33%

- ◆ 我们预计26年欧洲电动车销量同比+35%、美国电动车销量同比-26%、其他国家（新兴市场）电动车同比+80%，合计销量934万辆，同比增长31%。
- ◆ 我们预计26年海外动力电池装机需求575GWh，同比+33%。

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	711	934	1,171	1,432	1,751	2,141
YoY	10%	27%	31%	25%	22%	22%	22%
海外汽车销量（万辆）	5,545	5,632	5,722	5,814	5,909	6,007	6,106
-海外电动化率	10.1%	12.6%	16.3%	20.1%	24.2%	29.1%	35.1%
-欧洲新能源车销量（万辆）	295	387	522	627	752	903	1,083
-YoY	2%	31%	35%	20%	20%	20%	20%
-欧洲电动化率	19%	25%	33%	40%	47%	56%	66%
-美国	161	163	121	133	153	184	220
-YoY	10%	1%	-26%	10%	15%	20%	20%
-美国电动化率	10%	10%	8%	8%	10%	11%	14%
-其他国家	103	161	291	411	527	664	837
-YoY	38%	57%	80.2%	41.4%	28.0%	26.1%	26.0%
-其他国家电动化率	4.3%	6.5%	11.4%	15.6%	19.4%	23.8%	29.1%
海外：乘用车动力电池装机需求 (Gwh)	325.8	412.7	547.0	694.6	866.5	1080.6	1347.2
-海外平均单车带电量 (kwh)	58.3	58.0	58.5	59.3	60.5	61.7	62.9
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	1.12%	1.87%	2.2%	2.4%	2.8%	3.3%	4.0%
动力电池装机需求 (Gwh)	9.9	20.0	27.6	31.8	40.1	50.5	63.7
单车电池容量 (kwh)	165.0	181.5	208.7	219.2	230.1	241.6	253.7
合计海外动力装机 (GWh)	335.7	432.7	574.5	726.4	906.6	1131.2	1410.9
-YoY	3%	29%	33%	26%	25%	25%	25%
-占比	39%	37%	40%	43%	47%	51%	54%

- ◆ 我们预计26年全球新能源车销量2245万辆，同增6%，动力电池需求1733gwh，同增21.5%，27年预计可维持15-20%增长。国内市场商用车+单车带电量超我们预期，海外市场欧洲+新兴市场电动车销量超我们预期，我们上修26年国内新能源车销量（含出口）至1872万辆，同增14%，看27年，随着国内销量回暖+海外需求持续，预计新能源车销量2550万辆，同增14%，动力电池需求2039GWh，同增17.7%。

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	2,110	2,245	2,550	2,869	3,266	3,739
YoY	29%	22%	6%	14%	13%	14%	14%
全球汽车销量（万辆）	8,113	8,362	8,043	8,205	8,371	8,542	8,718
-全球电动化率	21.2%	25.2%	27.9%	31.1%	34.3%	38.2%	42.9%
全球动力电池装机需求（gwh）	870	1,169	1,420	1,671	1,920	2,224	2,589
YoY	22%	34%	21.5%	17.7%	14.9%	15.8%	16.4%
-全球平均单车带电量（kwh）	50.5	55.4	63.3	65.5	66.9	68.1	69.2
国内动力类电池（gwh）	534	736	846	945	1,013	1,093	1,178
海外动力类类电池（gwh）	326	413	547	695	867	1,081	1,347
全球动力电池实际需求（gwh）	1,062	1,426	1,733	2,039	2,342	2,713	3,159
YoY	22%	34%	21.5%	17.7%	14.9%	15.8%	16.4%

- ◆ **26年我们预计全球储能需求上修至同增73%至1111GWh，27年预计增长42%。**26年1-5月储能电池产量超预期，我们上修全年需求至1111GWh，同增73%；看27年，考虑当前储能渗透率较低，且国内大储项目储备充裕、招标量持续超我们预期，叠加AI数据中心配储等新增需求；美国虽受关税与政策扰动，但电网侧刚性需求与本土产能落地仍具向上弹性，全球储能在大储、工商储与新兴市场多线驱动下，景气度有望持续超预期。我们预计2027年全球储能出货仍可维持42%增长，至1572GWh；我们预计2030年全球储能出货达2800GWh+。

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)	212	362.2	588.2	867.3	1122.2	1364.2	1644.2
-储能装机增速	67%	71%	62%	47%	29%	22%	21%
-放大比例	155%	177%	189%	181%	177%	173%	171%
全球储能出货量 (Gwh)	329	643	1,111	1,572	1,981	2,358	2,806
-储能出货增速	61%	95%	73%	42%	26%	19%	19%
其中储能出货量：分区域							
美国 (Gwh)	88	128	167	204	256	332	432
-增速	49%	46%	30%	22%	25%	29%	30%
-占比	27%	20%	15%	13%	13%	14%	15%
中国 (Gwh)	144	286	427	568	653	693	730
-增速	86%	98%	49%	33%	15%	6%	5%
-占比	44%	44%	38%	36%	33%	29%	26%
欧洲 (Gwh)	44	94	190	285	392	478	574
-增速	39%	116%	101%	50%	38%	22%	20%
-占比	13%	15%	17%	18%	20%	20%	20%
其他地区 (Gwh)	53	134	327	515	681	855	1,069
-增速	46%	153%	144%	57%	32%	26%	25%
-占比	16%	21%	29%	33%	34%	36%	38%

合计：26年动储上修至37%增长，27年预计+27%

- ◆ 电池需求：2026年我们预计全球动力储能需求2844GWh，同增37%，2027年动储需求3611GWh，同增27%，2028-2030年维持15-20%的复合增速。

图：动力及储能需求增速预期

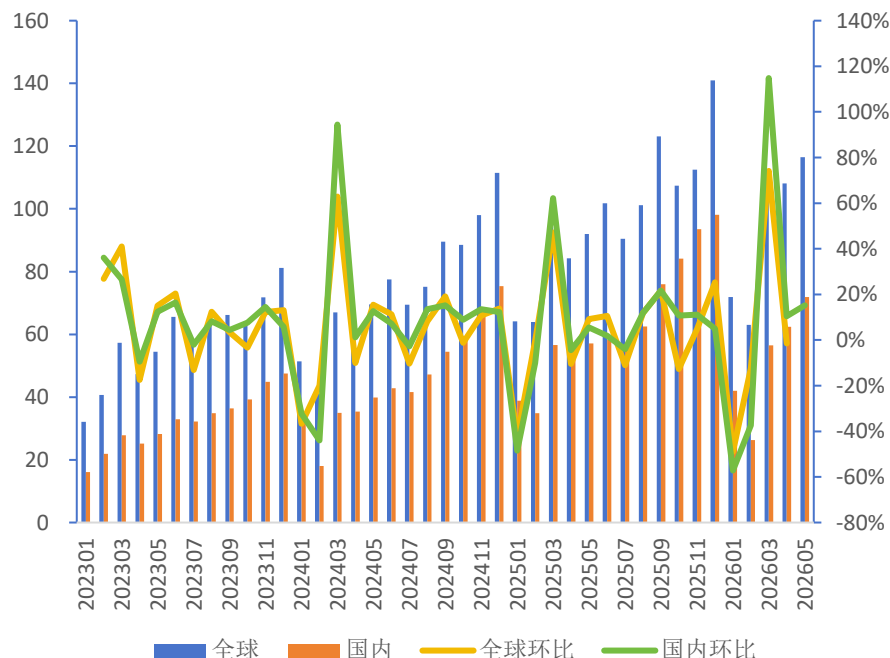
	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
全球动力电池实际需求 (gwh)	1,062	1,426	1,733	2,039	2,342	2,713	3,159
YoY	22%	34%	21.5%	17.7%	14.9%	15.8%	16.4%
全球消费类电池合计 (gwh)	144	162	154	162	170	178	187
国内消费类电池 (gwh)	78	90	86	90	95	99	104
海外消费类电池 (gwh)	65	72	68	72	75	79	83
全球储能电池合计 (gwh)	329	643	1,111	1,572	1,981	2,358	2,806
YoY	61%	83%	73%	42%	26%	19%	19%
国内储能电池 (gwh)	144	286	427	568	653	693	730
海外储能电池 (gwh)	185	357	684	1,004	1,329	1,665	2,076
全球动力+储能电池实际需求合计 (gwh)	1,390	2,069	2,844	3,611	4,324	5,071	5,964
YoY	29%	49%	37%	27%	20%	17%	18%
全球锂电池合计 (gwh)	1,534	2,231	2,998	3,773	4,494	5,249	6,152
YoY	27%	45%	34.4%	25.9%	19.1%	16.8%	17.2%

Part2 产业链：材料26H2涨价可期，部分环节27年持续紧张

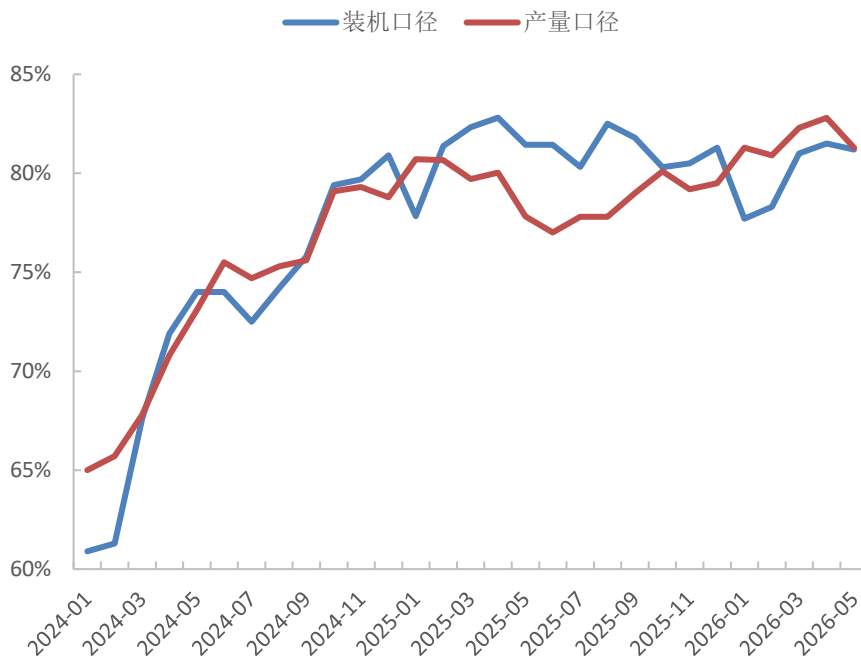
- 电池：资本开支有序增加，龙头优势进一步提升

- ◆ 26年1-5月全球动力电池装机量469.2GWh，同增17.7%。
- ◆ 国内26年1-5月装机同增7.3%，铁锂份额基本稳定在80%左右。26年1-5月国内动力电池装机量259.1GWh，同增7.3%，其中三元累计装机50.7GWh，累计同增9.1%，累计占比19.57%；铁锂累计装机208.3GWh，累计同降0.1%，累计占比80.4%。铁锂占比在高位趋于稳定，主因经济车型与储能需求支撑铁锂基本盘，而三元受高端化、高压平台及海外高镍需求拉动小幅回升。展望26年，随着高端车型放量及高压快充普及，三元份额有望边际企稳回升，铁锂则在LMFP升级与储能高景气驱动下维持主流地位。

图：全球和国内电动车月度电池装机量（GWh）及同环比

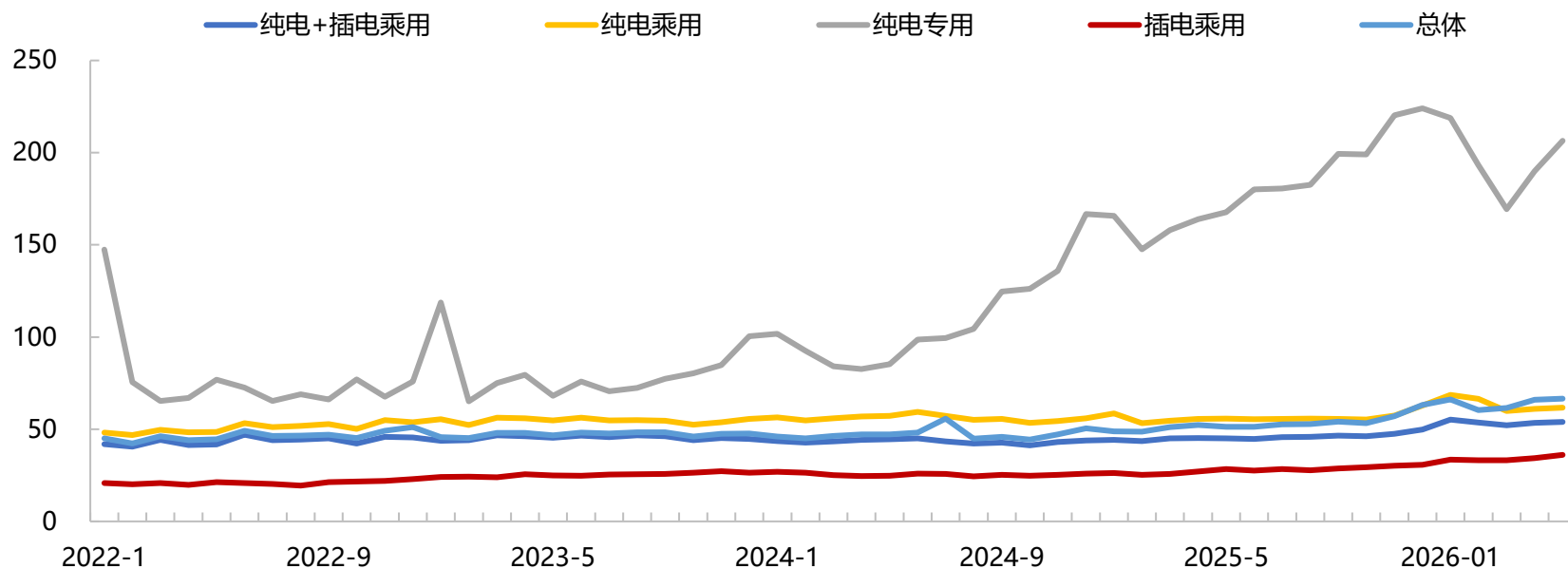


图：国内动力电池铁锂占比



- ◆ **26年5月国内纯电+插电乘用车平均带电量53.92kwh，同比+19.7%，环比+0.9%。**26年5月纯电乘用车平均带电量61.74kwh，同增10.6%，环增1.0%；插电乘用车平均带电量为36.08kwh，同增26.8%，环增4.9%。26年1-5月国内纯电+插电乘用车平均带电量53.55kwh，同增19.8%。26年插混大电量化提速、纯电向800V高压平台与长续航升级，共同驱动乘用车带电量稳步抬升。
- ◆ **26年5月纯电专用车带电量206.36kwh，同比+23.1%，环比+8.7%。**26年5月纯电专用车装机16.11gwh，同比+79.5%，在国内装机中占比同比提升7.7pct至25.8%，单车带电量206.36kwh，同增23.1%，环增8.7%。26年新能源商用车在重卡、城配等场景加速渗透，大电量专用车成为电池需求的重要增量。
- ◆ **26年5月国内平均单车带电量66.58kwh，同比+29.8%，环比+0.9%，同比增加明显。**26年1-5月国内新能源车单车带电量64.52kwh，同增27.4%。展望26年，在续航升级、高压快充普及、插混大电量化及商用车高景气共同驱动下，单车带电量有望延续上行。

图 22年-26年5月分月度车型平均电量 (kwh/辆)

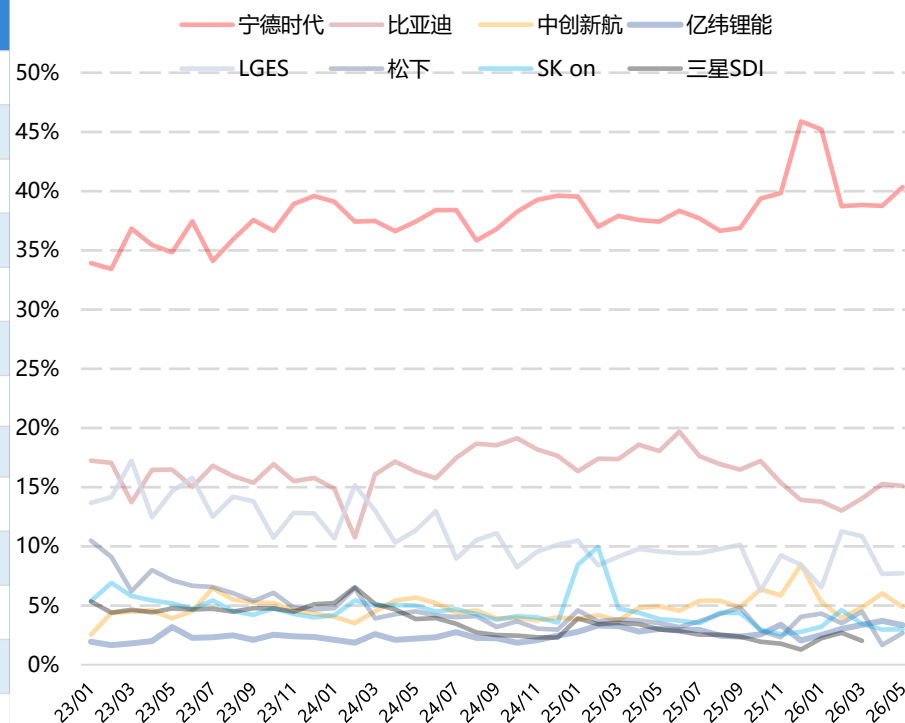


- ◆ **全球格局看，宁德时代26年5月全球份额40%，市占率维持高位，日韩厂商整体份额仍承压。**26年5月，全球动力电池装机总量116.5GWh，其中宁德时代份额40.3%，环比+1.6pct，比亚迪份额15.1%，环减0.2pct，LG新能源7.7%，环比基本持平，国轩高科份额5.2%，环减0.9pct。中创新航4.9%，环减1.1pct。亿纬锂能、SK on、松下、蜂巢能源、欣旺达份额分别为3.3%、3.0%、2.7%、2.4%、2.3%。

表：动力电池厂商全球装机量 (GWh, SNE口径)

Top10	简写	26年5月	占比	环比 (pct)	26年累计	占比	同比 (pct)
1	宁德时代	47.0	40.3%	1.6	188.4	40.2%	2.1
2	比亚迪	17.6	15.1%	-0.2	67.6	14.4%	-2.3
3	LG新能源	9.0	7.7%	0.0	41	8.7%	-0.7
4	国轩高科	6.1	5.2%	-0.9	21.7	4.6%	0.7
5	中创新航	5.7	4.9%	-1.1	23.8	5.1%	0.7
6	亿纬锂能	3.9	3.3%	-0.4	15.4	3.3%	0.5
7	SK on	3.5	3.0%	0.0	15.8	3.4%	-0.8
8	松下	3.1	2.7%	1.0	15.1	3.2%	-0.9
9	蜂巢能源	2.8	2.4%	-0.2	12.1	2.6%	0.4
10	欣旺达	2.7	2.3%	-0.6	11.4	2.4%	0.0
前十总量		101.4	87.0%	-0.7	412.3	87.9%	-0.3
其他		15.1	13.0%	0.7	56.9	12.1%	0.3
全球总量		116.5	100.0%	-	469.2	100.0%	-

图：动力电池厂商全球市占率 (SNE口径)



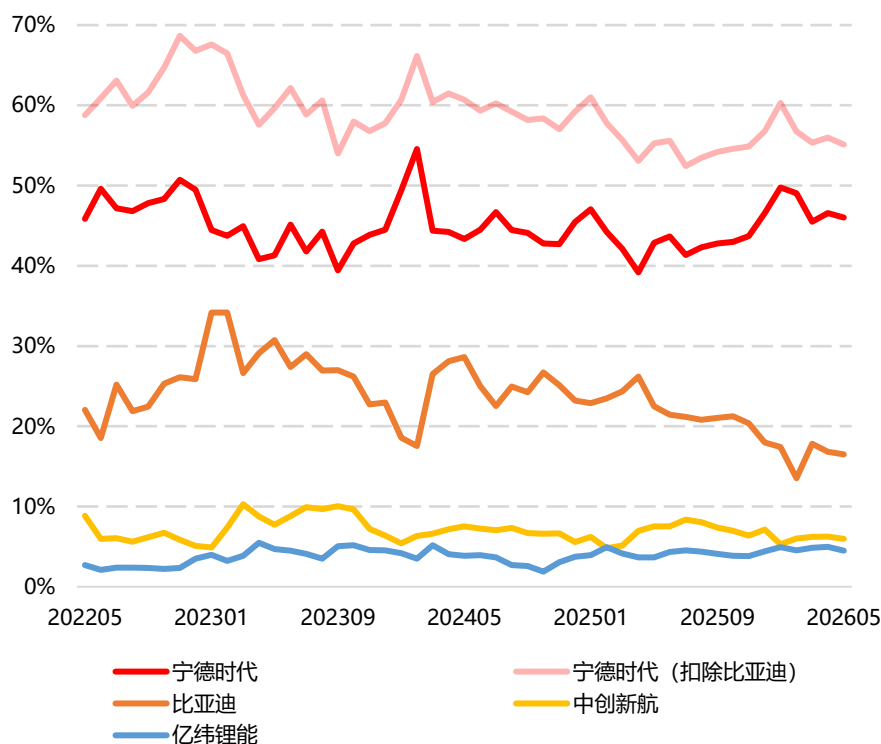
国内市场：宁德时代26年5月国内份额46%，环比小幅下降

◆ **国内格局看，宁德时代26年5月装机份额46%，环比-0.5pct。** 26年5月，国内装机71.9GWh，宁德时代份额46.1%，环比-0.5pct；比亚迪份额16.6%，环比-0.3pct；中创新航份额6.0%，环比-0.3pct；国轩高科份额6.2%，环比-0.3pct。26年1-5月，国内动力累计装机259.1GWh，其中宁德时代份额47%，同比+4.2pct，比亚迪份额16.7%，同比-7.3pct，国轩高科、亿纬锂能、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5月	占比	环比 (pct)	26年累计	占比	同比 (pct)
1	宁德时代	33.08	46.14%	-0.51	121.66	46.95%	4.23
2	比亚迪	11.87	16.56%	-0.27	43.3	16.71%	-7.26
3	国轩高科	4.44	6.19%	-0.31	15.8	6.10%	0.90
4	中创新航	4.3	5.99%	-0.26	15.52	5.99%	-0.25
5	亿纬锂能	3.23	4.50%	-0.48	12.35	4.77%	0.76
6	瑞浦兰钧	2.63	3.67%	0.23	8.41	3.25%	1.04
7	正力新能	2.3	3.21%	0.06	6.98	2.69%	0.76
8	欣旺达	2.21	3.08%	0.68	7.03	2.71%	-0.14
9	吉曜通行	1.82	2.53%	-0.40	6.43	2.48%	1.30
10	LG新能源	1.54	2.14%	1.58	5.53	2.13%	0.82
前十总量		67.42	93.77%	-1.05	243.01	93.79%	-0.01
其他		4.48	6.23%	1.05	16.09	6.21%	0.01
国内总量		71.90	100.00%	-	259.10	100.00%	-

图：动力电池厂商国内市占率 (%，不含出口)



◆ **26年1-5月乘用车电池格局向头部集中，龙头份额逆势回升。**26年1-5月累计，宁德时代国内乘用车装机份额48%，较25年底提升5.3pct；比亚迪份额22%，较25年底下降4.8pct，主因其国内整车增速回落叠加外供节奏放缓；中创新航份额6%，较25年底下降1.5pct，国轩高科、LG化学、瑞浦能源份额较25年底小幅提升。宁德份额回升主因高端化、高压快充及高镍三元车型放量带动其优势产品占比提升，同时海外车企与新势力高端车型的电池采购进一步向龙头集中。

表：动力电池厂国内乘用车装机份额 (% ,pct)

企业	2024年	2025年	26年1-5月累计	较25年底变化 (pct)
宁德时代	44%	42%	48%	5.34
比亚迪	29%	27%	22%	-4.78
中创新航	7%	8%	6%	-1.54
国轩高科	4%	5%	6%	0.82
LG化学	2%	2%	3%	0.71
亿纬锂能	3%	2%	2%	-0.25
蜂巢能源	3%	3%	3%	-0.56
欣旺达	3%	4%	4%	-0.22
瑞浦能源	2%	2%	2%	0.65
其他	3%	4%	4%	-0.17
合计	100%	100%	100%	

客车&专用车：26年龙头份额回落，二线厂商加速突围

- ◆ 26年1-5月，客车/专用车市场端，龙头份额分别约81/55%，较25年底有所下降，部分二线厂商份额快速提升。客车端，26年1-5月宁德时代份额81%，较25年底下降 6.8 pct，但仍处绝对领先地位；比亚迪份额提升至7%、较25年底增2.6pct，亿纬锂能份额升至9%、较25年底增3.3pct，国轩高科、中创新航亦小幅提升。专用车端，宁德时代份额55%、较25年底下降5.9pct；中创新航份额升至10%、较25年底增3.4pct，国轩高科升至8%、较25年底增1.9pct，亿纬锂能维持13%居第二。
- ◆ 商用车26年延续快速增长，尤其重卡电动化加速渗透，引发二线厂商加大投入、积极抢占增量份额，电池企业纷纷加快商用车赛道布局。展望26年，商用车高景气下竞争格局趋于分散，二线厂商凭借差异化产品与产能弹性快速突围，但龙头依托技术、规模与客户绑定优势依然维持领先。

表：动力电池厂国内客车装机份额 (%)

企业	2024年	2025年	26年1-5月累计	较25年底变化 (pct)
宁德时代	82%	88%	81%	-6.79
比亚迪	7%	5%	7%	2.57
中创新航	1%	0%	0%	0.08
国轩高科	4%	1%	2%	0.82
亿纬锂能	6%	5%	9%	3.29
其他	1%	0%	0%	0.03
合计	100%	100%	100%	

表：动力电池厂国内专用车装机份额 (%)

企业	2024年	2025年	26年1-5月累计	较25年底变化 (pct)
宁德时代	71%	61%	55%	-5.92
比亚迪	4%	7%	7%	-0.25
中创新航	4%	6%	10%	3.40
国轩高科	6%	6%	8%	1.91
亿纬锂能	10%	12%	13%	1.30
蜂巢能源	2%	0%	0%	-0.08
瑞浦能源	4%	5%	5%	-0.29
其他	1%	3%	3%	-0.06
合计	100%	100%	100%	

- ◆ 碳酸锂跌价至15-16万时下游成交活跃，储能电池排产满产满销。考虑大电芯降本10%，对应4分/wh，碳酸锂接受度提升至18-20万/吨。
- ◆ 26年根据主流厂商出货目标，合计1028GWh，同增60%，其中宁德时代出货260GWh，同增86%，由于公司山东济宁一二期120GWh产能已投产，且加大国内储能市场布局，我们预计份额将明显回升。

图：全球储能主流厂商的出货量

GWh	2023年	2024年	2025年	同比	2026年E	同比
宁德时代	69	93	140	51%	260	86%
比亚迪	25	30	50	67%	70	40%
亿纬锂能	26	51	78	53%	110	41%
中创新航	8	25	45	80%	70	56%
瑞浦兰钧	15	22	45	104%	65	44%
厦门海辰	18	34	60	79%	80	33%
湖北储能		20	70	250%	120	71%
国轩高科		19	30	59%	45	50%
欣旺达		2	12	500%	35	192%
鹏辉能源		9	25	178%	50	100%
远景能源		11	30	173%	40	33%
派能科技		2	4	153%	8	100%
南都电源		3	8	168%	8	0%
赣锋锂电		8	30	275%	40	33%
LG		5	10	122%	20	100%
三星		4	5	35%	7	40%
主流厂商合计		336	641	91%	1,028	60%

- ◆ **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年达76%，同比提升10pct，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达2.76TWh，同增38%，其中宁德时代出货950GWh，同增46%，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	650	950	84%	87%	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	130	200	80%	93%	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	1998	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	2027年E
供给 (gwh)	373	563	947	1544	2120	2725	3745	4777
-同比	61%	51%	68%	63%	37%	29%	37%	28%
需求 (动力+储能, gwh)	208	462	823	1076	1390	2069	2,844	3,611
-同比	39%	123%	78%	31%	29%	49%	37%	27%
过剩 (gwh)	165	101	124	468	730	656	902	1166
产能利用率	56%	82%	87%	70%	66%	76%	76%	76%

电池盈利：铁锂电芯总成本较Q1我们预期提升约1分/Wh

◆ **原材料涨价推动电芯总成本上行。**我们预计铁锂电芯总成本约0.31元/Wh，较Q1预期提升约1分/Wh。若与25年底部相比，铁锂电芯总成本由约0.23元/Wh提升至约0.31元/Wh，提升约8分/Wh。成本上行主要来自碳酸锂及磷酸铁价格上涨，六氟价格较高点回落形成部分对冲；当前方形铁锂电芯价格已提升至约0.42元/Wh，电池企业通过顺价传导基本覆盖成本上行。

图 国内三元电芯及铁锂电芯均价变化（含税，元/Wh）

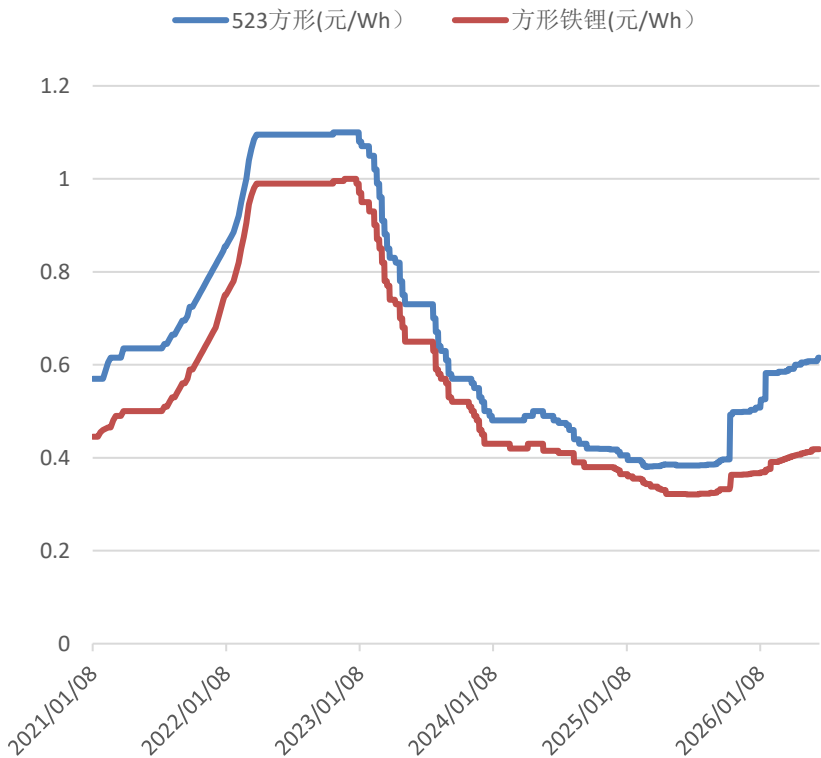


图 国内电芯成本变化（含税，元/Wh）

磷酸铁锂	2025：铁锂					2026：铁锂（中性涨价）				
	单位用量	单位	单位价格（万）	单位成本（元/wh）	占比	单位用量	单位	单位价格（万）	单位成本（元/wh）	占比
电芯原材料成本										
正极材料	2200	t	2.9	0.06	30%	2178	t	6.03	0.12	43%
-正极加工费	2200	t	0.5	0.01	5%	2178	t	0.55	0.01	4%
-磷酸铁	2200	t	1.10	0.02	10%	2178	t	1.40	0.03	10%
正极导电剂（AB）	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%
分散剂（NMP）	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%
-铝箔加工费	350	t	1.5	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%
负极活性物质（石墨）	941	t	1.60	0.01	7%	931	t	1.65	0.01	5%
负极粘结剂1(SBR)	39	t	10.00	0.00	2%	38	t	10.00	0.00	1%
负极粘结剂2（CMC）	39	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	21%
-铜箔加工费	550	t	1.5	0.01	4%	545	t	1.7	0.01	3%
-铜价	550	t	8.0	0.04	20%	545	t	10.0	0.05	18%
电解液	1274	t	1.80	0.02	11%	1268	t	2.60	0.03	11%
-六氟磷酸铁锂	153	t	6.00	0.01	4%	152	t	11.00	0.01	5%
隔膜（湿法涂覆）	1752	万m2	0.9	0.01	7%	1735	万m2	0.95	0.01	5%
壳体&铜压膜及其他	1	套	0.0	0.02	10%	1	套	0.0	0.02	7%
电芯材料成本合计(元/wh)	0.19					0.27				
碳酸锂（正极+电解液含量）	566	t	6.00	0.03	18%	561	t	17.00	0.10	35%
电费	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	
折旧(元/wh)	1	亿		0.01		1	亿		0.01	
其他				0.01					0.01	
电芯材料制造成本合计(元/wh)	0.04					0.04				
合格率	98.0%					98.0%				
产能利用率	100.0%					100.0%				
电芯成本合计（元/wh），不含税	0.234					0.314				
电芯毛利率	12%					12%				
电芯售价（含税，元/wh）	0.296					0.398				

电池：头部盈利韧性突出，二线盈利稳中有升

- ◆ **电池环节26Q1盈利稳中有升，宁德维持显著领先。**宁德时代电池单位利润2026Q1达0.077元/Wh，维持显著领先；二三线企业虽边际改善，亿纬锂能修复至0.021元/Wh，欣旺达、国轩高科分别为0.002、0.0078 元/Wh，但盈利水平仍明显低于头部。
- ◆ **户储电芯盈利优势突出，大电芯也可享受技术溢价，占比逐步提升。**2026Q1户储电芯均价回升至约0.45元/Wh，顺价传导能力较强，盈利稳定性优于大储；以鹏辉为例，314Ah 电芯大储报价约0.32-0.33 元/Wh，户储及工商储场景可达0.36-0.37元/Wh，有望带动大电芯盈利弹性释放。

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	2026Q1
宁德时代	出货 (GWh)	76	94	100	120	95	110	123	146	122	148	166	226	203
	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	0.62	0.65
	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	0.09	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	34.72
	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	0.47
	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	0.02
国轩高科	出货 (GWh)	9	11	11	14	12	15	16	18	18	22	23	30	28
	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	0.57	0.46
	单位净利 (元/Wh)	0	0	0	0	0.01	0.01	0.01	0.02	0	0.01	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	14.9	12
	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	0.43	0.53
	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	-0.05	0
欣旺达 (锂威)	收入 (亿元)	10.5	13	15	10	15	16.6	16	13.5	17	20	24	20	18.7
	净利率	8%	11%	15%	15%	14%	20%	17%	15%	13%	12%	12%	13%	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	2.5	2.2

- 上游：26H2锂价受供给侧扰动，钴价高位可维持

碳酸锂：整体持续去库，锂价整体震荡

◆ **上游短期小幅去库，下游累库，整体持续去库，锂价预计偏强运行。**2026年6月碳酸锂单周去库600-1000吨，截至6月25日较26年初累计去库1.38万吨，其中下游逢低采购散单，较26年初反向累库9287吨。截止26年6月25日，市场库存降至9.58万吨（冶炼厂1.55万吨、下游4.83万吨）。供应方面，锂盐厂部分复产产线尚未满产，叠加长协交付，小幅去库。需求方面，电池厂6月排产兑现度高，初步产业链及电池厂预示排产5-10%增长，旺季来临。展望后市，强需求支撑下，有望延续去库状态，预计短期内锂价有支撑。

图 国内碳酸锂周度库存（万吨）

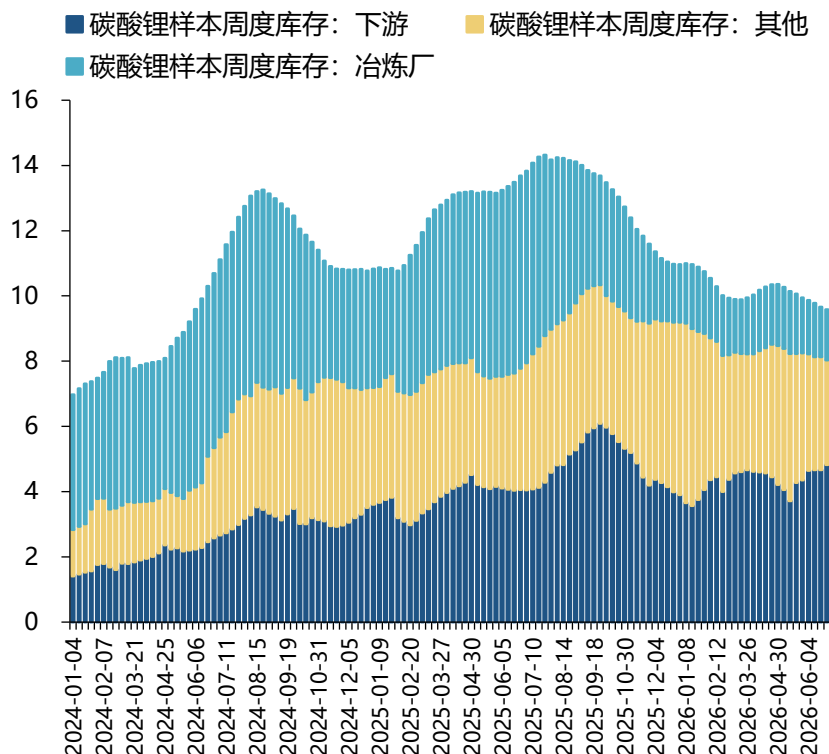
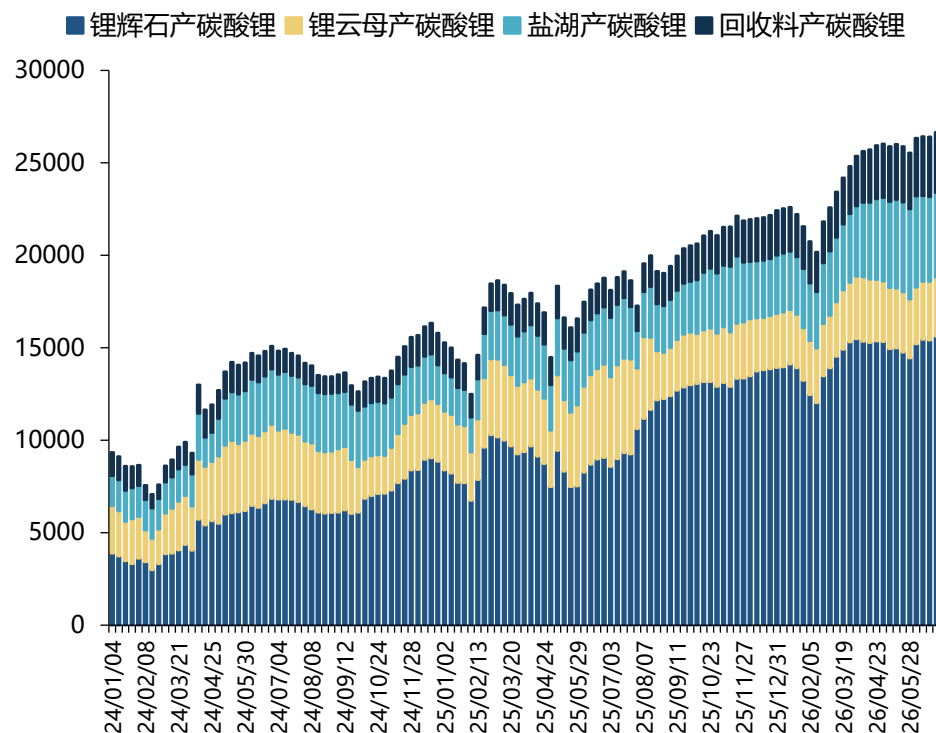


图 国内碳酸锂周度产量（吨）



供给总结：Q3津巴矿到港形成增量，枳下窝逐步复产

- ◆ **中性情况下：**26年全球锂矿供给209万吨，新增40万吨，由于江西枳下窝复产低于我们预期，总体供给较原先减少5万吨；27年若江西矿正常生产、津巴矿出口正常，我们预计供给264万吨，新增55万吨；28年308万吨，新增44万吨。**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。**
- ◆ 短期供给端变化，枳下窝开始逐步复产；津巴4月下旬恢复出口，我们预计7-8月矿到港，单月预计增加1-1.5万吨供给。

表：2025-2030年碳酸锂供给测算（中性）

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	13.4	24.1	29.7	36.1	38.1
国内供给合计	40.1	50.7	69.8	87.6	109.6	116.0
海外盐湖	43.5	52.5	56.4	64.2	71.2	75.2
澳洲辉石矿	47.6	51.6	62.3	65.6	67.3	70.0
非洲辉石矿	23.7	36.7	53.8	66.1	74.3	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	147.0	180.1	203.6	222.4	232.7
锂回收	9.0	11.7	14.0	16.8	20.2	24.3
合计	169.7	209.4	263.9	308.0	352.2	373.0
-新增	34.7	39.7	54.5	44.1	44.1	20.9

国内盐湖：进入放量期，麻米措和察尔汗贡献显著

- ◆ **国内盐湖26-27年增量明显：**中性情况下，我们预计26年产量26万吨，贡献8.4万吨增量，主要来自藏格的麻米措、盐湖的察尔汗、紫金的拉果措，且27年持续增长，产量可达到30万吨+，贡献4.7万吨增量。
- ◆ **西藏麻米措：**一期二期合计规划10万吨，其中一期26年8月投产，指引26年产能2-2.5万吨。
- ◆ **青海察尔汗盐湖：**盐湖股份25年9月投产2万吨碳酸锂+2万吨氯化锂，预计26年贡献4万吨产量；青海汇信25年2月投产2万吨碳酸锂，预计26年可打满生产2万吨。
- ◆ **紫金矿业：**拉果措盐湖1期25Q1投产，26年预计满产贡献2万吨，规划2期4万吨产能，计划26年年中建成。

表：国内盐湖碳酸锂产量中性情景下预测（万吨LCE）

公司	盐湖	公司持股（截至25年末）	2025	2026E	2027E	2028E	2029E
西藏矿业	西藏扎布耶盐湖	50.72%（天齐锂业20%、比亚迪18%）	0.5	1.1	1.7	1.7	1.7
西藏城投	西藏结则茶卡盐湖	41%（藏格矿业通过藏青基金39%）	0.0	0.2	0.4	0.4	0.4
西藏城投	西藏龙木错盐湖	41%（藏格矿业通过藏青基金39%）	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0
藏格矿业	青海察尔汗盐湖铁路以东矿区 724.35平方公里	100%	0.9	1.2	1.2	1.2	1.2
藏格矿业	西藏阿里麻米措盐湖	26.95%		2.0	5.0	5.0	6.0
五矿有色	青海一里坪盐湖	51%（赣锋锂业49%）	1.2	1.2	1.2	2.0	2.0
盐湖股份	青海察尔汗盐湖	51.42%（科达制造43.58%）	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
		49.5%（比亚迪49%）	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
		100%	0.5	4.0	4.0	4.0	4.0
		合计	4.5	8.0	8.0	8.0	8.0
青海汇信	青海察尔汗盐湖		0.5	2.0	2.0	2.0	2.0
青海泰丰先行锂能	青海东台吉乃尔盐湖	49.5%（西部矿业27%）	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
中信国安	青海西台吉乃尔盐湖	100%	6.5	5.0	5.0	5.0	5.0
大华化工	大柴旦盐湖89平方公里	100%	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
中天硼锂	大柴旦盐湖		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
锦泰钾肥	巴伦马海湖	100%	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
金圆股份	捌仟错盐湖	51%	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3
紫金矿业	拉果措盐湖	70%（紫金矿业70%，西藏盛源30%）	0.5	2.0	3.0	4.0	6.0
合计			17.6	26.0	30.8	32.7	36.8
新增			2.8	8.4	4.7	1.9	4.1

国内云母：26年增量供给有限，柘下窝复产增量有限

- ◆ 国内云母矿26年增量有限，27年增长明显：中性情况下，我们预计26年产量13.4万吨，27年增长提速，预计产量可达24万吨，贡献10+万吨增量，且28年将持续提升。
- ◆ 柘下窝：柘下窝已拿到安全许可证，预计下半年开始复产，设计产能原矿3000万吨，对应LC10万吨。
- ◆ 湘源锂矿：26年产能500万吨/年采选与3万吨/年电池级碳酸锂，公司指引26年产量3万吨，我们中性预期下可贡献2万吨。

图：国内云母供给预测（折合碳酸锂，万吨，中性情况下）

公司	矿山	2025	2026E	2027E	2028E	2029E
永兴材料	化山瓷石矿	2.5	2.5	2.9	5.0	7.5
宁德时代	柘下窝矿区	5.3	1.8	8.2	9.1	9.1
国轩高科	白水洞高岭土矿	0.6	0.2	0.6	0.6	0.6
	割石里矿区水南段瓷土矿	0.7	0.2	0.8	0.8	0.8
江特电机	宜丰县狮子岭矿	0.5				
	袁州区新坊钽铌矿	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
	宜丰县茜坑锂矿		0.0	0.6	1.5	1.8
江西钨业	414矿	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7
飞宇新能源	宜丰县花桥大港瓷土矿	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
鞍重股份	鼎兴矿业所持6处瓷土矿	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7
科力远	同安瓷矿	0.3	0.4	1.0	1.0	1.0
赣锋锂业	加不斯钽铌矿	0.1	0.6	0.6	0.6	0.6
大中矿业	鸡脚山		0.1	0.6	2.4	6.0
紫金矿业	道县湘源硬岩锂多金属矿	0.0	2.0	3.1	3.1	3.1
合计		15.5	13.4	24.1	29.7	36.1

国内辉石：26-27年平稳向上，28-29年增量弹性大

- ◆ **国内锂辉石矿26-27年平稳向上，28-29年增长显著：**中性情况下，预计26年产量11万吨，贡献4+万吨增量，26年增量我们预计主要来自新疆的大红柳滩、国城的党坝、大中的加达以及川能的李家沟。27年14.9万吨，贡献3.7万吨增量，28-29年爆发，年均贡献10万吨增量。
- ◆ **大红柳滩矿：**25年底产能60万吨锂精矿，二期采选100万吨/年项目已进入审批，预计26年产4-5万吨LC。
- ◆ **马尔康党坝矿：**该矿目前获批100万吨/年采矿规模，正在申请500万吨/年采矿证，26H2有望获得。公司目标26年LC产量2.5万吨，27年4万吨，全部达产后可形成13万吨。我们中性预计26年产量2万吨。
- ◆ **加达矿：**一期520万吨采选产能，预计26Q1获得采矿证；二期规模相当，有望26Q4获得采矿证，合计对应8万吨LC产能。公司目标26年LC产量1.5万吨，27年3万吨。我们中性预计26-27年分别生产0.8/2万吨。
- ◆ **李家沟：**规划产能105万吨/年原矿采选、对应18万吨/年锂精矿，26年预计满产，后续计划将产能扩至40万/吨（精矿），对应5万吨LC。

图：国内辉石供给预测（折合碳酸锂，万吨，中性情况下）

公司	矿山	产量（万吨）					
		2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
川能动力	李家沟锂辉石矿	1.5	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3
融捷股份	甲基卡134号脉	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
盛新锂能	业隆沟锂辉石矿	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
新疆有色	大红柳滩锂矿	2.5	4.4	5.6	6.9	7.5	7.5
盛新锂能	木绒锂矿			0.1	3.1	7	7.1
盛新锂能	太阳河口锂多金属矿						
国城矿业	马尔康党坝	1.3	2	3	6	10	12.5
大中矿业	四川加达锂矿		0.8	2	5	8	8
合计		6.9	11.2	14.9	25.2	36.7	39.3
增量		4.2	4.3	3.7	10.3	11.5	2.6

澳矿：26年产量预期较充分，后续加快复产和扩产

- ◆ 澳矿产量增长稳健，碳酸锂高价支撑项目满产，后续加快复产和扩产。中性情况下，我们预计26年产量51.6万吨，贡献4万吨增量，27年62.3万吨，贡献10.7万吨增量，此后增长平稳。Bald和Finniss已于26年Q2启动复产，完全打满可增加近3万吨产能，增量有限，另外格林布什、皮尔巴拉、Holland等后续均有扩产，预计28年开始逐步投产。

图：澳矿供给预测（万吨，锂精矿按SC6，中性预期）

公司	矿山	产量（万吨）					
		2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
天齐	Mt Greenbushes	16.9	18.8	23.8	25.6	26.9	29.6
皮尔巴拉PLS	Mt Pilgangoora	8.5	9.8	10.8	10.8	10.8	10.8
Mineral Resources	Mt Marion	5.5	6.1	7.5	7.9	7.9	7.9
Mineral Resources	Mt Wodgina	7.3	7.5	8.0	8.0	8.0	8.0
Mineral Resources	Mt Bald			0.9	1.8	1.8	1.8
Liontown Resources	Mt Kathleen Valley	4.0	4.4	5.6	5.6	5.6	5.6
SQM	Mt Holland	4.2	5.1	5.2	5.2	5.2	5.2
Rio Tinto（力拓）	Mt Cattlin	1.3					
Core Lithium	Mt Finniss			0.5	0.7	1.1	1.1
合计		47.6	51.6	62.3	65.6	67.3	70.0

- ◆ **前期建设产能打满，26-27年增量明显。**中性情况下，我们预计26年产量36.7万吨，贡献13万吨增量，27年53.8万吨，贡献17万吨增量，此后增长平稳。非矿26年增量主要来自前期建好的矿山，26年基本可以打满。此外紫金Manono、青山合作的Sandawana可贡献增量。

图：非矿碳酸锂产量预测（万吨，中性预期）

公司	矿山	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
紫金矿业	刚果金Mt Manono		0.5	3.8	6.3	10	12.5
刚果合计			0.5	3.8	6.3	10	12.5
中矿资源	津巴布韦Bikita	4.5	5.6	6.9	7.2	7.2	7.2
华友钴业	津巴布韦Arcadia	3.5	7.5	10.0	12.0	12.0	12.0
盛新锂能	津巴布韦萨比星锂矿	2.8	3.1	3.8	3.8	3.8	3.8
雅化集团	津巴布韦Kamativi	2.9	3.8	3.8	4.4	6.3	8.8
青山控股	津巴布韦Sandawana	0	0.3	1.9	3.8	5	5
津巴布韦合计		13.6	20.3	26.3	31.1	34.2	36.7
赣锋锂业	马里Goulamina	3.9	5.7	6.3	6.3	6.3	6.3
海南矿业	马里Bougouni	0.8	1.3	1.4	1.7	3.1	3.1
马里合计		4.5	6.9	7.7	8	9.4	9.4
阿凡达新能源材料有限公司	尼日利亚纳萨拉瓦乌德盖地区	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
明鑫矿业	尼日利亚Kangimi锂矿	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
天华新能	尼日利亚纳萨拉瓦州锂矿			1.3	2.5	2.5	2.5
九岭锂业	尼日利亚纳萨拉瓦州锂矿			1.3	2.5	2.5	2.5
九岭锂业&天华新能	卡杜纳-尼日尔边境锂矿	1.9	2.3	3.8	5.0	5.0	5.0
天华新能	尼日利亚阿布贾锂矿	0.6	1.9	3.1	3.8	3.8	3.8
尼日利亚合计		5.5	7.1	12.4	16.8	16.8	16.8
非矿合计		23.7	36.7	53.8	66.1	74.3	75.3

- ◆ **海外盐湖26年供给超预期，增量有限。**海外盐湖我们预计26年产量52.5万吨，贡献9万吨增量，27年56.4万吨，贡献4万吨增量。增量主要来自赣锋的Mariana和C-O项目，紫金3Q盐湖（公司目标26年满产2万吨），力拓集团的几个项目爬坡，Eramet的2.4万吨和POSCO的2.5万吨的爬坡。
- ◆ 总体而言，南美盐湖有一定的地缘政治风险，叠加基建投资时间长，因此新项目建设时间长，增量产能有限。

表：2025-2030年海外盐湖增量预期（万吨LCE）

公司	盐湖	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	投产时间
SQM	Atacama-SQM	23.0	26.0	27.0	28.0	29.0	30.0	24万吨产能，26-27 年随五期 + 六期提锂产能释放，同步扩至 32 万吨 / 年
ALB	Atacama-ALB	8.4	8.4	8.4	8.4	8.4	10.0	22年8.4万吨达产，计划2028年扩至12.5万吨
	Silver Peak	0.7	0.7	0.9	1.5	1.9	1.9	产能0.7万吨，计划再扩1.2万吨，26Q2投产
赣锋锂业	Cauchari-Olaroz	3.4	4.0	4.0	4.9	6.0	6.0	一期4万吨23年6月投产
	Mariana	0.2	1.6	1.7	1.7	1.7	1.7	
Rio Tinto（力拓）	Fenix	3.3	3.8	3.8	4.3	4.8	4.8	原2.8万吨，2024Q1新增1万吨，2H26在投产1万吨
	Salar de Olaroz	3.5	4.0	4.3	4.3	4.3	4.3	二期扩2.5万吨23年底投产，24年产能爬坡至40%，25年底达产
	Sal de Vida			0.2	1.0	1.5	1.5	26年1月指引，一期1.5万吨将于26H2投产
	Salar del Rincon		0.1	0.3	0.3	0.5	1.0	25年底年产0.3万吨投产，2026年末满产，扩建5.7万吨年投产
盛新锂能	Sal de Los Angeles	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	
Galan Lithium	Hombre Muerto West		0.1	0.4	0.4	1.5	2.1	一期4000-5000吨26H1投产（延期），二期在建2.1万吨，完成可研
紫金矿业	Tres Quebradas(3Q)	0.1	1.7	2.0	4.0	6.0	6.0	一期2万吨25年9月中旬投产，二期规划4-6万吨
Eramet	Centenario-Ratones	0.5	1.2	2.0	2.4	2.4	2.4	2.4万吨24年11月投产，25Q3单季度0.2万吨
POSCO	Sal de Oro		0.5	1.0	2.5	2.5	2.5	一二期各2.5万吨，一期24年10月投产，二期25年12月启动建设
Agrosy	Rincon Lithium	0.2	0.2	0.2	0.3	0.5	0.8	2000吨22年底投产
合计		43.5	52.5	56.4	64.2	71.2	75.2	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

- ◆ 美洲矿规模较小，增量有限。美洲矿我们预计26年产量6.2万吨，小幅增长，27年7.6万吨，贡献1万吨增量。
- ◆ 分项目看，NAL的Sayona满产、中矿的Tanco满产，Mibra项目26年可接近满产，Sigma的巴西矿26年Q1复产。

表：2025-2030年美洲矿增量预期（万吨LCE）

公司	矿山	国家	规划产能	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
中矿资源	Tanco	加拿大	21.0	2.0	3.2	3.2	3.2	10.0	20.0
			2.6	0.3	0.4	0.4	0.4	1.3	2.5
Sayona	North American Lithium&Authier	加拿大	20.3	19.6	19.6	19.6	19.6	19.6	19.6
			2.5	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4
AMG矿业	Mt Mibra	巴西	13.0	5.8	9.0	11.0	11.0	11.0	11.0
			1.6	0.7	1.1	1.4	1.4	1.4	1.4
Sigma Lithium	巴西Grota do Cirilo	巴西	70.2	18.9	18.0	27.0	28.1	35.8	47.2
			8.8	2.4	2.3	3.4	3.5	4.5	5.9
合计			41.0	5.8	6.2	7.6	7.7	9.5	12.2

碳酸锂：需求维持强势，价格预计可维持至15万+

- ◆ **碳酸锂26年存在缺口，27年若江西、津巴供给正常，我们预计完全紧平衡：**2026年碳酸锂我们预计缺口1万吨；2027年过剩3万吨，过剩比例为1%，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。
- ◆ 26-27年确定性供给紧缺，并且或延续至28H1，我们预计价格中枢为15-20万，下游需求尚可接受，不排除旺季价格突破合理价格中枢。

图：碳酸锂供需测算（中性供给预测）

	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
全球锂有效供给（万吨LCE）	80.1	110.4	134.9	169.7	209.4	263.9	308.0	352.2	373.0
有效供给-新增	21.8	30.3	24.6	34.7	39.7	54.5	44.1	44.1	20.9
全球锂需求（万吨LCE）	76.8	93.2	116.3	160.2	210.7	261.0	299.8	339.7	387.1
需求-新增	20.6	16.4	23.1	43.9	50.5	50.3	38.8	39.9	47.4
过剩（万吨LCE）	3.3	17.2	18.6	9.4	-1.3	2.8	8.2	12.4	-14.1

碳酸锂：15万价格情况，26年PE估值约10x-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7月13日股价；注：表中估值为市值/测算业绩得到）

		2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年
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	3.9	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	2.9	3.8	3.8	4.1	4.9	4.9	
15万碳酸锂对应 锂矿利润（亿）	赣锋锂业	60	91	92	100	117	122
	天齐锂业	58	65	71	73	79	87
	中矿资源	29	33	35	35	40	48
	盛新锂能	20	21	25	42	69	69
	永兴材料	16	16	20	29	42	42
	大中矿业	0	13	42	79	108	133
	国城矿业	4	8	14	35	46	46
	盐湖股份	29	69	69	69	69	69
	藏格矿业	6	13	19	22	26	31
	华友钴业	21	39	59	60	60	61
雅化集团	18	21	21	23	27	27	
15万价格碳酸锂 估值x（亿）	赣锋锂业	13	7	6	5	4	3
	天齐锂业	11	10	9	9	8	8
	中矿资源	8	5	1	-1	-2	-1
	盛新锂能	16	15	13	7	5	5
	永兴材料	13	13	10	7	5	5
	大中矿业		26	8	4	3	3
	国城矿业	105	28	17	6	4	4
	盐湖股份	11	4	4	4	4	4
	藏格矿业	53	-14	-3	3	6	3
	华友钴业	6	5	1	2	-4	-4
雅化集团	9	7	6	5	3	2	

钴：刚果金出口禁令延期+配额，26-27年将持续去库

- ◆ **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（2023-2026年6月）

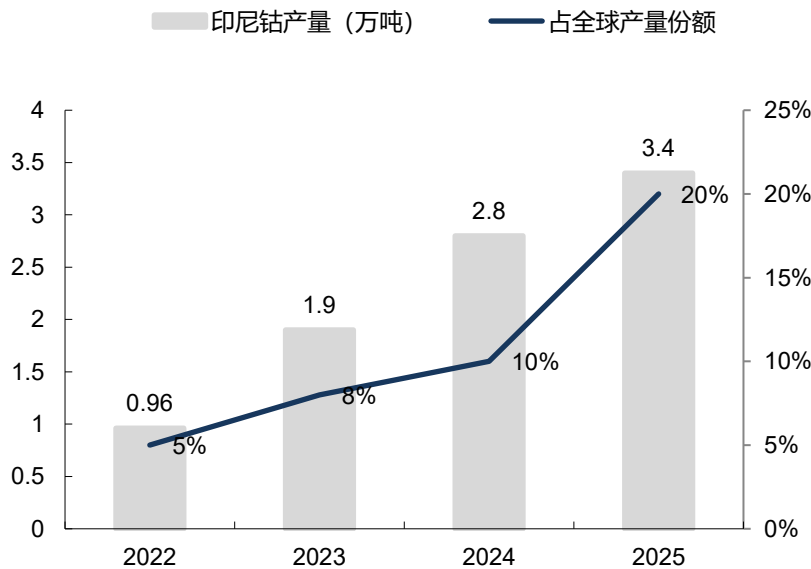


图：全球钴供需（万吨）

	2023	2024	2025	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

- 材料：26H2涨价可期，部分环节27年持续紧张

供需：26H2旺季将至供给进一步紧缺，27年大部分环节紧缺持续

- ◆ 动储需求两旺，26年行业拐点明确，26H2旺季将至预计供给进一步紧张，龙头厂商满产满销，27年我们预计铜箔、隔膜、铝箔、负极等环节产能利用率将进一步提升，铁锂、六氟产能利用率预计下降。

图：主流环节产能利用率情况

铁锂正极	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年E	2027年E
供给 (万吨)	43.1	114.6	225.7	401.1	526.9	751.9	1,108.7
-同比	75%	166%	97%	78%	31%	43%	47%
需求 (万吨)	39.2	100.9	163.4	250.8	435.6	640.9	829.6
-同比	208%	157%	62%	53%	74%	47%	29%
产能利用率	91%	88%	72%	63%	83%	85%	75%
负极	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年E	2027年E
全行业有效供给 (万吨)	96	137	233	331	451	531	629
同比	69%	43%	70%	42%	36%	18%	18%
需求 (万吨)	81	125	171	220	322	438	555
同比	76%	54%	37%	29%	46%	36%	27%
产能利用率	85%	91%	73%	66%	71%	82%	88%
隔膜	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年E	2027年E
全行业有效供给 (亿平)	110.9	188.7	282.3	411.8	552.5	647.3	758.8
-同比	41%	70%	50%	46%	34%	17%	17%
需求 (亿平)	103.0	160.3	209.6	276.5	406.1	545.2	680.7
-同比	78%	56%	31%	32%	47%	34%	25%
产能利用率	93%	85%	74%	67%	74%	84%	90%
6F	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年E	2027年E
全行业有效供给 (万吨)	8.0	13.7	25.3	34.1	37.1	43.4	59.2
-同比	51%	73%	84%	35%	9%	17%	36%
需求 (万吨)	8.1	12.5	16.5	20.8	30.8	41.6	51.7
-同比	74%	54%	33%	26%	48%	35%	24%
过剩 (吨)	-1,489	12,927	87,275	132,227	62,136	17,285	74,566
产能利用率	102%	91%	65%	61%	83%	96%	87%
铜箔	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年E	2027年E
全行业有效供给 (万吨)	45	72	103	136	154	177	201
-同比	76%	61%	43%	32%	13%	15%	14%
需求 (万吨)	40	62	78	93	127	168	210
-同比	78%	53%	27%	19%	37%	32%	25%
过剩 (万吨)	5	11	25	43	27	9	-9
产能利用率	90%	85%	76%	68%	83%	95%	104%
铝箔	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年E	2027年E
全行业有效供给 (万吨)	18	38	59	75	103	121	149
-同比		118%	54%	28%	37%	17%	23%
需求 (万吨)	17	29	37	50	74	106	137
-同比		69%	30%	34%	48%	43%	30%
过剩 (万吨)	0	9	21	25	29	15	12
产能利用率	97%	75%	64%	67%	72%	88%	92%

盈利：龙头盈利拐点已现，Q2盈利预计进一步提升

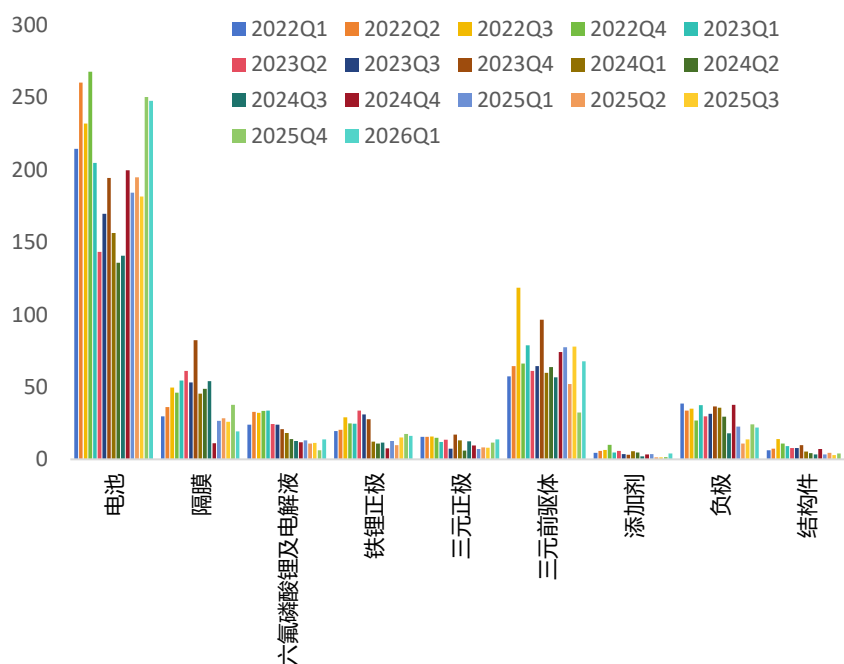
- ◆ 各环节龙头盈利拐点已现，Q2隔膜、铜铝箔、负极预计环比进一步提升，铁锂、电解液预计盈利受碳酸锂影响。Q1铁锂、隔膜、电解液及铜铝箔涨价逐步落地，盈利拐点已现，电池龙头依托客户结构、成本优势，单位盈利稳定，负极谈价顺利，隔膜、铜铝箔Q2小客户涨价落地，预计单位盈利进一步提升。

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	净利率	12.20%	11.00%	9.70%	9.70%	11.00%	10.50%	10.00%	10.00%	14.10%	11.80%	11.60%	11.40%	13.30%	13.00%	10.00%	10.50%	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

- ◆ **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资本开支变化（亿元）



图：各环节22Q1-26Q1在建工程变化（亿元）

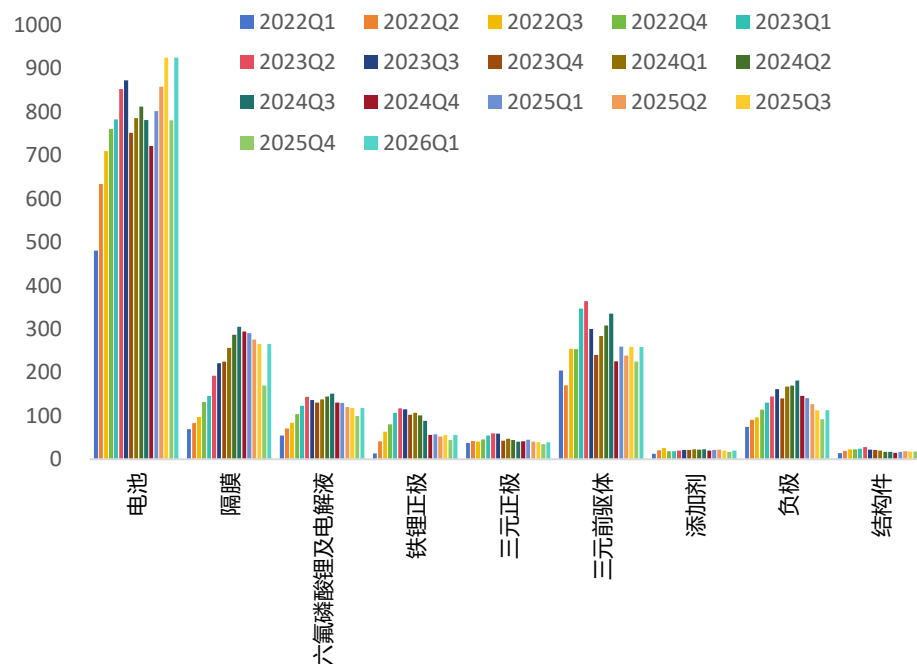


图 锂电材料利润弹性和估值 (万元/吨、元/平)

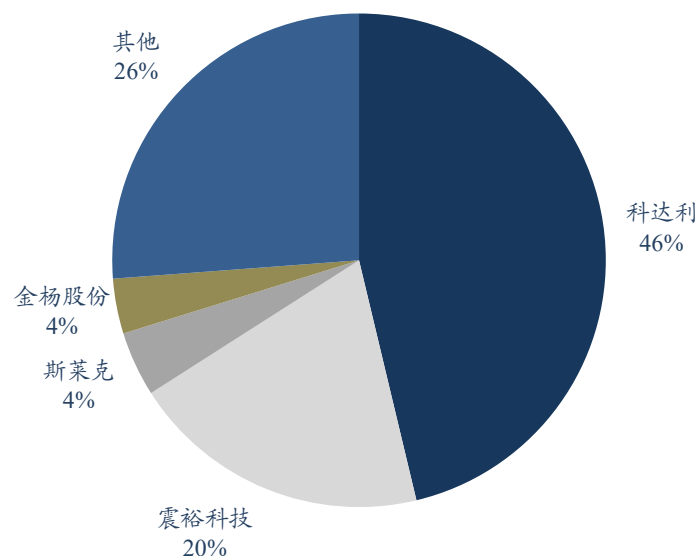
		市值 (亿元)	26年出货 (万吨、亿 平)	27年出货 (万吨、亿 平)	26E (涨价)		27E			
					单位盈利	业绩	估值	单位盈利	业绩	估值
铁锂	湖南裕能	522	150	180	0.34	51	10	0.27	48	11
	富临精工	269	80	150	0.25	17	16	0.25	34	8
	德方纳米	135	40	55	0.23	9	15	0.19	10	14
	龙蟠科技	148	40	50	0.2	9	16	0.2	12	12
	万润新能	114	60	75	0.22	17	7	0.22	16	7
三元	当升科技	222	8	10	1	11	20	1	14	16
	容百科技	181	14	18	0.5	7	26	0.5	9	20
负极	尚太科技	183	43	60	0.24	10	18	0.28	17	11
	中科电气	87	45	55	0.1	5	17	0.14	8	11
	贝特瑞	245	80	90	0.15	12	20	0.19	17	14
	璞泰来	498	25	35	0.15	34	15	0.15	45	11
隔膜	恩捷股份	517	160	210	0.16	25	21	0.22	45	11
	星源材质	220	58	75	0.12	6	37	0.19	13	17
	佛塑科技	287	70	100	0.23	16	18	0.25	25	11
电解液 (假设六氟15w, 碳酸锂16w)	天赐材料	758	100	130	0.61	66	11	0.53	74	10
	新宙邦	508	36	45	0.56	24	21	0.48	23	22
	天际股份	99	4	5	3.01	12	8	2.26	11	9
	多氟多	440	6	7.5	2.63	18	24	1.88	16	28
	石大胜华	153	2.5	3.5	2.26	13	12	1.5	9	17
	海科新源	125	1.1	1.5	4.51	13	10	1.5	10	13
	华盛锂电	139	3	4.5	4.51	14	10	1.5	7	20
铜铝箔	鼎胜新材	188	28	39.2	0.31	10	19	0.35	15	13
	嘉元科技	203	15	20	0.5	9	23	0.8	18	11
	诺德股份	200	12	16	0.45	5	40	0.68	11	18

- ◆ **结构件行业竞争格局稳定，龙头全球市占率稳中有升。**科达利结构件产量2025年国内份额约46%，全球份额30%左右，全球份额稳中有升，震裕在宁德C份额恢复，增速快于行业。国内市场，宁德时代对科达利采购份额维持40%以上，同时在亿纬、中航、欣旺达等二线厂商中均位于独供/主供地位，国内竞争格局维持稳定；国外市场，科达利海外锁定主流客户配套建厂，三大基地逐步放量，市占率有望进一步提升。

图：动力电池结构件采购结构

	电池形状	结构件供应商
宁德时代	方形	40%以上科达利、震裕科技
比亚迪	方形	自供
国轩高科	方形	合肥结构件厂、瑞德丰
力神	方形/圆柱	供应商分散
亿纬锂能	方形/圆柱	60%科达利、无锡金杨
中航锂电	方形	80-90%科达利、瑞德丰
蜂巢能源	方形	80-90%科达利
欣旺达	方形	80-90%科达利
LG	圆柱	70%科达利
松下	方形	100%科达利

图：2025国内锂电结构件竞争格局（在行业总产量中份额wh）



结构件：竞争格局稳定，龙头盈利稳健，二线盈利改善

- ◆ **设备布局及工艺造就生产效率、良率差异，行业成本曲线陡峭，龙头成本优势稳固。**生产效率及良率会带来成本端的差距，龙头锁定日本旭精机、日本山田精密高速冲床等进口设备，其生产效率及自动化程度显著高于国产设备。截至26年6月科达利老产品良率领先竞争对手3-4%，且人员效率更高，高生产效率及良率共筑龙头成本优势，竞争对手短期难以追赶。
- ◆ **龙头降本增效对冲降价影响，预计Q2盈利可维持稳定。**科达利26Q1不受原材料涨价影响，净利率基本维持稳定，我们预计26Q2可维持11-12%，龙二震裕受益于产品结构改善+产能利用率提升，净利率稳步提升。

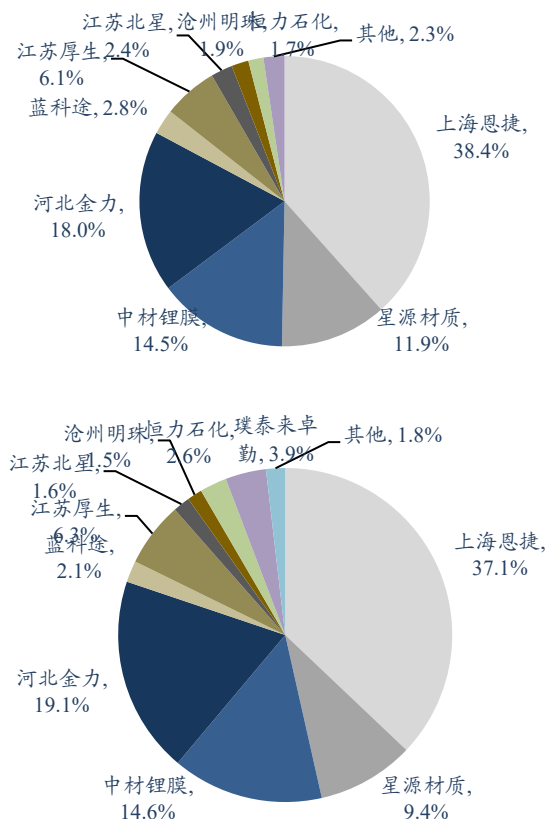
表：结构件厂商利润拆分（收入：亿元）

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%
	结构件业务净利率					-12%	2%	2%	2%	3%	3%	5%	7%	8%	9%
斯莱克	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%	-

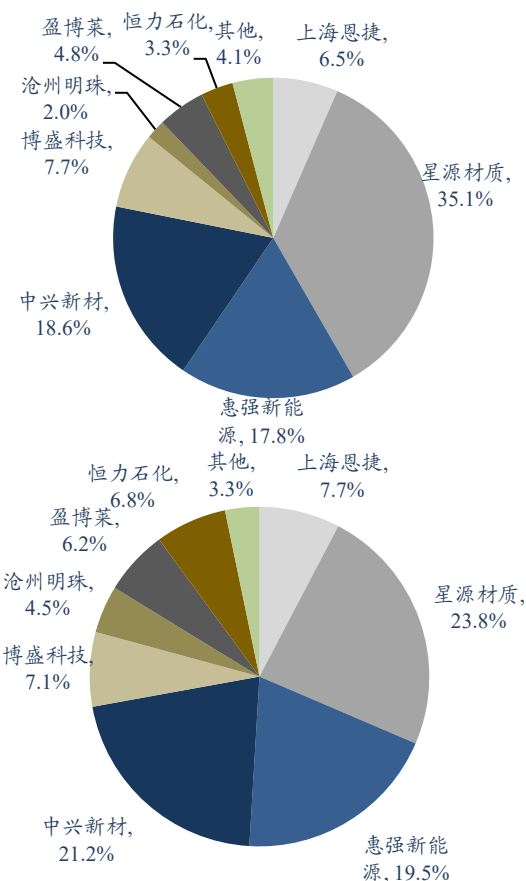
隔膜：二线厂商起量明显，龙头份额小幅压缩

- ◆ **26年龙头恩捷份额小跌，金力份额明显提升。** 26年1-5月隔膜出货177.9亿平，同比+66%，其中湿法隔膜156.4亿平，同比+81%。湿法方面，26年1-5月龙头恩捷份额相比25年下滑1.3pct，河北金力份额增长较快，占据19.1%，中材份额持平，璞泰来卓勤占比3.9%。干法方面，26年1-5月较25年全年，龙头星源市占率下降11.4pct，中兴上升2.6pct，占比21.2%，惠强上升1.7pct，占比19.5%。

图：25年（上）&26年1-5月（下）分企业湿法份额变化



图：25年（上）&26年1-5月（下）分企业隔膜干法份额变化



隔膜：行业扩产有所提速，对应28年产能增量明显

- ◆ 行业新增扩产规划，我们预计27H2-28年落地，27年行业预计新增121.5亿平产能，28年预计新增188.4亿平左右。
- ◆ 璞泰来：公司72亿平计划分两期投产，各8条线，其中一期32亿平我们预计27年年底投产，27年可贡献小幅增量，二期40亿平计划28年Q1落地。公司设备均采用自制设备，其中一期设备单线产能可达4亿平，且有进一步超预期可能，二期单线产能可达5亿平，较当前3亿平的单线产能大幅提升，且随着公司设备提速，单亿平投资额下降至0.7亿元（含土地厂房）。
- ◆ 恩捷：公司计划在自贡建设50亿平产能，投资40亿平，公司持股67%，预计27H2起逐步落地；
- ◆ 后续中材、佛塑均有相关扩产计划，我们预计28年贡献增量。

表：全球隔膜市场供给（亿平）

企业名称	2023有效产能 (基膜成品)	2024有效产能 (基膜成品)	2025有效产能 (基膜成品)	2026有效产能 (基膜成品)	2027有效产能 (基膜成品)	2028有效产能 (基膜成品)
上海恩捷	72.3	86.8	124.8	160.0	200.0	250.0
星源材质	27.8	40.8	50.8	61.8	68.3	76.7
中材科技	20.8	44.8	55.0	60.0	80.0	110.0
沧州明珠	3.3	4.9	9.9	12.4	12.4	12.4
璞泰来	3.0	10.0	20.0	30.0	50.0	90.0
比亚迪	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
北大先行	4.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0
恒力石化		4.4	10.0	19.0	19.0	19.0
河北金力	28.0	32.0	60.0	70.0	100.0	150.0
东航光科	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
中兴新材	20.0	25.0	30.0	30.0	30.0	30.0
南通天丰	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
美联新材	1.0	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5
中科华联	3.0	8.0	10.0	15.0	20.0	30.0
厚生新能源	10.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
其他产能	5.0	8.0	12.0	12.0	12.0	12.0
产能合计	230.0	351.1	483.5	578.3	699.8	888.2

隔膜：湿法26-27年供给均紧张，28年将缓解

- ◆ 隔膜行业龙头厂商满产满销，26年实现供需拐点，我们预计27年产能利用率提升至90%。但考虑比亚迪二代刀片，将从干法隔膜切换至湿法隔膜，加剧湿法隔膜紧缺，**若考虑干法隔膜产能利用率50%，则隔膜产能利用率26年为90%，27年将提升至98%，紧缺加剧。**同时，行业内新增项目我们预计于27H2投产，28年供给紧缺缓解。

图：隔膜行业供需测算（全口径）

	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年E	2027年E	2028年E
全行业有效供给（亿平）	78.8	110.9	188.7	282.3	411.8	552.5	647.3	758.8	947.2
需求（亿平）	57.9	103.0	160.3	209.6	276.5	406.1	545.2	680.7	801.9
过剩（亿平）	20.9	7.9	28.4	72.7	135.3	146.4	102.1	78.1	145.2
产能利用率	73%	93%	85%	74%	67%	74%	84%	90%	85%

图：隔膜行业供需测算（考虑50%干法产能无效）

	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年E	2027年E	2028年E
全行业有效供给（亿平）	78.8	110.9	188.7	282.3	411.8	552.5	608.4	694.0	882.3
需求（亿平）	57.9	103.0	160.3	209.6	276.5	406.1	545.2	680.7	801.9
过剩（亿平）	20.9	7.9	28.4	72.7	135.3	146.4	63.2	13.3	80.4
产能利用率	73%	93%	85%	74%	67%	74%	90%	98%	91%

◆ 湿法26Q1已上涨10%，Q2部分客户二次涨价传导PE上涨，Q3大客户有望涨价落地。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%，考虑供给紧张，且PE原材料涨价，Q3大客户涨价有望落地10-20%，其余客户二轮谈价顺利，价格弹性明显。我们预计26Q3单平利润有望提升至1.5毛，26Q4进一步向上，27年单平利润2-3毛。

表 主流隔膜厂商单平盈利对比（亿平，元/平）

代表公司	单位	2022A	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
恩捷股份	出货 (亿平)	46.5	10	12	15	12.5	12.2	15.3	20	20.5	21	24.5	31.5	37	35
	单价 (元/平)	2.33	2.9	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 (元/平)	0.84	0.6	0.6	0.5	0.3	0.13	0.09	0.08	-0.25	0.01	0.04	0.04	0.09	0.11
星源材质	出货 (亿平)	17	4.2	6	7.8	7.3	6.4	10	11.5	12.6	11	11.5	11.9	12.1	10.5
	单价 (元/平)	1.9	1.79	1.3	1.24	1.25	1.27	1.06	0.94	0.88	0.91	0.99	1.01	1.09	1.16
	单位净利 (元/平)	0.45	0.4	0.33	0.33	0.05	0.15	0.08	0.08	0.08	0.03	0.01	-0.02	0.02	0.05

		市值	26年出货	27年出货	26E（涨价）			27E		
		(亿元)	(万吨、亿平)	(万吨、亿平)	单位盈利	业绩	估值	单位盈利	业绩	估值
隔膜	恩捷股份	517	160	210	0.16	25	21	0.22	45	11
	星源材质	220	58	75	0.12	6	37	0.19	13	17
	佛塑科技	287	70	100	0.23	16	18	0.25	25	11

铜箔：26年-27年产能增量有限，年扩产20万吨左右

- ◆ 全球锂电铜箔新增产能少，26年我们预计全球锂电铜箔产能合计176.8万吨，新增23.3万吨；27年我们预计201.2万吨，新增24.4万吨，主要由嘉元、华创新材、海亮贡献，新增产能有限。

图：全球铜箔产能（万吨）

铜箔	20年有效产能	21年有效产能	22年有效产能	23年有效产能	24年有效产能	25年有效产能	26年有效产能E	27年有效产能E
诺德股份	3.9	3.9	5.5	7.0	12.0	12.0	13.5	15.5
龙电华鑫	2.5	5.0	9.0	12.5	13.0	15.5	15.5	15.5
铜冠铜箔	1.8	2.0	3.5	2.0	4.5	4.0	2.5	2.5
长春化工	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
嘉元科技	1.4	2.8	5.5	8.0	9.0	12.0	15.0	20.0
赣州逸豪	0.5	0.5	0.5	1.0	1.0	1.0	1.5	2.0
湖北中一	0.5	1.5	3.8	5.5	5.5	5.5	5.5	6.0
华创新材		1.0	5.0	10.0	13.0	13.0	16.0	20.0
铜博科技		2.0	2.0	5.0	7.0	9.0	9.0	9.0
德福科技		2.5	6.0	12.5	12.5	12.5	16.0	16.0
海亮股份				2.5	5.0	7.0	11.0	16.0
江西铜业			1.5	1.5	1.5	1.5	3.5	3.5
超华实业					3.0	3.0	3.0	3.0
太原惠科					3.0	3.5	3.5	3.5
亨通铜箔					1.0	2.5	2.5	2.5
盈华电子					1.0	2.2	2.2	2.2
江苏铭丰					2.0	2.0	2.0	2.0
云南惠铜					1.7	1.7	1.7	1.7
杭电股份					1.5	2.0	3.0	3.0
白银有色				2.0	5.0	5.0	7.0	7.0
其他	6.4	13.0	15.0	15.0	15.0	15.0	20.0	25.0
国内总产能	19.5	36.1	59.3	86.5	119.2	131.9	155.9	177.9
乐山集团	2.3	3.2	5.2	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5
Solus Advanced Materials		1.0	1.5	4.0	5.0	5.0	5.0	5.0
SK Nexilis	1.8	2.7	3.8	5.0	6.0	11.0	11.0	14.0
古河电工	0.9	0.9	1.5	1.0	0.5	0.5	0.5	0.5
南亚塑胶	0.0	0.0	0.0	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
其他	1.0	1.0	1.0	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
海外总产能	6.0	8.8	13.0	19.1	20.6	25.6	25.6	28.6
全球总产能	25.5	44.9	72.3	103.0	136.2	153.5	176.8	201.2

铜箔：26年紧平衡，27年存在供给缺口

- ◆ 根据我们的测算，26年全球锂电铜箔供给177万吨，需求168万吨，产能利用率95%；27年产能利用率104%，供给201万吨，需求210万吨。国内头部厂商锂电扩产意愿较弱，主要新增产能集中于电子电路箔。

图：全球铜箔产能利用率测算

铜箔	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年E	2027年E
全行业有效供给（万吨）	45	72	103	136	154	177	201
-同比	76%	61%	43%	32%	13%	15%	14%
需求（万吨）	40	62	78	93	127	168	210
-同比	78%	53%	27%	19%	37%	32%	25%
过剩	5	11	25	43	27	9	-9
产能利用率	90%	85%	76%	68%	83%	95%	104%

图：主流铜箔公司出货量测算（万吨）

	2024年	2025年			2026年E		
		合计	锂电	电子	合计	锂电	电子
诺德股份	5.3	7.2	6.7	0.5	13.0	11.5	1.5
嘉元科技	6.6	9.9	9.5	0.4	17.0	16.0	1.0
中一科技	6.1	6.9	5.5	1.4	8.0	5.5	2.5
铜冠铜箔	5.5	7.2	3.0	4.2	8.0	2.5	5.5
德福科技	9.3	14.1	11.5	2.6	19.0	15.5	3.5
国内主流厂商合计	32.8	45.4	36.3	9.1	65.0	51.0	14.0

- ◆ 上半年小客户已涨价，大客户我们预计Q3涨价落地，且27年有望进一步上涨。26年4月以来部分二线电池客户加工费已上调约1500-2000元/吨，4.5μm/6μm加工费回升至约2.5/2.0万元/吨；大客户涨价我们预计Q3落地，且27年紧缺，加工费有望进一步上涨。
- ◆ 铜箔主流企业单吨净利有望显著修复。26Q1铜箔企业单吨净利明显修复，我们预计26Q2盈利进一步提升，主流厂商均恢复至0.3w+，26Q3随着产能利用率提升及加工费上涨落地，单吨净利我们预计逐季改善，盈利有望修复至0.6-0.8w。

图：铜箔主要厂商单吨净利(万元/吨)

代表公司	单位	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
诺德	出货	0.9	1.4	1.5	1.5	1.4	1.7	1.7	2.5	2.4
	单价	13.2	10.8	10.0	11.6	11.4	11.0	11.8	11.5	12.2
	单位净利	-1.13	-0.67	-0.47	-0.57	-0.31	-0.25	-0.14	-0.20	0.10
嘉元	出货	0.9	1.6	2.0	2.2	2.1	2.0	2.7	3.1	3.0
	单价	12.1	10.5	11.0	11.2	10.8	11.2	10.8	11.5	13.0
	单位净利	-0.59	-0.45	-0.26	-0.22	0.04	0.01	0.00	0.05	0.35
德福	出货					3.0	3.2	3.6	4.4	3.7
	单价					8.3	8.7	9.0	9.0	11.9
	单位净利					0.02	0.02	0.04	0.13	0.41

图：主流铜箔公司利润弹性测算（万吨、万/吨、亿元）

		25年出货	26年出货	27年出货	2026年		2027年		26PE	27PE
					单位净利	利润	单位净利	利润		
嘉元科技	锂电铜箔-国内	9.3	13	16	0.4	5.5	0.7	10.4	22.8	10.8
	锂电铜箔-海外	0.3	1	2	1.2	1.2	1.2	2.4		
	HVLP1-2代			0.5	2.8	0.0	3.1	1.6		
	RTF		0.1	0.5	1.8	0.2	1.8	0.9		
	HTE	0.3	0.8	1	0.2	0.1	0.3	0.3		
	合计	9.9	14.9	20.0	0.6	8.7	0.9	18.8		
诺德股份	锂电铜箔	6.8	11.5	13	0.4	4.3	0.8	10.4	37.1	16.7
	HVLP3-4代			0.2			10.0	2.0		
	HVLP1-2代		0	1	1.8	0.0	3.0	3.0		
	RTF	0.02	0.5	1.5	1.8	0.9	2.0	3.0		
	HTE	0.38	1	0.5	0.2	0.2	0.4	0.2		
	合计	7.2	13.0	16.2	0.4	5.4	0.7	18.6		
德福科技	锂电铜箔	11.5	15.5	16	0.5	8.1	0.8	12.8	48.6	22.4
	HVLP1-2代	0.08	0.3	1.5	3.8	1.1	4.1	6.2		
	HVLP3-4代		0.02	0.5	8.0	0.2	8.0	4.0		
	RTF	0.12	1.2	2	2.4	2.9	2.4	4.8		
	HTE	2.4	2	2	0.6	1.1	0.7	1.4		
	合计	14.1	19.0	22.0	0.7	13.4	1.1	29.1		
铜冠铜箔	锂电铜箔	3	2.5	2	0.2	0.6	0.5	0.9	102.3	44.1
	HVLP1-2代	0.3	1	2	2.8	2.8	3.1	6.3		
	HVLP3-5代		0.1	1	9.1	0.9	9.9	9.9		
	RTF	1.5	2	2	2.3	4.5	2.3	4.5		
	HTE	2.4	2	1.5	0.5	1.0	0.7	1.0		
	合计	7.2	7.6	8.5	1.3	9.7	2.2	22.5		
中一科技	锂电铜箔	5.5	5.5	6	0.2	1.2	0.5	2.7	35.1	16.2
	HVLP1-2代	0.02	0.4	0.8	2.8	1.1	3.1	2.5		
	HVLP3-5代		0	0.1	9.1	0.0	9.9	1.0		
	RTF	0.08	0.4	1	2.3	0.9	2.3	2.3		
	HTE	1.3	1.7	0.7	0.5	0.9	0.7	0.5		
	合计	6.9	8	8.6	0.9	4.1	1.3	8.9		

铝箔：加工费上涨且涂炭比例提升，龙头盈利将提升

- ◆ **26年产能利用率回升，27年供给有望紧张。**我们测算26年新增供给18万吨，26年产能利用率提升至88%，27年预计达90%+。
- ◆ **铝箔加工费26Q2成功上涨1k，我们预计盈利明显改善。**铝箔产能供不应求，大客户26Q2涨价由阶梯式定价改为普涨1k，Q2起涨价将进一步体现，盈利拐点显著，26年公司单吨利润有望提升至0.35万左右。

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	42
华北铝业	3	3.5	5	5	6	6	6
南南铝业		1.5	1.8	2.5	5	7	10
万顺新材		1.5	3	7.2	7.2	8	15
天山铝业			2	2	2	2	2
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	3.5	3.5
厦门厦顺	1	2	2	2	2	2	2
东阳光		1.2	5	7.2	7.2	7.2	7.2
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	12.5
神隆宝鼎					7.8	7.8	7.8
洛阳优箔			2	3	6	6	6
国内其他	2	4	6	7	8.0	9.0	10.0
海外其他	5.00	5.00	5.00	5.00	6.0	7.0	8.0
合计	18	38	59	75	103	121	149
铝箔							
全行业有效供给（万吨）		2022年	2023年	2024年	2025年	2026年E	2027年E
		38	59	75	103	121	149
-同比		118%	54%	28%	37%	17%	23%
需求（万吨）		29	37	50	74	106	137
-同比		69%	30%	34%	48%	43%	30%
过剩		9	21	25	29	15	12
产能利用率		75%	64%	67%	72%	88%	92%

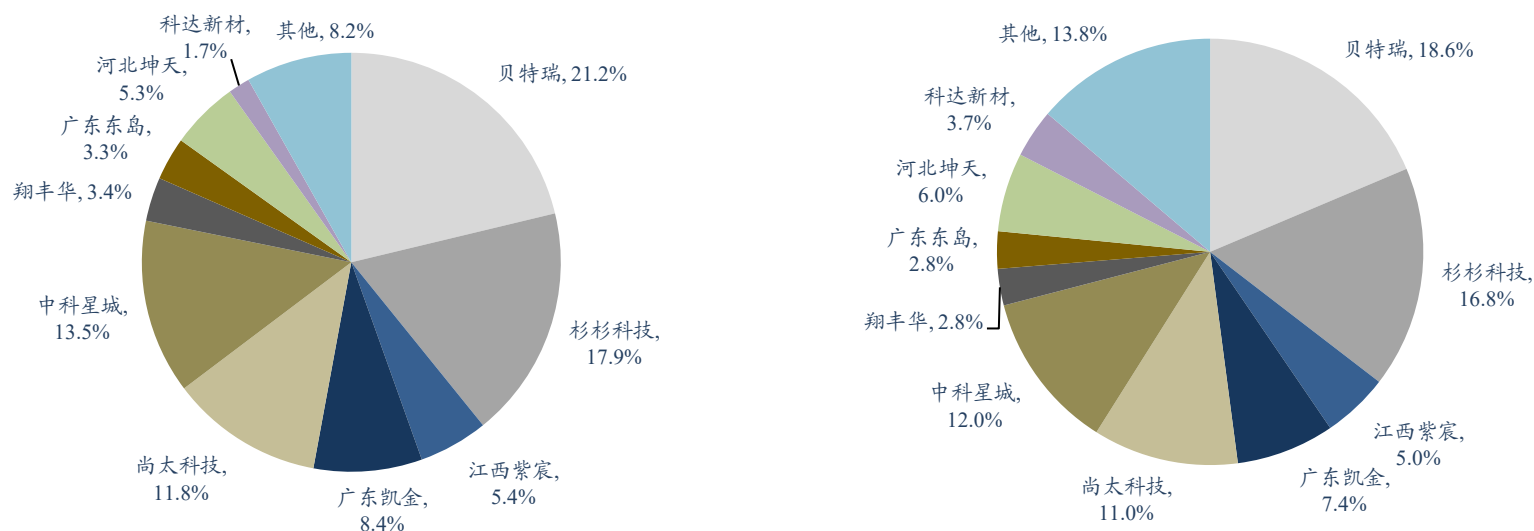
图：鼎胜新材电池箔盈利

鼎胜新材	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26
电池箔单吨利润（万/吨）	0.2	0.2	0.13	0.13	0.13	0.14	0.17	0.28	0.25

负极：行业需求稳步增长，行业格局基本稳定

- ◆ **负极需求稳步增长，26年1-5月产量同增64%。**26年1-5月行业产量达160.4万吨，同增64%，当前主要龙头公司已满产，预计26年出货量进一步提升。
- ◆ **负极厂商行业格局基本稳定，龙头厂商已满产受限于产能。**26年1-5月贝特瑞份额18.6%，较25年全年下滑2.6pct，仍居第一，上海杉杉以16.8%保持第二，较25年全年下滑1.1pct；中科星城、尚太科技份额达12%/11%，较25年-1.5pct/-0.8pct，主要系当前已满产满销，受限于新增产能释放。

图：25年（左） & 26年1-5月（右） 负极份额占比



负极：头部厂商稳步扩产，二线厂资金压力大不具备扩产能力

- ◆ **行业扩产集中头部，且头部厂商扩产倾向海外。**尚太、中科、贝特瑞26年稳步扩产，26年分别新增产能10-20万吨左右，27年维持10-20万吨扩产节奏，产能稳步推进；且当前行业扩产基本集中于头部，二线负极厂现金压力较大，基本不具备扩产能力。

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	2022有效产能	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	15	18	20	25	25	35
杉杉股份	18.0	27.0	35.0	45.0	50.0	50.0
贝特瑞	29.5	39.0	49.5	58.0	80.0	95.0
东莞凯金	15.5	15.5	21.5	25.0	30.0	40.0
中科电气	13.0	17.4	25.7	35.0	45.0	55.0
翔丰华	3.0	6.0	8.0	9.0	15.0	15.0
江西正拓	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4
深圳斯诺	3.0	3.0	5.0	10.0	10.0	10.0
尚太科技	10.0	20.0	20.0	30.0	40.0	55.0
四川金泰	1.0	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	0.5
坤天新能源	1.0	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	1.5	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	60.0
合计	124.4	219.8	318.6	438.9	520.4	620.4

- ◆ **负极行业龙头厂商已超产供不应求，下半年起供给进一步紧张，27年维持紧平衡。**我们测算产能利用率从25年的71%提升至26年的82%。当前头部厂商已满产，尚太、中科订单供不应求寻找外协，26年尚太、中科有效产能新增10万吨，贝特瑞有效产能新增20万吨，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E	2027年E
全行业有效供给（万吨）	137	233	331	451	531	629
同比	43%	70%	42%	36%	18%	18%
需求（万吨）	125	171	220	322	438	555
同比	54%	37%	29%	46%	36%	27%
产能利用率	91%	73%	66%	71%	82%	88%

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	44	110%
中科电气	35	37	106%	45	45	100%
贝特瑞	58	58	100%	80	68	85%
璞泰来	25	14	57%	25	20	80%

- ◆ **龙头单位盈利预计26Q2起小幅修复，26Q3预计对大客户涨价落地，且实现与原材料价格联动。** 26Q1负极原材料涨价，负极盈利环比承压，26Q2产能利用率提升我们预计单吨净利小幅改善，且下游客户涨价顺利，除大客户外涨价1-2k，且改变计价方式与石油焦价格联动，26Q3有望对大客户涨价1-2k，我们预计行业可恢复至合理盈利水平。

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	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	2.7	2.65	2.64	2.77	2.44	2.62	2.58
	单位净利	0.81	1.18	0.95	0.6	0.38	0.35	0.38	0.37	0.33	0.35	0.35	0.34	0.24	0.22	0.20
贝特瑞	出货	16	33	7.5	9.5	10.8	8.2	9	11	10.5	12.5	10.8	15.4	15.7	18.2	16.4
	单价	4.56	5	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	3.8	4.2	4.5	3.1	3.6	3.3	3.2	3.1	3.9	3.3	4	3.6
	单价	5.96	6.2	5.59	4.39	3.99	3.72	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	单位净利	1.14	1.19	0.9	0.35	-0.55	-0.62	-0.05	-0.3	-0.3	-1.1	-0.1	0	0.05	0.05	0
中科	出货	5.9	11.4	2.5	3.4	4	4.2	3.8	5	6.5	7	7	8.7	10	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	0.4	-0.54	0.07	0.21	0.29	0.09	0.11	0.17	0.2	0.19	0.18	0.13	0.09	0.06

- ◆ **考虑涨价+石墨化自供率提升，行业盈利有望逐步改善：**26年头部厂商维持满产满销，且头部厂商寻求外协，导致自供率降低，当前行业紧缺，石墨化+石油焦均涨价，我们预计Q3可传导至下游客户，叠加27年期海外产能落地，单位盈利明显高于国内，预计盈利可持续提升，行业盈利逐步改善。

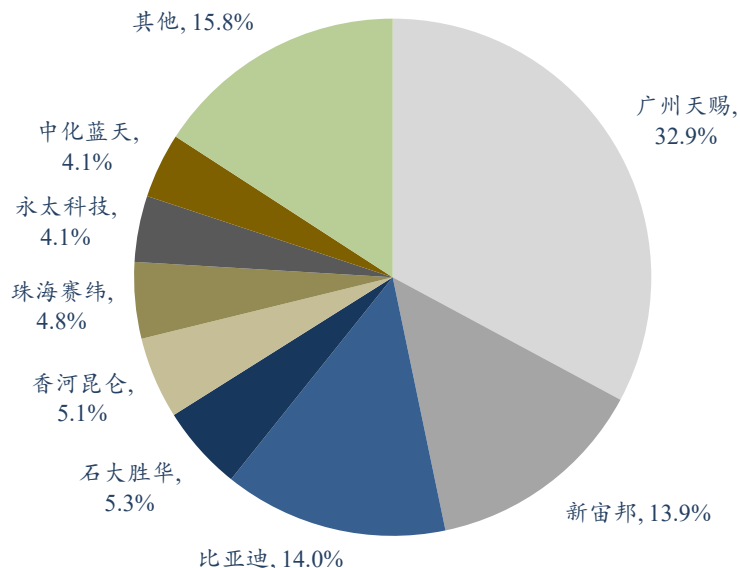
表：主流厂商利润空间测算（万吨，万元/吨）

		市值	26年出货	27年出货	26E（涨价）			27E		
		(亿元)	(万吨、亿平)	(万吨、亿平)	单位盈利	业绩	估值	单位盈利	业绩	估值
负极	尚太科技	183	43	60	0.24	10	18	0.28	17	11
	中科电气	87	45	55	0.1	5	17	0.14	8	11
	贝特瑞	245	80	90	0.15	12	20	0.19	17	14
	璞泰来	498	25	35	0.15	34	15	0.15	45	11

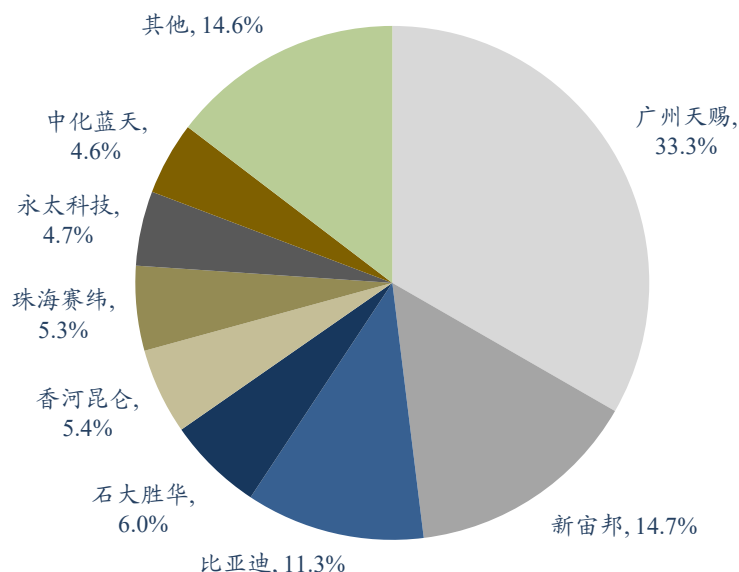
电解液：产量增长迅速，龙头市占率进一步提升

- ◆ **电解液产量增长迅速，26年1-5月产量达111.6万吨，同比+49%。**26年1-5月电解液产量111.6万吨，同比+49%，我们预计全年电解液可维持40%+增长。
- ◆ **电解液龙头天赐地位稳固，龙头市占率进一步提升，尾部厂商开始出清。**龙头天赐26年1-5月市占率保持33.3%，较25年提升0.5pct；比亚迪26年1-5月市占率达11.3%，较25年下滑2.8pct；新宙邦26年1-5月市占率为14.7%，较25年提升0.9pct；石大胜华电解液开始出货，26年1-5月市占率达6%，份额较25年提升0.7pct；国泰华荣份额下降，三四线厂商产能逐步出清。

图：电解液2025竞争格局



图：电解液2026年1-5月竞争格局



电解液：6F短期供给紧缺，部分扩产提速，27年紧缺缓解

- ◆ **26Q1价格恢复后，产能扩产加速，行业新增产能27-28年陆续扩张。**新宙邦规划6万吨，计划27Q1投产；多氟多与大客户签订3年长协，新增6万吨扩产规划，计划2028年产能扩至15万吨；永太已开始3.5万吨项目技改；天赐计划27年中新增6万吨，因此我们预计27年新增产能有望达到15万吨，同比增35%+，总产能达59万吨。

表：全球六氟产能（单位：吨）

	产能（吨）							
	2020有效	2021有效	2022有效	2023有效	2024有效	2025有效	2026E有效	2027E有效
天赐材料	10,000	22,000	44,100	90,000	110,000	110,000	125,000	160,000
多氟多	9,000	14,000	37,000	58,000	65,000	65,000	65,000	85,000
江苏新泰	8,240	8,240	10,870	16,050	30,000	40,000	50,000	60,000
赣州石磊	0	3,000	4,000	5,800	10,000	20,000	46,000	55,000
韩国厚成	1,900	4,500	5,500	6,000	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	7,000
金牛化工	1,500	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	15,000
石大胜华	2,000	2,000	2,000	11,000	35,000	35,000	35,000	35,000
永太科技	2,000	5,350	8,000	8,000	18,000	18,000	18,000	25,000
湖北宏源	5,000	5,000	6,500	9,200	10,000	10,000	12,000	16,000
东莞杉杉	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
贵州磷化					5,000	10,000	10,000	10,000
湖北犇星					3,100	3,100	3,100	5,000
福建龙德				13,000	13,000	13,000	13,000	13,000
山东立中						5,000	10,000	16,000
其他厂商	2,000	2,000	4,000	15,000	15,000	15,000	20,000	80,000
有效产能合计	52,640	79,590	137,470	252,550	340,600	370,600	433,600	591,500

电解液：26年供给紧缺，27年明显缓解

- ◆ 我们测算26年六氟行业供需改善显著，26年有望实现紧平衡，27年起紧缺缓解。供给端，26年供给43.4万吨，增长17%，26年需求41.6万吨，增长35%，26年行业供给我们预计实现紧平衡，当前库存水平维持低位，行业供给紧张。27年若新增产能如期达产，我们预计行业产能利用率将下降至87%，紧缺明显缓解。

表：供需格局预测

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	59.2
-同比	73%	84%	35%	9%	17%	36%
需求（万吨）	12.5	16.5	20.8	30.8	41.6	51.7
-同比	54%	33%	26%	48%	35%	24%
过剩（吨）	12,927	87,275	132,227	62,136	17,285	74,566
产能利用率	91%	65%	61%	83%	96%	87%

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	92%
天赐材料	11	8	73%	12.5	12	96%
江苏新泰	4	3.5	88%	5	5	100%
石大胜华	3.5	0	0%	3.5	3	86%
赣州石磊	2	1.8	90%	4.6	4	87%

- ◆ **大客户长协价格锁定9-10万/吨，散单价格反弹至10-12万，库存仅1-2周，26Q3旺季有涨价可能性。**天赐3月停产，26Q2散单价格反弹至10-12万，大客户涨价价格锁定9-10万左右，压制散单上涨，当前行业库存6000吨左右，近1-2周，随着26Q3旺季来临，六氟平均价格有望上涨至11-12万，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	2026Q1
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	20.5
	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	0.40	0.72
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	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	0.2	0.12	0.12	0.08	0	0.04	0.04	0.05	0	-0.01	-0.01	0.15	0.23
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	1.3
	单价	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	单位净利						0.2	0.05	0.2	0.2	0.2	0.2	0.01	1.0	2.8
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	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	-0.31	-0.49	-0.38	1.5	2.0

盈利：原材料涨价+Q2均价下降，6F盈利有所压缩

- ◆ 短期看，26Q2碳酸锂均价提升2-3万，对应六氟成本上涨0.5-0.6万/吨，叠加氢氟酸等涨价，整体成本我们预计提升0.8万/吨+，而Q2均价环比下降1-2万/吨。因此Q2六氟盈利环比有所下降。
- ◆ 若六氟成交均价12万/吨，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，六氟单吨盈利2-3万左右，我们预计天赐26年净利润60-70亿，天际26年8-10亿净利润，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		2026E六氟价格 (万元/吨)						
		8	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	4.3	5.0	7.3	8.8	11.0	14.8
	多氟多	0.5	2.8	3.5	5.8	7.3	9.5	13.3
	天际股份	0.0	2.3	3.0	5.3	6.8	9.0	12.8
归母净利润 (亿元)	天赐材料	30	59	69	98	118	147	196
	多氟多	5	20	25	39	49	64	88
	天际股份	0	9	13	22	28	38	54
PE	天赐材料	25	15	13	9	7	5	4
	多氟多	88	29	22	13	10	7	5
	天际股份	-	16	11	5	4	3	2

- ◆ Q3无较大新增产能投产，行业供给紧张，华盛新产能预计26Q4投产，永太新增扩产规划，预计27年紧缺缓解。山东巨元25-26年产能稳定于2万吨，新投产3万吨爬坡较慢，华盛锂电25年有效产能1.5万吨，26年下半年新增投产一期3万吨预计Q4落地；山东海科25-26年有效产能分别为0.7/0.8万吨，后续主要通过技改扩产，弹性产能约20%；行业Q3供给紧张，Q4起华盛新产能落地，此外永太规划5万吨新增产能预计27-28年陆续投产，供给紧缺预计缓解。

表：全球VC产能集中度高，有效产能远小于名义产能

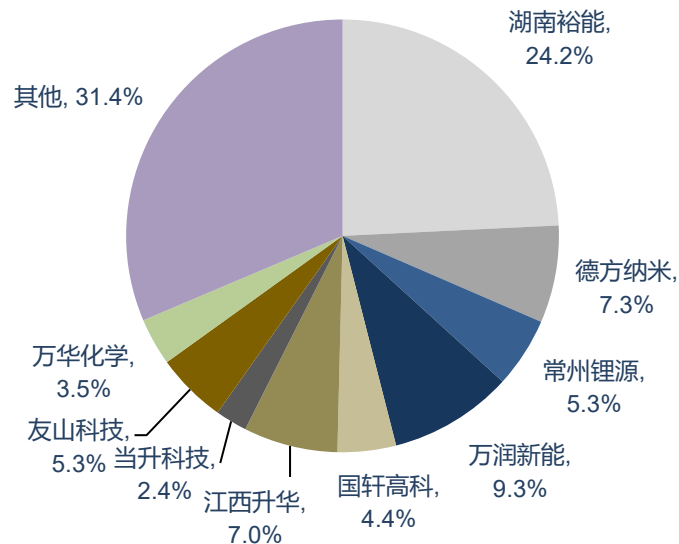
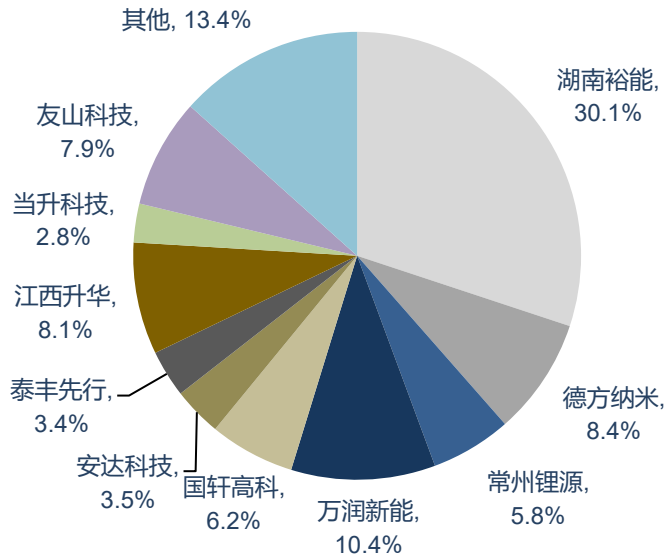
	2025有效	2026E有效	2027E有效
江苏华盛	1.50	3.00	4.50
山东巨元	2.00	2.00	2.00
江苏瀚康	0.60	0.60	0.60
苏州华一	0.30	0.60	1.00
江西富祥	0.60	0.80	1.00
山东孚日	0.60	0.80	1.00
山东惟普	0.30	0.40	0.80
永太化学	0.30	0.40	0.50
浙江亿普	0.30	0.40	0.50
山东海科	0.70	0.84	1.00
常熟理文	0.25	0.25	0.25
苏州祺添	0.30	0.30	0.30
主流厂商合计	7.75	10.39	13.45

	2025年	2026E	2027E
厂商供给（吨）	7.8	10.4	13.5
增速	3%	34%	29%
需求（吨）	7.5	10.4	13.1
增速	58%	39%	25%
过剩（吨）	0.3	0.0	0.4
产能利用率	97%	100%	97%

铁锂正极：头部厂商份额下滑，万华市占率上升

- ◆ **头部厂商份额下滑，万华化学市占率快速提升。** 2026年1-5月铁锂正极累计产量达218.7万吨，同比+85%。湖南裕能26年1-5月累计市占率达24.2%，较25年下滑5.9pct。二线厂商普遍下滑，友山科技26年1-5月累计市占率达5.3%，较25年下滑2.6pct；德方、万润、国轩高科等略有下滑。万华化学26年1-5月累计市占率达3.5%，逆势上升。

表：磷酸铁锂厂商竞争格局（2025年：左；2026年1-5月：右）



铁锂正极：头部扩产加速，边际产能利用率维持

- ◆ **行业扩产较快，头部厂商仍有新增产能释放。**26年行业内裕能稳步扩产，我们预计26年新增45万吨；富临扩产较激进，27年底产能达170万吨；万华年底名义产能突破100万吨，实际有效产能我们预计达80万吨；同时万润、龙蟠、德方等均有扩产计划。整体而言，27年行业新增产能较多，我们预计新增300-400吨，同比增40-50%。

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	55.0
龙蟠科技	9.2	17.2	24.0	27.0	45.0	80.0
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	80.0
湖南裕能	34.8	55.3	75.3	105.0	150.0	200.0
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	170.0
中核钛白						
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
新洋丰						
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
邦盛集团						
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	100.0
融通高科	9.5	18.0	35.0	43.0	43.0	43.0
万华化学			5.0	10.0	20.0	80.0
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	751.9	1,108.7

铁锂：26年产能利用率稳中有升，27年将下降

- ◆ 我们预计26年行业供需达85%，头部厂商维持满产状态。25年产能利用率83%，需求下半年超我们预期，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85%，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，若厂商扩产均符合预期，则27年产能利用率下降至75%。

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E	2027年E
供给（万吨）	114.6	225.7	401.1	526.9	751.9	1,108.7
-同比	166%	97%	78%	31%	43%	47%
需求（万吨）	100.9	163.4	250.8	435.6	640.9	829.6
-同比	157%	62%	53%	74%	47%	29%
产能利用率	88%	72%	63%	83%	85%	75%

单位：万吨	2023年	同比	2024年	同比	2025年	同比	2026年E	同比
德方	21.4	19%	24.0	12%	28.0	17%	42.0	50%
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%	25.0	150%	40.0	60%
山东丰元	3.7	164%	4.5	22%	6.0	33%	10.0	67%
当升科技					10.0		20.0	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%	36.0	80%	55.0	53%
主流厂商合计	158.2	49%	195.0	23%	299.5	54%	497.5	66%

价格：26Q2传导原材料涨价，经营性利润预计提升

- ◆ **26Q1加工费上行+碳酸锂涨价，盈利大幅好转。** 26Q1加工费上涨1500-2000元，叠加碳酸锂价格上涨，普遍单吨利润提升至0.2-0.4万元/吨。
- ◆ **26Q2部分客户磷联动定价落地，传导成本上涨，经营性利润有望维持提升。** 26Q2铁锂对客户涨价1-2k，对磷酸实现价格联动机制，传导原材料价格上涨，预计经营性利润较26Q1提升，但碳酸锂价格波动，对盈利影响还需进一步明确。

表：铁锂正极主流厂商季度盈利情况（万吨、万元/吨、万元/吨）

代表公司	单位	2019A	2020A	2021A	2022A	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
裕能	出货	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	35.2	30.0
	单价	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	3.66	5.64
	单位净利	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	0.17	0.45
德方	出货	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	8.6	8.9
	单价	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	3.53	5.51
	单位净利	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	0.10	0.35
万润	出货	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	12.8	11.3
	单价	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	5.38
	单位净利	-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	0.02	0.38
龙蟠	出货	-	-	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	7.1	6.0
	单价	-	-	6.95	14.54	14.96	9.74	4.31	5.14	3.69	3.47	3.37	2.91	-	-	-	-	-
	单位净利	-	-	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	0.11	0.36
富临	出货	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	7.8	9.08	7.5
	单价	1.47	2.55	6.48	10.99	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	单位净利	-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	0.09	0.08	0.24

- ◆ **铁锂成本上涨顺利传导、经营性单吨净利进一步提升。**26Q1铁锂普涨1500-2000落地，叠加碳酸锂库存收益，Q1铁锂厂盈利弹性显著，单吨净利恢复至3k-4.5k，但硫磺价格上涨带动磷酸涨价，B公司招标将联动磷酸报价，合计落地涨价1500左右，磷酸价格由年初7k涨至8.5k左右，铁锂成本上涨1k+，可顺利传导原材料涨价，且单吨净利可进一步小幅提升，其余客户报价有望跟进。
- ◆ **五代高端产品快速起量，可赚取技术溢价，富临具有显著alpha。**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，26Q1 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（注：表中估值为市值/测算业绩得到）

		市值	26年出货	27年出货	26E（涨价）			27E		
		(亿元)	(万吨、亿平)	(万吨、亿平)	单位盈利	业绩	估值	单位盈利	业绩	估值
铁锂	湖南裕能	522	150	180	0.34	51	10	0.27	48	11
	富临精工	269	80	150	0.25	17	16	0.25	34	8
	德方纳米	135	40	55	0.23	9	15	0.19	10	14
	龙蟠科技	148	40	50	0.2	9	16	0.2	12	12
	万润新能	114	60	75	0.22	17	7	0.22	16	7

导电剂：单壁碳管贡献利润增量，持续高增可期

- ◆ **天奈传统多壁管预计26年出货略增，单吨盈利稳定。**我们预计25全年一二三代出货量7万吨+，同减约15%，26年出货预计同比略增，后续盈利有望维持稳定。
- ◆ **单壁碳管25年开始贡献利润增量，26年维持高增。**下游快充、高循环、高能量密度产品对四代浆料的需求高增，价值量占电芯材料成本的4-5%，已成为重要的电芯材料。公司当前产能40吨粉体，年底将扩产至100吨粉体（对应2.5万吨浆料），25Q4单壁浆料出货达3000-4000吨，全年出货我们预计6000-7000吨；26H1粉体产能将达130-140吨，26年单壁浆料出货我们预计2万吨。盈利方面，单壁和四代产品国内仅公司可实现大批量出货，我们预计单吨利润维持1万/吨+，26年有望贡献5亿以上利润。

图：天奈科技季度价格和单吨利润（万元/吨）

天奈科技	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26
均价 (含税)	2.86	2.73	2.86	2.79	2.31	1.83	1.93	1.77	1.94	2.12	2.31	1.97	2.05
单吨利润	0.3	0.3	0.4	0.41	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.29	0.3	0.2

图：主要导电剂厂商产能规划（万吨）

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

图：导电剂供需平衡测算

	2022年	2023年	2024年	2025年	2026E
全行业有效供给 (万吨)	21	36	47	61	72
需求 (万吨)	16	22	30	44	59
过剩 (万吨)	5	14	18	16	12
产能利用率	74%	61%	63%	73%	83%

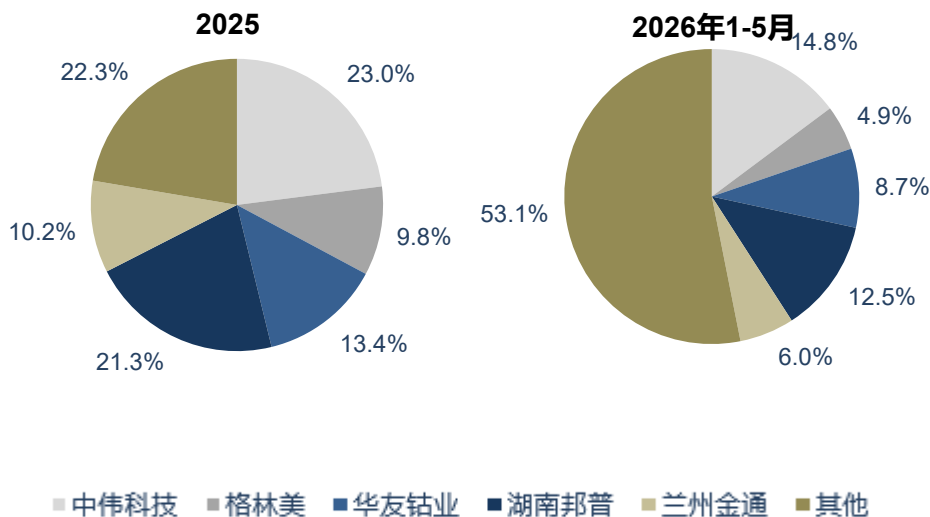
三元前驱体：国内基本停止扩产，26年产能利用率提升

- ◆ **26年扩产显著放缓，产能利用率小幅提升。**26年国内基本无新增产能，主流厂商重点布局海外产能，且部分国内产能转移至海外，产能利用率小幅提升至约58%。
- ◆ **26年龙头厂商份额普遍下滑，行业集中度下降。**26年1-5月中伟产量占比14.8%，较25年降低8.2pct，华友占比8.7%，较25年下滑4.7pct，邦普占比12.5%，较25年下滑8.8pct。

图：前驱体厂商产能规划（万吨）

	2023有效产能	2024有效产能	2025有效产能	2026有效产能E
中伟股份	40.0	40.0	42.0	44.0
格林美	26.0	26.0	26.0	26.0
华友钴业	27.0	27.0	32.0	32.0
邦普	15.0	20.0	30.0	30.0
芳源股份	6.0	8.0	10.0	10.0
帕瓦股份	2.5	4.3	5.0	5.0
长远锂科	4.0	6.0	8.0	8.0
容百	5.0	6.0	6.0	6.0
当升科技	0.5	0.5	0.5	0.5
长信优美科	6.0	6.0	6.0	6.0
金川集团	5.0	7.0	10.0	10.0
中冶瑞木	6.0	8.0	10.0	10.0
道氏技术	9.4	9.4	12.4	12.4
其他	20.0	20.0	20.0	20.0
合计	169.9	183.9	212.9	214.9

图：前驱体厂商份额及变化（按产量）



图：全球前驱体供需平衡测算

	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026E
供给（万吨）	65.3	101.4	152.9	165.5	191.6	193.4
需求（万吨）	68.1	85.5	90.0	102.6	106.4	112.1
过剩（万吨）	-2.8	15.9	62.9	62.9	85.2	81.3
产能利用率	104%	84%	59%	62%	56%	58%

三元前驱体：镍冶炼产能释放，但盈利受硫磺涨价影响

- ◆ **26年镍冶炼产能释放，27-28年均有新项目落地。**中伟股份中青项目26年满产运行，26年权益产量合计12万吨+。华友钴业华越、华飞项目稳定超产，Pomalaa项目26年底投产，26年权益产量15万吨左右。格林美IGIP项目将于26年中投产，26年权益产能我们预计8.5万吨，同比增长2.3万吨。
- ◆ **硫磺+矿价上涨显著影响盈利。**硫磺价格上涨对湿法成本影响显著，26年6月硫磺报价超1000美金，对应成本提升7000美金+，现价硫磺下湿法成本超2万美金，已无法盈利，且火法镍受镍矿价格上涨至80美金影响，成本也提升至1.7万美金+。

图：前驱体公司镍项目布局情况（镍金属量，万吨）

公司	项目	股权	技术	设计产能	权益产能	24年有效产能	25年有效产能	26年有效产能	24年权益产能	25年权益产能	26年权益产能E	投产时间
华友钴业	华越	华友57%，青山10%	湿法	6	3.4	7	8	8	4.0	4.6	4.6	22年上半年已达产
	华飞	华友51%，亿纬17%	湿法	12	6.1	10	14	14	5.1	7.1	7.1	24年3月达产
	华科	华友70%，青山30%	RKEF	4.5	3.2	5	5	5	3.5	3.5	3.5	23Q1末基本达产
	Pomalaa	华友61.5%	湿法	12	7.4	-	-	-	-	-	-	26年底投产
	Sorowako	淡水河谷、华友	湿法	6	-	-	-	-	-	-	-	27年底投产
	合计			40.5	20.1	22	27	27	12.6	15.2	15.2	
中伟股份	德邦和翡翠湾	中伟50.1%	RKEF	5.5	2.8	5.5	5.5	5.5	2.8	2.8	2.8	2023年1、2、3月三个阶段投产
	NNI一期	中伟67%	RKEF	8	5.36	4.2	8	8	2.8	5.4	5.4	4条24年5月达产，2条24年内达产，2条25年初达产
	中青一期	中伟70%，青山30%	富氧侧吹	6	4.2	0.8	4	6	0.6	2.8	4.2	24年10月两条线达产，剩余4万吨25H1爬坡
	合计			19.5	12.3	10.5	17.5	19.5	6.1	10.9	12.3	
格林美	青美邦一期	格林美55%	湿法	4	2.2	3.5	4	4	1.9	2.2	2.2	23年达产，24年扩容至4万吨
	青美邦二期	格林美55%	湿法	2.5	1.4	0.6	2.5	2.5	0.3	1.4	1.4	24年9月投产，11月达产
	美明项目	格林美94.56%	湿法	2.5	1.4	-	2	2.5	-	1.1	1.4	24年10月投产
	ESG项目	格林美45%，默迪卡55%	湿法	4	1.8	-	2	4	-	0.9	1.8	24年11月投产
	格林爱科项目	格林美58%	湿法	2	1.2	-	1	2	-	0.6	1.2	24年12月投产，Q1未达产
	IGIP项目	格林美30%，淡水河谷30%	湿法	6.6	2.0	-	-	2	-	-	0.6	26H2投产
	合计			21.6	9.9	4.1	11.5	17.0	2.3	6.2	8.5	

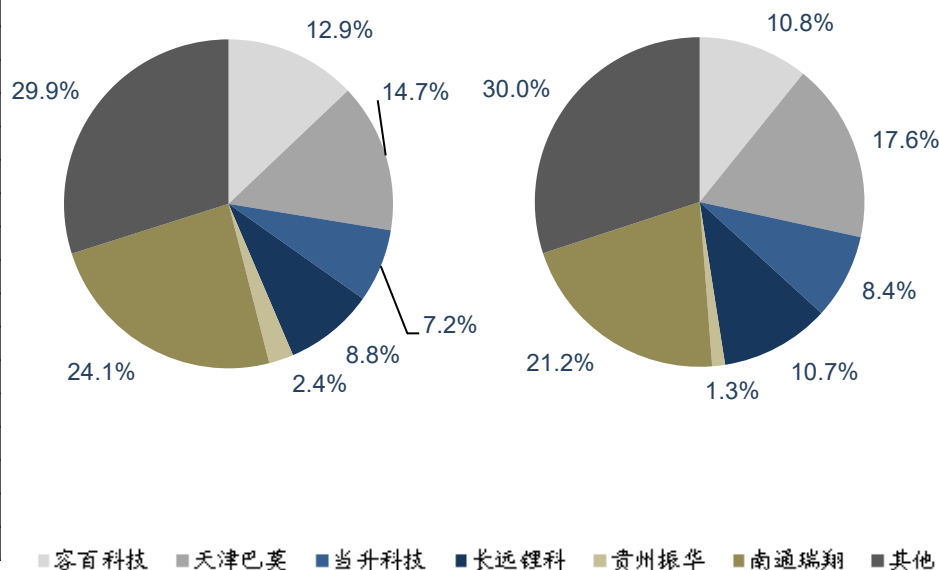
三元正极：26年供给过剩持续，加工费基本见底

- ◆ **产能利用率维持低位，后续产能增量主要落地欧洲，加工费基本见底。**我们预计26年新增供给10万吨左右，且后续行业扩产主要集中在欧洲，行业产能利用率维持55%左右。26年6月中镍加工费1.4万元左右，高镍加工费2.1万元左右，进一步下降空间有限。

图：三元正极厂商产能规划（万吨）

	2023有效产能	2024有效产能	2025有效产能	2026有效产能
杉杉股份	7.0	7.0	7.0	7.0
长远锂科	10.0	12.0	12.0	12.0
天津巴莫	12.0	15.0	15.0	15.0
厦门钨业	6.5	6.5	7.5	11.0
当升科技	6.8	10.8	11.8	11.8
容百	23.0	27.0	29.0	31.0
格林美	2.5	2.5	2.5	2.5
振华新能源	6.6	8.2	8.2	8.2
贝特瑞	6.0	6.0	6.0	6.0
桑顿新能源	1.1	1.1	1.1	1.1
新乡天力	2.0	2.0	2.0	2.0
南通瑞翔	8.0	12.0	15.0	15.0
广东邦普	5.0	10.0	15.0	15.0
青岛乾运	0.5	0.5	0.5	0.5
科恒股份	1.1	1.1	1.1	1.1
其他	10.0	10.0	10.0	10
合计	73.9	108.0	143.6	149.1

图：三元正极份额及变化（按产量）



图：全球三元正极供需平衡测算

	2022年	2023年	2024年	2025年	2026E
供给（万吨）	111.4	162.5	178.9	200.0	209.3
需求（万吨）	85.5	90.0	102.6	106.4	112.1
过剩（万吨）	25.9	72.5	76.3	93.6	97.2
产能利用率	77%	55%	57%	53%	54%

- ◆ **头部厂商Q1盈利稳定，Q2预计稳中有升。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。**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，且中镍和新8系产品放量，三元有望进一步释放盈利。

表：三元正极行业主流厂商利润拆分情况（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
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	1.1	2.0
	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	0.70	0.90
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	2.5
	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	-0.5	0.15	0.20
厦钨（含钴酸锂）	出货	7.2	8	1.1	1.7	2	2.4	2.4	2.1	2.6	2.6	2.7	3.4	3.9	4.4	3.0
	单位净利	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

PART3 新技术：钠电池降本节奏清晰化，hvlp5代设备有望实现突破

◆ **宁德时代：26年底电芯成本追平铁锂、27年系统成本追平铁锂。**宁德时代4月与海博思创签订3年供应60GWh钠电池订单，在5月公示福鼎40GWh钠电产线扩产计划，加速钠电池产业化进程。6月4日，公司表示，26年将推动钠电在储能端GWh级交付，当前具备储能1条专线，满产2GWh，循环寿命可达1.5万次，-20℃容量保持率大于90%，45℃高温下循环寿命仍大于1万次，系统端已做到3MW，兼容2h/4h场景，寿命约20年。公司表示，钠电池降本的核心是提升能量密度，26年底电芯成本追平铁锂电池，27年通过电芯提密、材料降本、专用产线、系统集成简化等四大路径降本，实现储能系统成本对标铁锂。

图 宁德时代第二代钠离子电池

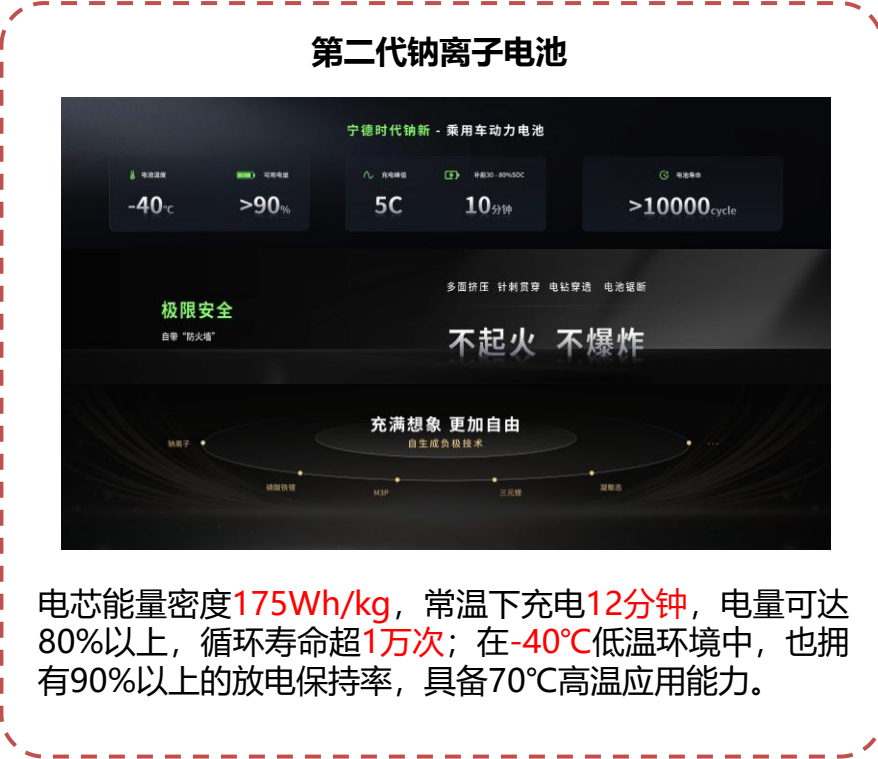


图 宁德时代储能锂离子电池VS钠离子电池

性能	锂离子电池	钠离子电池
容量	587Ah	300+Ah
循环寿命	1.5万次	1.5万次
效率	5年容量和功率零衰减	97%
应用场景	全场景	2-8h大储、AIDC储能

注：数据统计截至2026年4月17日

钠电池：降本路径逐渐清晰化，未来有望降至0.2-0.3元/wh

- ◆ 钠电池截至26年6月成本约0.5元/wh，未来有望降至0.2-0.3元/wh，主要来自能量密度+良率的提升、规模化后材料的降本，以及新技术方案的应用。
- 1) 第一阶段：来自能量密度+良率的提升，目前钠电池（储能）能量密度100-110wh/kg，相比铁锂（储能）能量密度低40-50%，此外钠电池良率仅90%左右，相比铁锂低8%，这两部分带来单位用量+单位制造成本大幅提升，突破后钠电池成本有望降至0.35元/wh（降本空间约0.15元/wh）；
- 2) 第二阶段：来自规模化后，电池材料降本空间约30%，突破后钠电池成本有望降至0.3元/wh以内；
- 3) 第三阶段：来自新技术，无负极等方案成熟后，钠电池成本有望降至0.2-0.3元/wh。

表 层状氧化物-钠电池BOM成本（2026年E）

钠离子电池					
层状氧化物体系钠离子电池	单位用量	单位	单位价格	单位成本	单位成本
电芯原材料成本	(/gwh)		(万)	(元/wh)	占比
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)			0.05		12%
电费、人工费、运费等(元/wh)			0.10		25%
成本合计(元/wh)			0.41		
合格率			90.0%		
成本合计（元/wh），不含税			0.45		

表 聚阴离子-钠电池BOM成本（2026年E）

钠离子电池					
聚阴离子体系钠离子电池	单位用量	单位	单位价格	单位成本	单位成本
电芯原材料成本	(/gwh)		(万)	(元/wh)	占比
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)			0.05		14%
电费、人工费、运费等(元/wh)			0.10		27%
成本合计(元/wh)			0.37		
合格率			90.0%		
成本合计（元/wh），不含税			0.41		

◆ **钠电池具备毫秒级响应，重视AIDC相关应用，有望切入中高端市场。**钠离子电池的功率倍率特性很好，大功率放电的稳定性好，响应速度也比较快，再加上又耐过放，所以几乎完美地适配AIDC场景。近期多厂商推出“锂钠协同”AIDC全时长储能解决方案，思路主要为：①能量引擎采用磷酸铁锂储能，主打小时级长时储能任务，承担削峰填谷、峰谷套利、绿电平滑消纳，以最低度电成本提供2-4小时稳定能量支撑，显著降低数据中心用能成本。②功率引擎采用钠离子电池储能，具备毫秒级响应、原生适配高倍率充放电的特性，应对AI训练/推理带来的毫秒级高频功率波动。

表 海辰储能“锂钠协同”AIDC全时长储能解决方案

项目	介绍
时间	25年9月（RE+ 2025美国展会首次发布）；25年12月（第三届海辰储能生态日正式发布）
锂电配置	6.25MWh 4h + 、6.9MWh 8h + 、6.25MWh 2h
钠电配置	∞Power N2.28MWh 1h（2C）
运行原理	锂电长时储能系统作为“基础能源底座”，钠电高倍率储能系统作为“电力缓冲神器”/“智能双向稳定器”

表 派能科技“锂钠协同”AIDC全时长储能解决方案

项目	介绍
时间	26年5月15日首次发布，26年6月SNEC展会再次展示
锂电配置	锂电400MW/1600MWh（0.25C）
钠电配置	和钠电200MW/100MWh（2C）
运行原理	锂电池 以最低度电成本提供2-4小时稳定能量支撑，显著降低数据中心用能成本； 钠电池 规避系统振荡崩溃风险，保障算力连续性

空间预测：26年开启商业化元年，未来渗透率有望突破30%

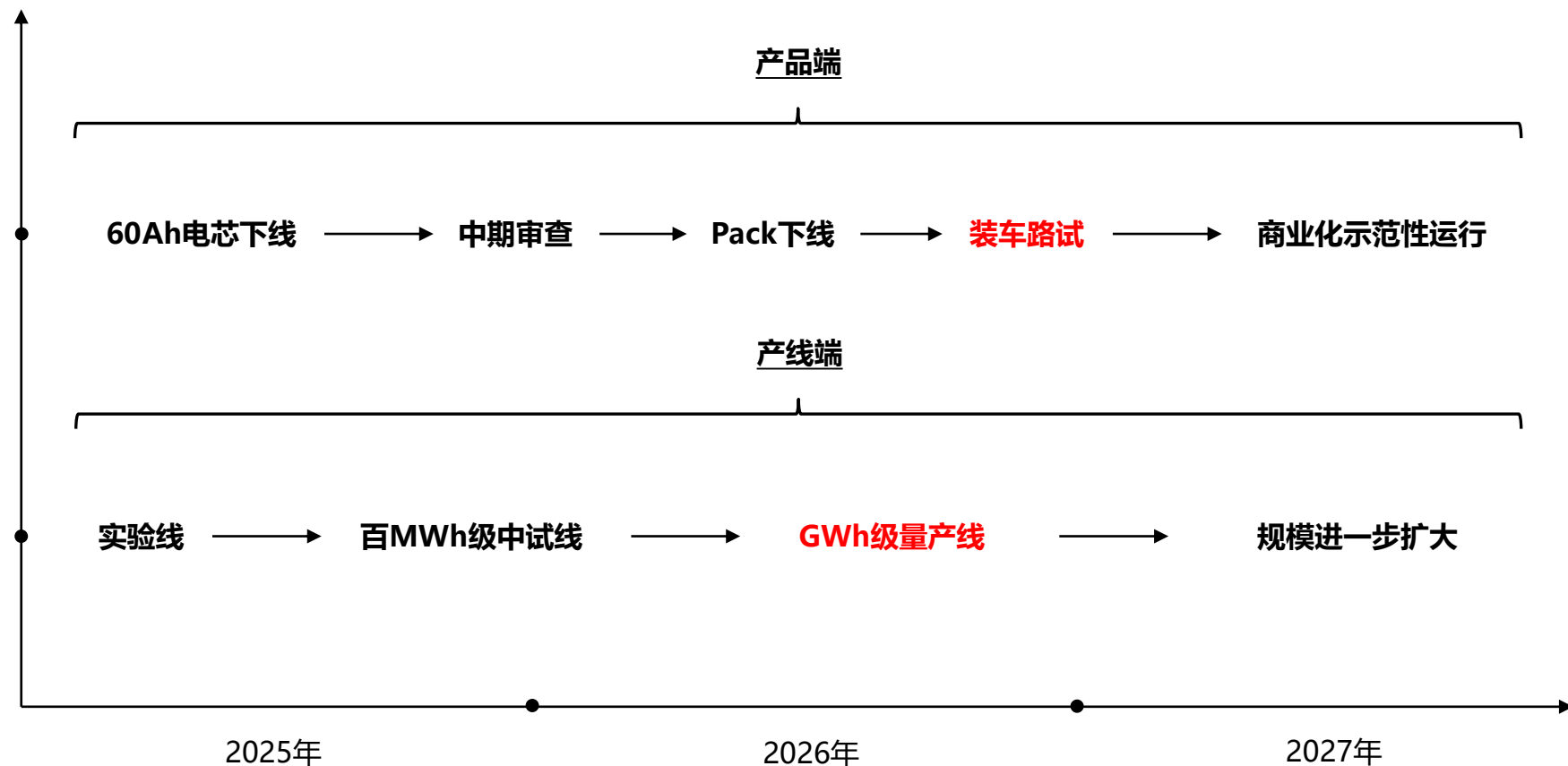
- ◆ **钠电池26年开启商业化元年，出货量我们预计突破20GWh，30年有望达500-1000GWh。**根据起点研究院，25年钠电池出货量达8.8GWh，其中储能5.6GWh，两轮车1.7GWh，新能源汽车1GWh，启停电源0.5GWh。考虑到26-27年锂价处于高位，宁德、比亚迪等头部厂商技术引领，我们预计26年钠电池出货量突破20GWh，27-28年具备经济性优势，30年规模有望达500-1000GWh，远期渗透率有望接近30%。

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%

- ◆ **固态电池进入产线招标阶段，后续关键在于电芯性能，突破后有望迎来转折点。**头部厂商5月末开启固态电池产线招标，中标厂商包括纳科诺尔、宏工科技等企业。固态电池产业链目前难点仍在于电芯性能，多数厂商循环寿命在几百圈左右，后续重点关注技术、工艺或者设备的突破，能让固态电池循环性能等持续提升的方式，有望成为后续的转折点。

图 全固态电池2025-2027年产业化节奏



- ◆ **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，26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

- ◆ **关注hvp5代设备进展，核心工艺源于复合集流体。**复合集流体工艺天然具备平整优势，相关工艺转移至电子铜箔是降维打击，可直接突破hvp5-6代所需要的粗糙度（RZ值 < 0.3 ），相比海外的减成法，国内的加成法具备较强的成本（在动力电池迭代很多年），设备未来有望从双边夹式方案转移至悬浮滚筒式方案（双边夹良率低，速度慢），国内隆扬电子等厂商，截至26年6月在下游台光、台耀等客户验证过程中。

图 三孚新科悬浮滚筒式方案

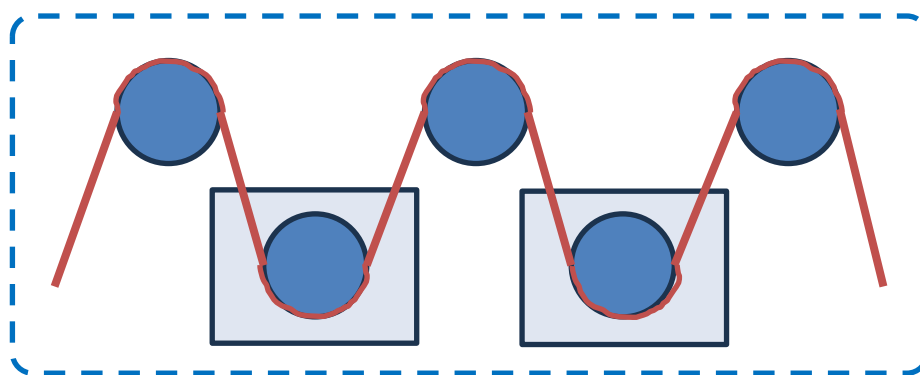
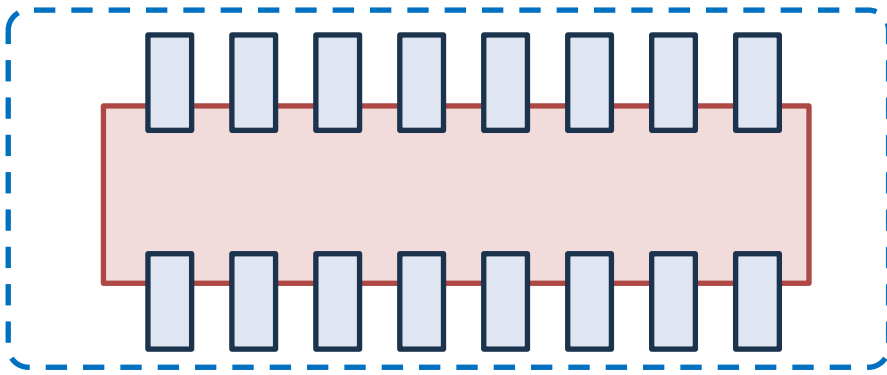


图 东威科技双边夹式方案



PART4 投资建议

投资建议：稳健增长，估值底部，聚焦龙头和新技术

- ◆ **投资建议：锂电当前龙头估值27年10-15x，而27年需求预计27%+增长，叠加锂电2H旺季将临，当前是布局锂电板块良机。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、蔚蓝锂芯、鹏辉能源、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，推荐结构件、隔膜、铜箔、铝箔等环节（推荐科达利、信德新材、天奈科技、恩捷股份、璞泰来、鼎胜新材、佛塑科技、尚太科技、湖南裕能、天赐材料、诺德股份、富临精工、华友钴业、星源材质、嘉元科技等，关注德福科技、天际股份、多氟多、万润新能、龙蟠科技、海科新源、石大胜华等）；看好碳酸锂龙头（推荐赣锋锂业、国城矿业、盛新锂能、大中矿业、中矿资源、永兴材料、天齐锂业、雅化集团、藏格矿业等）**
- 表：锂电相关公司估值表（数据截至2026年7月13日收盘价）**

	证券代码	名称	总市值 (亿元)	股价	归母净利润 (亿元)				PE				评级	来源
					2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E		
电池	300750.SZ	宁德时代	16,970	359	722	962	1,215	1,469	24	18	14	12	买入	东吴
	002594.SZ	比亚迪	7,407	87	326	404	505	636	23	18	15	12	买入	东吴
	300014.SZ	亿纬锂能	1,124	52	41	72	95	124	27	16	12	9	买入	东吴
	300207.SZ	欣旺达	307	17	11	22	31	41	29	14	10	7	买入	东吴
	002245.SZ	蔚蓝锂芯	324	19	7	13	25	36	46	24	13	9	买入	东吴
	688063.SH	派能科技	110	45	1	4	5	7	130	27	21	16	买入	东吴
	300438.SZ	鹏辉能源	341	68	2	20	30	37	165	17	11	9	买入	东吴
	688772.SH	珠海冠宇	181	16	5	7	10	15	38	25	17	12	买入	东吴
	002850.SZ	科达利	530	185	18	24	31	41	30	22	17	13	买入	东吴
	002709.SZ	天赐材料	758	37	14	62	75	91	56	12	10	8	买入	东吴
电解液	300037.SZ	新宙邦	508	67	11	24	31	39	46	21	16	13	买入	东吴
负极	603659.SH	璞泰来	498	23	24	33	44	53	21	15	11	9	买入	东吴
	920185.BJ	贝特瑞	245	22	9	12	15	19	28	20	16	13	买入	东吴
	001301.SZ	尚太科技	183	50	9	11	15	19	19	17	12	10	买入	东吴
隔膜	301349.SZ	信德新材	66	46	0	1	3	4	171	46	26	17	买入	东吴
	002812.SZ	恩捷股份	517	53	1	23	51	62	363	23	10	8	买入	东吴
	300568.SZ	星源材质	220	16	0	8	12	15	604	29	18	15	买入	东吴
正极	603799.SH	华友钴业	747	39	61	104	125	146	12	7	6	5	买入	东吴
	300919.SZ	中伟股份	373	37	16	31	37	44	24	12	10	8	买入	东吴
	300769.SZ	德方纳米	135	48	-8	9	11	14	-16	14	12	10	买入	东吴
	300073.SZ	当升科技	222	41	6	11	14	17	35	20	15	13	买入	东吴
	688778.SH	厦钨新能	237	47	8	11	14	17	31	22	17	14	买入	东吴
	301358.SZ	湖南裕能	522	62	13	50	60	73	41	10	9	7	买入	东吴
	300432.SZ	富临精工	269	16	4	18	37	45	63	15	7	6	买入	东吴
	688116.SH	天奈科技	125	34	2	4	6	8	55	31	22	17	买入	东吴
	688388.SH	嘉元科技	203	31	1	11	17	23	356	19	12	9	未评级	Wind
	600110.SH	诺德股份	200	12	-3	7	16	21	-67	30	12	9	买入	东吴
铜箔	603876.SH	鼎胜新材	188	20	5	11	15	20	37	17	12	10	买入	东吴
铝箔	688392.SH	骄成超声	232	201	1	3	5	7	197	90	51	35	买入	东吴
锂	002466.SZ	天齐锂业	741	46	5	84	92	97	160	9	8	8	买入	东吴
	002460.SZ	赣锋锂业	995	51	16	93	112	126	62	11	9	8	买入	东吴
	002756.SZ	永兴材料	248	46	7	20	26	31	38	12	10	8	买入	东吴
	000688.SZ	国城矿业	351	30	11	24	31	39	33	15	11	9	买入	东吴
	001203.SZ	大中矿业	429	28	7	18	36	55	58	24	12	8	买入	东吴
	000408.SZ	藏格矿业	1,057	67	39	80	96	100	27	13	11	11	买入	东吴
	002738.SZ	中矿资源	368	51	5	28	39	47	80	13	9	8	买入	东吴
	002497.SZ	雅化集团	209	18	6	30	36	39	33	7	6	5	买入	东吴
	002240.SZ	盛新锂能	295	32	-9	22	30	36	-33	13	10	8	买入	东吴
	000792.SZ	盐湖股份	1,301	25	85	113	126	137	15	12	10	9	未评级	Wind
	002850.SZ	科达利	530	185	18	24	31	41	30	22	17	13	买入	东吴
	300432.SZ	富临精工	269	16	4	18	37	45	63	15	7	6	买入	东吴
	603119.SH	浙江荣泰	271	57	3	4	6	9	97	74	49	30	买入	东吴
机器人	300953.SZ	震裕科技	278	114	5	12	18	23	54	23	16	12	买入	东吴
	688778.SH	厦钨新能	237	47	8	11	14	17	31	22	17	14	买入	东吴
	300073.SZ	当升科技	222	41	6	11	14	17	35	20	15	13	买入	东吴
	920522.BJ	纳科诺尔	43	20	1	2	3	4	65	19	14	10	买入	东吴
	920914.BJ	远航精密	16	16	1	1	1	1	30	20	14	11	买入	东吴
	002460.SZ	赣锋锂业	995	51	16	93	112	126	62	11	9	8	买入	东吴
	002460.SZ	赣锋锂业	995	51	16	93	112	126	62	11	9	8	买入	东吴

PART5 风险提示

- ◆ **竞争加剧：**储能仍处于行业发展早期，新进入者较多，竞争不断加剧，或压缩业内公司盈利水平。
- ◆ **政策超预期变化：**当下储能行业仍依赖于政府政策支持，政府补贴力度、容量电价机制、辅助服务价格等变化将对储能收益率带来显著影响，进而影响储能装机需求。
- ◆ **可再生能源装机不及预期：**当前储能需求仍以可再生能源配储为主，若可再生能源装机需求下滑，或进而削弱储能装机需求。
- ◆ **原材料供应不足：**IGBT、电芯为光伏逆变器、储能PCS重要原材料，近期供应持续保持紧俏，若未来供应不足，将直接影响公司生产经营。

免责声明



- 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