

锂电延续高景气，利润向中上游倾斜 --电动车26H1财报总结

电新首席证券分析师：曾朵红
执业证书编号：S0600516080001
联系邮箱：zengdh@dwzq.com.cn

电动车首席证券分析师：阮巧燕
执业证书编号：S0600517120002
联系邮箱：ruanqy@dwzq.com.cn

联系电话：021-60199793
2026年9月5日

- ◆ **26H1锂电高景气、利润向中上游倾斜。**26H1全球动储电池产量1342GWh，同比+47%，其中动力849GWh，同比+25%，储能493GWh，同比+113%。新能源汽车板块营收20945亿元，同比+20%，归母净利润1228亿元，同比+45%；26Q2营收11471亿元，同环比+22%/+21%，归母净利润638亿元，同环比+44%/+8%。26H1上游资源、中游材料、电池、整车利润占比分别19%、23%、39%、12%，整车同比-23pct。
- ◆ **26Q2上中游盈利弹性延续、环节分化显著。**26Q2归母净利润环比增速排序为添加剂262% > 三元正极68% > 铝箔49% > 碳酸锂29% > 隔膜25% > 负极22% = 汽车核心零部件22% > 电池17% > 锂电设备14% > 锂电池中游7% > 正极4% > 铜箔-8% > 铁锂正极-9% > 结构件-20% > 整车-23% > 六氟磷酸锂及电解液-26% > 三元前驱体-37%。整体看，盈利弹性向资源品及部分材料环节集中，产业链利润修复显著分化。
- ◆ **26H1盈利修复、中游资本开支高增。**26H1归母净利率6%，同比+1pct；26Q2为6%，同环比+1/-1pct。26H1资本开支1682亿元，同比-12%，剔除比亚迪后+12.6%，中游材料重启扩产；26Q2资本开支872亿元，同环比-9%/+8%。H1末存货8507亿元，较年初+30%，铁锂正极/三元正极/电池/整车分别+118%/+71%/+40%/+26%。
- ◆ **26H2旺季、产业链涨价可期。**我们预计26年全球动储需求2844GWh，同比+37%，27年我们预计25%左右增长。碳酸锂26-27年供给紧平衡，我们预计价格12-15万/吨；电池龙头盈利我们预计稳定；隔膜Q3涨价有望落地，头部单平利润我们预计有望升至0.2元/平+；铝箔Q2大客户涨价0.1万元/吨落地，龙头盈利我们预计有望升至0.3万/吨；铜箔Q3涨价有望落地，27年龙头盈利我们预计有望恢复至0.6-0.8万/吨；负极头部已顺价0.1万/吨，其余厂商有望跟进。
- ◆ **投资建议：龙头公司对应27年估值10-15x PE，低估明显，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，推荐隔膜、铝箔、铜箔、六氟、结构件等环节（推荐璞泰来、恩捷股份、鼎胜新材、佛塑科技、尚太科技、科达利、诺德股份、湖南裕能、天赐材料、富临精工、星源材质、华友钴业、嘉元科技等，关注海科新源、德福科技、多氟多、万润新能、龙蟠科技、石大胜华等）；看好碳酸锂龙头（推荐赣锋锂业、国城矿业、大中矿业、盛新锂能、中矿资源、永兴材料、天齐锂业、雅化集团、藏格矿业等）。**
- ◆ **风险提示：**价格竞争超市场预期、原材料价格波动、投资增速下滑。

- PART1 总结综述：需求超预期，盈利环比小幅再提升
- PART2 上游：碳酸锂26-27年有望进入上行周期，业绩亮眼
- PART3 中游：供需反转，盈利逐季改善显著
- PART4 投资建议与风险提示

总结综述：需求超预期，盈利环比小幅再提升

需求：全球电动车销量26Q2同增18%，26H1同增12%

- ◆ Marklines数据，全球电动车26H1销1100万辆，同比+12%，累计电动化率25.1%；26Q2销量632万辆，同环比+18%/+35%。
- ◆ 中汽协数据，国内电动车26H1销745万辆，同比+7%；26Q2销量448万辆，同环比+16%/+51%。

图：Marklines口径全球分区域电动乘用车年度和季度销量（辆）

	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	2026H1	2024全年	2025全年
中国	2,890,190	3,619,972	4,022,839	4,924,671	2,762,118	4,141,007	6,903,125	12,204,719	15,457,672
同比	45.61%	33.58%	24.96%	14.78%	-4.43%	14.39%	6.04%	36.09%	26.65%
环比	-32.64%	25.25%	11.13%	22.42%	-43.91%	49.92%	-	-	-
美国	389,828	403,818	536,433	296,834	260,325	290,387	550,712	1,612,607	1,626,913
同比	8.92%	-0.03%	32.76%	-33.55%	-33.22%	-28.09%	-30.61%	9.84%	0.89%
环比	-12.73%	3.59%	32.84%	-44.67%	-12.30%	11.55%	-	-	-
欧洲	839,574	946,693	936,406	1,147,023	1,093,409	1,182,637	2,276,046	2,953,671	3,869,696
同比	20.62%	27.31%	36.45%	38.57%	30.23%	24.92%	27.42%	2.38%	31.01%
环比	1.43%	12.76%	-1.09%	22.49%	-4.67%	8.16%	-	-	-
新兴市场	308,910	383,807	428,208	485,144	560,770	710,154	1,270,924	1,028,926	1,606,069
同比	35.07%	52.40%	66.27%	66.81%	81.53%	85.03%	83.47%	37.94%	56.09%
环比	6.21%	24.25%	11.57%	13.30%	15.59%	26.64%	-	-	-
全球	4,428,502	5,354,290	5,923,886	6,853,672	4,676,622	6,324,185	11,000,807	17,799,923	22,560,350
同比	35.53%	30.30%	29.71%	17.04%	5.60%	18.11%	12.45%	26.54%	26.74%
环比	-24.38%	20.91%	10.64%	15.70%	-31.76%	35.23%	-	-	-

需求：全球储能电池产量26Q2同增115%，26H1同增113%



- ◆ **GGII数据**，26H1装机量335GWh，同比+16%；26Q2国内动力电池装机量210GWh，同环比+28%/68%。
- ◆ **鑫椏咨询数据**，26H1全球电池产量1342Gwh，同比+47%，其中储能电池产量493GWh，同比+113%；26Q2全球电池产量725Gwh，同环比+53%/18%，其中储能电池产量284GWh，同环比+115%/31%；

图：国内动力电池装机数据（GWh）

	2025	同比	26Q1	26Q2	同比	环比	26H1	同比
国内动力电池装机量	717.4	35%	124.7	210.0	28%	68%	334.7	16%

图：全球储能电池产量（GWh）

	2025	同比	26Q1	26Q2	同比	环比	26H1	同比
全球储能电池产量	598	82%	209	284	115%	31%	493	113%

图：全球动力+储能电池产量（GWh）

	2025	同比	26Q1	26Q2	同比	环比	26H1	同比
全球动力+储能电池产量	2,125	51%	617	725	53%	18%	1342	47%

1 营收及利润：26Q2同环比均亮眼

- ◆ 2026年Q2新能源汽车板块实现营业收入达11471亿元，同环比+22%/+21%，归母净利润638亿元，同环比+44%/+8%。2026年H1新能源汽车板块实现营业收入达20945亿元，同比+20%，归母净利润1228亿元，同比+45%。2026Q2收入同比下降的公司共有11家，增幅为0-30%的公司共有24家，增幅为30%以上的公司共有67家。归母净利润26Q2同比下降的公司共有16家，增幅为0-30%的公司共有13家，增幅为30%以上的公司有37家。亏损的公司有15家，扭亏的公司有21家。

图表：新能源汽车板块 2025年、2026Q2 及 26H1 全板块情况（亿元）

	2025年	2025年 同比	2026Q2	26Q2 同比	26Q2 环比	26H1	26H1 同比
营业收入（亿元）	39,364.9	+10.2%	11,470.8	+21.7%	+21.1%	20,945.3	+20.4%
归母净利润（亿元）	1,853.5	+30.6%	637.5	+44.0%	+7.9%	1,228.4	+44.8%

图表：新能源汽车板块 2025年 /26Q2 增速分布情况

分类	2025年		2026Q2	
	收入增速 (家)	归母净利润 增速 (家)	收入增速 (家)	归母净利润 增速 (家)
同比负增长	18	17	11	16
同比增长幅度在0%-30%	57	16	24	13
同比增长超过30%	28	31	67	37
亏损	-	24	-	15
扭亏	-	15	-	21

合计：26年动储上修至37%增长，27年预计+27%

- ◆ **电池需求：海外大储项目加速落地、国内储能商业模式持续改善及动力端需求韧性超预期，储能成为2026-2027年电池需求增长的核心增量，因此我们预计2026年全球动力储能需求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%

2 盈利水平：2026Q2盈利水平同比提升明显

- ◆ **2026Q2及2026H1新能源汽车板块整体盈利能力同比提升：**2026Q2毛利率为17.62%，同比+1.84pct，环比-0.89pct；归母净利率为5.56%，同比+0.86pct，环比-0.68pct。2026H1毛利率为18.03%，同比+2.17pct；归母净利率为5.86%，同比+0.99pct。
- ◆ **2026Q2费用率同比减少，2026H1费用支出同比增加：**2026Q2费用率为10.30%，同比-0.07pct，环比-0.94pct；2026H1费用率为10.73%，同比+0.16pct。

图表： 新能源汽车板块2025年、26Q2、26H1全板块情况

	2025年	2025年同比	2026Q2	26Q2同比	26Q2环比	26H1	26H1同比
毛利率	16.66%	+0.23pct	17.62%	+1.84pct	-0.89pct	18.03%	+2.17pct
归母净利率	4.71%	+0.74pct	5.56%	+0.86pct	-0.68pct	5.86%	+0.99pct
费用率	11.05%	-0.01pct	10.30%	-0.07pct	-0.94pct	10.73%	+0.16pct

3 产业景气度高，现金流环比显著改善

- ◆ **2026Q2新能源汽车板块经营活动净现金流环比明显增长，2026H1同比仍承压：**2026H1经营活动净现金流为1,401.1亿元，同比下降7.6%；2026Q2新能源汽车板块经营活动净现金流为1,202.3亿元，同比下降16.4%，环比增长504.7%，Q2回款与现金创造能力明显修复。
- ◆ **经营性资产随业务规模扩张，营运资金占用明显上升。**26H1末应收账款、预收账款、存货和在建工程分别为6,176.3亿元、2,121.1亿元、8,506.8亿元和3,034.8亿元，较年初分别增长20.0%、11.2%、30.1%和21.1%；营运资本增至6,512.7亿元，较年初增长24.6%。同期无息在手现金为5,519.5亿元，较年初下降10.0%，行业景气回升的同时，库存及应收款增长加大了资金占用压力。

图表： 新能源汽车板块 2025年、2026Q1、2026Q2 及 26H1 现金流与资本开支（亿元）

	2025年	2025年同比	2026Q1	26Q1同比	26Q1环比	2026Q2	26Q2同比	26Q2环比	26H1	26H1同比
经营活动现金流量净额（亿元）	3,936.1	-17.2%	198.8	+155.2%	-86.1%	1,202.3	-16.4%	+504.7%	1,401.1	-7.6%
资本开支（亿元）	3,894.9	+18.8%	809.5	-13.8%	-28.8%	872.0	-9.4%	+7.7%	1,681.6	-11.6%

	2025年底	2026Q1	26Q1较年初增长	2026Q2	26Q2较年初增长
应收账款（亿元）	5,144.9	5,549.4	+7.9%	6,176.3	+20.0%
预收账款（亿元）	1,906.7	1,884.0	-1.2%	2,121.1	+11.2%
存货（亿元）	6,540.9	7,429.3	+13.6%	8,506.8	+30.1%
在建工程（亿元）	2,505.9	2,828.8	+12.9%	3,034.8	+21.1%
无息在手现金（亿元）	6,133.5	5,316.7	-13.3%	5,519.5	-10.0%
营运资本（亿元）	5,228.6	6,222.0	+19.0%	6,512.7	+24.6%

4 26H1存货较年初增长30%，正极及电池环节增长明显

- ◆ **2026H1末新能源汽车板块存货较年初明显增加：**26H1末新能源汽车板块存货8506.8亿元，较年初增长30%，增量集中于锂电池中游与整车，分环节看，锂电池中游存货增长36.8%（增量1076.4亿元），其中铁锂正极增长118%、三元正极+71%、六氟磷酸锂及电解液+43%、电池+40%、铜箔+38%，隔膜+15%、铝箔+17%、结构件+17%、三元前驱体+21%、负极+21%；整车存货增长25.8%（增量770.7亿元）、碳酸锂增长22%、汽车核心零部件增长15%为板块最低。从26Q2看，铁锂正极/三元正极存货较Q1进一步增长46%/28%，铜箔/电池分别增长20%/19%，正极及电池环节库存增加较为明显。

图表：新能源汽车板块各环节存货（亿元）

各个环节	2025年底	26Q1	26Q2	26Q2较年初	26Q2较Q1	26Q2同比	较年初增量(亿元)
新能源汽车板块	6,540.9	7,429.3	8,506.8	+30.1%	+14.5%	+40.8%	1,965.9
碳酸锂	318.8	355.2	390.3	+22.4%	+9.9%	+38.5%	71.6
锂电池中游	2,923.3	3,455.0	3,999.7	+36.8%	+15.8%	+62.5%	1,076.4
隔膜	177.2	199.9	202.9	+14.5%	+1.5%	+13.7%	25.7
六氟磷酸锂及电解液	74.1	94.9	105.9	+42.8%	+11.6%	+69.5%	31.7
电池	1,445.5	1,700.7	2,016.8	+39.5%	+18.6%	+68.3%	571.3
正极	230.0	320.8	433.9	+88.6%	+35.3%	+159.9%	203.8
铁锂正极	87.0	130.0	189.3	+117.6%	+45.6%	+142.0%	102.3
三元正极	143.0	190.8	244.5	+71.0%	+28.2%	+175.6%	101.5
三元前驱体	510.3	579.3	615.2	+20.6%	+6.2%	+51.4%	104.9
添加剂	39.1	47.3	50.9	+30.2%	+7.5%	+30.4%	11.8
负极	273.7	312.5	330.8	+20.9%	+5.9%	+31.4%	57.1
铜箔	174.5	200.2	240.9	+38.1%	+20.3%	+55.9%	66.4
铝箔	51.8	58.8	60.4	+16.6%	+2.8%	+12.9%	8.6
结构件	36.0	39.1	42.1	+16.9%	+7.7%	+30.4%	6.1
汽车核心零部件	307.1	334.1	354.3	+15.4%	+6.1%	+27.9%	47.2
整车	2,991.8	3,285.0	3,762.5	+25.8%	+14.5%	+24.5%	770.7
锂电产业链（上游+中游）	3,242.0	3,810.2	4,390.0	+35.4%	+15.2%	+60.0%	1,148.0
锂电设备	395.7	437.4	460.6	+16.4%	+5.3%	+24.7%	64.9

5 26H1中游材料资本开支同比高增，环比分化

◆ 2026H1新能源汽车板块资本开支同比下降，中游材料扩产明显加速。2026H1资本开支1682亿元，同比下降11.6%，剔除比亚迪后板块资本开支同比增长12.6%。分环节看，整车资本开支695亿元，同比-33%，且高度集中于个别龙头（比亚迪26H1资本开支447亿元，同比减少358亿元）；碳酸锂70亿元，同比-43%。与之相对，锂电池中游资本开支861亿元，同比+26%，占板块比重升至51%，已超过整车成为第一大环节，其中正极增长60%（三元正极增长80%、铁锂正极增长46%）、结构件增长58%、负极增长55%、铜箔增长47%、电池增长33%、隔膜增长21%；2026Q2新能源汽车板块资本开支为872亿元，同比-9.4%，环比+7.7%。整体看，产能出清主要发生在上游锂盐与整车环节，中游材料在需求高增与盈利修复推动下已重启扩产。

图表：新能源汽车板块各环节资本开支（亿元）

各个环节	2025年	26Q1	26Q2	26Q2同比	26Q2环比	26H1	26H1同比
新能源汽车板块	3,894.9	809.5	872.0	-9.4%	+7.7%	1,681.6	-11.6%
碳酸锂	206.9	28.2	42.0	-22.3%	+48.8%	70.3	-42.9%
锂电池中游	1,420.6	419.1	442.2	+35.1%	+5.5%	861.4	+26.0%
隔膜	122.3	21.6	46.8	+59.9%	+117.2%	68.4	+21.3%
六氟磷酸锂及电解液	41.6	13.8	15.9	+46.0%	+15.1%	29.6	+23.5%
电池	800.7	245.0	250.6	+30.1%	+2.3%	495.7	+32.7%
正极	90.1	30.1	30.6	+68.3%	+1.8%	60.7	+59.8%
铁锂正极	55.0	16.3	16.4	+66.5%	+0.7%	32.6	+45.5%
三元正极	35.1	13.8	14.2	+70.4%	+3.2%	28.1	+80.4%
三元前驱体	239.8	67.7	62.7	+20.6%	-7.4%	130.5	+0.7%
添加剂	8.4	4.0	1.8	+21.4%	-54.6%	5.9	+13.7%
负极	71.8	22.0	30.3	+175.4%	+37.8%	52.3	+55.0%
铜箔	33.9	12.5	9.8	+45.1%	-22.2%	22.3	+47.2%
铝箔	8.2	1.5	2.3	+33.8%	+57.0%	3.7	+11.9%
结构件	19.0	7.7	7.9	+42.9%	+1.9%	15.6	+58.1%
汽车核心零部件	121.2	27.7	27.2	-12.6%	-1.5%	54.9	-5.8%
整车	2,146.2	334.5	360.5	-34.4%	+7.8%	695.0	-32.9%
锂电产业链（上游+中游）	1,627.5	447.4	484.3	+27.0%	+8.2%	931.6	+15.5%
锂电设备	29.6	8.7	20.5	+187.7%	+134.5%	29.3	+132.6%

6 25年、26Q1、26Q2：新能源汽车各子板块利润分配

- ◆ 从利润分配看，盈利同比继续向上游资源和中游材料集中，环比则由材料向资源与电池回流，整车利润占比持续下行。26Q2上游资源利润占比为20.6%（同比+18.5pct/环比+3.4pct），中游材料占比为21.5%（同比+8.8pct/环比-3.7pct），电池占比为41.0%（同比-0.8pct/环比+3.2pct），汽车核心零部件占比为7.0%（同比-3.4pct/环比+0.9pct），整车占比为9.9%（同比-23.1pct/环比-3.9pct）；26H1上述板块占比分别为19%、23%、39%、7%和12%。

图表：各板块净利润占新能源汽车板块比重

板块	24年	25年	同比变化 (pct)	2026Q1	同比变化 (pct)	环比变化 (pct)	2026Q2	同比变化 (pct)	环比变化 (pct)	26H1	同比变化 (pct)
碳酸锂	-1.4%	7.0%	+8.44pct	17.2%	+13.62pct	+3.37pct	20.6%	+18.54pct	+3.44pct	19.0%	+16.18pct
锂电池中游	47.0%	55.7%	+8.68pct	63.0%	+12.81pct	+4.03pct	62.4%	+7.96pct	-0.52pct	62.7%	+10.28pct
电池	41.0%	42.9%	+1.88pct	37.8%	-0.63pct	-6.59pct	41.0%	-0.84pct	+3.19pct	39.4%	-0.75pct
中游材料	6.0%	12.8%	+6.80pct	25.2%	+13.44pct	+10.61pct	21.5%	+8.80pct	-3.71pct	23.3%	+11.03pct
隔膜	1.5%	2.5%	+0.95pct	3.5%	+1.16pct	+1.14pct	4.1%	+1.41pct	+0.58pct	3.8%	+1.29pct
六氟磷酸锂及电解液	-0.7%	1.5%	+2.24pct	5.9%	+5.00pct	+2.45pct	4.1%	+3.29pct	-1.84pct	5.0%	+4.12pct
正极	-1.1%	0.7%	+1.82pct	4.9%	+5.14pct	+3.34pct	4.8%	+4.52pct	-0.15pct	4.9%	+4.81pct
三元前驱体	3.9%	4.6%	+0.69pct	6.2%	+1.34pct	+1.37pct	3.6%	-0.79pct	-2.52pct	4.9%	+0.24pct
添加剂	0.3%	0.1%	-0.16pct	0.1%	-0.05pct	+0.38pct	0.4%	+0.02pct	+0.27pct	0.3%	-0.01pct
负极	2.1%	2.8%	+0.75pct	2.5%	-0.10pct	-0.11pct	2.9%	-0.35pct	+0.34pct	2.7%	-0.23pct
铜箔	-0.3%	0.5%	+0.77pct	1.6%	+0.69pct	+1.75pct	1.3%	+0.40pct	-0.22pct	1.4%	+0.54pct
铝箔	0.1%	0.2%	+0.10pct	0.4%	+0.17pct	+0.14pct	0.5%	+0.38pct	+0.14pct	0.4%	+0.28pct
结构件	1.2%	1.2%	+0.06pct	1.3%	+0.08pct	-0.01pct	0.9%	-0.19pct	-0.33pct	1.1%	-0.06pct
汽车核心零部件	8.9%	8.5%	-0.46pct	6.1%	-3.02pct	-0.20pct	7.0%	-3.40pct	+0.93pct	6.6%	-3.22pct
整车	45.5%	28.8%	-16.66pct	13.7%	-23.41pct	-7.20pct	9.9%	-23.10pct	-3.85pct	11.7%	-23.24pct

7 25年、26Q1、26Q2：新能源汽车各环节收入、归母净利润增速

- ◆ **25年归母净利润同比增速看：**碳酸锂>六氟磷酸锂及电解液>三元正极>锂电设备>铝箔>正极>隔膜>铁锂正极>铜箔>负极>锂电池中游>三元前驱体>电池>结构件>新能源汽车板块>汽车核心零部件>整车>添加剂。
- ◆ **26Q1归母净利润同比增速看：**铜箔>正极>铁锂正极>三元正极>六氟磷酸锂及电解液>碳酸锂>铝箔>结构件>三元前驱体>锂电池中游>隔膜>新能源汽车板块>电池>负极>锂电设备>添加剂>汽车核心零部件>整车。
- ◆ **26Q2归母净利润同比增速看：**正极>铁锂正极>碳酸锂>六氟磷酸锂及电解液>铝箔>三元正极>隔膜>铜箔>锂电池中游>添加剂>新能源汽车板块>电池>负极>锂电设备>结构件>三元前驱体>汽车核心零部件>整车。

图表：新能源汽车板块各环节收入、归母净利润

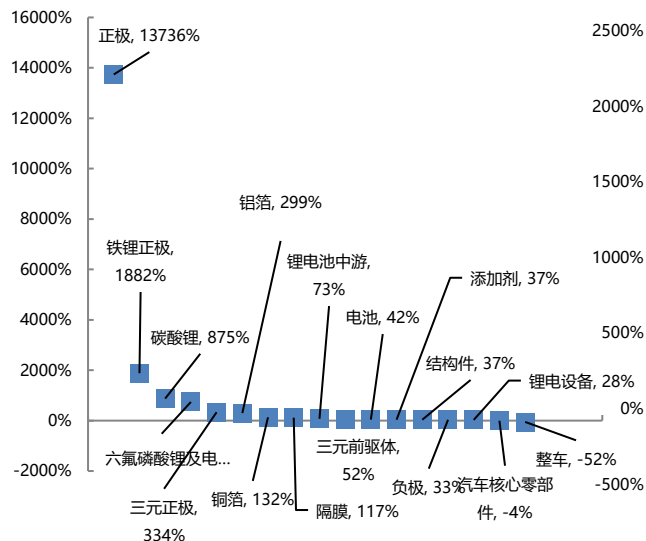
各个环节	营业收入 (亿元)								归属母公司股东净利润 (亿元)							
	2025年	25同比	2026Q1	2026Q2	26Q2同比	26Q2环比	26H1	26H1同比	2025年	25同比	2026Q1	2026Q2	26Q2同比	26Q2环比	26H1	26H1同比
新能源汽车板块	39,364.88	+10.2%	9,514.34	11,470.82	+21.7%	+21.1%	20,945.30	+20.4%	1,853.51	+30.6%	593.66	637.52	+44.0%	+7.9%	1,228.43	+44.8%
碳酸锂	1,045.91	+9.7%	396.08	527.88	+120.8%	+33.3%	923.96	+105.1%	130.05	扭亏	102.12	131.78	+1305.4%	+29.0%	233.91	+875.3%
锂电池中游	13,875.35	+18.4%	4,199.64	5,016.19	+54.5%	+19.4%	9,215.83	+50.4%	1,031.98	+54.7%	373.75	398.54	+64.3%	+6.6%	772.29	+72.7%
隔膜	693.77	+22.5%	184.12	251.60	+46.3%	+36.7%	435.72	+41.7%	45.95	+111.1%	21.02	26.30	+118.1%	+25.1%	47.32	+117.1%
六氟磷酸锂及电解液	586.77	+24.8%	206.76	249.28	+85.7%	+20.6%	456.04	+75.8%	27.79	扭亏	35.19	26.06	+639.6%	-25.9%	61.24	+740.3%
电池	6,976.41	+16.5%	2,024.89	2,417.26	+51.1%	+19.4%	4,442.15	+48.3%	794.69	+36.6%	224.20	261.40	+40.4%	+16.6%	485.61	+41.6%
正极	1,305.43	+34.1%	513.18	667.78	+129.6%	+30.1%	1,180.96	+118.9%	12.48	扭亏	29.33	30.61	+2371.7%	+4.4%	59.94	+13736.3%
铁锂正极	772.53	+43.4%	332.33	427.17	+154.6%	+28.5%	759.50	+136.5%	2.53	扭亏	24.39	22.31	扭亏	-8.5%	46.70	扭亏
三元正极	532.90	+22.6%	180.85	240.61	+95.6%	+33.0%	421.46	+93.1%	9.95	+339.4%	4.94	8.30	+225.5%	+68.0%	13.24	+333.6%
三元前驱体	1,692.50	+23.1%	524.06	566.53	+46.7%	+8.1%	1,090.59	+41.2%	84.56	+54.1%	36.57	23.20	+17.8%	-36.6%	59.77	+51.9%
添加剂	181.39	-6.2%	44.48	55.00	+27.0%	+23.6%	99.48	+15.6%	2.71	-37.2%	0.69	2.49	+50.4%	+261.7%	3.18	+37.2%
负极	735.28	+23.8%	194.05	247.07	+38.8%	+27.3%	441.12	+33.7%	52.01	+78.6%	14.96	18.29	+27.9%	+22.2%	33.25	+33.0%
铜箔	1,251.76	+7.4%	379.79	420.23	+25.9%	+10.6%	800.02	+28.2%	9.42	扭亏	9.21	8.50	+105.6%	-7.7%	17.71	+131.6%
铝箔	321.01	+4.9%	89.60	102.47	+26.7%	+14.4%	192.07	+20.0%	3.28	+201.7%	2.16	3.22	+473.7%	+49.4%	5.38	+299.1%
结构件	288.16	+30.8%	82.21	96.62	+44.7%	+17.5%	178.83	+44.8%	22.66	+37.8%	7.47	5.94	+19.1%	-20.4%	13.40	+36.8%
汽车核心零部件	1,867.01	+13.7%	473.77	532.27	+21.8%	+22.7%	966.18	+18.6%	157.28	+23.9%	36.34	44.23	+0.9%	+31.7%	77.82	-0.8%
整车	22,576.61	+5.4%	4,444.85	5,394.47	-2.0%	+21.4%	9,839.33	-1.7%	534.20	-17.2%	81.44	62.97	-57.1%	-22.7%	144.41	-51.6%
锂电产业链 (上游+中游)	14,921.26	+17.8%	4,595.72	5,544.07	+59.0%	+20.6%	10,139.79	+54.2%	1,162.03	+79.7%	475.88	530.32	+110.5%	+11.4%	1,006.20	+113.5%
锂电设备	547.50	+13.8%	142.41	193.35	+32.3%	+35.8%	335.76	+32.6%	49.19	+211.2%	15.22	17.36	+20.8%	+14.0%	32.58	+28.3%

上游：碳酸锂26-27年有望进入上行周期，业绩亮眼

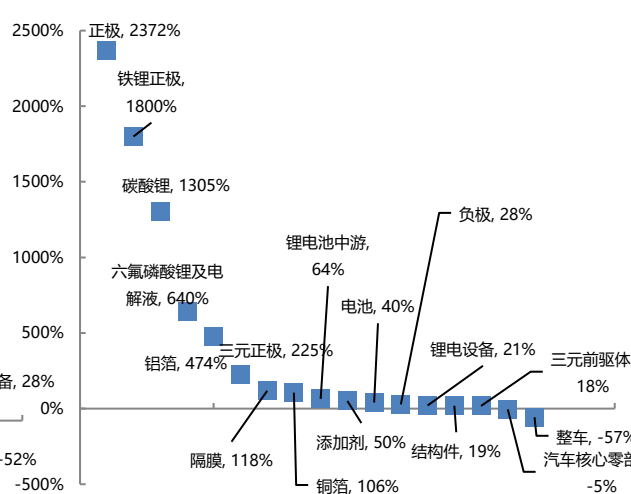
1 分子板块：26H1大部分环节利润同比显著回升，26Q2盈利表现分化

- ◆ **26H1归母净利润同比增速排序**依次为正极13736% > 铁锂正极1882% > 碳酸锂875% > 六氟磷酸锂及电解液740% > 三元正极334% > 铝箔299% > 铜箔132% > 隔膜117% > 锂电池中游73% > 三元前驱体52% > 电池42% > 添加剂37% > 结构件37% > 负极33% > 锂电设备28% > 汽车核心零部件-1% > 整车-52%。
- ◆ **26Q2归母净利润同比增速排序**为正极2372% > 铁锂正极1800% > 碳酸锂1305% > 六氟磷酸锂及电解液640% > 铝箔474% > 三元正极225% > 隔膜118% > 铜箔106% > 锂电池中游64% > 添加剂50% > 电池40% > 负极28% > 锂电设备21% > 结构件19% > 三元前驱体18% > 汽车核心零部件1% > 整车-57%。
- ◆ **26Q2归母净利润环比增速排序**为添加剂262% > 三元正极68% > 铝箔49% > 碳酸锂29% > 隔膜25% > 负极22% > 汽车核心零部件22% > 电池17% > 锂电设备14% > 锂电池中游7% > 正极4% > 铜箔-8% > 铁锂正极-9% > 结构件-20% > 整车-23% > 六氟磷酸锂及电解液-26% > 三元前驱体-37%。

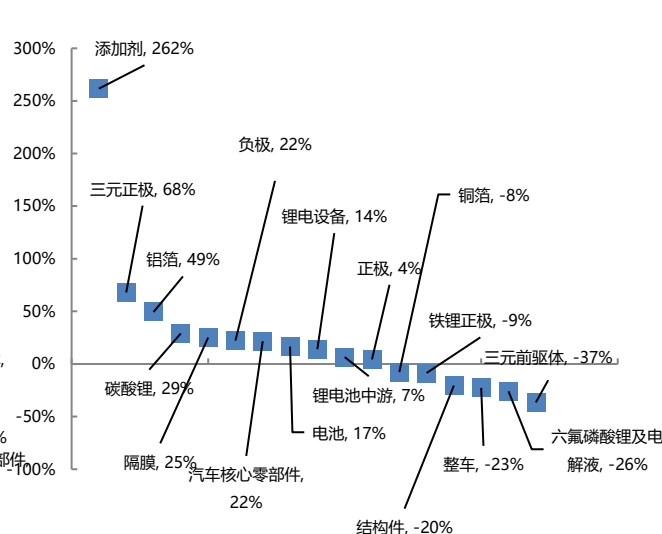
图：26H1各子板块归母净利润同比增速表现



图：26Q2各子板块归母净利润同比增速表现



图：26Q2各子板块归母净利润环比增速表现



1 碳酸锂：Q2利润环比提升30%，资本开支总体低位，存货增量有限

◆ 25年碳酸锂板块盈利显著修复，26H1量价齐升驱动利润大幅增长。1) 收入和归母净利润：26H1板块营收924亿元，同比+105.1%，归母净利润233.9亿元，同比+875.3%；其中26Q2营收528亿元，同比+121%、环比+33%，归母净利润131.8亿元，同比+1305%、环比+29%。2) 毛利率和净利率：26H1毛利率43.8%，同比+18.7pct，归母净利率25.3%，同比+20.0pct；26Q2毛利率44.0%，同比+20.0pct、环比+0.5pct，归母净利率25.0%，同比+21.0pct、环比-0.8pct。3) 费用率：26H1费用率6.9%，同比-4.7pct；26Q2费用率6.5%，同比-4.0pct、环比-0.9pct，费用控制明显改善。4) 存货：26Q2末存货390亿元，较年初+22.4%。5) 现金流：26H1经营活动净现金流123.4亿元，同比+40.4%；26Q2经营活动净现金流81.6亿元，环比+95%。6) 资金情况：26Q2末无息在手现金159亿元，较年初+304.8%。7) 资本开支：26H1资本开支70.3亿元，同比-43%，行业扩产保持克制。8) 应收与预收：26Q2末应收账款254亿元，较年初+69.4%；预收款项61亿元，较年初+9.6%，营运资本提升至974亿元

图表： 2026年H1碳酸锂板块情况（亿元）

	26Q1	26Q2	26Q2同比	26Q2环比	26H1	26H1同比	26H1环比
营业收入（亿元）	396	528	121%	33%	924	105%	55%
归母净利润（亿元）	102.1	131.8	1305%	29%	233.9	875%	121%
毛利率	43.50%	44.00%	20.00pct	0.50pct	43.80%	18.70pct	14.30pct
归母净利率	25.80%	25.00%	21.00pct	-0.80pct	25.30%	20.00pct	7.50pct
费用率	7.40%	6.50%	-4.00pct	-0.90pct	6.90%	-4.70pct	-4.50pct
经营活动净现金流（亿元）	41.8	81.6	-18%	95%	123.4	40%	7%

	2025Q4	2026Q1	2026Q2	26Q2较年初增长
应收账款（亿元）	150	166	254	69%
预收款项（亿元）	56	66	61	10%
存货（亿元）	319	355	390	22%
无息在手现金（亿元）	39	138	159	305%
营运资本（亿元）	669	793	974	46%

1 碳酸锂：行业整体现金情况改善，营运资本持续提升

◆ 行业整体现金情况改善，营运资本持续提升。26Q2末行业无息在手现金159.2亿元，较年初+304.8%，营运资本973.7亿元，较年初+45.6%。其中盐湖股份无息现金320.5亿元、营运资本352.8亿元，资金实力居行业首位；永兴材料无息现金85.5亿元、营运资本100.0亿元，流动性保持充足。天齐锂业无息现金缺口收窄至-10.7亿元，营运资本提升至149.7亿元；赣锋锂业无息现金仍为-171.9亿元，但营运资本改善至47.5亿元。中矿资源无息现金降至2.2亿元，营运资本49.6亿元，现金储备有所下降。整体看，板块盈利回升带动营运资本改善，但资源扩张节奏及债务规模导致企业现金表现继续分化。

图表：26H1碳酸锂板块现金及营运资本情况（亿元）

新能源汽车板块		无息在手现金				营运资本			
碳酸锂		25年Q4	26Q1	26Q2	26Q2 较年初增长	25年Q4	26Q1	26Q2	26Q2 较年初增长
002466.SZ	天齐锂业	-79.5	-18.6	-10.7	86.50%	76.1	114.5	149.7	96.70%
002460.SZ	赣锋锂业	-179.1	-181.5	-171.9	4.10%	-31.2	11.5	47.5	252.40%
002497.SZ	雅化集团	19.7	16.2	7.5	-61.80%	52.5	57	69.2	31.70%
002176.SZ	江特电机	-4.1	-5.4	-6.3	-53.10%	4.7	4.4	6.4	37.30%
002756.SZ	永兴材料	78.7	80	85.5	8.60%	84.6	90.7	100	18.30%
600499.SH	科达制造	-12.2	-6.9	-12.2	0.40%	57.7	65.3	59.9	3.80%
002240.SZ	盛新锂能	-34.4	-41.8	-67.6	-96.70%	-12.3	-0.7	12.7	203.10%
300390.SZ	天华新能	-17.1	-16.3	-13	24.00%	47.8	58.9	93.9	96.40%
000762.SZ	西藏矿业	0.3	6.7	6.2	2012.20%	11.2	13.8	12.4	10.60%
002738.SZ	中矿资源	23.2	18.5	2.2	-90.30%	54.1	54.9	49.6	-8.30%
000792.SZ	盐湖股份	227.2	272.7	320.5	41.10%	311.3	307.6	352.8	13.30%
002192.SZ	融捷股份	16.6	14.2	18.8	12.70%	12	15.4	19.6	62.90%
合计		39.3	137.9	159.2	304.80%	668.7	793.2	973.7	45.60%

1 碳酸锂：25年-26H1碳酸锂价格中枢上行，量价齐升驱动盈利释放

◆ 25年-26H1碳酸锂价格中枢上行，量价齐升驱动盈利释放。天齐锂业26H1归母净利润42.4亿元，26Q2实现23.7亿元，环比+26%；赣锋锂业26H1归母净利润42.6亿元，26Q2实现24.2亿元，环比+32%；雅化集团26Q2归母净利润8.8亿元，环比+159%；永兴材料26H1归母净利润9.6亿元，26Q2实现4.7亿元；中矿资源26H1归母净利润11.1亿元，26Q2实现6.0亿元，环比+19%。此外，盐湖股份26H1归母净利润61.7亿元，继续贡献板块主要利润。

图表：26H1碳酸锂板块情况（亿元）

新能源汽车板块		收入					归母净利润				
上游材料		2026H1	同比	2026Q2	同比	环比	2026H1	同比	2026Q2	同比	环比
002466.SZ	天齐锂业	122	153%	71	216%	39%	42.4	4925%	23.7	12011%	26%
002460.SZ	赣锋锂业	231	176%	139	202%	51%	42.6	-901%	24.2	1480%	32%
002497.SZ	雅化集团	67	96%	39	106%	37%	12.2	795%	8.8	1545%	159%
002176.SZ	江特电机	10	-2%	5	10%	21%	-2.1	87%	-0.3	53%	81%
002756.SZ	永兴材料	51	38%	27	39%	9%	9.6	139%	4.7	124%	-4%
600499.SH	科达制造	104	27%	57	28%	20%	12.8	72%	7	75%	19%
002240.SZ	盛新锂能	74	356%	41	339%	24%	10.1	-220%	5.5	180%	18%
300390.SZ	天华新能	78	125%	46	159%	43%	22.9	-1572%	13.2	933%	37%
000762.SZ	西藏矿业	5	305%	3	422%	76%	0.6	-492%	0.4	2303%	116%
002738.SZ	中矿资源	37	12%	23	32%	66%	11.1	1147%	6	1422%	19%
000792.SZ	盐湖股份	131	92%	66	81%	3%	61.7	145%	31.4	129%	4%
002192.SZ	融捷股份	15	402%	11	451%	205%	10	1073%	7.2	1007%	160%
合计		924	105%	528	121%	33%	233.9	875%	131.8	1305%	29%

1 碳酸锂：行业盈利改善明显，公司单吨盈利分化

◆ 行业单吨盈利维持高位，资源禀赋与成本差异导致公司表现分化。26Q2永兴材料、中矿资源单吨利润分别提升至7.4、5.7万元/吨，环比增加1.5、0.7万元/吨，盈利表现领先；天齐锂业、赣锋锂业单吨利润分别为4.0、3.2万元/吨，环比有所回落，但出货量分别环比增长25%、20%。具备低成本矿石资源、高自供比例及前期低价库存的企业盈利韧性更强。

图表：碳酸锂主流公司季度盈利拆分

代表公司	锂业务	单位	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2
天齐锂业	锂盐	出货量 (万吨)	1.7	2.4	3.0	3.0	2.5	2.5	3.0	2.4	2.0	2.5
		单吨利润 (万元/吨)	-13.6	-6.0	-2.1	-5.5	-0.7	-2.1	-1.7	1.2	6.0	4.0
赣锋锂业	锂盐	出货量 (万吨)	2.5	3.1	3.3	4.0	4.0	3.5	5.0	5.0	5.0	6.0
		单吨利润 (万元/吨)	-1.0	0.3	-0.6	-0.1	-0.4	-1.4	-0.1	0.8	3.7	3.2
永兴材料	锂盐	出货量 (万吨)	0.7	0.7	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
		单吨利润 (万元/吨)	3.1	2.4	1.1	0.4	1.5	1.1	1.0	1.7	5.9	7.4
中矿资源	锂盐 (含精矿)	出货量 (万吨)	0.8	0.9	1.1	1.2	0.9	1.3	1.3	0.8	0.8	1.0
		单吨利润 (万元/吨)	1.5	1.4	-0.1	0.5	0.0	-0.4	0.1	2.3	5.0	5.7

1 碳酸锂：碳酸锂26-27全年紧平衡，价格在12-15万左右震荡

- ◆ 中性情况下：26年全球锂矿供给211万吨，新增40万吨；27年263万吨，新增52万吨；28年319万吨，新增56万吨。南美盐湖产量超预期、澳矿加速复产，但海外矿山政策仍存不确定，总体我们预计26-27年供给偏紧。
- ◆ 我们预计碳酸锂价格中枢12-15万/吨，28年新增产能放缓，叠加需求降速，我们预计价格中枢或下移至10万以内。

图 2025-2030年碳酸锂供给测算

产量 (万吨LCE)	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
国内盐湖	17.6	26.0	30.8	32.7	36.8	38.6
国内辉石矿	6.9	11.2	14.9	25.2	36.7	39.3
国内云母矿	16.8	15.1	27.0	39.7	48.6	50.6
国内供给合计	41.3	52.4	72.8	97.6	122.1	128.5
海外盐湖	43.5	53.1	56.4	64.2	71.2	75.2
澳洲辉石矿	47.6	53.5	61.1	67.7	69.6	72.3
非洲辉石矿	23.7	34.2	51.3	64.9	72.8	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	176.4	204.5	223.1	235.0
锂回收	9.0	11.7	14.0	16.8	20.2	24.3
合计	170.9	211.1	263.2	319.0	365.4	387.8
-新增	36.0	40.2	52.1	55.8	46.4	22.4

图 碳酸锂供需测算

	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E
全球锂有效供给 (万吨LCE)	80.1	110.4	134.9	170.9	211.1	263.2	319.0	365.4
有效供给-新增	21.8	30.3	24.6	36.0	40.2	52.1	55.8	46.4
全球锂需求 (万吨LCE)	76.8	93.2	116.3	160.2	209.8	259.8	304.7	350.5
需求-新增	20.6	16.4	23.1	43.9	49.6	49.9	44.9	45.9
过剩 (万吨LCE)	3.3	17.2	18.6	10.7	1.3	3.4	14.3	14.9

中游：供需反转，盈利逐季改善显著

2 锂电池中游： Q2盈利能力持续改善，存货较年初增加

- ◆ 锂电池中游板块：26Q2盈利能力持续改善。1) 收入和归母净利润：26Q2锂电池中游板块实现营业收入5016亿元，同环比+55%/19%，归母净利润399亿元，同环比+64%/6.6%；2) 毛利率和净利率：26Q2毛利率17.2%，同比增长0.1pct，净利率8%，同比增长0.5pct；3) 费用率控制：26Q2期间费用率7.5%，同比降低0.6pct，环比降低0.9pct；4) 存货增加：26Q2末存货4000亿元，较年初增长37%。5) 现金流：26Q2经营活动净现金流340亿元，同比-30.6%，环比+113%。6) 资金：26Q2末营运资本4080亿元，较年初增长18%。

图表： 26Q1、26Q2锂电池中游板块情况 (亿元)

	2025年	25年同比	26Q1	26Q1同比	26Q1环比	26Q2	26Q2同比	26Q2环比
营业收入 (亿元)	13,875	18%	4,200	45.80%	-0.60%	5,016	54.50%	19.40%
归母净利润 (亿元)	1,032	55%	374	82.60%	29.50%	399	64.30%	6.60%
毛利率	17.50%	1.10pct	18.80%	2.30pct	-0.10pct	17.20%	0.10pct	-1.60pct
归母净利率	7.40%	1.70pct	8.90%	1.80pct	2.10pct	7.90%	0.50pct	-1.00pct
费用率	2.80%	1.10pct	8.40%	-0.40pct	-0.70pct	7.50%	-0.60pct	-0.90pct
经营活动净现金流 (亿元)	1,894	23%	160	-40.70%	-78.40%	340	-30.60%	112.50%

	25Q4末的情况	25Q4末较年初增长	26Q1末的情况	26Q1末较年初增长	26Q2末的情况	26Q2末较年初增长
应收账款 (亿元)	2949	18%	3270	11%	3693	25%
合同负债 (亿元)	651	55%	690	6%	586	-10%
存货 (亿元)	2923	36%	3455	18%	4000	37%
无息在手现金 (亿元)	1539	78%	1328	-14%	1308	-15%
营运资本 (亿元)	3447	12%	3990	16%	4080	18%

2 锂电池中游： Q2盈利能力持续改善

- ◆ **锂电池中游板块：26Q2盈利持续改善：**26Q2隔膜、铝箔板块涨价落地，归母净利润环比改善；负极、电池盈利稳定，Q2量稳定增长；Q2六氟均价下降、铁锂正极与结构件受原材料涨价影响，板块归母净利环比下滑。

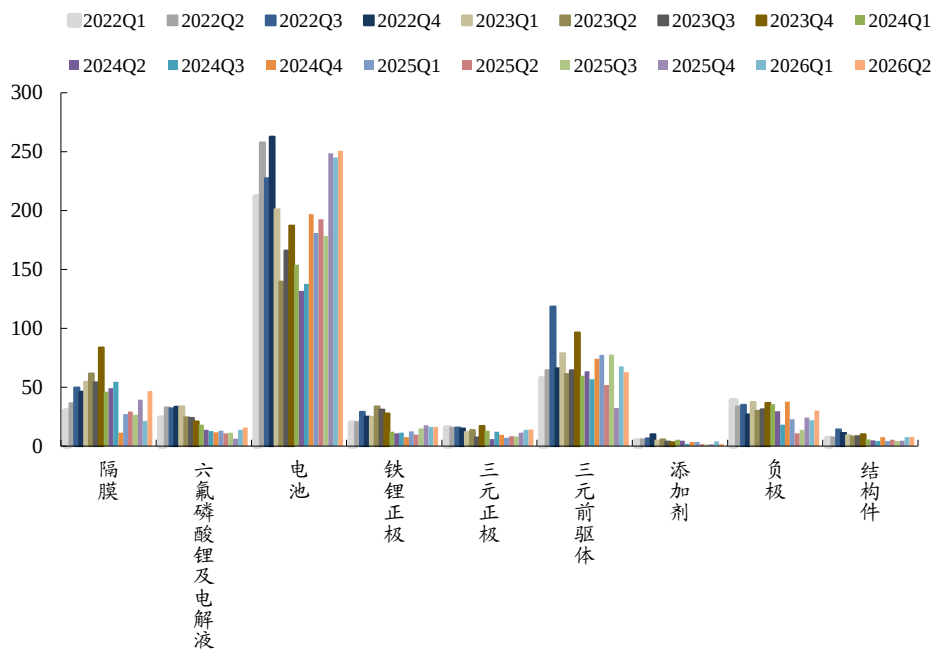
图表：26Q1、26Q2锂电池中游分板块情况（亿元）

分项	26Q1营收 (亿元)	同比增速 (%)	环比增速 (%)	归母净利润 (亿元)	同比增速 (%)	环比增速 (%)	26Q2营收 (亿元)	同比增速 (%)	环比增速 (%)	归母净利润 (亿元)	同比增速 (%)	环比增速 (%)
锂电池中游	4200	46%	-1%	374	83%	29%	5016	54%	19%	399	64%	7%
隔膜	184	36%	-9%	21	116%	79%	252	46%	37%	26	118%	25%
六氟磷酸锂及电解液	207	65%	13%	35	834%	107%	249	86%	21%	26	640%	-26%
电池	2025	45%	-9%	224	43%	3%	2417	51%	19%	261	40%	17%
正极	513	106%	18%	29	3743%	273%	668	130%	30%	31	2372%	4%
铁锂正极	332	117%	29%	24	1964%	743%	427	155%	29%	22	1800%	-9%
三元正极	181	90%	2%	5	882%	-1%	241	96%	33%	8	225%	68%
三元前驱体	524	36%	10%	37	86%	56%	567	47%	8%	23	18%	-37%
添加剂	44	4%	-6%	1	4%	154%	55	27%	24%	2	50%	262%
负极	194	28%	-12%	15	40%	16%	247	39%	27%	18	28%	22%
铜箔	380	31%	21%	9	162%	1043%	420	26%	11%	8	106%	-8%
铝箔	90	13%	7%	2	174%	98%	102	27%	14%	3	474%	49%
结构件	82	45%	-7%	7	55%	20%	97	45%	18%	6	19%	-20%

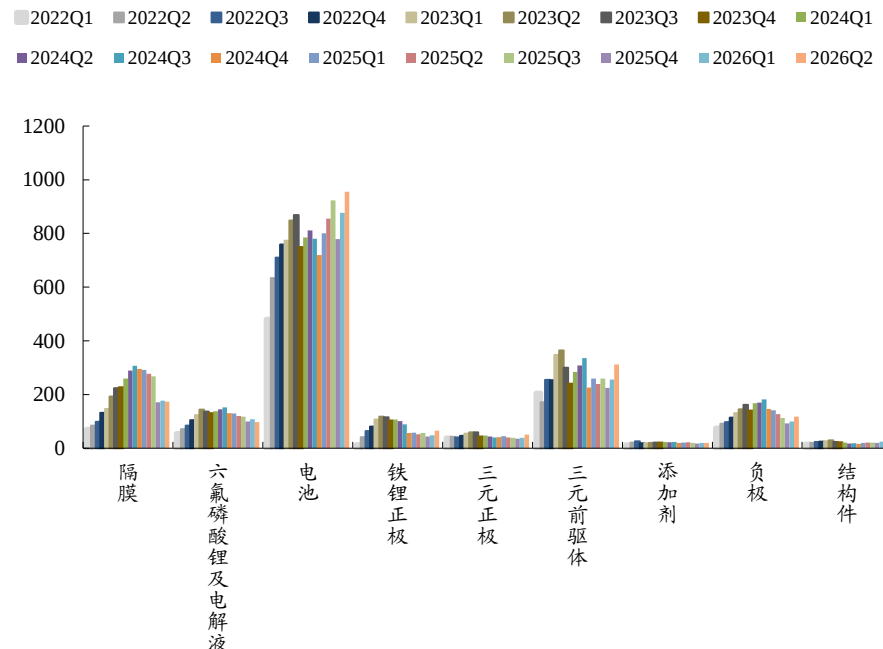
2 锂电池中游：隔膜、负极、六氟环节资本开支显著提升

- ◆ 26Q2隔膜、六氟、负极资本开支显著提升，铁锂、电池维持高位。26Q2三元前驱体、添加剂资本开支环比下降，隔膜、负极、六氟资本开支环比明显提升；电池、铁锂正极、三元正极、结构件资本开支环比保持稳定。26Q2隔膜、六氟等环节在建工程环比下降，电池、三元前驱体等环节环比增加。

图：各环节22Q1-26Q2资本开支（亿元）



图：各环节22Q1-26Q2在建工程（亿元）



分板块2026H1业绩总结

- ◆ Q2电池、负极、铜箔龙头盈利稳定，隔膜、铝箔龙头盈利拐点已现，铁锂、电解液受原料涨价影响盈利略降。隔膜、铝箔26Q2涨价逐步落地，盈利拐点明确，26Q2单位盈利水平进一步提升。电池、负极、铜箔龙头依托客户结构、成本优势，单位盈利稳定，铁锂、电解液、结构件盈利水平环比下降。

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	2026Q2
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	0.07
	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	0.03
	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	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	-0.02
	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	0.05
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	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	0.8
	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	0.4
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	0.1	0.35	0.22
	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	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	0.2
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	-0.1
	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	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	0.2	0.22
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	0.16
	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	0.12
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	0.4	0.72	0.52
	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	0.18
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	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	0.1	0.2
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	0.36
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	0.3	0.2	0.2
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%	9.44%
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	0.15

供需：26H2旺季供不应求，预计27年维持紧平衡

- ◆ 动储需求两旺，材料厂商扩产相对谨慎，26年行业拐点明确，26H2供需持续紧张，我们测算27年大部分环节产能利用率将进一步提升。

图：主流环节产能利用率情况

铁锂正极	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年E	2027年E
供给 (万吨)	114.6	225.7	401.1	526.9	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%
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%
隔膜	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年E	2027年E
全行业有效供给 (亿平)	188.7	282.3	411.8	552.5	647.3	778.8
-同比	70%	50%	46%	34%	17%	20%
需求 (亿平)	160.3	209.6	276.5	406.1	545.2	680.7
-同比	56%	31%	32%	47%	34%	25%
产能利用率	85%	74%	67%	74%	84%	87%
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	12,927	87,275	132,227	62,136	17,285	74,566
产能利用率	91%	65%	61%	83%	96%	87%
铜箔	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年E	2027年E
全行业有效供给 (万吨)	72	103	136	154	177	201
-同比	61%	43%	32%	13%	15%	14%
需求 (万吨)	62	78	93	127	168	210
-同比	53%	27%	19%	37%	32%	25%
过剩	11	25	43	27	9	-9
产能利用率	85%	76%	68%	83%	95%	104%

3 电池：盈利能力表现亮眼，存货较年初明显增长

- ◆ **电池盈利表现亮眼，龙头厂商竞争力强化。** 26Q2实现营收2417亿元，同比+51.11%、环比+19.38%；归母净利润261.4亿元，同比+40.44%、环比+16.59%。26H1实现营收4442亿元，同比+48.30%、环比+11.58%；归母净利润485.6亿元，同比+41.64%、环比+7.47%。
- ◆ **原材料价格有所上涨，通过资源端与传导改善，盈利水平仍表现亮眼。** 26Q2毛利率19.84%，同比-1.99pct、环比-1.85pct；归母净利率10.81%，同比-0.82pct、环比-0.26pct。26H1毛利率20.69%，同比-0.97pct、环比-1.75pct；归母净利率10.93%，同比-0.51pct、环比-0.42pct。
- ◆ **存货和营运资本较年初明显增长。** 26H1经营活动净现金流593.1亿元，同比-9.77%、环比-38.50%。26Q2末应收账款1733亿元，较年初增长20.55%；预收款项447亿元，较年初下降20.36%；存货2017亿元，较年初增长39.53%；无息在手现金2937亿元，较年初增长2.47%；营运资本2781亿元，较年初增长13.37%。

表：2026年H1电池板块情况（亿元）

	26Q1	26Q2	26Q2同比	26Q2环比	26H1	26H1同比	26H1环比
营业收入（亿元）	2025	2417	51%	19%	4442	48%	12%
归母净利润（亿元）	224.2	261.4	40%	17%	485.6	42%	7%
毛利率	21.69%	19.84%	-1.99pct	-1.85pct	20.69%	-0.97pct	-1.75pct
归母净利率	11.07%	10.81%	-0.82pct	-0.26pct	10.93%	-0.51pct	-0.42pct
费用率	9.56%	8.54%	-0.11pct	-1.02pct	9.01%	-0.15pct	-0.71pct
经营活动净现金流（亿元）	316.9	276.2	-13%	-13%	593.1	-10%	-39%

	2025Q4	2026Q1	2026Q2	26Q2较年初增长
应收账款（亿元）	1438	1503	1733	21%
预收款项（亿元）	561	557	447	-20%
存货（亿元）	1445	1701	2017	40%
无息在手现金（亿元）	2866	2903	2937	2%
营运资本（亿元）	2453	2691	2781	13%

3 电池：宁德时代α明显，出货量超越行业增速，盈利稳定

◆ 宁德时代盈利领先，二线企业盈利进一步分化，头部盈利保持稳定。宁德时代26H1实现收入2769亿元，同比+54.80%，归母净利润432.8亿元，同比+41.98%；26Q2实现收入1478亿元，同比+56.92%、环比+14.45%，归母净利润225.5亿元，同比+36.46%、环比+8.72%，收入与利润均保持较快增长。二线电池厂中，亿纬锂能盈利仍明显领先，26H1归母净利润33.0亿元，同比+105.66%，26Q2归母净利润18.5亿元，同比+268.00%、环比+28.25%；国轩高科26H1归母净利润13.9亿元，同比+278.05%，盈利改善明显；其余二线电池厂盈利继续分化，部分企业仍处亏损状态。

表：2026年H1电池板块情况（亿元）

新能源汽车板块		收入					归母净利润				
电池		2026H1	同比	2026Q2	同比	环比	2026H1	同比	2026Q2	同比	环比
300750.SZ	宁德时代	2769.17	54.80%	1477.86	56.92%	14.45%	432.84	41.98%	225.46	36.46%	8.72%
300068.SZ	南都电源	16.99	-56.71%	7.28	-73.86%	-25.00%	-11.11	378.10%	-8.07	-2483.29%	-164.92%
002074.SZ	国轩高科	277.76	43.22%	160.67	55.42%	37.23%	13.86	278.05%	13.65	413.15%	6371.07%
300014.SZ	亿纬锂能	456.91	62.20%	250.12	62.69%	20.95%	33.01	105.66%	18.55	268.00%	28.25%
300207.SZ	欣旺达	381.79	41.48%	220.63	50.12%	36.90%	6.03	-29.59%	4.89	4.06%	328.55%
688567.SH	孚能科技	36.16	-16.93%	19.49	-3.87%	16.94%	-3.97	145.07%	-2.57	-2609.57%	-83.02%
688772.SH	珠海冠宇	73.27	20.16%	36.92	2.57%	1.55%	-2.03	-273.94%	-1.18	-184.32%	-39.86%
688063.SH	派能科技	26.44	130.07%	16.72	120.83%	71.98%	0.79	469.92%	0.57	9.43%	155.73%
002245.SZ	蔚蓝锂芯	48.58	30.35%	27.05	35.32%	25.63%	5.11	53.39%	3.15	64.68%	60.98%
300438.SZ	鹏辉能源	109.78	155.27%	62.1	137.87%	30.23%	8.16	-1025.39%	4.93	1239.99%	52.40%
688819.SH	天能股份	223.25	6.73%	125.81	17.81%	29.10%	2.81	-67.62%	2.06	-54.00%	174.63%
301327.SZ	华宝新能	22.06	34.71%	12.63	36.75%	33.96%	0.1	-91.53%	-0.04	-110.09%	-126.72%
合计		4442.15	48.30%	2417.26	51.11%	19.38%	485.61	41.64%	261.4	40.44%	16.59%

3 电池：经营性现金流表现分化，整体资本开支保持增长

- ◆ 宁德时代经营性现金流稳健，二线电池厂表现分化，整体资本开支保持增长。宁德时代26H1经营性现金流净额602.2亿元，同比+2.61%，26Q2为265.4亿元，同比+2.78%、环比-21.21%，现金流持续充沛；26H1资本开支250.7亿元，同比+24.04%，扩产稳步推进。亿纬锂能26H1经营性现金流净额-3.9亿元，同比转负，资本开支53.4亿元，同比+20.73%；国轩高科、欣旺达26H1资本开支分别为97.8、52.9亿元，同比+148.57%、+26.93%。电池板块26H1经营性现金流净额593.1亿元，同比-9.77%，资本开支495.7亿元，同比+16.04%，产能建设有序推进。

表：2026年H1电池板块情况（亿元）

新能源汽车板块		经营性现金流净额					资本开支				
电池		2026H1	同比	2026Q2	同比	环比	2026H1	同比	2026Q2	同比	环比
300750.SZ	宁德时代	602.17	2.61%	265.36	2.78%	-21.21%	250.73	24.04%	126.56	28.23%	1.93%
300068.SZ	南都电源	1.71	-71.01%	0.66	-92.60%	-38.00%	0.64	-90.64%	0.03	-99.05%	-94.50%
002074.SZ	国轩高科	4.28	31.74%	2.73	38.16%	75.60%	97.79	148.57%	48.93	122.87%	0.15%
300014.SZ	亿纬锂能	-3.88	-116.35%	-0.22	-101.50%	93.91%	53.43	20.73%	23.5	-2.67%	-21.48%
300207.SZ	欣旺达	-19.51	-288.45%	-20.23	-311.48%	-2896.44%	52.92	26.93%	29.7	33.35%	27.86%
688567.SH	孚能科技	2.21	75.23%	6.17	145.11%	255.57%	2.93	109.03%	1.67	484.69%	32.62%
688772.SH	珠海冠宇	6.68	-21.72%	1.08	-68.75%	-80.70%	21.24	11.44%	13.36	25.87%	69.55%
688063.SH	派能科技	-2.87	-196.47%	-0.79	-152.61%	61.97%	4.04	117.65%	2.12	78.52%	10.22%
002245.SZ	蔚蓝锂芯	5.4	-27.33%	3.47	-15.48%	79.43%	3.91	-20.52%	1.78	-16.23%	-16.46%
300438.SZ	鹏辉能源	1.69	211.53%	2.14	227.84%	579.54%	2.39	-22.08%	0.76	-49.27%	-53.26%
688819.SH	天能股份	-6.26	-144.22%	13.28	-52.59%	167.97%	5.11	-39.31%	1.93	-70.72%	-39.20%
301327.SZ	华宝新能	1.47	126.04%	2.59	301.47%	331.22%	0.53	-9.17%	0.29	-42.66%	20.46%
合计		593.09	-9.77%	276.23	-13.10%	-12.82%	495.67	16.04%	250.64	2.29%	30.06%

3 电池：在建工程持续增长，龙头在手现金充足

◆ 在建工程整体增长，龙头厂商无息现金充足，二线电池厂资金状况分化。电池板块26Q2末在建工程955.8亿元，较年初+22.71%，无息现金2936.9亿元，较年初+2.47%，营运资本2781.1亿元，较年初+13.37%。宁德时代26Q2末在建工程330.3亿元，较年初+11.07%；无息现金3165.5亿元，较年初+6.26%；营运资本2722.7亿元，较年初+13.99%，流动性充足、短期财务风险较低。亿纬锂能26Q2末在建工程194.3亿元，较年初+10.87%，无息现金-91.0亿元，较年初改善10.34%，营运资本-27.6亿元，短期资金链仍存在一定压力；国轩高科、欣旺达、珠海冠宇等部分二线企业无息现金仍为负，资金状况继续分化。

表：2026年H1电池板块情况（亿元）

新能源汽车板块		在建工程				无息在手现金				营运资本			
电池		2025Q4	2026Q1	2026Q2	26Q2较年初增长	2025Q4	2026Q1	2026Q2	26Q2较年初增长	2025Q4	2026Q1	2026Q2	26Q2较年初增长
300750.SZ	宁德时代	297.3	348.5	330.3	11.07%	2978.9	3126.7	3165.5	6.26%	2388.6	2584.9	2722.7	13.99%
300068.SZ	南都电源	14.2	14.9	15.5	9.77%	-50.4	-54.5	-51.6	-2.25%	-29.5	-29.8	-39.5	-33.69%
002074.SZ	国轩高科	126.8	141.5	206.5	62.93%	-205.4	-239.6	-239	-16.36%	-124	-95.9	-90.3	27.21%
300014.SZ	亿纬锂能	175.2	186.3	194.3	10.87%	-101.4	-114.3	-91	10.34%	14.2	-3	-27.6	-294.30%
300207.SZ	欣旺达	105.6	122.4	139.3	31.87%	-4.1	-15.3	-32.4	-699.81%	10.2	40.4	31.4	206.67%
688567.SH	孚能科技	0.6	0.8	1.1	100.19%	27.6	14.2	13.6	-50.70%	10.9	14.9	13.4	22.94%
688772.SH	珠海冠宇	36.2	41.2	42	16.24%	-38.4	-46.5	-62.1	-61.66%	-20.8	-28.8	-43.7	-110.04%
688063.SH	派能科技	0.8	1.2	4.1	392.30%	64.6	60.6	57.6	-10.89%	66.4	65.4	62.6	-5.77%
002245.SZ	蔚蓝锂芯	3.9	3.5	8	103.53%	6.3	6.6	4.1	-33.85%	22.2	26.3	23.2	4.54%
300438.SZ	鹏辉能源	5.3	2.4	5.3	-0.56%	-7.7	-8.5	-5.1	34.17%	-3.4	-0.8	3.1	193.19%
688819.SH	天能股份	12.8	13.4	9	-29.08%	156.1	133	130.1	-16.66%	60.8	60.4	68.9	13.29%
301327.SZ	华宝新能	0.3	0.3	0.4	43.85%	40.2	40.3	47.2	17.37%	57.5	57.3	56.8	-1.12%
合计		778.9	876.5	955.8	22.71%	2866.2	2902.7	2936.9	2.47%	2453.1	2691.4	2781.1	13.37%

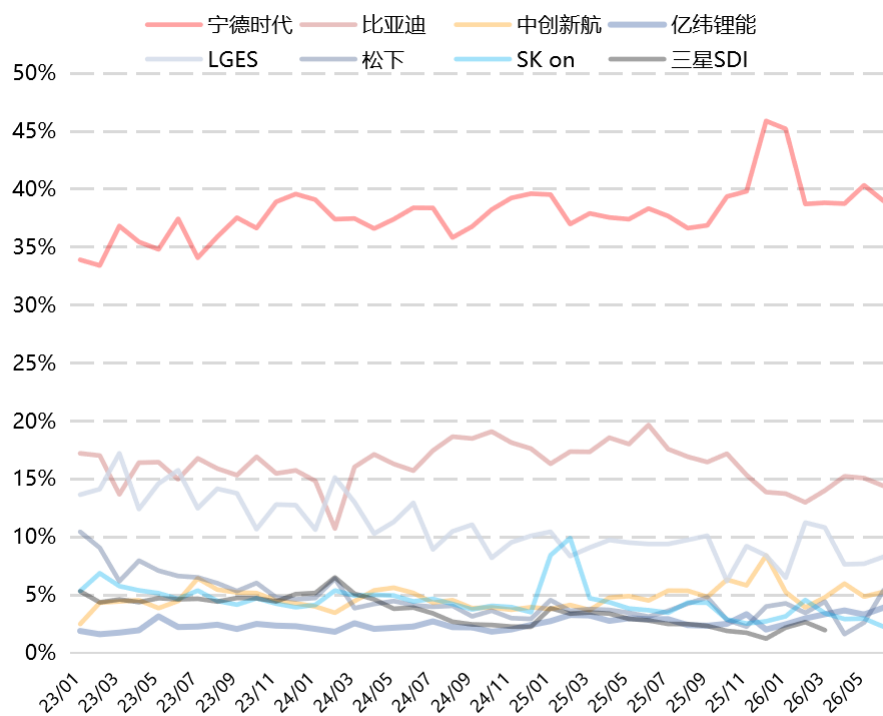
3 电池-全球份额：宁德时代竞争优势突出

- ◆ **全球格局看**，26H1全球动力电池装机量608.5GWh，宁德时代装机242.7GWh，全球份额39.9%，同比+1.7pct，龙头地位进一步巩固。比亚迪装机87.7GWh，份额14.4%，同比-2.6pct；LG新能源装机52.6GWh，份额8.6%，同比-0.9pct，松下和SK On份额分别为3.7%、3.1%，均同比下降。二线中国电池厂份额普遍提升，中创新航、国轩高科、亿纬锂能、蜂巢能源份额分别为5.1%、4.6%、3.4%、2.6%，同比提升0.7pct、0.8pct、0.7pct、0.4pct。全球电池产业竞争格局继续向中国厂商集中，宁德时代与日韩厂商的份额差距进一步扩大。

表：动力电池厂商全球装机量 (GWh)

Top10	简写	26年H1	占比	同比 (pct)
1	宁德时代	242.7	39.9%	1.7
2	比亚迪	87.7	14.4%	-2.6
3	LG新能源	52.6	8.6%	-0.9
4	松下	22.7	3.7%	-0.3
5	中创新航	31.2	5.1%	0.7
6	国轩高科	28	4.6%	0.8
7	亿纬锂能	20.9	3.4%	0.7
8	蜂巢能源	15.7	2.6%	0.4
9	SK on	19	3.1%	-0.9
10	欣旺达	14.5	2.4%	-0.1
前十总量		535.0	87.9%	-0.7
其他		73.5	12.1%	0.7
全球总量		608.5	100.0%	-

图：动力电池厂商全球市占率



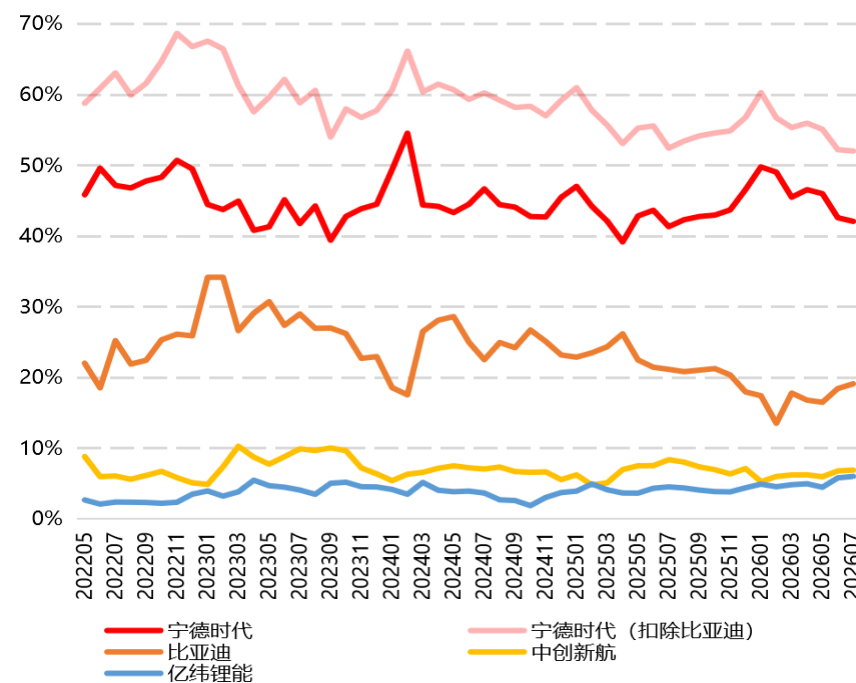
3 电池-国内份额：宁德市占率46%，比亚迪份额下滑，部分二线提升

- ◆ **国内格局看**，26H1国内动力电池装机量335.6GWh，宁德时代装机154.3GWh，份额46.0%，同比+3.0pct，国内龙头地位进一步巩固。比亚迪装机57.4GWh，份额17.1%，同比-6.4pct，市场份额有所下降。二线电池厂中，国轩高科装机20.8GWh，份额6.2%，同比+1.0pct；亿纬锂能装机16.8GWh，份额5.0%，同比+0.9pct；瑞浦兰钧、正力新能份额分别为3.3%、2.7%，同比提升1.1pct、0.7pct。国内市场呈现宁德时代份额提升、比亚迪份额回落、部分二线企业份额改善的格局，头部集中度仍处于较高水平。

表：动力电池厂商国内装机量 (GWh，不含出口)

Top10	简写	26年H1	占比	同比 (pct)
1	宁德时代	154.25	46.0%	3.0
2	比亚迪	57.42	17.1%	-6.4
3	中创新航	20.71	6.2%	-0.3
4	国轩高科	20.75	6.2%	1.0
5	亿纬锂能	16.8	5.0%	0.9
6	瑞浦兰钧	11.11	3.3%	1.1
7	欣旺达	9.15	2.7%	-0.3
8	正力新能	9.06	2.7%	0.7
9	吉曜通行	8.27	2.5%	0.4
10	蜂巢能源	6.4	1.9%	-0.9
前十总量		313.94	93.5%	1.1
其他		21.66	6.5%	-1.1
国内总量		335.60	100.0%	-

图：动力电池厂商国内市占率 (%，不含出口)



3 电池：铁锂电芯总成本较Q1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2026年铁锂电芯总成本约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）

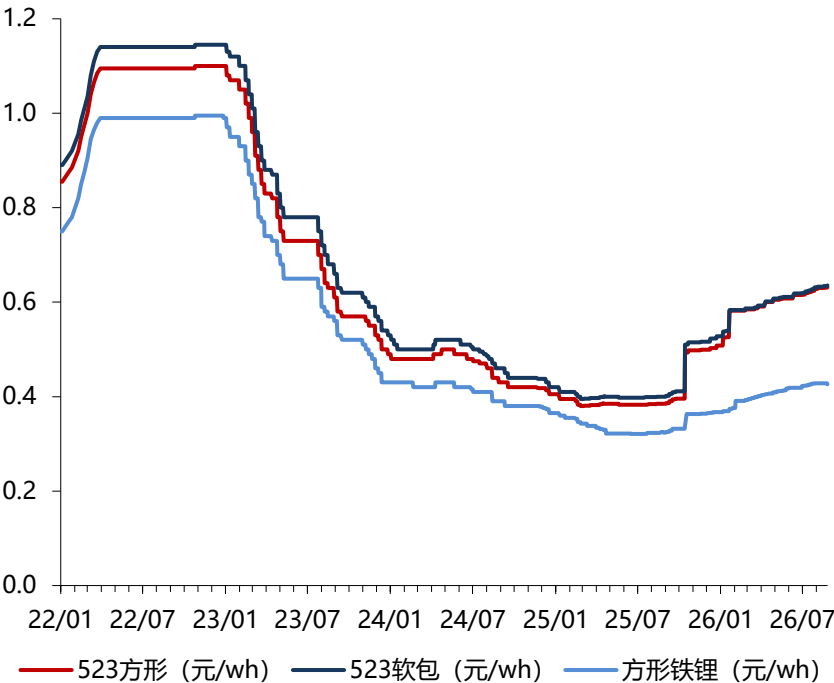


图 国内电芯成本变化（含税，元/Wh）

	2025：铁锂					2026：铁锂（中性涨价）				
	单位用量	单位	单位价格 (元)	单位成本 (元/wh)	占比	单位用量	单位	单位价格 (元)	单位成本 (元/wh)	占比
磷酸铁锂										
电芯原材料成本										
正极材料	2200	t	2.9	0.06	30%	2178	t	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	1.1	0.02	10%	2178	t	1.4	0.03	10%
正极导电剂（AB）	29	t	10	0	1%	29	t	10	0	1%
正极黏贴剂（PVDF）	37	t	8	0	1%	36	t	8	0	1%
分散剂（NMP）	8	t	2.5	0	0%	8	t	2.5	0	0%
正极集流体（铝箔）	350	t	3.3	0.01	5%	343	t	3.55	0.01	4%
-铝箔加工费	350	t	1.5	0	2%	347	t	1.6	0	2%
-铝价	350	t	1.8	0.01	3%	347	t	2	0.01	2%
负极活性物质（石墨）	941	t	1.6	0.01	7%	931	t	1.65	0.01	5%
负极粘剂1（SBR）	39	t	10	0	2%	38	t	10	0	1%
负极粘剂2（CMC）	39	t	4	0	1%	38	t	4	0	0%
负极集流体（铜箔）	550	t	9.5	0.05	24%	539	t	11.7	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	0.04	20%	545	t	10	0.05	18%
电解液	1274	t	1.8	0.02	11%	1268	t	2.6	0.03	11%
-六氟磷酸锂	153	t	6	0.01	4%	152	t	11	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	0.02	10%	1	套	0	0.02	7%
电芯材料成本合计(元/wh)	0.19				100%	0.27				100%
碳酸锂（正极+电解液含量）	566	t	6	0.03	18%	561	t	17	0.1	35%
电费	3,000	万kwh	0.4	0.01		3,000	万kwh	0.4	0.01	
人工	60	人	10	0.01		60	人	10	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	98.00%					98.00%				
产能利用率	100.00%					100.00%				
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				

3 电池：Q2盈利水平相对稳健，其中头部盈利韧性较强

◆ Q2盈利水平相对稳健，其中头部盈利韧性较强。受原材料价格涨价、出口退税影响，电池环节Q2盈利有所承压，宁德时代26Q2单wh盈利0.07元，我们预计全年盈利基本维持8-9分/wh，亿纬锂能Q2单wh盈利2-3分/wh，中创新航单wh盈利0.025元，国轩高科维持微利，欣旺达单wh盈利0.01元，整体看Q2电池环节盈利水平相对稳健。

表：宁德与二线厂商盈利对比

代表公司	单位	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2
宁德	出货 (GWh)	95	110	123	146	122	148	167	226	203	230
	单价 (元/Wh)	0.79	0.77	0.74	0.69	0.67	0.65	0.64	0.62	0.65	0.65
	单位净利 (元/Wh)	0.09	0.1	0.12	0.08	0.09	0.09	0.09	0.09	0.08	0.07
亿纬	出货 (GWh)	13.5	21	21.9	24.3	22.8	27.4	32.8	38.2	34.7	42.4
	单价 (元/Wh)	0.6	0.52	0.5	0.54	0.53	0.51	0.48	0.4	0.47	0.50
	单位净利 (元/Wh)	0.02	0.01	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.025
国轩	出货 (GWh)	12	15	16	18	18	22	25	37	28.0	34
	单价 (元/Wh)	0.71	0.7	0.59	0.64	0.55	0.51	0.44	0.46	0.45	0.45
	单位净利 (元/Wh)	0	0	0	0	0	0.01	-0.01	0.01	0.00	0.003
欣旺达 (动储)	出货 (GWh)	3.9	4.4	6.8	10.2	6.8	9.3	11	14.9	12.0	14
	单价 (元/Wh)	0.78	0.89	0.66	0.55	0.38	0.6	0.43	0.43	0.53	0.60
	单位净利 (元/Wh)	-0.11	-0.1	-0.07	-0.02	-0.07	-0.06	-0.04	0.01	0.00	0.01
欣旺达 (锂威)	收入 (亿元)	15	16.6	16	13.5	17	20	24	20	18.7	27
	净利率 (%)	14%	20%	17%	15%	13%	12%	12%	13%	12%	11%
	净利润 (亿元)	2.1	3.32	2.72	2	2.2	2.4	2.8	2.5	2.20	2.97
冠宇	消费收入(亿元)	24.2	26	30	22.8	20.5	30.7	37.2	33.5	26.7	30.4
	出货 (万只)	7,800	9,000	10,850	10,472	8,000	12,000	13,500	10,000	9,000	9,500
	净利率(%)	6%	7%	10%	9%	6%	5%	7%	6%	-2%	-2%
蔚蓝锂芯	出货 (亿只)	0.8	1	1.2	1.5	1.3	1.8	1.8	2.1	1.7	2.0
	单位净利 (元/Wh)	0.43	0.5	0.22	0.73	0.38	0.6	0.62	0.65	0.40	1.0

3 海外电池厂：盈利整体仍持续承压，美国储能业务占比提升

◆ 海外电池企业26Q2盈利仍承压，与宁德时代盈利差距维持，LGES剔除IRA补贴后亏损扩大。26Q2宁德时代、LGES、三星SDI、松下营业利润率分别为21.0%、-2.0%、-5.3%、13.2%，宁德时代盈利能力继续显著领先。LGES电池业务营收约367亿元，同比+26.8%、环比+10.4%，但营业利润转亏至-5.9亿元，主要受北美客户库存调整及软包出货承压影响；剔除IRA补贴后营业利润约-22.1亿元，营业利润率降至-7.4%，实际经营压力进一步凸显。三星SDI营业利润仍为负，但亏损幅度环比收窄，改善主要来自AI数据中心等储能需求支撑。松下26Q2营收131.1亿元，同比+23.2%、环比+10.0%，营业利润17.3亿元，环比扭亏；剔除IRA补贴后营业利润4.9亿元、利润率3.4%，本体盈利明显修复。

表：海外电池厂盈利水平

公司	电池业务营收（亿人民币）					营业利润（亿人民币）					营业利润率				
	26Q2	25Q2	26Q1	26Q2同比	26Q2环比	26Q2	25Q2	26Q1	26Q2同比	26Q2环比	26Q2	25Q2	26Q1	26Q2同比	26Q2环比
宁德时代	1291	847	1406	52.50%	-8.20%	267	173	288	53.90%	-7.40%	21.00%	20.50%	20.50%	0.50pct	0.50pct
LGES	367	289	332	26.80%	10.40%	-5.9	25.6	30.5	转亏	-119.40%	-2.00%	8.80%	9.20%	-10.80pct	-11.20pct
三星SDI	151	147	176	2.70%	-14.20%	-8	-22	-16	亏损收窄	亏损收窄	-5.30%	-15.20%	-9.30%	9.90pct	4.10pct
松下	131.1	106.4	119.2	23.20%	10.00%	17.3	15.5	-1.1	11.80%	扭亏	13.20%	14.50%	-0.90%	-1.30pct	14.10pct

表：海外电池厂盈利水平（剔除IRA补贴）

公司	营业利润(剔除IRA补贴, 亿人民币)					营业利润率(剔除IRA补贴)				
	26Q2	25Q2	26Q1	26Q2同比	26Q2环比	26Q2	25Q2	26Q1	26Q2同比	26Q2环比
宁德时代	267	173	288	53.90%	-7.40%	21.00%	20.50%	20.50%	0.50pct	0.50pct
LGES	-22.1	0.1	12	转亏	-284.60%	-7.40%	0.00%	3.60%	-7.40pct	-11.00pct
三星SDI	-12	-22	-20	亏损收窄	亏损收窄	-7.70%	-15.20%	-11.60%	7.50pct	3.90pct
松下	4.9	3.7	-13.3	33.30%	扭亏	3.40%	3.10%	-10.00%	0.30pct	13.40pct

4 隔膜：26Q1-Q2涨价陆续落地，盈利环比改善

- ◆ **2026H1隔膜行业价格拐点已现，盈利能力逐步改善。**行业上半年实现营收436亿元，同比增长42%；归母净利润47.3亿元，同比增长117%。2026H1毛利率25.4%，同比+3.4pct；归母净利率10.9%，同比+3.8pct。
- ◆ **二季度隔膜涨价落地，盈利能力环比改善。**2026Q2实现营收252亿元，同比增长46%，环比增长37%；归母净利润26亿元，同比增长118%，环比增长25%。26Q2毛利率25.8%，同比+3.4pct，环比+0.8pct；归母净利率10.5%，同比+3.4pct，环比-1.0pct。
- ◆ **资本开支进一步提升，Q2存货较年初小幅增长。**26H1行业资本开支68.4亿元，同比+21.3%，其中26Q2资本开支46.8亿元，同环比+60%/+117%。26Q2末存货203亿元，较年初+14.5%。

图表：2026年H1及Q2隔膜板块情况（亿元）

	2026H1	26H1同比	26Q1	26Q2	26Q2同比	26Q2环比
营业收入（亿元）	435.7	41.70%	184.1	251.6	46.30%	36.70%
归母净利润（亿元）	47.3	117.10%	21	26.3	118.10%	25.10%
毛利率	25.40%	3.40pct	25.00%	25.80%	3.40pct	0.80pct
归母净利率	10.90%	3.80pct	11.40%	10.50%	3.40pct	-1.00pct
经营活动净现金流（亿元）	33.1	-16.60%	-13.3	46.4	26.10%	449.50%
费用率	11.90%	-1.40pct	13.30%	10.90%	-2.00pct	-2.40pct
资本开支（亿元）	68.4	21.30%	21.6	46.8	59.90%	117.20%
	2025年底		26Q1末	26Q2末	26Q2末较年初增长	
应收账款（亿元）	232.2		260.6	288.7	24.3%	
预收账款（亿元）	36.9		42.6	42.1	14.0%	
存货（亿元）	177.2		199.9	202.9	14.5%	
无息现金（亿元）	-257.7		-328.3	-338.7	-31.4%	
营运资本（亿元）	62.8		96.9	85.7	36.4%	

4 隔膜：26Q1-Q2涨价陆续落地，盈利环比改善

◆ 隔膜板块26H1涨价落地，龙头盈利同比改善。恩捷股份26Q2营收48亿元，同环比+57%/+22%，归母净利润5.6亿元，同环比+570%/+115%；星源材质26Q2营收15.7亿元，同环比+56%/+45%，归母净利润1.7亿元，同环比+225%/+497%；璞泰来26Q2营收57.6亿元，同环比+49%/+33%，归母净利润7.5亿元，同环比+32%/+6%。

图表：2026年H1及Q2隔膜板块情况（亿元）

新能源汽车板块		收入						归母净利润					
隔膜		26H1	26H1同比	26Q1	26Q2	26Q2同比	26Q2环比	26H1	26H1同比	26Q1	26Q2	26Q2同比	26Q2环比
002108.SZ	沧州明珠	15.9	20.4%	7.0	8.9	20.3%	27.5%	1.3	58.9%	0.4	0.9	153.1%	97.5%
000973.SZ	佛塑科技	38.8	259.6%	13.3	25.4	349.4%	90.6%	9.1	1608.1%	5.6	3.5	954.0%	-37.4%
002080.SZ	中材科技	162.6	21.9%	68.5	94.0	20.2%	37.2%	12.1	20.9%	5.1	7.0	10.0%	38.0%
300568.SZ	星源材质	26.5	39.7%	10.8	15.7	55.8%	45.4%	2.0	103.1%	0.3	1.7	225.1%	496.8%
002812.SZ	恩捷股份	86.7	50.5%	39.1	47.6	57.0%	21.9%	8.2	981.0%	2.6	5.6	570.2%	115.1%
688733.SH	壹石通	4.1	51.2%	1.9	2.3	48.5%	21.3%	0.1	167.1%	0.0	0.1	1762.4%	2598.0%
603659.SH	璞泰来	101.1	42.7%	43.5	57.6	48.8%	32.5%	14.5	37.6%	7.0	7.5	31.7%	6.2%
合计		435.7	41.7%	184.1	251.6	46.3%	36.7%	47.3	117.1%	21.0	26.3	118.1%	25.1%

4 隔膜：营运资本有所增加，行业资金压力仍较大

◆ 隔膜板块营运资本有所增加，但行业资金压力仍较大。恩捷股份26Q2无息现金-98.3亿元，较年初+2%，营运资本21亿元，较年初+167%；星源材质无息现金-64.7亿元，较年初+12%，营运资本6.5亿元，较年初+145%；璞泰来无息现金18.8亿元，较年初-25%，营运资本61.9亿元，较年初-9%。沧州明珠、中材科技资金缺口仍大，行业整体资金偏紧，扩产能力较弱。

图表：2026年H1及Q2隔膜板块现金及营运资本情况（亿元）

新能源汽车板块		无息在手现金				营运资本			
隔膜		25年Q4	26Q1	26Q2	26Q2 较年初增长	25年Q4	26Q1	26Q2	26Q2 较年初增长
002108.SZ	沧州明珠	-13.6	-15.1	-15.5	-14%	3.6	4.5	3.2	-13%
000973.SZ	佛塑科技	-0.1	-49.7	-49.2	-55846%	9.6	17.4	17.7	83%
002080.SZ	中材科技	-95.7	-123.5	-127.9	-34%	-19.2	-14.2	-30.5	-59%
300568.SZ	星源材质	-73.2	-75.4	-64.7	12%	-14.4	-3.2	6.5	145%
002812.SZ	恩捷股份	-100.0	-93.7	-98.3	2%	7.8	14.8	21.0	167%
688733.SH	壹石通	-0.3	-0.2	-2.0	-520%	7.0	5.5	5.9	-16%
603659.SH	璞泰来	25.1	29.2	18.8	-25%	68.2	72.1	61.9	-9%
合计		-258	-328	-339	-31%	63	97	86	36%

4 隔膜：一轮上涨已落地，Q2盈利环比改善，Q3大客户有望涨价

- ◆ **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，我们预计26Q1除大客户外已涨价落地10%，部分客户我们预计涨价20-30%，考虑供给紧张，且PE原材料涨价，我们预计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1.5-2毛，26Q4进一步向上，27年单平利润2-3毛。

图表：隔膜板块主流公司季度盈利拆分 (亿平，元/平)

代表公司	单位	2021A	2022A	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2
恩捷股份	出货	30.1	46.5	10	12	15	12.5	12.2	15.3	20	20.5	21	25.2	32.0	37.0	35.0	41.5
	单价	2.38	2.33	2.9	2.83	2.66	2.67	2.16	1.82	1.52	1.48	1.47	1.36	1.36	1.25	1.26	1.30
	单位净利	0.85	0.84	0.6	0.6	0.5	0.3	0.13	0.09	0.08	-0.25	0.01	0.04	0.04	0.09	0.11	0.16
星源材质	出货	11.3	17	4.2	6	7.8	7.3	6.4	10	11.5	12.6	11	11.5	11.9	12.1	10.5	13.2
	单价	1.71	1.9	1.79	1.3	1.24	1.25	1.27	1.06	0.94	0.88	0.91	0.99	1.00	1.09	1.16	1.35
	单位净利	0.25	0.45	0.4	0.33	0.33	0.05	0.15	0.08	0.08	0.08	0.03	0.01	-0.02	0.02	0.05	0.12
佛塑科技	出货															14.3	21.0
	单价															-	-
	单位净利															0.20	0.20

5 负极：Q2价格传导原材料涨价，行业盈利环比维持

- ◆ **2026H1负极行业受原材料涨价影响，盈利能力同比下降。**行业上半年实现营收441亿元，同比+34%；归母净利润33亿元，同比+33%。2026H1毛利率20%，同比-2.4pct；归母净利率7.5%，同比持平。
- ◆ **Q2收入环比增长显著，盈利水平稳定。**2026Q2实现营收247亿元，同比+39%，环比+27%；归母净利润18亿元，同比+28%，环比+22%。26Q2毛利率19.7%，同比-3.1pct，环比-0.9pct；归母净利率7.4%，同比-0.6pct，环比-0.3pct。
- ◆ **资本开支大幅提升，Q2存货较年初增长。**26H1行业资本开支52.3亿元，同比+55%，其中26Q2资本开支30.3亿元，同环比+175%/+38%。26Q2末存货331亿元，较年初+21%。

图表：2026年H1及Q2负极板块情况（亿元）

	2026H1	26H1同比	26Q1	26Q2	26Q2同比	26Q2环比
营业收入（亿元）	441.1	33.70%	194.1	247.1	38.80%	27.30%
归母净利润（亿元）	33.2	33.00%	15	18.3	27.90%	22.20%
毛利率	20.10%	-2.40pct	20.60%	19.70%	-3.10pct	-0.90pct
归母净利率	7.50%	-0.04pct	7.70%	7.40%	-0.60pct	-0.30pct
经营活动净现金流（亿元）	-3.3	-134.00%	-18.2	14.9	-49.80%	181.90%
费用率	9.80%	-1.60pct	10.50%	9.30%	-1.90pct	-1.10pct
资本开支（亿元）	52.3	55.00%	22	30	175.40%	37.80%
	2025年底		26Q1末	26Q2末	26Q2末较年初增长	
应收账款（亿元）	213.7		217.3	251.5	17.7%	
预收账款（亿元）	35.7		39.6	41.9	17.3%	
存货（亿元）	273.7		312.5	330.8	20.9%	
无息现金（亿元）	-184.1		-213.2	-241.4	-31.1%	
营运资本（亿元）	241.6		291.6	295.5	22.3%	

5 负极：Q2价格传导原材料涨价，行业盈利环比维持

- ◆ **负极龙头公司Q2单位盈利稳定，龙头满产满销量增明显。**璞泰来26Q2营收57.6亿元，同环比+49%/+33%，归母净利润7.5亿元，同环比+32%/+6%；尚太科技26Q2营收23亿元，同环比+32%/+5%，归母净利润2.2亿元，同环比-9%/+21%；中科电气26Q2营收29.4亿元，同环比+46%/+29%，归母净利润0.8亿元，同环比-40%/+27%。杉杉股份利润开始释放，贝特瑞收入稳健增长，信德新材和翔丰华盈利规模较小，收入与净利润同比增长。

图表：2026年H1及Q2负极板块营收及利润情况（亿元）

新能源汽车板块		收入						归母净利润					
负极		26H1	26H1同比	26Q1	26Q2	26Q2同比	26Q2环比	26H1	26H1同比	26Q1	26Q2	26Q2同比	26Q2环比
603659.SH	璞泰来	101.1	42.7%	43.5	57.6	48.8%	32.5%	14.5	37.6%	7.0	7.5	31.7%	6.2%
301349.SZ	信德新材	8.3	63.3%	3.6	4.7	76.5%	30.8%	0.7	617.6%	0.3	0.4	1441.3%	24.9%
300890.SZ	翔丰华	11.0	59.3%	5.4	5.6	46.5%	4.2%	0.5	1828.1%	0.2	0.3	427.8%	17.2%
001301.SZ	尚太科技	45.1	33.1%	22.0	23.1	31.5%	5.4%	4.0	-16.6%	1.8	2.2	-8.8%	21.1%
600884.SH	杉杉股份	121.3	23.0%	53.8	67.5	33.6%	25.5%	8.2	296.7%	3.3	4.9	182.1%	48.4%
300035.SZ	中科电气	52.1	44.2%	22.7	29.4	45.8%	29.3%	1.5	-46.0%	0.6	0.8	-40.3%	27.3%
835185.BJ	贝特瑞	102.2	30.4%	43.1	59.1	32.9%	37.1%	3.8	-20.1%	1.6	2.2	-26.6%	37.8%
合计		441.1	33.7%	194.1	247.1	38.8%	27.3%	33.2	33.0%	15	18	27.9%	22.2%

5 负极：部分企业资金压力仍较大，扩产能力较弱

◆ 负极板块26Q2营运资本有所改善，但部分企业资金压力仍较大。璞泰来26Q2无息现金18.8亿元，较年初-25%，营运资本61.9亿元，较年初-9.2%；尚太科技无息现金缺口-37.9亿元，较年初-83.8%，营运资本73亿元，较年初+48.5%；贝特瑞无息现金-79.4亿元，较年初-42.4%，营运资本75.3亿元，较年初+36%。杉杉股份26Q2现金缺口仍大，达-84.4亿元，营运资本35亿元，同比大幅提升；中科电气现金持续为负，营运资本降低到22.5亿元。整体来看，板块26Q2无息现金为-241.4亿元，较年初-31.1%，营运资本295.5亿元，较年初+22.3%。

图表：2026年H1及Q2负极板块现金及营运资本情况（亿元）

新能源汽车板块		无息在手现金				营运资本			
负极		25年Q4	26Q1	26Q2	26Q2 较年初增长	25年Q4	26Q1	26Q2	26Q2 较年初增长
603659.SH	璞泰来	25.1	29.2	18.8	-25.1%	68.2	72.1	61.9	-9.2%
301349.SZ	信德新材	11.7	9.4	10.4	-11.3%	19.0	19.4	19.3	2.0%
300890.SZ	翔丰华	-16.3	-19.1	-18.6	-13.9%	10.0	9.2	8.4	-15.5%
001301.SZ	尚太科技	-20.6	-27.7	-37.9	-83.8%	49.2	67.7	73.0	48.5%
600884.SH	杉杉股份	-81.5	-87.9	-84.4	-3.6%	11.3	26.1	35.0	209.9%
300035.SZ	中科电气	-46.6	-49.6	-50.2	-7.7%	28.7	28.8	22.5	-21.6%
835185.BJ	贝特瑞	-55.7	-67.6	-79.4	-42.4%	55.3	68.4	75.3	36.2%
合计		-184.1	-213.2	-241.4	-31.1%	241.6	291.6	295.5	22.3%

5 负极：Q2价格传导原材料涨价，行业盈利环比维持

- ◆ **Q2价格及成本基本稳定，行业盈利环比维持。**龙头单位盈利26Q1见底，Q2价格及成本基本稳定，且下游客户涨价顺利，除大客户外涨价0.1-0.2万元/吨，且改变计价方式与石油焦价格联动，Q3对大客户涨价0.1-0.2万元/吨落地，叠加龙头自供比例提升，我们预计26H2-27年盈利显著改善。

图表：负极主流公司盈利拆分（万吨，万元/吨）

代表公司	单位	2022A	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2
尚太科技	出货	10.7	2.4	2.9	4.3	4.6	3.3	5.1	6.4	6.9	7.0	7.2	9.8	10.5	9.6	10.3
	单价	4.43	4.58	3.98	3.16	3.02	2.95	2.74	2.70	2.65	2.64	2.77	2.44	2.62	2.58	2.54
	单位净利	1.18	0.95	0.60	0.38	0.35	0.38	0.37	0.33	0.35	0.35	0.34	0.24	0.22	0.20	0.22
贝特瑞	出货	33.0	7.5	9.5	10.8	8.2	9.0	11.0	10.5	12.5	10.8	15.4	15.7	18.2	14.5	18.5
	单价	5.00	4.77	3.76	3.12	4.11	3.25	2.66	2.47	2.34	-	-	-	-	-	-
	单位净利	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	0.10
璞泰来	出货	13.9	3.0	3.8	4.2	4.5	3.1	3.6	3.3	3.2	3.1	3.9	3.3	4.0	3.6	5.9
	单价	6.20	5.59	4.39	3.99	3.72	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	单位净利	1.19	0.90	0.35	-0.55	-0.62	-0.05	-0.30	-0.30	-1.10	-0.10	0.00	0.05	0.00	0.05	-0.10
中科电气	出货	11.4	2.5	3.4	4.0	4.2	3.8	5.0	6.5	7.0	7.0	8.7	10.0	10.6	9.8	13.2
	单价	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	2.52
	单位净利	0.40	-0.54	0.07	0.21	0.29	0.09	0.11	0.17	0.20	0.19	0.18	0.13	0.09	0.06	0.06

6 铁锂正极：26Q2板块盈利环比下降，龙头维持稳定超预期

- ◆ 2026H1铁锂收入与盈利同比大幅改善。磷酸铁锂正极板块26年上半年实现营收760亿元，同比增长136.5%；归母净利润46.7亿元，同比扭亏。2026H1毛利率13.5%，同比+6.7pct；归母净利率6.1%，同比+7pct。
- ◆ Q2收入环比提升，碳酸锂库存收益减少+原材料涨价导致单位盈利环比下降。2026Q2实现营收427亿元，同比增长155%，环比增长29%；归母净利润22亿元，同比+1800%，环比-9%。26Q2毛利率12.4%，同比+5.3pct，环比-2.4pct；归母净利率5.2%，同比+6pct，环比-2.1pct。
- ◆ 资本开支同比大幅提升，Q2存货较年初大幅增长。26H1行业资本开支32.6亿元，同比+45.5%，其中26Q2资本开支16.4亿元，同环比+66.5%/+0.7%。26Q2末存货189亿元，较年初+117.6%。

图表：2026年H1及Q2铁锂正极板块情况（亿元）

	2026H1	26H1同比	26Q1	26Q2	26Q2同比	26Q2环比
营业收入（亿元）	759.5	136.50%	332.3	427.2	154.60%	28.50%
归母净利润（亿元）	46.7	1881.90%	24.4	22.3	1799.70%	-8.50%
毛利率	13.50%	6.70pct	14.90%	12.40%	5.30pct	-2.40pct
归母净利率	6.10%	7.00pct	7.30%	5.20%	6.00pct	-2.10pct
经营活动净现金流（亿元）	-70.6	-357.10%	-43	-27.6	-865.30%	35.90%
费用率	3.80%	-3.00pct	4.00%	3.60%	-2.90pct	-0.40pct
资本开支（亿元）	32.6	45.50%	16.3	16.4	66.50%	0.70%
	2025年底		26Q1末	26Q2末	26Q2末较年初增长	
应收账款（亿元）	160.6		218.8	254.2	58.3%	
预收账款（亿元）	3.2		4.3	2.6	-18.8%	
存货（亿元）	87.0		130.0	189.3	117.6%	
无息现金（亿元）	-140.8		-129.1	-123.1	12.6%	
营运资本（亿元）	-31.3		50.3	84.5	369.7%	

6 铁锂正极： 26Q2板块盈利环比下降，龙头维持稳定超预期

◆ 铁锂正极板块H1盈利同比好转，Q2碳酸锂库存收益减少+原材料涨价导致单位盈利环比下降。湖南裕能26Q2营收199亿元，同环比+162%/+33%，归母净利润15.5亿元，同环比+637%/+14.6%；富临精工26Q2营收60亿元，同环比+92%/+18.6%，归母净利润0.8亿元，同环比+56%/-61%。德方纳米、万润新能、龙蟠科技Q2盈利承压。

表： 2026年H1及Q2铁锂正极板块主要厂商营收情况（亿元）

新能源汽车板块		收入						归母净利润					
铁锂正极		26H1	26H1同比	26Q1	26Q2	26Q2同比	26Q2环比	26H1	26H1同比	26Q1	26Q2	26Q2同比	26Q2环比
300769.SZ	德方纳米	104.00	167.9%	43.36	60.63	222.9%	39.8%	4.55	216.6%	2.65	1.91	185.2%	-28.1%
300432.SZ	富临精工	110.48	90.1%	50.54	59.94	92.4%	18.6%	2.82	61.6%	2.03	0.79	56.0%	-61.0%
603906.SH	龙蟠科技	71.98	98.7%	34.97	37.02	82.4%	5.9%	4.21	593.8%	2.14	2.06	448.3%	-3.7%
688275.SH	万润新能	124.26	180.1%	53.80	70.46	226.6%	31.0%	6.02	326.6%	4.01	2.01	283.0%	-49.8%
301358.SZ	湖南裕能	348.77	142.9%	149.65	199.12	162.1%	33.1%	29.10	853.5%	13.56	15.54	636.9%	14.6%
合计		759.50	136.5%	332.33	427.17	154.6%	28.5%	46.70	1881.9%	24.39	22.31	1799.7%	-8.5%

6 铁锂正极：26Q2营运资本大幅增加，龙头无息在手现金为负

◆ 铁锂正极板块26Q2营运资本大幅增加，龙头在手现金为负。湖南裕能26Q2无息现金缺口-53.9亿元，较年初+30%，营运资本62.6亿元，较年初+1327%；德方纳米26Q2无息现金缺口-11.5亿元，较年初+39.5%，营运资本6.2亿元，较年初+182.4%；龙蟠科技26Q2无息现金缺口-22.6亿元，较年初+13%，营运资本24亿元，较年初+297%，三家企业资金缺口均较年初收窄。富临精工26Q2无息现金-1亿元，较年初-127%，资金产生缺口，营运资本10.2亿元，较年初+36.4%，万润新能无息现金缺口进一步扩大至-34.1亿元，资金压力较大。整体来看，板块26Q2无息现金为-123亿元，较年初+12.6%，营运资本84.5亿元，较年初+370%。

图表：2026年H1及Q2铁锂正极板块现金及营运资本情况（亿元）

新能源汽车板块		无息在手现金				营运资本			
铁锂正极		25年Q4	26Q1	26Q2	26Q2 较年初增长	25年Q4	26Q1	26Q2	26Q2 较年初增长
300769.SZ	德方纳米	-19.0	-12.6	-11.5	39.5%	-7.6	-1.7	6.2	182.4%
300432.SZ	富临精工	3.5	-5.1	-1.0	-127.1%	7.5	4.6	10.2	36.4%
603906.SH	龙蟠科技	-26.0	-45.0	-22.6	13.0%	-12.2	-3.6	24.1	296.9%
688275.SH	万润新能	-22.0	-30.0	-34.1	-54.8%	-23.4	-16.9	-18.6	20.3%
301358.SZ	湖南裕能	-77.3	-36.4	-53.9	30.2%	4.4	67.9	62.6	1326.9%
合计		-140.8	-129.1	-123.1	12.6%	-31.3	50.3	84.5	369.7%

6 铁锂正极：Q2碳酸锂库存收益减少+原材料涨价导致铁锂单位盈利环比下降

- ◆ **26Q1加工费上行+碳酸锂涨价，盈利大幅好转。** Q1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/吨。
- ◆ **26Q2碳酸锂库存收益减少+原材料涨价导致铁锂单位盈利环比下降。** 26年Q2湖南裕能单吨利润0.45万元，环比Q1持平，富临精工Q2单吨盈利0.25万元，环比稳定。德方纳米、万润新能、龙蟠科技单吨净利环比下滑。

表：铁锂正极主流厂商季度盈利情况（万吨，万元/吨）

代表公司	单位	2022A	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2
湖南裕能	出货	32.4	10.3	11.6	15.1	13.7	13.6	17.3	16.7	23.5	22.3	25.8	30.4	35.2	30.0	36.7
	单价	14.89	14.52	9.74	8.34	5.79	3.76	4.09	3.45	3.24	3.43	3.33	3.30	3.66	5.64	6.13
	单位净利	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	0.45
德方纳米	出货	17.2	4	5	6.9	5.5	4.5	6.1	6.2	5.8	6.1	6.1	7.2	8.6	8.9	11.3
	单价	14.78	13.97	8.92	8.87	5.49	4.75	4.54	3.99	2.12	3.71	3.48	3.37	3.53	5.51	6.06
	单位净利	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	0.22
万润新能	出货	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	12.9
	单价	14.91	15.91	7.57	8.52	5.32	4.21	4.31	3.59	3.35	3.49	3.27	3.31	3.40	5.50	6.17
	单位净利	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	0.20
龙蟠科技	出货	9.5	1.2	2.5	3.3	3.8	2.7	5.2	5.6	4.3	3.5	4.3	5.4	7.1	6.0	8.0
	单价	14.54	14.96	9.74	4.31	5.14	3.69	3.47	3.37	2.91	-	-	-	-	-	-
	单位净利	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	0.34	0.24
富临精工	出货	4.4	0.3	1.2	1.6	1.5	1.7	3	3.5	4.4	4.5	6	7.8	9.1	7.5	10.5
	单价	10.99	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	单位净利	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	0.25

7 电解液及六氟：资本开支增加，Q2六氟价格回落盈利环比下降

- ◆ **2026H1行业需求回暖，收入及盈利水平同比改善。**电解液及六氟行业上半年实现营收456亿元，同比增长76%；归母净利润61亿元，同比增长740%。2026H1毛利率26.4%，同比+11.5pct；归母净利率13.4%，同比+10.6pct。
- ◆ **Q2收入环比改善，盈利水平环比小幅下滑。**2026Q2实现营收249亿元，同比增长86%，环比增长21%；归母净利润26亿元，同比+640%，环比下降26%。26Q2毛利率23.5%，同比+8.8pct，环比-6.5pct；归母净利率10.5%，同比+7.8pct，环比-6.6pct。
- ◆ **资本开支同比大幅提升，Q2存货较年初大幅增长。**26H1行业资本开支29.6亿元，同比+23.5%，其中26Q2资本开支15.9亿元，同环比+46%/+15%。26Q2末存货106亿元，较年初+43%。

图表：2026H1及Q2电解液及六氟板块情况（亿元）

	2026H1	26H1同比	26Q1	26Q2	26Q2同比	26Q2环比
营业收入（亿元）	456	75.80%	206.8	249.3	85.70%	20.60%
归母净利润（亿元）	61.2	740.30%	35.2	26.1	639.60%	-25.90%
毛利率	26.40%	11.50pct	29.90%	23.50%	8.80pct	-6.50pct
归母净利率	13.40%	10.60pct	17.00%	10.50%	7.80pct	-6.60pct
经营活动净现金流（亿元）	7.8	15.80%	-16.9	24.7	43.10%	246.10%
费用率	9.50%	-2.40pct	9.70%	9.30%	-2.30pct	-0.40pct
资本开支（亿元）	29.6	23.50%	13.8	15.9	46.00%	15.10%
	2025年底		26Q1末	26Q2末	26Q2末较年初增长	
应收账款（亿元）	196.1		254.5	297.8	51.9%	
预收账款（亿元）	5.0		9.9	8.6	73.2%	
存货（亿元）	74.1		94.9	105.9	42.8%	
无息现金（亿元）	-23.5		-41.3	-31.3	-33.0%	
营运资本（亿元）	153.8		218.3	218.0	41.7%	

7 电解液及六氟：资本开支增加，Q2六氟价格回落盈利环比下降

- ◆ 电解液主流公司26Q2盈利环比下滑，VC环节Q2盈利环比改善。天赐材料26Q2营收80亿元，同环比+127%/+20%，归母净利润12.1亿元，同环比+920%/-27%；新宙邦26Q2营收41亿元，同环比+83%/+22%，归母净利润5亿元，同环比+98%/+5%。永太科技、华盛锂电收入回暖，净利润环比大幅改善。

图表：2026年H1及Q2电解液及六氟板块情况（亿元）

新能源汽车板块		收入						归母净利润					
六氟磷酸锂及电解液		26H1	26H1同比	26Q1	26Q2	26Q2同比	26Q2环比	26H1	26H1同比	26Q1	26Q2	26Q2同比	26Q2环比
300037.SZ	新宙邦	74.6	75.7%	33.6	41.0	82.6%	22.0%	9.8	103.3%	4.8	5.0	98.2%	4.8%
301238.SZ	瑞泰新材	14.6	49.8%	6.8	7.8	53.7%	15.7%	1.8	120.9%	1.3	0.5	-1.9%	-56.8%
688353.SH	华盛锂电	7.9	126.5%	3.3	4.7	153.4%	42.3%	2.2	451.5%	1.0	1.3	719.2%	29.7%
002709.SZ	天赐材料	147.1	109.3%	66.7	80.4	127.0%	20.4%	28.6	967.9%	16.5	12.1	920.0%	-27.1%
002759.SZ	天际股份	22.5	111.1%	9.9	12.6	129.9%	27.7%	2.3	531.4%	2.0	0.3	193.9%	-85.5%
002407.SZ	多氟多	70.4	62.5%	32.2	38.2	71.3%	18.8%	5.1	897.2%	3.8	1.4	1117.4%	-63.7%
002326.SZ	永太科技	37.5	43.6%	16.9	20.5	32.5%	21.3%	2.7	365.7%	1.0	1.7	250.8%	61.6%
301292.SZ	海科新源	33.6	45.0%	15.1	18.5	55.5%	22.6%	4.1	1068.1%	2.0	2.1	771.1%	5.9%
603026.SH	胜华新材	47.8	58.9%	22.3	25.5	79.5%	14.5%	4.5	898.3%	2.8	1.7	704.8%	-40.3%
合计		456.0	75.8%	206.8	249.3	85.7%	20.6%	61.2	740.3%	35.2	26.1	639.6%	-25.9%

7 电解液及六氟：部分公司资金压力仍较大

◆ **部分公司现金缺口继续扩大。**26Q2，新宙邦无息现金-0.3亿元，较年初+96.6%，资金缺口收窄，营运资本43.3亿元，较年初-1%。瑞泰新材无息现金42.7亿元，较年初-5%，营运资本51.5亿元，较年初+0.4%。天赐材料无息现金-0.9亿元，较年初-126%，资金由正转负，营运资本80.7亿元，较年初+45%。华盛锂电现金降至7.4亿元，较年初-4.5%，营运资本14.5亿元，较年初+2.6%。天际股份现金降至-6.3亿元，较年初-72%，营运资本6.4亿元，较年初+90%；多氟多无息现金-8.8亿元，较年初-353%，营运资本44.7亿元，较年初+80%，资金缺口扩张，压力较大。

图表：2026年H1及Q2电解液及六氟板块现金及营运资本情况（亿元）

新能源汽车板块		无息在手现金				营运资本			
六氟磷酸锂及电解液		25年Q4	26Q1	26Q2	26Q2 较年初增长	25年Q4	26Q1	26Q2	26Q2 较年初增长
300037.SZ	新宙邦	-7.8	-8.7	-0.3	96.6%	43.7	44.1	43.3	-1.0%
301238.SZ	瑞泰新材	45.0	45.3	42.7	-5.1%	51.3	52.4	51.5	0.4%
688353.SH	华盛锂电	7.8	6.7	7.4	-4.5%	14.2	14.8	14.5	2.6%
002709.SZ	天赐材料	3.4	3.2	-0.9	-126.1%	55.6	69.7	80.7	45.0%
002759.SZ	天际股份	-3.7	-4.1	-6.3	-72.0%	3.3	5.9	6.4	90.2%
002407.SZ	多氟多	-1.9	-10.8	-8.8	-352.5%	24.8	55.3	44.7	80.3%
002326.SZ	永太科技	-26.9	-27.6	-23.8	11.3%	-36.5	-30.0	-32.1	12.1%
301292.SZ	海科新源	-16.5	-14.6	-13.7	17.2%	-7.2	-4.1	0.1	101.1%
603026.SH	胜华新材	-22.9	-30.7	-27.7	-20.9%	4.5	10.0	8.9	98.5%
合计		-23.5	-41.3	-31.3	-33.0%	153.8	218.3	218.0	41.7%

7 电解液及六氟：资本开支增加，Q2六氟价格回落盈利环比下降

- ◆ **26Q1价格恢复后，产能扩产加速，行业资本开支增加。**新宙邦27年一期3万吨、28年合计6万吨；永太已开始1.8万吨技改至5万吨；天赐计划27年新增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30%+。
- ◆ **行业Q2六氟价格回落超过1万元/吨，盈利环比下降。**短期看，26Q2碳酸锂均价提升2-3万元/吨，对应六氟成本上涨0.5-0.6万元/吨，叠加氢氟酸等涨价，整体成本我们预计提升0.8万元/吨+，而Q2均价环比下降超过1万元/吨，因此26Q2六氟盈利环比有所下降。

图表：电解液及六氟主流公司季度盈利拆分（万吨，万元/吨）

代表公司	单位	2022A	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2
天赐材料	出货	31.5	7.9	8.8	11.7	11.2	9.0	11.1	13.6	16.1	14.8	16.4	18.8	21.8	20.5	24.2
	单价	7.08	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	单位净利	1.55	0.75	0.60	0.38	0.30	0.11	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08	0.40	0.72	0.52
新宙邦	出货	10.5	2.2	3.0	4.3	3.9	3.3	4.6	5.6	6.1	5.8	6.7	8.0	10.0	9.5	11.5
	单价	7.33	5.58	4.14	3.77	4.14	3.93	2.82	-	-	-	-	-	-	-	-
	单位净利	0.83	0.20	0.12	0.12	0.08	0.00	0.04	0.04	0.05	0.00	-0.01	-0.01	0.15	0.23	0.18
多氟多	出货	3.0	0.8	0.9	1.2	1.2	0.9	1.0	1.0	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2	1.3	1.5
	单价	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	单位净利						0.20	0.05	0.20	0.20	0.20	0.10	0.01	1.00	2.80	1.00
天际股份	出货	1.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7	1.2	1.0	1.1	1.3
	单价	27.75	16.08	12.37	10.54	10.54	5.56	5.56	6.13	6.79	-	-	-	-	-	-
	单位净利	5.36	0.70	0.40	0.60	0.40	0.00	-0.15	-0.50	-0.10	-0.15	-0.16	-0.38	1.50	2.00	1.00

8 结构件：Q2收入环比提升，盈利能力环比下降

- ◆ **2026H1结构件龙头延续稳健增长，行业盈利整体稳定。**结构件板块上半年实现营收179亿元，同比增长49%；归母净利润13.4亿元，同比增长37%。2026H1毛利率17.3%，同比-1.8pct；归母净利率7.5%，同比-0.4pct。
- ◆ **Q2收入环比回升，盈利环比下降。**26Q2结构件行业实现营收96.6亿元，同比增长44.7%，环比增长18%；归母净利润5.9亿元，同比增长19%，环比-20%。26Q2毛利率16.6%，同比-2.9pct，环比-1.5pct；归母净利率6.1%，同比-1.3pct，环比-2.9pct。
- ◆ **资本开支同比大幅提升，Q2存货较年初小幅增长。**26H1行业资本开支15.6亿元，同比+58%，其中26Q2资本开支7.9亿元，同环比+43%/+2%。26Q2末存货42亿元，较年初+17%。

图表：2026年H1及Q2结构件板块情况（亿元）

	2026H1	26H1同比	26Q1	26Q2	26Q2同比	26Q2环比
营业收入（亿元）	178.8	44.80%	82.2	96.6	44.70%	17.50%
归母净利润（亿元）	13.4	36.80%	7.5	5.9	19.10%	-20.40%
毛利率	17.30%	-1.80pct	18.10%	16.60%	-2.90pct	-1.50pct
归母净利率	7.50%	-0.40pct	9.10%	6.10%	-1.30pct	-2.90pct
经营活动净现金流（亿元）	11	-35.90%	3.7	7.3	-33.50%	95.60%
费用率	8.70%	-1.40pct	8.70%	8.60%	-1.20pct	-0.10pct
资本开支（亿元）	15.6	58.10%	7.7	7.9	42.90%	1.90%
	2025年底		26Q1末	26Q2末	26Q2末较年初增长	
应收账款（亿元）	102.2		100.4	117.7	15.1%	
预收账款（亿元）	2.2		2.9	4.0	80.0%	
存货（亿元）	36.0		39.1	42.1	16.9%	
无息现金（亿元）	-5.5		-7.0	-5.8	-6.8%	
营运资本（亿元）	92.8		96.5	90.7	-2.3%	

8 结构件：Q2收入环比提升，盈利能力环比下降

◆ **26Q2收入环比提升，盈利环比下降。** 科达利26Q2营收51亿元，同环比+40%/+22%，归母净利润4.8亿元，同环比+26%/+4.5%；震裕科技26Q2营收34亿元，同环比+52%/+15.4%，归母净利润1.4亿元，同环比+2%/-50%；斯莱克26Q2营收5.4亿元，同环比+38%/-6%，归母净利润-0.6亿元，同环比-80.5%/-163%；金杨股份26Q2实现营收6.4亿元，同环比+54%/+17%，归母净利润0.3亿元，同环比+182%/+10%。

表：2026年H1及Q2结构件板块主要厂商营收情况（亿元，%）

新能源汽车板块		收入						归母净利润					
结构件		26H1	26H1同比	26Q1	26Q2	26Q2同比	26Q2环比	26H1	26H1同比	26Q1	26Q2	26Q2同比	26Q2环比
002850.SZ	科达利	92.08	38.6%	41.42	50.66	39.8%	22.3%	9.43	22.6%	4.61	4.82	26.1%	4.5%
300953.SZ	震裕科技	63.94	58.0%	29.69	34.26	52.0%	15.4%	4.23	100.3%	2.82	1.42	2.2%	-49.8%
301210.SZ	金杨股份	11.77	59.6%	5.41	6.35	53.7%	17.3%	0.53	177.7%	0.25	0.28	182.4%	10.0%
300382.SZ	斯莱克	11.03	19.9%	5.68	5.35	38.0%	-5.8%	-0.79	-291.6%	-0.22	-0.58	-80.5%	-163.3%
合计		178.83	44.8%	82.21	96.62	44.7%	17.5%	13.40	36.8%	7.47	5.94	19.1%	-20.4%

表：主要厂商利润拆分情况（亿元，%）

代表公司	单位	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2
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	50.7
	毛利率	28%	28%	26%	24%	24%	22%	24%	23%	27%	22%	23%	24%	25%	21%	20%
	净利率	10%	9%	12%	11%	12%	12%	12%	12%	13%	13%	10%	10%	12%	11%	9%
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	34.3
	毛利率	27%	26%	18%	12%	12%	13%	16%	11%	16%	13%	16%	17%	14%	16%	12%
	净利率	10%	11%	6%	2%	1%	4%	5%	2%	4%	4%	6%	8%	3%	9%	4%
	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	22.5
	结构件业务毛利率	13%	22%	17%	9%	9%	10%	14%	11%	11%	10%	14%	16%	17%	17%	15%
	结构件业务净利率					-12%	2%	2%	2%	3%	3%	5%	7%	8%	9%	4%
斯莱克	结构件业务收入				2.5	6.6	2	2	3	3	3	3.2	3.5	3.8	-	-
	结构件业务毛利率				3%	3%	0%	0%	-2%	-2%	0%	0%	7%	8%	-	-

8 结构件：龙头现金流情况较好，二线在手现金为负

◆ **龙头现金流情况较好，二线在手现金为负。**科达利26Q2无息在手现金33.9亿元，较年初+37%，营运资本67亿元，较年初-7%。震裕科技26Q2无息在手现金-22.2亿元，较年初-8%，营运资本3.4亿元，较年初-63%；斯莱克26Q2无息在手现金-10.6亿元，较年初-9%，营运资本4.6亿元，较年初-23%；金杨股份26Q2无息在手现金-6.9亿元，营运资本15.8亿元，较年初+181%，三家现金缺口进一步扩大，扩产能力较弱。整体来看，行业无息在手现金从25Q4的-5.5亿元降至26Q2的-5.8亿元，营运资本则降至90.7亿元，较年初-2%。

图表：2026年H1及Q2结构件板块现金及营运资本情况（亿元）

新能源汽车板块		无息在手现金				营运资本			
结构件		25Q4	26Q1	26Q2	26Q2 较年初增长	25年Q4	26Q1	26Q2	26Q2 较年初增长
002850.SZ	科达利	24.8	24.8	33.9	37%	72.2	73.3	67.0	-7%
300953.SZ	震裕科技	-20.6	-21.1	-22.2	-8%	9.1	11.0	3.4	-63%
301210.SZ	金杨股份	0.0	-0.7	-6.9	-22019%	5.6	6.4	15.8	181%
300382.SZ	斯莱克	-9.7	-10.1	-10.6	-9%	5.9	5.7	4.6	-23%
合计		-5.5	-7.0	-5.8	-7%	92.8	96.5	90.7	-2%

9 三元正极：26Q2盈利水平基本保持稳定，积极布局新产品

- ◆ **26H1盈利持续修复，盈利水平同比提升。** 26Q2营收241亿元，同比+95.6%、环比+33.0%，归母净利润8.3亿元，同比+225.5%、环比+68.0%；26H1营收421亿元，同比+93.1%、环比+34.0%，归母净利润13.2亿元，同比+333.6%、环比+91.9%。26H1毛利率10.06%，同比+1.0pct、环比+1.2pct，归母净利率3.14%，同比+1.7pct、环比+0.9pct；26Q2毛利率9.88%，环比-0.41pct，但归母净利率提升至3.45%，环比+0.72pct，主要受费用率下降推动。
- ◆ **26H1现金流仍承压，资本开支明显回升。** 26Q2经营活动净现金流3.3亿元，同比-82.4%，环比转正，26H1经营活动净现金流-7.0亿元，同比转负。26H1资本开支28.1亿元，同比+80.4%、环比+43.5%。26Q2末存货244.5亿元，较年初+71.0%；在建工程51.0亿元，较年初+46.2%；无息在手现金31.7亿元，较年初-60.9%；营运资本212.9亿元，较年初-2.9%。

图表：2026年H1三元正极板块情况 (亿元)

	26Q1	26Q2	26Q2同比	26Q2环比	26H1	26H1同比	26H1环比
营业收入 (亿元)	180.9	240.6	95.60%	33.00%	421.5	93.10%	34.00%
归母净利润 (亿元)	4.9	8.3	225.50%	68.00%	13.2	333.60%	91.90%
毛利率	10.30%	9.88%	-0.44pct	-0.41pct	10.06%	0.97pct	1.21pct
归母净利率	2.73%	3.45%	1.38pct	0.72pct	3.14%	1.74pct	0.95pct
费用率	6.23%	4.79%	-1.74pct	-1.44pct	5.41%	-1.51pct	-0.44pct
经营活动净现金流 (亿元)	-10.3	3.3	-82.40%	132.00%	-7	-135.40%	-136.60%
资本开支 (亿元)	13.8	14.2	70.40%	3.20%	28.1	80.40%	43.50%
	2025Q4		2026Q1		2026Q2	26Q2较年初增长	
应收账款 (亿元)	153		166.6		185.4	21.20%	
预收款项 (亿元)	4.6		5.7		9.3	105.10%	
存货 (亿元)	143		190.8		244.5	71.00%	
在建工程 (亿元)	34.9		38.5		51	46.20%	
无息在手现金 (亿元)	81.2		57.9		31.7	-60.90%	
营运资本 (亿元)	219.2		216.9		212.9	-2.90%	

9 三元正极：26H1盈利持续修复，主要厂商盈利同比改善

◆ 26H1盈利持续修复，主要厂商盈利同比改善。当升科技26H1营收104.8亿元，同比+136.3%，归母净利润5.2亿元，同比+67.3%；26Q2营收59.5亿元，同比+135.7%、环比+31.5%，归母净利润2.4亿元，同比+21.5%、环比-12.0%，盈利保持行业领先。容百科技26H1营收87.2亿元，同比+39.6%，归母净利润1.1亿元，同比扭亏；26Q2归母净利润1.0亿元，同比+284.6%、环比大幅增长。厦钨新能26H1营收144.9亿元，同比+92.3%，归母净利润4.9亿元，同比+60.0%；26Q2归母净利润2.7亿元，同比+42.5%、环比+23.2%。

表：2026年H1三元正极板块主要厂商营收及利润情况（亿元）

新能源汽车板块		收入					归母净利润				
三元正极		2026H1	同比	2026Q2	同比	环比	2026H1	同比	2026Q2	同比	环比
688005.SH	容百科技	87.2	39.60%	49.4	50.40%	30.60%	1.1	扭亏	1	284.60%	743.00%
300073.SZ	当升科技	104.8	136.30%	59.5	135.70%	31.50%	5.2	67.30%	2.4	21.50%	-12.00%
688707.SH	振华新材	6.5	-8.90%	4.7	5.80%	155.00%	-1.7	-19.90%	-0.8	34.30%	17.70%
688779.SH	长远锂科	78.1	169.00%	48	221.00%	59.50%	3.8	扭亏	3	700.00%	264.80%
688778.SH	厦钨新能	144.9	92.30%	79	73.40%	20.00%	4.9	60.00%	2.7	42.50%	23.20%
合计		421.5	93.10%	240.6	95.60%	33.00%	13.2	333.60%	8.3	225.50%	68.00%

9 三元正极：容百新业务加速突破，厦钨盈利大幅改善

- ◆ 当升科技26Q2三元正极出货约2.2万吨，环比+10%，单位净利约0.8万元/吨，环比小幅回落但仍保持行业较高水平；26H1累计出货约4.2万吨，单位盈利整体稳定，海外客户占比较高继续支撑产品结构和盈利水平。
- ◆ 容百科技26Q2出货约2.9万吨，环比+16%，单位净利由26Q1的0.2万元/吨提升至0.4万元/吨，韩国工厂产能利用率提升以及中镍、新8系产品放量推动量利改善。
- ◆ 厦钨新能26Q2正极材料出货约3.6万吨，环比+20%，单位净利提升至0.77万元/吨，钴酸锂及三元材料共同贡献盈利，经营表现保持稳健。

图表：三元正极行业主流厂商利润拆分情况

代表公司	单位	2021A	2022A	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2
当升	出货(吨)	4.4	6.2	1.4	1.6	1.8	1.2	1	1.2	1	1	1	1.4	1.5	1.1	2.0	2.2
	单位净利(万元/吨)	1.55	4.1	2.98	3.95	3	2.8	1.1	0.96	1	-0.5	0.6	1.2	1	0.70	0.90	0.80
容百	出货(吨)	5.2	8.9	2.6	1.9	2.7	2.7	2.6	2.7	3.5	3.1	2.5	2.5	2.1	3.6	2.5	2.9
	单位净利(万元/吨)	1.48	1.37	1.2	0.36	0.88	-0.12	-0.12	0.2	0.41	0.6	0.27	0.28	-0.5	0.15	0.20	0.40
厦钨(含钴酸锂)	出货(吨)	7.2	8	1.1	1.7	2	2.4	2.4	2.1	2.6	2.6	2.7	3.4	3.9	4.4	3.0	3.6
	单位净利(万元/吨)	0.71	1.22	0.92	0.75	0.7	0.42	0.42	0.57	0.55	0.5	0.5	0.51	0.55	0.45	0.72	0.77

9 三元正极：行业现金储备下降，企业资金状况进一步分化

◆ 行业现金储备下降，企业资金状况进一步分化。三元正极板块26Q2末无息现金31.7亿元，较年初-60.9%，营运资本212.9亿元，较年初-2.9%。当升科技26Q2末无息现金58.2亿元，较年初-27.5%，营运资本87.3亿元，较年初-6.9%，现金储备仍相对充足；厦钨新能无息现金13.8亿元，较年初-24.7%，营运资本41.5亿元，较年初+30.3%。容百科技和长远锂科无息现金分别为-27.7亿元和-14.4亿元，资金压力相对较大。

图表：2025年及2026Q1三元正极板块现金及营运资本情况（亿元）

新能源汽车板块		无息在手现金				营运资本			
三元正极		25年Q4	26Q1	26Q2	26Q2 较年初增长	25年Q4	26Q1	26Q2	26Q2 较年初增长
688005.SH	容百科技	-17.1	-21.8	-27.7	-62.50%	19	9.2	4.5	-76.40%
300073.SZ	当升科技	80.3	75	58.2	-27.50%	93.7	95.5	87.3	-6.90%
688707.SH	振华新材	4.8	1.8	1.8	-61.50%	20.5	20.2	20	-2.40%
688779.SH	长远锂科	-5.2	-13.2	-14.4	-175.60%	54.1	55	59.6	10.10%
688778.SH	厦钨新能	18.4	16	13.8	-24.70%	31.8	37	41.5	30.30%
合计		81.2	57.9	31.7	-60.90%	219.2	216.9	212.9	-2.90%

10 三元前驱体：26H1盈利同比提升，现金流仍有压力

- ◆ **26H1行业盈利同比提升，一体化企业表现相对稳健。** 26Q2三元前驱体板块营收567亿元，同比+46.7%、环比+8.1%，归母净利润23.2亿元，同比+17.8%、环比-36.6%；26H1营收1091亿元，同比+41.2%，归母净利润59.8亿元，同比+51.9%。26H1毛利率16.5%，同比+2.8pct；归母净利率5.5%，同比+0.4pct，盈利水平同比改善。
- ◆ **经营现金流小幅增长，在手现金缺口仍较大。** 26H1经营活动净现金流44.2亿元，同比+2.2%，其中26Q2为29.8亿元，同比+12.4%、环比+106.3%。26H1资本开支130.5亿元，同比+0.7%。26Q2末存货615.2亿元，较年初+20.6%；在建工程311.9亿元，较年初+38.9%；无息在手现金-573.9亿元，较年初-9.7%；营运资本88.6亿元，较年初+22.8%。

表：2026年H1三元前驱体板块情况（亿元）

	26Q1	26Q2	26Q2同比	26Q2环比	26H1	26H1同比
营业收入（亿元）	524.1	566.5	46.7%	8.1%	1090.6	41.2%
归母净利润（亿元）	36.6	23.2	17.8%	-36.6%	59.8	51.9%
毛利率	17.50%	15.57%	1.65pct	-1.93pct	16.50%	2.76pct
归母净利率	6.98%	4.10%	-1.01pct	-2.88pct	5.48%	0.38pct
费用率	7.98%	6.99%	-0.57pct	-0.99pct	7.46%	0.11pct
经营活动净现金流（亿元）	14.4	29.8	12.4%	106.3%	44.2	2.2%
资本开支（亿元）	67.7	62.7	20.6%	-7.4%	130.5	0.7%

	2025Q4	2026Q1	2026Q2	26Q2较年初增长
应收账款（亿元）	213.5	260.6	285.2	33.56%
预收款项（亿元）	31	46	53	70.73%
存货（亿元）	510.3	579.3	615.2	20.55%
在建工程（亿元）	224.6	256.2	311.9	38.87%
无息在手现金（亿元）	-523	-577.8	-573.9	-9.74%
营运资本（亿元）	72.1	135.2	88.6	22.75%

10 三元前驱体：26H1盈利同比改善，Q2企业表现分化

◆ 26H1业绩同比提升明显，一体化企业盈利优势延续，但Q2表现有所分化。华友钴业26H1营收555.7亿元，同比+49.4%，归母净利润35.1亿元，同比+29.4%；26Q2归母净利润10.1亿元，同比-30.8%、环比-59.6%。中伟股份26H1归母净利润13.0亿元，同比+77.8%，26Q2归母净利润7.5亿元，同比+75.8%、环比+34.6%，盈利增长较为稳健。格林美26H1归母净利润10.8亿元，同比+34.7%，26Q2归母净利润5.5亿元，同比+92.4%、环比+6.0%。芳源股份和帕瓦股份26H1均实现扭亏，但盈利规模仍相对较小。

图表：2026年H1三元前驱体板块主要厂商营收情况（亿元）

新能源汽车板块		收入					归母净利润				
三元前驱体		2026H1	同比	2026Q2	同比	环比	2026H1	同比	2026Q2	同比	环比
603799.SH	华友钴业	555.7	49.39%	297.6	53.78%	15.35%	35.1	29.38%	10.1	-30.76%	-59.55%
300919.SZ	中伟股份	335.8	57.51%	178.3	69.28%	13.23%	13	77.80%	7.5	75.82%	34.63%
002340.SZ	格林美	179.9	2.43%	80.1	-0.74%	-19.80%	10.8	34.68%	5.5	92.41%	6.00%
688148.SH	芳源股份	14.7	62.87%	8	62.48%	20.24%	0.5	扭亏	-0.2	83.53%	-126.58%
688184.SH	帕瓦股份	4.5	90.16%	2.5	56.69%	21.42%	0.5	扭亏	0.2	124.31%	23.45%
合计		1090.6	41.23%	566.5	46.75%	8.10%	59.8	51.87%	23.2	17.76%	-36.55%

10 三元前驱体：Q2镍产品盈利增强，前驱体盈利保持韧性

- ◆ **华友钴业镍产品盈利继续提升，前驱体及正极盈利稳定。** 26Q2前驱体出货4.7万吨，环比+42%，单吨利润0.30万元/吨，环比持平；正极出货3.8万吨，环比持平，单吨利润0.30万元/吨。镍铁出货1.8万吨，单吨利润2.38万元/吨，环比+14%；金属镍出货4.5万金吨，单吨利润0.38万美元/吨，环比+12%，镍产品盈利进一步增强。26Q2归母净利润10.1亿元。
- ◆ **中伟股份镍产品贡献增量，前驱体盈利保持韧性。** 26Q2三元及四钴前驱体出货6.5万吨，环比-20%，单吨利润0.55万元/吨，环比持平；磷酸铁出货4.9万吨，实现利润0.1亿元；镍产品出货2.85万金吨，环比持平，实现利润3.17亿元，环比+76%。26Q2归母净利润7.48亿元，环比+35%，镍产品盈利增长有效对冲前驱体出货回落。

表：前驱体行业主流厂商利润拆分情况

中伟股份	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26
前驱体 (百万元, 四钴和三元)	335	330	315	210	240	420	397	453	446	358
-出货量 (万吨)	6.2	5.5	5.25	3.5	4.8	6.4	6.4	7.3	8.1	6.50
-单吨利润 (万元/吨)	0.54	0.6	0.6	0.6	0.5	0.66	0.62	0.62	0.55	0.55
磷酸铁 (百万元)	-15	-23	-40	-80	-25	-23	-20	-22	0	10
-出货量 (万吨)	0.4	1.1	1.7	4.2	2.8	4.1	4.3	5.5	4.4	4.92
镍产品 (百万元)	20	120	80	10	100	0	0	0	180	317
-出货量 (万吨金属)	1.46	2.04	2.3	2.9	3.3	2.6	2.4	1.7	2.85	2.85
归属于母公司所有者的净利润 (百万元)	379	485	460	143	308	425	380	455	555	748
华友钴业	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26
前驱体 (百万元)	81	120	72	90	21	21	90	90	99	141
-出货量 (万吨)	2.7	4	2.4	3	2.1	2.1	3	3	3.30	4.70
-单吨利润 (万元/吨)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.1	0.1	0.3	0.3	0.30	0.30
正极 (巴莫)	0	0	0	0	21	30	33	33	42	42
-出货量 (万吨)	2.4	2.9	2	1.7	1.9	2.7	3	3	3.80	3.80
-单吨利润 (万元/吨)	0	0	0	0	0.3	0.3	0.3	0.3	0.30	0.30
铜产品 (百万元)	126	250	220	220	160	190	200	230	200	200
钴产品 (百万元, 含资产减值损失)	60	75	85	75	65	365	485	465	464	445
硫酸镍 (百万元)	352	536	396	300	321	268	300	300	375	428
-出货量 (万金吨)	1.6	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.80	1.80
-单吨利润 (万元/吨)	2.2	2.98	2.2	1.67	1.79	1.49	1.67	1.67	2.08	2.38
金属镍 (百万元)	475	644	1050	589	1083	928	884	884	1,071	1,205
-出货量 (万金吨)	1.9	2.3	4.2	3	5.2	5.2	4.5	4.5	4.50	4.50
-单吨利润 (万美金/吨)	0.36	0.4	0.36	0.28	0.3	0.26	0.28	0.28	0.34	0.38
归属于母公司所有者的净利润 (百万元)	522	1148	1350	1134	1252	1459	1505	1894	2,497	1,010

10 三元前驱体：一体化布局加大资金压力

- ◆ 一体化布局资金需求较大，行业厂商无息现金普遍为负。华友钴业26Q2末无息现金-326.0亿元，较年初-25.9%，营运资本-23.5亿元，较年初改善28.9%；中伟股份无息现金-85.3亿元，较年初改善15.9%，营运资本103.4亿元，较年初+2.9%；格林美无息现金-148.2亿元，较年初-0.8%，营运资本5.1亿元，较年初+77.2%。芳源股份无息现金-14.4亿元，营运资本-0.6亿元；帕瓦股份无息现金缺口基本消除，营运资本4.2亿元，较年初+42.8%。

表：2026年H1三元前驱体板块现金及营运资本情况（亿元）

新能源汽车板块		无息在手现金				营运资本			
三元前驱体		25年Q4	26Q1	26Q2	26Q2 较年初增长	25年Q4	26Q1	26Q2	26Q2 较年初增长
603799.SH	华友钴业	-259	-285.8	-326	-25.85%	-33	-8.6	-23.5	28.88%
300919.SZ	中伟股份	-101.4	-126.1	-85.3	15.91%	100.5	127.3	103.4	2.91%
002340.SZ	格林美	-147.1	-151.4	-148.2	-0.79%	2.9	14	5.1	77.15%
688148.SH	芳源股份	-14.4	-14	-14.4	0.43%	-1.1	-0.8	-0.6	41.88%
688184.SH	帕瓦股份	-1	-0.5	0	97.46%	3	3.3	4.2	42.82%
合计		-523	-577.8	-573.9	-9.74%	72.1	135.2	88.6	22.75%

11 导电剂：26Q2业绩同环比高增，26H1盈利能力明显修复

- ◆ **26Q2营收利润双增，26H1盈利能力同比修复。** 2026Q2实现营业收入55.0亿元，同比+27.0%，环比+23.6%；归母净利润2.5亿元，同比+50.4%，环比+261.7%。26Q2毛利率为16.69%，同比提升2.62pct，环比提升2.32pct；归母净利率为4.54%，同比提升0.71pct，环比提升2.99pct。2026H1实现营业收入99.5亿元，同比+15.6%；归母净利润3.2亿元，同比+37.2%；毛利率为15.65%，同比提升3.10pct；归母净利率为3.20%，同比提升0.50pct。
- ◆ **26Q2经营现金流环比扭亏，存货较年初大幅增长。** 2026Q2经营活动净现金流为4.9亿元，同比-10.0%，环比扭亏；2026H1经营活动净现金流为-4.2亿元，同比-161.5%。2026Q2资本开支为1.8亿元，同比+21.4%，环比-54.6%；2026H1资本开支为5.9亿元，同比+13.7%。2026Q2末营运资本为52.2亿元，较年初增长24.6%；存货为50.9亿元，较年初增长30.2%；无息在手现金为-49.2亿元，缺口扩大；预收账款（合同负债）为2.2亿元，较年初增长146.1%。

图表：2025年、2026年Q1及Q2 导电剂板块情况（亿元）

	2025年	2026Q1	2026Q2	26Q2同比	26Q2环比	26H1	26H1同比
营业收入（亿元）	181.4	44.5	55.0	+27.0%	+23.6%	99.5	+15.6%
归母净利润（亿元）	2.7	0.7	2.5	+50.4%	+261.7%	3.2	+37.2%
毛利率	13.58%	14.37%	16.69%	+2.62pct	+2.32pct	15.65%	+3.10pct
归母净利率	1.50%	1.55%	4.54%	+0.71pct	+2.99pct	3.20%	+0.50pct
经营活动净现金流（亿元）	13.3	-9.1	4.9	-10.0%	扭亏	-4.2	-161.5%
费用率	9.27%	10.73%	8.09%	-0.80pct	-2.64pct	9.27%	+0.77pct
资本开支（亿元）	8.4	4.0	1.8	+21.4%	-54.6%	5.9	+13.7%
	2025年底	2026Q1	26Q1较年初增长	2026Q2	26Q2较年初增长		
应收账款（亿元）	28.6	26.9	-6.0%	30.7	+7.2%		
预收账款（亿元）	0.9	1.3	+45.2%	2.2	+146.1%		
存货（亿元）	39.1	47.3	+21.1%	50.9	+30.2%		
在建工程（亿元）	17.0	19.3	+13.6%	19.7	+15.6%		
无息在手现金（亿元）	-29.6	-46.5	缺口扩大	-49.2	缺口扩大		
营运资本（亿元）	41.9	46.7	+11.5%	52.2	+24.6%		

11 导电剂：龙头26Q2归母净利润同环比显著提升

◆ 龙头26Q2归母净利润同环比显著提升，26H1营收利润同比增长。天奈科技26Q2实现营业收入4.1亿元，同比+29.5%，环比+31.0%；归母净利润0.8亿元，同比+33.6%，环比+38.9%。26H1实现营业收入7.3亿元，同比+11.4%；归母净利润1.3亿元，同比+15.4%。出货方面，天奈科技26Q2出货量为2.4万吨，同环比均增长41.2%；26H1出货量为4.1万吨，同比增长10.8%。盈利方面，26Q2单价为1.94万元/吨，同比下降8.5%、环比下降3.0%；单位净利为0.20万元/吨，同比下降25.9%、环比持平。全年看一二三代产品盈利基本稳定，我们预计26年单吨利润可达1万/吨。

图表：2025年、2026年Q1及Q2 导电剂主要厂商营收情况（亿元）

新能源汽车板块		收入（亿元）								归母净利润（亿元）							
代码	导电剂	25Y	25年同 比	26Q1	26Q2	Q2同比	Q2环比	26H1	H1同比	25Y	25年同 比	26Q1	26Q2	Q2同比	Q2环比	26H1	H1同比
688116.SH	天奈科技	13.0	-10.4%	3.2	4.1	+29.5%	+31.0%	7.3	+11.4%	2.3	-8.9%	0.6	0.8	+33.6%	+38.9%	1.3	+15.4%
300409.SZ	道氏技术	81.6	+5.2%	22.3	25.6	+35.0%	+14.5%	47.9	+31.2%	5.1	+223.1%	1.1	1.8	-2.3%	+69.5%	2.9	+25.9%
002068.SZ	黑猫股份	86.9	-14.3%	19.0	25.3	+19.4%	+33.1%	44.3	+3.0%	-4.6	1943.4%	-1.0	-0.1	减亏	减亏	-1.1	减亏
	合计	181.4	-6.2%	44.5	55.0	+27.0%	+23.6%	99.5	+15.6%	2.7	-37.2%	0.7	2.5	+50.4%	+261.7%	3.2	+37.2%

表：天奈科技季度盈利拆分（万元/吨）

代表公司	单位	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2
天奈科技	出货（吨）	1.5	2.1	2.3	2.6	2.0	1.7	1.7	1.7	1.7	2.4
	单价（万元/吨）	2.31	1.83	1.93	1.93	1.93	2.12	2.31	1.97	2.00	1.94
	单位净利（万元/吨）	0.34	0.28	0.28	0.23	0.27	0.27	0.29	0.30	0.20	0.20

11 导电剂：26H1末龙头现金较年初减少，营运资本分化

- ◆ 26H1末龙头在手现金较年初减少，营运资本分化。天奈科技无息在手现金为5.1亿元，较年初下降4.2%；营运资本为22.3亿元，较年初增长2.4%。道氏技术无息在手现金为-25.2亿元，缺口扩大；营运资本为30.4亿元，较年初下降6.3%。黑猫股份无息在手现金为-29.1亿元，缺口扩大；营运资本为-0.6亿元，缺口收窄。板块合计无息在手现金为-49.2亿元，缺口扩大；营运资本为52.2亿元，较年初增长24.6%。

表：2025年、2026年Q1及Q2 导电剂板块现金及营运资本情况（亿元）

新能源汽车板块		无息在手现金（亿元）					营运资本（亿元）				
代码	导电剂（添加剂）	25Q4	26Q1	26Q1较年初增长	26Q2	26Q2较年初增长	25Q4	26Q1	26Q1较年初增长	26Q2	26Q2较年初增长
688116.SH	天奈科技	5.4	4.9	-9.0%	5.1	-4.2%	21.8	21.7	-0.6%	22.3	+2.4%
300409.SZ	道氏技术	-12.0	-24.3	缺口扩大	-25.2	缺口扩大	32.5	31.6	-2.5%	30.4	-6.3%
002068.SZ	黑猫股份	-23.0	-27.1	缺口扩大	-29.1	缺口扩大	-12.4	-6.6	缺口收窄	-0.6	缺口收窄
	合计	-29.6	-46.5	缺口扩大	-49.2	缺口扩大	41.9	46.7	+11.5%	52.2	+24.6%

12 铝箔：26Q2盈利加速修复，电池箔出货稳步提升

- ◆ **26Q2及26H1板块盈利能力延续修复。**2026Q2实现营业收入102.5亿元，同比+26.7%，环比+14.4%；归母净利润3.2亿元，同比+473.7%，环比+49.4%；毛利率为10.58%，同比提升3.24pct，环比提升0.03pct；归母净利率为3.15%，同比提升2.45pct，环比提升0.74pct。2026H1实现营业收入192.1亿元，同比+20.0%；归母净利润5.4亿元，同比+299.1%；毛利率为10.57%，同比提升2.34pct；归母净利率为2.80%，同比提升1.96pct。
- ◆ **26Q2经营现金流环比扭亏，资产运营效率保持稳健。**2026Q2经营活动净现金流为8.8亿元，同比下降10.0%，环比扭亏；2026H1经营活动净现金流为5.2亿元，同比增长2.1%。2026Q2资本开支为2.3亿元，同比+33.8%，环比+57.0%；2026H1资本开支为3.7亿元，同比+11.9%。26Q2末应收账款为65.6亿元，较年初增长12.8%；存货为60.4亿元，较年初增长16.6%；在建工程为10.1亿元，较年初下降10.3%。

表：2025年、2026年Q1及Q2 铝箔板块情况（亿元）

	2025年	2025年同比	2026Q1	26Q1同比	26Q1环比	2026Q2	26Q2同比	26Q2环比	26H1	26H1同比
营业收入（亿元）	321.0	+4.9%	89.6	+13.2%	+6.6%	102.5	+26.7%	+14.4%	192.1	+20.0%
归母净利润（亿元）	3.3	+201.7%	2.2	+174.4%	+98.4%	3.2	+473.7%	+49.4%	5.4	+299.1%
毛利率	8.37%	+0.28pct	10.56%	+1.42pct	+1.20pct	10.58%	+3.24pct	+0.03pct	10.57%	+2.34pct
归母净利率	1.02%	+0.67pct	2.41%	+1.41pct	+1.11pct	3.15%	+2.45pct	+0.74pct	2.80%	+1.96pct
经营活动净现金流（亿元）	13.0	扭亏	-3.6	减亏	-145.6%	8.8	-10.0%	扭亏	5.2	+2.1%
费用率	6.79%	+0.41pct	7.06%	+0.27pct	+0.13pct	6.66%	+0.25pct	-0.40pct	6.85%	+0.25pct
资本开支（亿元）	8.2	-10.3%	1.5	-10.9%	-8.8%	2.3	+33.8%	+57.0%	3.7	+11.9%
	2025年底		2026Q1		26Q1较年初增长		2026Q2		26Q2较年初增长	
应收账款（亿元）	58.2		63.3		+8.8%		65.6		+12.8%	
预收账款（亿元）	1.3		1.6		+19.0%		1.4		+2.2%	
存货（亿元）	51.8		58.8		+13.4%		60.4		+16.6%	
在建工程（亿元）	11.2		11.5		+1.9%		10.1		-10.3%	
无息在手现金（亿元）	-20.9		-7.0		缺口收窄		18.0		转正	
营运资本（亿元）	23.9		19.8		-17.2%		21.7		-9.3%	

12 铝箔：26Q2营收延续扩张，26H1盈利能力同比修复

◆ 鼎胜新材26Q2业绩高增，26H1营收利润持续提升。26Q2实现营业收入82.1亿元，同比+19.7%，环比+13.0%；归母净利润2.9亿元，同比+178.8%，环比+47.6%。26H1实现营业收入154.7亿元，同比+16.2%；归母净利润4.8亿元，同比+155.4%。出货方面，26Q2电池箔出货量为6.5万吨，同比增加32.7%，环比增加10.2%；26H1累计出货12.4万吨，同比增长37.8%。盈利方面，26Q2单位净利提升至0.36万元/吨，同比增加157.1%，环比增加44.0%，盈利弹性持续释放。

图表： 2025年、2026年Q1及Q2 铝箔主要厂商营收情况（亿元）

新能源汽车板块		收入（亿元）								归母净利润（亿元）							
代码	铝箔	25Y	25年同比	26Q1	26Q2	Q2同比	Q2环比	26H1	H1同比	25Y	25年同比	26Q1	26Q2	Q2同比	Q2环比	26H1	H1同比
300057.SZ	万顺新材	58.0	-11.9%	17.0	20.4	+65.9%	+20.2%	37.4	+38.9%	-1.8	减亏	0.2	0.4	扭亏	+65.3%	0.6	扭亏
603876.SH	鼎胜新材	263.0	+9.5%	72.6	82.1	+19.7%	+13.0%	154.7	+16.2%	5.1	+70.3%	1.9	2.9	+178.8%	+47.6%	4.8	+155.4%
	合计	321.0	+4.9%	89.6	102.5	+26.7%	+14.4%	192.1	+20.0%	3.3	+201.7%	2.2	3.2	+473.7%	+49.4%	5.4	+299.1%

表 鼎胜新材季度盈利拆分（万元/吨）

代表公司	单位	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2
鼎胜新材	出货（吨）	2.6	3.3	3.9	4.5	4.1	4.9	5.6	6.2	5.9	6.5
	单价（万元/吨）	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	单位净利（万元/吨）	0.20	0.20	0.13	0.13	0.13	0.14	0.17	0.28	0.25	0.36

12 铝箔：26Q2资金状况改善，营运资本有所下降

- ◆ 26Q2龙头资金状况明显改善，营运资本表现分化。鼎胜新材无息在手现金为34.9亿元，较年初实现转正；营运资本为9.1亿元，较年初下降49.9%。万顺新材资金缺口仍存，无息在手现金为-16.9亿元，缺口扩大；营运资本为12.7亿元，较年初增长115.8%。板块合计无息在手现金为18.0亿元，较年初实现转正；营运资本为21.7亿元，较年初下降9.3%。

表：2025年、2026年Q1及Q2 铝箔板块现金及营运资本情况（亿元）

新能源汽车板块		无息在手现金（亿元）					营运资本（亿元）				
代码	铝箔	25Q4	26Q1	26Q1较年初 增长	26Q2	26Q2较年初 增长	25Q4	26Q1	26Q1较年初 增长	26Q2	26Q2较年初 增长
300057.SZ	万顺新材	-11.7	-13.9	缺口扩大	-16.9	缺口扩大	5.9	6.8	+15.8%	12.7	+115.8%
603876.SH	鼎胜新材	-9.2	6.8	转正	34.9	转正	18.1	13.0	-28.0%	9.1	-49.9%
	合计	-20.9	-7.0	缺口收窄	18.0	转正	23.9	19.8	-17.2%	21.7	-9.3%

13 铜箔：26Q2营收延续扩张，26H1盈利能力同比修复

- ◆ **26Q2及26H1板块营收利润同比增长，盈利能力延续修复。**2026Q2实现营业收入420亿元，同比+26%，环比+11%；归母净利润8.5亿元，同比+106%，环比下降8%；毛利率为5.6%，同比提升1.1pct，环比下降0.9pct；归母净利率为2.0%，同比提升0.8pct，环比下降0.4pct。2026H1实现营业收入800亿元，同比+28%；归母净利润17.7亿元，同比+132%；毛利率为6.0%，同比提升1.7pct；归母净利率为2.2%，同比提升0.99pct。
- ◆ **26Q2经营性现金流仍承压，存货随规模扩张上升。**2026Q2经营活动净现金流为-40.7亿元，同比下降313%，环比减亏；2026H1经营活动净现金流为-92亿元，同比亏损扩大。2026Q2资本开支为9.8亿元，同比+45%，环比下降22%；2026H1资本开支为22亿元，同比+47%。26Q2末存货为241亿元，较年初增长38%；应收账款为234亿元，较年初增长15.9%；在建工程为52.4亿元，较年初增长24.1%。

图表：2025年、2026年Q1及Q2 铜箔板块情况（亿元）

	2025年	2025年同比	2026Q1	26Q1同比	26Q1环比	2026Q2	26Q2同比	26Q2环比	26H1	26H1同比
营业收入（亿元）	1,251.8	+7.4%	379.8	+30.8%	+20.7%	420.2	+25.9%	+10.6%	800.0	+28.2%
归母净利润（亿元）	9.4	扭亏	9.2	+162.1%	扭亏	8.5	+105.6%	-7.7%	17.7	+131.6%
毛利率	4.57%	+1.52pct	6.53%	+2.22pct	+1.57pct	5.61%	+1.14pct	-0.92pct	6.04%	+1.65pct
归母净利率	0.75%	+1.07pct	2.43%	+1.21pct	+2.74pct	2.02%	+0.78pct	-0.40pct	2.21%	+0.99pct
经营活动净现金流（亿元）	-25.4	减亏	-51.3	亏损扩大	亏损扩大	-40.7	-312.5%	减亏	-92.0	亏损扩大
费用率	3.41%	-0.14pct	3.64%	+0.33pct	-0.66pct	3.44%	+0.88pct	-0.21pct	3.54%	+0.62pct
资本开支（亿元）	33.9	-15.1%	12.5	+48.9%	+45.9%	9.8	+45.1%	-22.2%	22.3	+47.2%

	2025年底	2026Q1	26Q1较年初增长	2026Q2	26Q2较年初增长
应收账款（亿元）	201.8	236.8	+17.4%	233.9	+15.9%
预收账款（亿元）	9.7	16.6	+71.0%	11.2	+15.5%
存货（亿元）	174.5	200.2	+14.7%	240.9	+38.1%
在建工程（亿元）	42.2	47.9	+13.5%	52.4	+24.1%
无息在手现金（亿元）	-198.5	-253.0	缺口扩大	-296.9	缺口扩大
营运资本（亿元）	185.1	198.5	+7.2%	210.9	+13.9%

13 铜箔：26Q2业绩延续高增，26H1盈利能力显著修复

◆ 26Q2铜箔厂商营收规模继续放大，26H1盈利能力显著修复。德福科技26Q2实现营业收入48.6亿元，位居板块第二，同比增长73.6%，环比增长12.0%；嘉元科技实现营业收入40.7亿元，同比增长105.2%，环比增长18.0%。板块内5家主要铜箔厂商26Q2均实现归母净利润为正，其中嘉元科技归母净利润2.6亿元领跑。26H1德福科技实现营业收入92.0亿元，同比增长73.5%，归母净利润2.6亿元，同比增长580.7%；嘉元科技实现营业收入75.1亿元，同比增长89.6%，归母净利润3.8亿元，同比增长940.0%。行业整体处于加工费企稳、高端产品出货占比优化的上行周期，业绩弹性持续释放。

图表：2025年、2026年Q1及Q2 铜箔主要厂商营收情况（亿元）

新能源汽车板块		收入（亿元）								归母净利润（亿元）							
代码	铜箔	25Y	25年同比	26Q1	26Q2	Q2同比	Q2环比	26H1	H1同比	25Y	25年同比	26Q1	26Q2	Q2同比	Q2环比	26H1	H1同比
688388.SH	嘉元科技	96.4	+47.9%	34.5	40.7	+105.2%	+18.0%	75.1	+89.6%	0.6	扭亏	1.2	2.6	+2028.3%	+117.2%	3.8	+940.0%
301150.SZ	中一科技	58.7	+22.7%	18.0	21.4	+50.0%	+19.2%	39.4	+47.2%	0.7	扭亏	0.7	1.0	+416.6%	+35.2%	1.7	+988.0%
301217.SZ	铜冠铜箔	66.9	+41.8%	18.4	21.8	+36.0%	+18.3%	40.2	+34.2%	0.6	扭亏	1.1	1.1	+259.3%	+2.1%	2.1	+514.7%
301511.SZ	德福科技	124.4	+59.3%	43.4	48.6	+73.6%	+12.0%	92.0	+73.5%	1.1	扭亏	1.5	1.2	+466.8%	-21.1%	2.6	+580.7%
002203.SZ	海亮股份	832.0	-4.8%	240.1	248.9	+3.8%	+3.6%	489.0	+9.9%	9.4	+34.1%	4.4	2.0	-44.2%	-53.1%	6.4	-10.0%
600110.SH	诺德股份	73.3	+38.9%	25.4	38.9	+142.2%	+53.0%	64.3	+113.3%	-3.0	减亏	0.4	0.6	扭亏	+56.7%	1.0	扭亏
合计		1,251.8	+7.4%	379.8	420.2	+25.9%	+10.6%	800.0	+28.2%	9.4	扭亏	9.2	8.5	+105.6%	-7.7%	17.7	+131.6%

图表：铜箔主要厂商分季度盈利拆分（万元/吨）

代表公司	单位	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2
诺德股份	出货（吨）	0.9	1.4	1.5	1.5	1.4	1.7	1.7	2.5	2.4	3.0
	单价（万元/吨）	13.2	10.8	10.0	11.6	11.4	11.0	11.8	11.5	12.2	14.7
	单位净利（万元/吨）	-1.13	-0.67	-0.47	-0.57	-0.31	-0.25	-0.14	-0.20	0.10	0.20
嘉元科技	出货（吨）	0.9	1.6	2.0	2.2	2.1	2.0	2.7	3.1	3.2	3.5
	单价（万元/吨）	12.1	10.5	11.0	11.2	10.8	11.2	10.8	11.5	12.2	13.1
	单位净利（万元/吨）	-0.59	-0.45	-0.26	-0.22	0.04	0.01	0.00	0.05	0.35	0.35
德福科技	出货（吨）					3.0	3.2	3.6	4.4	3.7	4.2
	单价（万元/吨）					8.3	8.7	9.0	9.0	11.9	11.6
	单位净利（万元/吨）					0.02	0.02	0.04	0.13	0.41	0.20

13 铜箔：26H1末在手现金普遍承压，营运资本随规模上升

- ◆ 26H1末铜箔厂商在手现金仍紧平衡，营运资本随规模上升。嘉元科技无息在手现金为-14.6亿元，较年初缺口收窄；营运资本为41.8亿元，较年初增长20.8%。中一科技现金流相对稳健，无息在手现金为19.5亿元，较年初下降9.8%；营运资本为23.6亿元，较年初增长0.9%。诺德股份无息在手现金为-42.6亿元，较年初缺口扩大；营运资本由负转正至14.6亿元。板块合计无息在手现金为-296.9亿元，较年初缺口扩大；营运资本为210.9亿元，较年初增长13.9%。

表：2025年、2026年Q1及Q2 铜箔板块现金及营运资本情况（亿元）

新能源汽车板块		无息在手现金（亿元）					营运资本（亿元）				
代码	铜箔	25Q4	26Q1	26Q1较年初增长	26Q2	26Q2较年初增长	25Q4	26Q1	26Q1较年初增长	26Q2	26Q2较年初增长
688388.SH	嘉元科技	-25.7	-21.1	缺口收窄	-14.6	缺口收窄	34.6	39.9	+15.3%	41.8	+20.8%
301150.SZ	中一科技	21.6	17.4	-19.3%	19.5	-9.8%	23.4	23.8	+1.8%	23.6	+0.9%
301217.SZ	铜冠铜箔	-0.4	-4.2	缺口扩大	-5.3	缺口扩大	27.3	29.0	+6.5%	30.0	+10.1%
301511.SZ	德福科技	-26.2	-32.6	缺口扩大	-35.3	缺口扩大	3.1	-3.5	-215.8%	-7.0	-327.8%
002203.SZ	海亮股份	-136.4	-183.1	缺口扩大	-218.6	缺口扩大	98.5	105.6	+7.2%	107.9	+9.5%
600110.SH	诺德股份	-31.4	-29.4	缺口收窄	-42.6	缺口扩大	-1.8	3.5	转正	14.6	转正
	合计	-198.5	-253.0	缺口扩大	-296.9	缺口扩大	185.1	198.5	+7.2%	210.9	+13.9%

投资建议和风险提示

- ◆ **投资建议：龙头公司对应27年估值10-15x PE，低估明显，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，推荐隔膜、铝箔、铜箔、六氟、结构件等环节（推荐璞泰来、恩捷股份、鼎胜新材、佛塑科技、尚太科技、科达利、诺德股份、湖南裕能、天赐材料、富临精工、星源材质、华友钴业、嘉元科技等，关注海科新源、德福科技、多氟多、万润新能、龙蟠科技、石大胜华等）；看好碳酸锂龙头（推荐赣锋锂业、国城矿业、大中矿业、盛新锂能、中矿资源、永兴材料、天齐锂业、雅化集团、藏格矿业等）。**

表：重点公司估值表（截至2026年9月4日）

证券代码	名称	总市值 (亿元)	股价 (元)	归母净利润 (亿元)				PE				评级	来源
				2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E		
300750.SZ	宁德时代	16,558	351	722	962	1,214	1,468	23	17	14	11	买入	东吴
002594.SZ	比亚迪	7,493	87	326	404	506	637	23	19	15	12	买入	东吴
300014.SZ	亿纬锂能	1,109	51	41	72	97	126	27	15	11	9	买入	东吴
300207.SZ	欣旺达	311	17	11	15	22	31	29	21	14	10	买入	东吴
002245.SZ	蔚蓝锂芯	288	17	7	14	25	36	41	20	11	8	买入	东吴
688063.SH	派能科技	102	42	1	3	4	6	121	31	23	18	买入	东吴
300438.SZ	鹏辉能源	276	55	2	20	30	37	134	14	9	7	买入	东吴
688772.SH	珠海冠宇	178	16	5	2	8	13	38	81	22	14	买入	东吴
002850.SZ	科达利	493	172	18	22	29	38	28	22	17	13	买入	东吴
002709.SZ	天赐材料	690	34	14	62	75	91	51	11	9	8	买入	东吴
300037.SZ	新宙邦	472	63	11	22	30	38	43	21	16	13	买入	东吴
603659.SH	璞泰来	481	22	24	32	45	65	20	15	11	7	买入	东吴
920185.BJ	贝特瑞	243	21	9	10	13	16	28	23	18	15	买入	东吴
001301.SZ	尚太科技	203	56	9	11	23	29	21	18	9	7	买入	东吴
301349.SZ	信德新材	60	42	0	1	3	4	156	42	23	15	买入	东吴
002812.SZ	恩捷股份	474	48	1	23	51	62	332	21	9	8	买入	东吴
300568.SZ	星源材质	197	14	0	7	14	17	541	27	14	12	买入	东吴
603799.SH	华友钴业	721	38	61	54	80	104	12	13	9	7	买入	东吴
300919.SZ	中伟股份	393	39	16	31	37	44	25	13	11	9	买入	东吴
300769.SZ	德方纳米	117	42	-8	9	11	14	-14	12	10	8	买入	东吴
300073.SZ	当升科技	210	39	6	11	14	17	33	19	15	12	买入	东吴
688778.SH	厦钨新能	233	46	8	11	14	17	31	21	17	14	买入	东吴
301358.SZ	湖南裕能	473	56	13	60	67	76	37	8	7	6	买入	东吴
300432.SZ	富临精工	237	14	4	11	21	30	55	22	11	8	买入	东吴
688116.SH	天奈科技	128	35	2	4	6	8	56	32	22	17	买入	东吴
688388.SH	嘉元科技	178	27	1	11	17	23	312	17	11	8	买入	东吴
600110.SH	诺德股份	191	11	-3	4	14	18	-64	45	14	10	买入	东吴
603876.SH	鼎胜新材	184	20	5	12	17	22	36	15	11	8	买入	东吴
688392.SH	骄成超声	187	162	1	3	5	7	159	72	41	28	买入	东吴
002466.SZ	天齐锂业	740	45	5	84	92	97	160	9	8	8	买入	东吴
002460.SZ	赣锋锂业	945	49	16	93	112	126	59	10	8	7	买入	东吴
002756.SZ	永兴材料	231	43	7	20	26	31	35	11	9	7	买入	东吴
000688.SZ	国城矿业	331	28	11	24	31	39	31	14	11	8	买入	东吴
001203.SZ	大中矿业	403	26	7	13	24	42	55	31	17	10	买入	东吴
000408.SZ	藏格矿业	1186	76	39	77	92	94	31	15	13	13	买入	东吴
002738.SZ	中矿资源	353	48	5	28	39	47	77	13	9	8	买入	东吴
002497.SZ	雅化集团	206	18	6	30	36	39	33	7	6	5	买入	东吴
002240.SZ	盛新锂能	270	29	-9	22	30	36	-30	12	9	7	买入	东吴
000792.SZ	盐湖股份	1410	27	85	117	131	142	17	12	11	10	未评级	Wind

盐湖股份使用2026.9.4的wind一致预期

- ◆ **价格竞争超市场预期：**新能源汽车市场迅速发展，市场竞争日趋激烈。动力电池作为新能源汽车核心部件之一，吸引众多投资者通过产业转型、收购兼并等方式参与市场竞争，各大厂商产能扩大迅速，市场竞争十分激烈，市场平均价格逐年走低，压缩了公司的盈利水平。
- ◆ **原材料价格不稳定，影响利润空间：**原材料成本在整体成本中占比较高，原材料价格波动将会直接影响各板块的毛利水平。
- ◆ **投资增速下滑：**各板块投资开始逐渐放缓，对行业发展和核心技术的突破有直接影响。

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