锂电需求仍具韧性，产业链盈利分化
--电动车26Q3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11月8日

摘要

- **26Q3税费等因素影响行业利润环比回落，利润向下游整车转移。**26Q1-3全球动储电池产量2241GWh，同比+52%，其中动力1399GWh，同比+31%，储能841GWh，同比+108%。新能源汽车板块营收33125亿元，同比+20%，归母净利润1798亿元，同比+32%；其中26Q3营收12105亿元，同环比+21%/+5%，归母净利润566亿元，同环比+11%/-11%。26Q1-3上游资源、中游材料、电池、整车利润占比分别17%/23%/40%/14%，其中Q3利润占比分别为13%/22%/40%/18%，利润从上游及中游材料向整车转移，Q3整车利润占比环比回升8pct至18%。
- **26Q3整车及部分材料盈利修复、分化加剧。**26Q3归母净利润环比增速排序为整车60%＞铜箔51%＞结构件48%＞隔膜18%＞负极10%＞六氟磷酸锂及电解液-2%＞锂电设备-10%＞汽车核心零部件-11%＞锂电池中游-12%＞电池-14%＞铁锂正极-22%＞铝箔-25%＞正极-36%＞碳酸锂-43%＞三元前驱体-46%＞三元正极-73%＞添加剂-81%。整体看，铜箔涨价兑现、隔膜及负极盈利改善，整车盈利环比修复；碳酸锂、正极及添加剂受价格、库存收益及产品结构等影响盈利回落，产业链表现进一步分化。
- **26Q3盈利能力环比回落、现金流承压，中游资本开支延续增长。**26Q1-3归母净利率5.4%，同比+0.5pct；26Q3归母净利率4.7%，同环比-0.4/-0.9pct，费用率10.2%，同环比-1.0/-0.1pct。26Q3经营活动现金流422亿元，同环比-57%/-65%；资本开支1096亿元，同环比+28%/+26%。26Q1-3资本开支2782亿元，同比基本持平，剔除比亚迪后同比+18%，其中锂电池中游同比+31%。Q3末存货9425亿元，较年初+43%，增量主要集中于电池及整车，铁锂正极/三元正极/电池/整车存货较年初分别+132%/+66%/+56%/+44%。
- **锂电需求仍可保持稳健增长，估值已调整至低位。**我们预计26年全球动储电池需求2826GWh，同比+37%，27年增长25%至3520GWh。材料端供需改善持续兑现，Q3铜箔涨价落地、盈利明显修复，负极价格传导推进，隔膜盈利环比改善。电池龙头盈利短期受税费影响有所下降，但后续有望部分传导，铝箔受海外工厂亏损等因素扰动表观利润，但锂电铝箔经营性盈利整体稳定。展望27年，储能需求维持高增、动力需求恢复，中游材料供需及盈利有望进一步改善。
- **投资建议：锂电当前龙头估值27年8-12xPE，达到历史低位，**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、天赐材料、科达利、湖南裕能、诺德股份、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）；**并长期看好底部的锂矿龙头。
- **风险提示：**价格竞争超市场预期、原材料价格波动、终端需求及行业排产不及预期。

PART1 总结综述：需求韧性强，盈利环比回落

PART2 电池：税费增加，盈利阶段性受冲击，格局基本稳定

PART3 上中游：碳酸锂价格高峰已过，材料盈利分化

PART4 投资建议与风险提示

总结综述：需求韧性强，盈利环比回落

需求：全球电动车销量26年1-8月同增16%

- MarkLines数据，全球电动车26年1-8月销1560万辆，同比+16%，累计电动化率26.2%；
- 中汽协数据，国内电动车26年1-9月销1247万辆，同比+11%；26Q3销量503万辆，同环比+18%/+12%。

图：Marklines口径全球分区域电动乘用车年度和季度销量（辆）

新能源车销量（辆）	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	2026H1	2024全年	2025全年	2026年1—8月	2026-08
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**	**9,889,416**	**1,529,060**
同比	*45.61%*	*33.58%*	*24.96%*	*14.78%*	*-4.43%*	*14.39%*	*6.04%*	*36.09%*	*26.65%*	*9.63%*	*15.92%*
环比	*-32.64%*	*25.25%*	*11.13%*	*22.42%*	*-43.91%*	*49.92%*	-	-	-	-	*4.93%*
美国	**389,828**	**403,818**	**536,433**	**296,834**	**261,286**	**291,551**	**552,837**	**1,612,607**	**1,626,913**	**743,243**	**97,518**
同比	*8.92%*	*-0.03%*	*32.76%*	*-33.55%*	*-32.97%*	*-27.80%*	*-30.34%*	*9.84%*	*0.89%*	*-34.69%*	*-47.97%*
环比	*-12.73%*	*3.59%*	*32.84%*	*-44.67%*	*-11.98%*	*11.58%*	-	-	-	-	*4.98%*
欧洲	**839,574**	**946,693**	**936,406**	**1,147,023**	**1,091,588**	**1,288,654**	**2,380,242**	**2,953,671**	**3,869,696**	**3,126,795**	**331,370**
同比	*20.62%*	*27.31%*	*36.45%*	*38.57%*	*30.02%*	*36.12%*	*33.25%*	*2.38%*	*31.01%*	*34.39%*	*36.90%*
环比	*1.43%*	*12.76%*	*-1.09%*	*22.49%*	*-4.83%*	*18.05%*	-	-	-	-	*-20.19%*
新兴市场	**308,910**	**383,807**	**428,208**	**485,144**	**574,870**	**753,768**	**1,328,638**	**1,028,926**	**1,606,069**	**1,842,694**	**257,481**
同比	*35.07%*	*52.40%*	*66.27%*	*66.81%*	*86.10%*	*96.39%*	*91.80%*	*37.94%*	*56.09%*	*90.22%*	*81.60%*
环比	*6.21%*	*24.25%*	*11.57%*	*13.30%*	*18.49%*	*31.12%*	-	-	-	-	*0.35%*
全球	**4,428,502**	**5,354,290**	**5,923,886**	**6,853,672**	**4,689,862**	**6,474,980**	**11,164,842**	**17,799,923**	**22,560,350**	**15,602,148**	**2,215,429**
同比	*35.53%*	*30.30%*	*29.71%*	*17.04%*	*5.90%*	*20.93%*	*14.13%*	*26.54%*	*26.74%*	*15.97%*	*17.19%*
环比	*-24.38%*	*20.91%*	*10.64%*	*15.70%*	*-31.57%*	*38.06%*	-	-	-	-	*-0.29%*

数据来源：中汽协，乘联会，Marklines，东吴证券研究所

需求：全球储能电池产量26Q3同增98%，前三季度同增108%

- **GGII数据，26年前三季度国内动力电池装机量576.3GWh，同比+16.7%；26Q3装机量240.8GWh，同环比+23.9%/+14.2%。**
- **鑫椤资讯数据，26年前三季度全球动力+储能电池产量2240.5GWh，同比+52.0%，其中储能电池产量841.1GWh，同比+107.5%；**26Q3全球动力+储能电池产量869.3GWh，同环比+55.1%/+17.8%，其中储能电池产量330.9GWh，同环比+97.9%/+15.9%。

图：国内动力电池装机数据（GWh）

	2025	同比	26Q2	26Q3	同比	环比	26年1-9月	同比	26年9月	同比	环比
国内动力电池装机量	769.8	40.4%	210.8	240.8	23.9%	14.2%	576.3	16.7%	87.2	14.7%	10.4%

图：全球储能电池产量（GWh）

	2025	同比	26Q2	26Q3	同比	环比	26年1-9月	同比	26年9月	同比	环比
全球储能电池产量	607.7	76.5%	285.5	330.9	97.9%	15.9%	841.1	107.5%	113.2	87.0%	0.3%

图：全球动力+储能电池产量（GWh）

	2025	同比	26Q2	26Q3	同比	环比	26年1—9月	同比	26年9月	同比	环比
全球动力+储能电池产量	2,127.1	51.0%	737.8	869.3	55.1%	17.8%	2,240.5	52.0%	298.3	47.9%	0.3%

数据来源：鑫椤咨询，GGII，动力电池产业创新联盟，东吴证券研究所

合计：26年动储预计37%增长，27年下修至+25%

- **电池需求：2026年我们预计全球动力储能需求2826GWh，同增37%，2027年动储需求3520GWh，同增25%，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**	**1,726**	**2,020**	**2,326**	**2,699**	**3,149**
YoY	**22%**	**34%**	**21.0%**	**17.0%**	**15.1%**	**16.1%**	**16.7%**
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**	**1,100**	**1,500**	**1,852**	**2,169**	**2,543**
YoY	*61%*	*95%*	*71%*	*36%*	*23%*	*17%*	*17%*
国内储能电池（gwh）	***144***	***286***	***427***	***491***	***540***	***594***	***654***
海外储能电池（gwh）	185	357	673	1,009	1,312	1,574	1,889
全球动力+储能电池实际需求合计（gwh）	**1,390**	**2,069**	**2,826**	**3,520**	**4,178**	**4,868**	**5,692**
YoY	29%	49%	37%	25%	19%	17%	17%
全球锂电池合计（gwh）	1,534	2,231	2,980	3,682	4,348	5,046	5,879
YoY	**27%**	**45%**	**33.5%**	**23.6%**	**18.1%**	**16.1%**	**16.5%**

数据来源：Marklines，东吴证券研究所

1 营收及利润：26Q3收入同环比增长，利润环比回落

- **2026Q3新能源汽车板块实现营业收入12105亿元，同环比+20.7%/+5.2%；归母净利润566亿元，同环比+10.8%/-11.4%**。2026Q1-3实现营业收入33125亿元，同比增长20.4%；归母净利润1798亿元，同比增长31.8%。2026Q3收入同比下降的公司共14家，增幅在0%-30%的公司27家，增幅超过30%的公司62家；归母净利润同比下降的公司21家，增幅在0%-30%的公司11家，增幅超过30%的公司43家，亏损公司19家，扭亏公司9家。

图表：新能源汽车板块 2025年、2026Q3 及 26Q1-Q3 全板块情况（亿元）

	2025年	2025年同比	2026Q3	26Q3 同比	26Q3 环比	26Q1-Q3	26Q1-Q3 同比
营业收入（亿元）	39,364.88	10.2%	12,105.20	20.7%	5.2%	33,125.17	20.4%
归母净利润（亿元）	1,853.51	30.6%	565.64	10.8%	-11.4%	1,797.58	31.8%

图表：新能源汽车板块2025年、2026Q3及2026Q1-3增速分布情况

	2025年		2026Q3		2026Q1-3	
分类	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）	收入增速（家）	归母净利润增速（家）
同比负增长	18	17	14	21	10	21
同比增长幅度在0%-30%	57	16	27	11	32	12
同比增长超过30%	28	31	62	43	61	40
亏损	-	24	-	19	-	15
扭亏	-	15	-	9	-	15

数据来源：Wind、公司公告，东吴证券研究所

2 盈利水平：26Q3净利率同环比下降，费用率持续改善

- **2026Q3新能源汽车板块毛利率、归母净利率环比回落，前三季度盈利水平同比提升：**2026Q3毛利率为16.60%，同比+0.07pct、环比-1.04pct；归母净利率为4.67%，同比-0.41pct、环比-0.87pct。2026年前三季度毛利率为17.52%，同比+1.39pct；归母净利率为5.43%，同比+0.47pct。
- **2026Q3费用率同环比下降，前三季度费用率同比改善：**2026Q3费用率为10.22%，同比-1.00pct、环比-0.12pct；2026年前三季度费用率为10.56%，同比-0.26pct。

图表： 新能源汽车板块2025年、26Q3、26Q1-Q3全板块情况

	2025年	2025年同比	2026Q3	26Q3同比	26Q3环比	26Q1-Q3	26Q1-Q3同比
毛利率	16.66%	+0.23pct	16.60%	+0.07pct	-1.04pct	17.52%	+1.39pct
归母净利率	4.71%	+0.74pct	4.67%	-0.41pct	-0.87pct	5.43%	+0.47pct
费用率	11.05%	-0.01pct	10.22%	-1.00pct	-0.12pct	10.56%	-0.26pct

数据来源：Wind、公司公告，东吴证券研究所

3 经营现金流同环比下降，资金占用进一步上升

- **2026Q3新能源汽车板块经营现金流同环比下降，资本开支同环比增长：**2026Q3经营活动净现金流为421.9亿元，同比下降57.4%、环比下降65.0%；前三季度累计为1827.3亿元，同比下降27.3%。2026Q3资本开支为1096.4亿元，同比增长27.8%、环比增长25.5%；前三季度累计为2782.1亿元，同比增长0.7%。

- **存货及应收账款继续增长，营运资金占用上升，现金储备下降：**2026Q3末应收账款、预收账款、存货和在建工程分别为6730.3亿元、2462.2亿元、9425.4亿元和3453.6亿元，较年初分别增长29.5%、28.9%、43.3%和37.7%；营运资本增至6785.8亿元，较年初增长29.0%。同期无息在手现金为4096.9亿元，较年初下降33.1%，存货及应收账款增长进一步加大资金占用压力。

图表： 新能源汽车板块 2025年、2026Q2、2026Q3 及 26Q1-Q3 现金流与资本开支（亿元）

	2025年	2025年同比	2026Q2	26Q2同比	26Q2环比	2026Q3	26Q3同比	26Q3环比	26Q1-Q3	26Q1-Q3同比
经营活动现金流量净额（亿元）	3,953.96	-17.0%	1,203.96	-16.6%	497.8%	421.91	-57.4%	-65.0%	1,827.27	-27.3%
资本开支（亿元）	3,903.39	18.6%	873.57	-9.3%	7.6%	1,096.41	27.8%	25.5%	2,782.12	0.7%

	2025年底	2026Q2	26Q2较年初增长	2026Q3	26Q3较年初增长
应收账款（亿元）	5,195.32	6,230.69	19.9%	6,730.31	29.5%
预收账款（亿元）	1,910.06	2,123.88	11.2%	2,462.21	28.9%
存货（亿元）	6,576.84	8,544.52	29.9%	9,425.38	43.3%
在建工程（亿元）	2,508.64	3,037.64	21.1%	3,453.61	37.7%
无息在手现金（亿元）	6,126.26	5,510.02	-10.1%	4,096.87	-33.1%
营运资本（亿元）	5,259.30	6,542.73	24.4%	6,785.80	29.0%

数据来源：Wind、公司公告，东吴证券研究所；

4 26Q3存货较年初增长43%，正极、电池、电解液等库存较多

- **2026Q3末新能源汽车板块存货继续增加，增量集中于电池与整车：**26Q3末板块存货9425.4亿元，较年初增长43.3%，环比+10.3%。分环节看，锂电池中游存货较年初+46.0%，其中铁锂正极+132.2%、三元正极+66.2%、六氟磷酸锂及电解液+51.5%、电池+55.8%、铜箔+46.8%、隔膜+23.7%、铝箔+14.6%、结构件+35.9%、三元前驱体+14.4%、负极+31.7%；整车存货+43.9%，碳酸锂+28.6%，汽车核心零部件+28.9%。从26Q3环比看，电池、整车存货分别+11.6%、14.4%，结构件+16.3%；正极整体+1.4%，其中铁锂正极+6.7%，三元正极-2.8%，三元前驱体-5.1%，各环节库存变化有所分化。

图表：新能源汽车板块各环节存货（亿元）

各个环节	2025年底	26Q2	26Q3	26Q3较年初	26Q3较Q2	26Q3同比	较年初增量(亿元)
新能源汽车板块	**6,576.84**	**8,544.52**	**9,425.38**	**43.3%**	**10.3%**	**48.9%**	**2,848.54**
碳酸锂	318.75	390.31	409.85	28.6%	5.0%	45.0%	91.09
锂电池中游	**2,923.26**	**3,999.69**	**4,267.83**	**46.0%**	**6.7%**	**62.6%**	**1,344.57**
隔膜	177.24	202.90	219.17	23.7%	8.0%	18.4%	41.93
六氟磷酸锂及电解液	74.14	105.88	112.28	51.5%	6.0%	71.6%	38.15
电池	**1,445.47**	**2,016.81**	**2,251.68**	**55.8%**	**11.6%**	**71.1%**	**806.21**
正极	230.03	433.86	439.75	91.2%	1.4%	120.8%	209.72
铁锂正极	87.01	189.32	202.01	132.2%	6.7%	124.5%	115.00
三元正极	143.02	244.54	237.74	66.2%	-2.8%	117.7%	94.72
三元前驱体	510.33	615.23	584.05	14.4%	-5.1%	45.3%	73.72
添加剂	39.08	50.90	56.37	44.2%	10.8%	42.7%	17.29
负极	273.70	330.81	360.59	31.7%	9.0%	36.7%	86.88
铜箔	174.46	240.86	256.14	46.8%	6.3%	66.7%	81.69
铝箔	51.84	60.45	59.42	14.6%	-1.7%	10.2%	7.58
结构件	36.01	42.10	48.95	35.9%	16.3%	41.0%	12.94
汽车核心零部件	343.04	392.05	442.19	28.9%	12.8%	34.6%	99.15
整车	2,991.78	3,762.47	4,305.52	43.9%	14.4%	39.1%	1,313.73
锂电产业链（上游+中游）	**3,242.01**	**4,390.00**	**4,677.68**	**44.3%**	**6.6%**	**60.9%**	**1,435.66**
锂电设备	395.75	460.62	525.92	32.9%	14.2%	36.8%	130.18

数据来源：Wind、公司公告，东吴证券研究所；

5 26Q3资本开支环比回升，中游扩产延续

- **前三季度板块资本开支同比基本持平，剔除比亚迪后增长约18%。**26Q3板块资本开支1096.4亿元，同比+27.8%、环比+25.5%；前三季度累计2782.1亿元，同比+0.7%，剔除比亚迪后约1908亿元，同比增长约18%。锂电池中游26Q3资本开支489.1亿元，同比+41.1%、环比+10.6%；26Q1-3累计1350.5亿元，同比+31.1%，占板块资本开支的49%。其中，正极26Q1-3资本开支同比增长74.7%，结构件+107.5%、负极+81.6%、电池+40.2%、铜箔+39.7%、隔膜+37.5%，中游多数环节保持增长。整车环节前三季度资本开支1237.9亿元，同比下降16.7%，其中比亚迪资本开支874亿元，同比下降24%，占整车环节的71%；剔除比亚迪后，整车资本开支约364亿元，同比增长约8%。26Q3比亚迪资本开支426.8亿元，同比+24%、环比+88%，带动整车环节资本开支环比回升。

图表：新能源汽车板块各环节资本开支（亿元）

各个环节	2025年	26Q2	26Q3	26Q3同比	26Q3环比	26Q1-Q3	26Q1-Q3同比
新能源汽车板块	**3,903.39**	**873.57**	**1,096.41**	**27.8%**	**25.5%**	**2,782.12**	**0.7%**
碳酸锂	206.89	42.02	33.81	-1.5%	-19.5%	104.08	-33.9%
锂电池中游	**1,420.60**	**442.24**	**489.12**	**41.1%**	**10.6%**	**1,350.48**	**31.1%**
隔膜	122.27	46.83	45.66	72.0%	-2.5%	114.06	37.5%
六氟磷酸锂及电解液	41.63	15.86	18.03	59.4%	13.7%	47.66	35.0%
电池	**800.73**	**250.64**	**278.28**	**55.9%**	**11.0%**	**773.95**	**40.2%**
正极	90.14	30.63	46.03	99.2%	50.3%	106.74	74.7%
铁锂正极	55.04	16.38	30.63	103.4%	87.0%	63.27	68.7%
三元正极	35.10	14.25	15.41	91.3%	8.1%	43.47	84.1%
三元前驱体	239.75	62.73	50.11	-35.6%	-20.1%	180.58	-12.9%
添加剂	8.38	1.83	2.19	47.1%	19.5%	8.05	21.1%
负极	71.76	30.29	34.02	146.8%	12.3%	86.29	81.6%
铜箔	33.93	9.76	13.09	28.5%	34.1%	35.39	39.7%
铝箔	8.23	2.28	2.16	-34.5%	-5.7%	5.90	-11.1%
结构件	18.97	7.89	14.04	218.2%	77.9%	29.67	107.5%
汽车核心零部件	129.66	28.79	30.57	17.4%	6.2%	89.62	0.8%
整车	2,146.24	360.52	542.91	20.5%	50.6%	1,237.93	-16.7%
锂电产业链（上游+中游）	**1,627.48**	**484.26**	**522.93**	**37.3%**	**8.0%**	**1,454.57**	**22.5%**
锂电设备	29.57	20.52	18.30	158.4%	-10.8%	47.56	141.9%

数据来源：Wind、公司公告，东吴证券研究所；

6 25年、26Q2、26Q3：新能源汽车各子板块利润分配

- **从利润分配看，26Q3整车利润占比环比明显回升，上游资源与电池占比回落，中游材料占比小幅提升。**26Q3上游碳酸锂利润占比为13.4%（同比+5.90pct、环比-7.24pct），中游材料占比为22.1%（同比+10.10pct、环比+0.65pct），电池占比为39.6%（同比-6.42pct、环比-1.39pct），汽车核心零部件占比为7.1%（同比-1.21pct、环比+0.07pct），整车占比为17.8%（同比-8.36pct、环比+7.91pct）。26年前三季度上述板块利润占比分别为17.2%、22.9%、39.5%、6.8%和13.6%，同比分别变化+12.66pct、+10.75pct、-2.88pct、-2.50pct和-18.03pct，累计利润分配仍较上年同期向上游资源及中游材料集中。

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)	2026Q2	同比变化 (pct)	环比变化 (pct)	2026Q3	同比变化 (pct)	环比变化 (pct)	26Q1-Q3	同比变化 (pct)
碳酸锂	**-1.4%**	**7.0%**	**+8.44pct**	**20.6%**	**+18.54pct**	**+3.44pct**	**13.4%**	**+5.90pct**	**-7.24pct**	**17.2%**	**+12.66pct**
锂电池中游	**47.0%**	**55.7%**	**+8.68pct**	**62.4%**	**+7.96pct**	**-0.52pct**	**61.7%**	**+3.68pct**	**-0.74pct**	**62.4%**	**+7.87pct**
电池	**41.0%**	**42.9%**	**+1.88pct**	**41.0%**	**-0.84pct**	**+3.19pct**	**39.6%**	**-6.42pct**	**-1.39pct**	**39.5%**	**-2.88pct**
中游材料	**6.0%**	**12.8%**	**+6.80pct**	**21.5%**	**+8.80pct**	**-3.71pct**	**22.1%**	**+10.10pct**	**+0.65pct**	**22.9%**	**+10.75pct**
隔膜	1.5%	2.5%	+0.95pct	4.1%	+1.41pct	+0.58pct	5.5%	+3.06pct	+1.37pct	4.4%	+1.85pct
六氟磷酸锂及电解液	-0.7%	1.5%	+2.24pct	4.1%	+3.29pct	-1.84pct	4.5%	+3.85pct	+0.45pct	4.8%	+4.04pct
正极	-1.1%	0.7%	+1.82pct	4.8%	+4.52pct	-0.15pct	3.5%	+2.67pct	-1.31pct	4.4%	+4.09pct
三元前驱体	3.9%	4.6%	+0.69pct	3.6%	-0.79pct	-2.52pct	2.2%	-2.05pct	-1.41pct	4.0%	-0.46pct
添加剂	0.3%	0.1%	-0.16pct	0.4%	+0.02pct	+0.27pct	0.1%	-0.25pct	-0.31pct	0.2%	-0.09pct
负极	2.1%	2.8%	+0.75pct	2.9%	-0.35pct	+0.34pct	3.5%	+0.77pct	+0.68pct	3.0%	+0.09pct
铜箔	-0.3%	0.5%	+0.77pct	1.3%	+0.40pct	-0.22pct	2.3%	+1.72pct	+0.93pct	1.7%	+0.93pct
铝箔	0.1%	0.2%	+0.10pct	0.5%	+0.38pct	+0.14pct	0.4%	+0.26pct	-0.08pct	0.4%	+0.27pct
结构件	1.2%	1.2%	+0.06pct	0.9%	-0.19pct	-0.33pct	1.6%	+0.25pct	+0.62pct	1.2%	+0.03pct
汽车核心零部件	**8.9%**	**8.5%**	**-0.46pct**	**7.0%**	**-3.40pct**	**+0.93pct**	**7.1%**	**-1.21pct**	**+0.07pct**	**6.8%**	**-2.50pct**
整车	**45.5%**	**28.8%**	**-16.66pct**	**9.9%**	**-23.10pct**	**-3.85pct**	**17.8%**	**-8.36pct**	**+7.91pct**	**13.6%**	**-18.03pct**

数据来源：Wind、公司公告，东吴证券研究所

7 26Q3、26Q1-3：新能源汽车各环节收入、归母净利润增速

- **26Q1-3归母净利润同比增速排序为：**六氟磷酸锂及电解液 > 碳酸锂 > 铝箔 > 三元正极 > 铜箔 > 隔膜 > 负极 > 结构件 > 锂电设备 > 电池 > 三元前驱体 > 汽车核心零部件 > 添加剂 > 整车；铁锂正极实现扭亏。
- **26Q3归母净利润同比增速排序为：**铁锂正极 > 六氟磷酸锂及电解液 > 铜箔 > 铝箔 > 隔膜 > 碳酸锂 > 负极 > 结构件 > 锂电设备 > 三元正极 > 电池 > 汽车核心零部件 > 整车 > 三元前驱体 > 添加剂。
- **26Q3归母净利润环比增速排序为：**整车 > 铜箔 > 结构件 > 隔膜 > 负极 > 六氟磷酸锂及电解液 > 锂电设备 > 汽车核心零部件 > 电池 > 铁锂正极 > 铝箔 > 碳酸锂 > 三元前驱体 > 三元正极 > 添加剂。

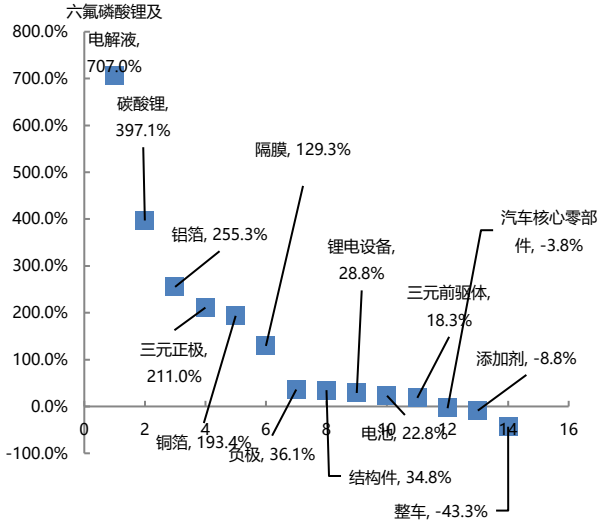
图表：新能源汽车板块各环节收入、归母净利润

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	2026Q3	26Q3同比	26Q3环比	26Q1-Q3	26Q1-Q3同比	2025年	25同比	2026Q3	26Q3同比	26Q3环比	26Q1-Q3	26Q1-Q3同比
新能源汽车板块	**39,364.9**	**10.2%**	**12,105.2**	**20.7%**	**5.2%**	**33,125.2**	**20.4%**	**1,853.5**	**30.6%**	**565.6**	**10.8%**	**-11.4%**	**1,797.6**	**31.8%**
碳酸锂	1,045.9	9.7%	488.4	75.0%	-7.5%	1,412.4	93.6%	130.0	扭亏	75.8	97.8%	-42.5%	309.7	397.1%
锂电池中游	**13,875.3**	**18.4%**	**5,413.7**	**53.5%**	**7.9%**	**14,629.6**	**51.6%**	**1,032.0**	**54.7%**	**349.0**	**17.9%**	**-12.4%**	**1,121.3**	**50.8%**
隔膜	693.8	22.5%	261.1	41.5%	3.8%	696.9	41.6%	46.0	111.1%	31.0	150.7%	18.0%	78.4	129.3%
六氟磷酸锂及电解液	586.8	24.8%	274.5	90.9%	10.1%	730.5	81.2%	27.8	扭亏	25.7	637.3%	-1.6%	86.9	707.0%
电池	**6,976.4**	**16.5%**	**2,673.1**	**51.8%**	**10.6%**	**7,115.3**	**49.6%**	**794.7**	**36.6%**	**223.8**	**-4.6%**	**-14.4%**	**709.4**	**22.8%**
正极	1,305.4	34.1%	767.0	131.5%	14.9%	1,948.0	123.7%	12.5	扭亏	19.7	371.0%	-35.6%	79.7	1624.1%
铁锂正极	772.5	43.4%	504.1	159.9%	18.0%	1,263.6	145.3%	2.5	扭亏	17.5	673.6%	-21.7%	64.2	扭亏
三元正极	532.9	22.6%	262.9	91.4%	9.2%	684.3	92.4%	10.0	339.4%	2.3	17.0%	-72.8%	15.5	211.0%
三元前驱体	1,692.5	23.1%	497.5	12.1%	-12.2%	1,588.1	30.6%	84.6	54.1%	12.6	-42.3%	-45.8%	72.3	18.3%
添加剂	181.4	-6.2%	62.9	30.7%	14.4%	162.4	21.0%	2.7	-37.2%	0.5	-72.4%	-81.4%	3.6	-8.8%
负极	735.3	23.8%	271.4	47.3%	9.8%	712.5	38.6%	52.0	78.6%	20.0	41.5%	9.5%	53.3	36.1%
铜箔	1,251.8	7.4%	451.7	44.4%	7.5%	1,251.7	33.6%	9.4	扭亏	12.8	365.5%	50.7%	30.5	193.4%
铝箔	321.0	4.9%	97.7	27.0%	-4.7%	289.7	22.3%	3.3	201.7%	2.4	185.7%	-24.8%	7.8	255.3%
结构件	288.2	30.8%	114.3	48.9%	18.3%	293.1	46.4%	22.7	37.8%	8.8	31.9%	47.7%	22.2	34.8%
汽车核心零部件	1,867.0	13.7%	559.7	19.5%	-1.3%	1,600.6	17.4%	157.3	23.9%	40.3	-5.3%	-10.5%	121.6	-3.8%
整车	22,576.6	5.4%	5,643.4	-2.0%	4.6%	15,482.7	-1.8%	534.2	-17.2%	100.6	-24.6%	59.7%	245.0	-43.3%
锂电产业链（上游+中游）	**14,921.3**	**17.8%**	**5,902.1**	**55.1%**	**6.5%**	**16,041.9**	**54.5%**	**1,162.0**	**79.7%**	**424.8**	**27.0%**	**-19.9%**	**1,431.0**	**77.6%**
锂电设备	547.5	13.8%	171.1	24.1%	-11.5%	506.9	29.6%	49.2	211.2%	15.6	29.8%	-10.2%	48.2	28.8%

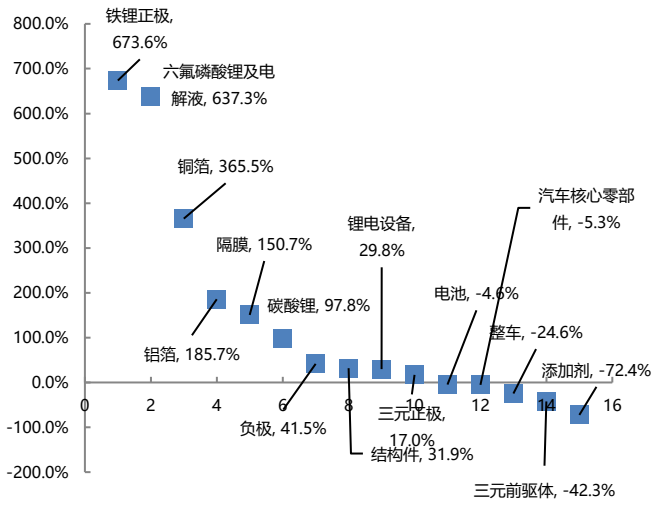
8 分子板块：26年前三季度多数环节利润同比增长，26Q3盈利环比分化

- **26Q1-3归母净利润同比增速排序为：**六氟磷酸锂及电解液707.0% > 碳酸锂397.1% > 铝箔255.3% > 三元正极211.0% > 铜箔193.4% > 隔膜129.3% > 负极36.1% > 结构件34.8% > 锂电设备28.8% > 电池22.8% > 三元前驱体18.3% > 汽车核心零部件-3.8% > 添加剂-8.8% > 整车-43.3%；铁锂正极实现扭亏。
- **26Q3归母净利润同比增速排序为：**铁锂正极673.6% > 六氟磷酸锂及电解液637.3% > 铜箔365.5% > 铝箔185.7% > 隔膜150.7% > 碳酸锂97.8% > 负极41.5% > 结构件31.9% > 锂电设备29.8% > 三元正极17.0% > 电池-4.6% > 汽车核心零部件-5.3% > 整车-24.6% > 三元前驱体-42.3% > 添加剂-72.4%。
- **26Q3归母净利润环比增速排序为：**整车59.7% > 铜箔50.7% > 结构件47.7% > 隔膜18.0% > 负极9.5% > 六氟磷酸锂及电解液-1.6% > 锂电设备-10.2% > 汽车核心零部件-10.5% > 电池-14.4% > 铁锂正极-21.7% > 铝箔-24.8% > 碳酸锂-42.5% > 三元前驱体-45.8% > 三元正极-72.8% > 添加剂-81.4%。

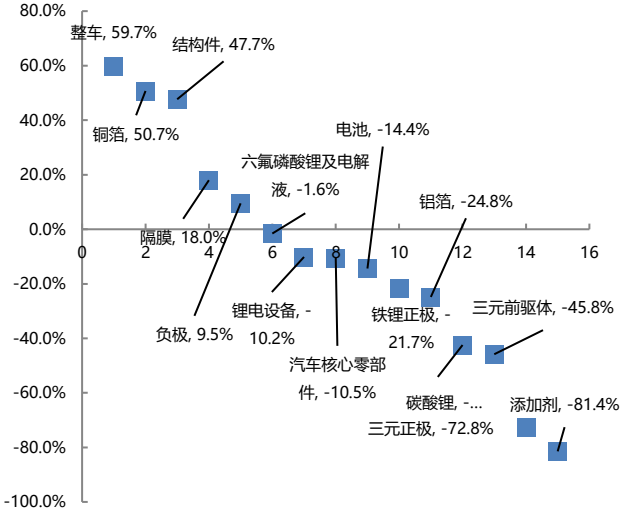
图：26Q1-3各子板块归母净利润同比增速表现



图：26Q3各子板块归母净利润同比增速表现



图：26Q3各子板块归母净利润环比增速表现



电池：税费增加，盈利阶段性受冲击，格局基本稳定

1 电池：Q3盈利水平略有回落、存货较Q2末增长10%

- **电池板块Q3净利润环比回落，受出口退税+消费税影响。**26Q1-3电池板块实现营收7115.3亿元，同增50%，归母净利润709.4亿元，同增23%；26Q3营收2673.1亿元，同环比+52%/+11%，归母净利润223.8亿元，同环比-5%/-14%。其中宁德时代26Q1-3归母净利润645.3亿元，占板块归母净利润的91.0%，盈利贡献进一步集中。
- **电池板块Q3毛利率18.5%，环比下降1.4pct。**26Q1-3毛利率19.8%，同比下降2.0pct，归母净利率10.0%，同比下降2.2pct，费用率8.8%，同比下降0.6pct；26Q3毛利率18.5%，同环比-3.7/-1.4pct，归母净利率8.4%，同环比-5.0/-2.4pct，费用率8.4%，同环比-1.3/-0.1pct。
- **存货较Q2末增长10%，经营性现金流承压。**26Q3末应收账款2058.2亿元，较年初增长43%；预收款项495.1亿元，较年初下降12%；存货2251.7亿元，较年初增长56%；在建工程1166.2亿元，较年初增长50%；无息在手现金2401.5亿元，较年初下降16%；营运资本2874.0亿元，较年初增长17%。26Q3经营活动净现金流84.3亿元，同减71%、环减69%；资本开支278.3亿元，同增56%、环增11%。

表：2026年Q1-3电池板块情况（亿元）

	26Q1-3	同比	26Q1	26Q2	26Q3	同比	环比
营业收入（亿元）	7115.3	50%	2024.9	2417.3	2673.1	52%	11%
归母净利润（亿元）	709.4	23%	224.2	261.4	223.8	-5%	-14%
毛利率	19.80%	-2.0pct	21.70%	19.80%	18.50%	-3.7pct	-1.4pct
归母净利率	10.00%	-2.2pct	11.10%	10.80%	8.40%	-5.0pct	-2.4pct
费用率	8.80%	-0.6pct	9.60%	8.50%	8.40%	-1.3pct	-0.1pct
经营活动净现金流（亿元）	677.4	-29%	316.9	276.2	84.3	-71%	-69%
资本开支（亿元）	773.9	40%	245	250.6	278.3	56%	11%

	26Q1	26Q2	26Q3	26Q3较年初增长
应收账款（亿元）	1502.5	1733.3	2058.2	43%
预收款项（亿元）	557	446.5	495.1	-12%
存货（亿元）	1700.7	2016.8	2251.7	56%
在建工程（亿元）	876.5	955.8	1166.2	50%
无息在手现金（亿元）	2902.7	2936.9	2401.5	-16%
营运资本（亿元）	2691.4	2781.1	2874	17%

数据来源：Wind、公司公告，东吴证券研究所

1 电池：盈利水平整体略有下行，头部企业受税费冲击影响大

- **宁德时代盈利水平有所承压，二线厂商盈利水平波动小，但与龙头仍有较大差距。**宁德时代26Q1-3收入4421.4亿元，同增56%，其中Q3收入1652.2亿元，同环比+59%/+12%；26Q1-3归母净利润645.3亿元，同增32%，其中Q3归母净利润212.5亿元，同增15%、环减6%。亿纬锂能26Q1-3归母净利润52.4亿元，同增86%，Q3归母净利润19.4亿元，同环比+60%/+5%，增长相对稳健；国轩高科Q3归母净利润-5.4亿元，环比由盈转亏；欣旺达Q3归母净利润0.1亿元，同环比均下降98%；鹏辉能源Q3归母净利润3.6亿元，同增79%、环减27%；蔚蓝锂芯Q3归母净利润3.3亿元，同增86%、环增6%，部分厂商仍保持较好盈利表现。

表：2026年Q1-3电池板块情况（亿元）

新能源汽车板块		收入					归母净利润				
电池		26Q1-3	同比	26Q3	同比	环比	26Q1-3	同比	26Q3	同比	环比
300750.SZ	宁德时代	4421.4	56%	1652.2	59%	12%	645.3	32%	212.5	15%	-6%
300068.SZ	南都电源	22.5	-62%	5.5	-72%	-25%	-18.6	-745%	-7.5	-6263%	7%
002074.SZ	国轩高科	454.4	54%	176.6	75%	10%	8.5	-66%	-5.4	-125%	-139%
300014.SZ	亿纬锂能	733.9	63%	277	65%	11%	52.4	86%	19.4	60%	5%
300207.SZ	欣旺达	634.6	46%	252.8	53%	15%	6.1	-56%	0.1	-98%	-98%
688567.SH	孚能科技	58.3	-11%	22.1	0%	14%	-6	-55%	-2	10%	22%
688772.SH	珠海冠宇	116.2	13%	43	2%	16%	-1.7	-143%	0.4	-87%	130%
688063.SH	派能科技	40.8	103%	14.3	66%	-14%	0.6	32%	-0.2	-148%	-128%
002245.SZ	蔚蓝锂芯	75.4	30%	26.8	28%	-1%	8.5	65%	3.3	86%	6%
300438.SZ	鹏辉能源	178.7	136%	68.9	110%	11%	11.8	929%	3.6	79%	-27%
688819.SH	天能股份	342.4	3%	119.2	-5%	-5%	2	-85%	-0.8	-116%	-139%
301327.SZ	华宝新能	36.7	25%	14.7	13%	16%	0.4	-70%	0.3	66%	972%
合计		**7115.3**	**50%**	**2673.1**	**52%**	**11%**	**709.4**	**23%**	**223.8**	**-5%**	**-14%**

数据来源：Wind、公司公告，东吴证券研究所

1 电池：龙头经营性现金流大幅下降，电池资本开支持续增长

- **Q3板块经营现金流同比及环比下降，资本开支持续增长。**宁德时代26Q3经营活动净现金流14.1亿元，同减94%、环减95%；资本开支170.9亿元，同增73%、环增35%，主要由于应付票据及账款减少221亿影响，已与供应商达成良好供货模式，后续将明显改善。亿纬锂能26Q3经营活动净现金流20.9亿元，同比下降18%，环比由负转正；资本开支28.8亿元，同减5%、环增22%。天能股份Q3经营活动净现金流40.6亿元，同增276%、环增206%；鹏辉能源7.4亿元，同增430%、环增247%，表现较好。欣旺达、派能科技、华宝新能Q3经营现金流为负。整体看，板块经营现金流与资本开支出现缺口，部分厂商资金压力上升。

表：2026年Q1-3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		26Q1-3	同比	26Q3	同比	环比	26Q1-3	同比	26Q3	同比	环比
300750.SZ	宁德时代	616.3	-24%	14.1	-94%	-95%	421.7	40%	170.9	73%	35%
300068.SZ	南都电源	2.1	-75%	0.4	-84%	-35%	0.6	-90%	0.01	103%	-80%
002074.SZ	国轩高科	5.6	23%	1.3	0%	-51%	122.9	110%	25.2	31%	-49%
300014.SZ	亿纬锂能	17	-65%	20.9	-18%	9465%	82.2	10%	28.8	-5%	22%
300207.SZ	欣旺达	-25.4	-205%	-5.9	-142%	71%	82.7	46%	29.8	97%	0%
688567.SH	孚能科技	7.8	87%	5.5	93%	-10%	6.3	261%	3.4	865%	104%
688772.SH	珠海冠宇	9	-48%	2.3	-73%	117%	32.3	11%	11	11%	-17%
688063.SH	派能科技	-6	-267%	-3.1	-616%	-295%	6.9	176%	2.9	342%	37%
002245.SZ	蔚蓝锂芯	7.6	-28%	2.2	-29%	-37%	6.3	7%	2.4	137%	36%
300438.SZ	鹏辉能源	9.1	8033%	7.4	430%	247%	4.4	-10%	2	9%	165%
688819.SH	天能股份	34.4	38%	40.6	276%	206%	6.4	-34%	1.3	-1%	-31%
301327.SZ	华宝新能	-0.1	99%	-1.5	-515%	-159%	1	39%	0.5	259%	58%
合计		**677.4**	**-29%**	**84.3**	**-71%**	**-69%**	**773.9**	**40%**	**278.3**	**56%**	**11%**

数据来源：Wind、公司公告，东吴证券研究所

1 电池：在建工程持续增长，龙头现金充足、部分二线资金承压

- **在建工程持续增长，龙头现金储备充足，部分二线厂商资金压力仍存。**26Q3末板块在建工程1166.2亿元，较年初增长50%；无息在手现金2401.5亿元，较年初下降16%；营运资本2874.0亿元，较年初增长17%。宁德时代26Q3末在建工程430.3亿元，较年初增长45%，无息现金2636.0亿元，较年初下降12%，营运资本2779.5亿元，较年初增长16%，资金实力仍显著领先。亿纬锂能在建工程225.3亿元，较年初增长29%，无息现金-106.0亿元，营运资本-11.1亿元，较年初转负。国轩高科在建工程259.7亿元，较年初增长105%，无息现金-263.6亿元，资金缺口扩大；鹏辉能源无息现金转正至0.4亿元，营运资本增至14.7亿元，资金状况有所改善。

表：2026年Q1-Q3和Q3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	2026Q3	较年初增长	2025Q4	2026Q1	2026Q2	2026Q3	较年初增长	2025Q4	2026Q1	2026Q2	2026Q3	较年初增长
300750.SZ	宁德时代	297.3	348.5	330.3	430.3	45%	2978.9	3126.7	3165.5	2636	-12%	2388.6	2584.9	2722.7	2779.5	16%
300068.SZ	南都电源	14.2	14.9	15.5	15.5	10%	-50.4	-54.5	-51.6	-51.4	-2%	-29.5	-29.8	-39.5	-44.6	-51%
002074.SZ	国轩高科	126.8	141.5	206.5	259.7	105%	-205.4	-239.6	-239	-263.6	-28%	-124	-95.9	-90.3	-107	14%
300014.SZ	亿纬锂能	175.2	186.3	194.3	225.3	29%	-101.4	-114.3	-91	-106	-5%	14.2	-3	-27.6	-11.1	-178%
300207.SZ	欣旺达	105.6	122.4	139.3	173.5	64%	-4.1	-15.3	-32.4	-31.5	-677%	10.2	40.4	31.4	48.2	371%
688567.SH	孚能科技	0.6	0.8	1.1	1.6	180%	27.6	14.2	13.6	19.8	-28%	10.9	14.9	13.4	11.7	7%
688772.SH	珠海冠宇	36.2	41.2	42	23.5	-35%	-38.4	-46.5	-62.1	-74.3	-93%	-20.8	-28.8	-43.7	-41.8	-101%
688063.SH	派能科技	0.8	1.2	4.1	5.5	565%	64.6	60.6	57.6	52.3	-19%	66.4	65.4	62.6	61.3	-8%
002245.SZ	蔚蓝锂芯	3.9	3.5	8	8.4	114%	6.3	6.6	4.1	7	11%	22.2	26.3	23.2	29.6	33%
300438.SZ	鹏辉能源	5.3	2.4	5.3	12.9	143%	-7.7	-8.5	-5.1	0.4	105%	-3.4	-0.8	3.1	14.7	536%
688819.SH	天能股份	12.8	13.4	9	9.3	-27%	156.1	133	130.1	169.4	9%	60.8	60.4	68.9	78.2	28%
301327.SZ	华宝新能	0.3	0.3	0.4	0.5	94%	40.2	40.3	47.2	43.4	8%	57.5	57.3	56.8	55.4	-4%
合计		778.9	876.5	955.8	1166.2	50%	2866.2	2902.7	2936.9	2401.5	-16%	2453.1	2691.4	2781.1	2874	17%

数据来源：Wind、公司公告，东吴证券研究所

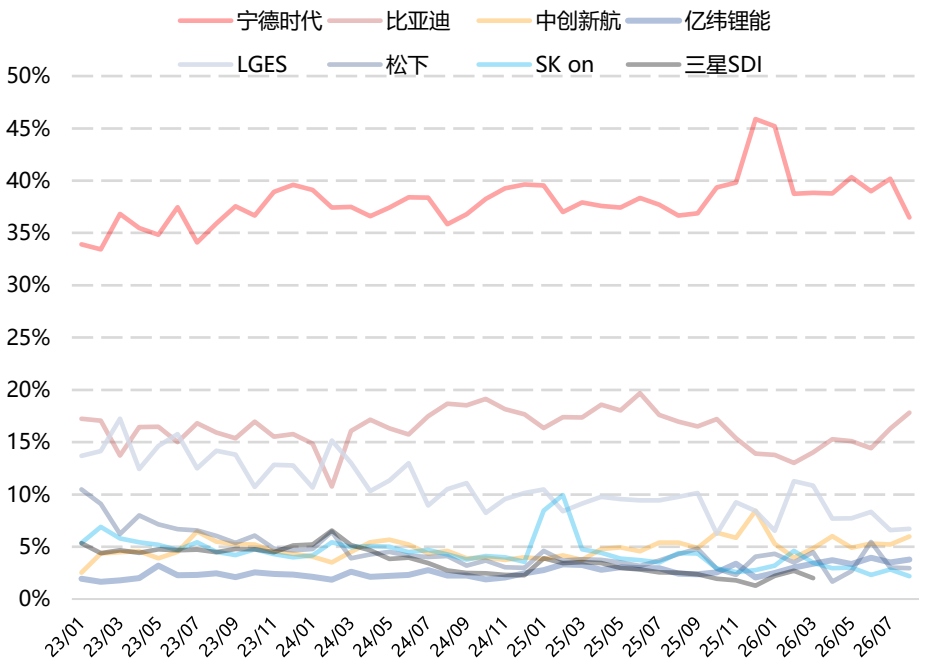
1 电池：宁德时代全球份额40%、二线厂商配套份额提升

- **全球市场保持头部集中，宁德时代份额同比提升。**26年1-8月全球动力电池装机量844.2GWh，前十大厂商合计装机741.5GWh，占比87.8%，同比下降0.7pct。宁德时代装机333.0GWh，份额39.4%，同比提升1.7pct，继续位居全球首位；比亚迪装机127.9GWh，份额15.2%，同比下降2.6pct，两家合计份额54.6%。
- **二线厂商份额表现分化，中创新航、亿纬锂能及瑞浦兰钧有所提升。**26年1-8月中创新航、亿纬锂能、瑞浦兰钧份额分别为5.3%、3.5%、2.4%，同比分别提升0.7、0.8、0.4pct；国轩高科、蜂巢能源份额分别为4.9%、2.6%，同比分别下降0.3、0.9pct。海外厂商中，LG新能源、SK on份额分别为8.1%、2.9%，同比分别下降0.9、0.1pct；松下份额3.5%，同比提升0.7pct，厂商间竞争表现继续分化。

表：动力电池厂商全球装机份额 (SNE口径)

Top10	简写	26年1-8月	占比	同比 (pct)
1	宁德时代	333.0	39.4%	1.7
2	比亚迪	127.9	15.2%	-2.6
3	LG新能源	68.3	8.1%	-0.9
4	中创新航	44.4	5.3%	0.7
5	国轩高科	41.5	4.9%	-0.3
6	松下	29.7	3.5%	0.7
7	亿纬锂能	29.5	3.5%	0.8
8	SK on	24.9	2.9%	-0.1
9	瑞浦兰钧	20.3	2.4%	0.4
10	蜂巢能源	22.0	2.6%	-0.9
前十总量		741.5	87.8%	-0.7
其他		102.7	12.2%	0.7
全球总量		844.2	100.0%	-

图：全球动力电池厂商份额变化(SNE口径)



数据来源：SNE，东吴证券研究所

1 电池：车企供应链多元化持续推进，技术与客户拓展缓冲订单分流

- **车企引入二供及推进自研，推动电池订单重新分配。**国内车企通过增加供应商、加强电池系统开发，降低采购成本并提升供应链自主性，二线电池厂商获得更多配套机会。宁德客户结构较为分散，小米、理想、华为系合计占其9月全球动力客户结构约15.4%。若宁德在三家客户中的配套份额分别降至40%、20%、50%，预计2027年动力电池销量减少约60Gwh，占动储总销量约4.9%；海外、商用车及其他客户增长有望形成部分对冲。
- **供应商选择具有可逆性，技术差异化仍是获取订单的重要支撑。**2026年1-8月，宁德在蔚来、零跑内部的供应份额分别达到77.0%、22.0%，较2025年全年提升17.1、16.7pct。同期公司国内乘用车≥4C电池装机68.2Gwh，占自身乘用车装机44.1%，高于行业12.9pct，在≥4C细分市场份额约62.5%。高端车型、快充及海外配套对性能、质量和交付能力提出更高要求，具备差异化优势的电池企业仍有望获取增量订单。

图：宁德时代小米汽车、理想汽车、华为系汽车份额变化对单wh利润影响

	正常情景		情景一		情景二		情景三	
	2026年E	2027年E	2026年E	2027年E	2026年E	2027年E	2026年E	2027年E
动力电池（Gwh）	731	843	706	813	681	783	669	768
单wh利润（元/wh）	0.066	0.063	0.065	0.061	0.063	0.060	0.063	0.059
储能电池（Gwh）	270	378	270	378	270	378	270	378
单wh利润（元/wh）	0.066	0.061	0.066	0.061	0.066	0.061	0.066	0.061
其他利润（亿元）	206.28	241.29	206.28	241.29	206.28	241.29	206.28	241.29
合计利润（亿元）	868	998	843	968	818	938	806	923
单wh利润（元/wh）	0.087	0.082	0.086	0.081	0.086	0.081	0.086	0.081

情景一/二/三：理想份额50%/20%/0%、小米份额50%/40%/20%、华为系份额75%/50%/50%

表：国内新能源乘用车4C及以上快充电池的装机电量占比

期间	行业≥4C装机 / 总装机（Gwh）	行业快充占比	宁德≥4C装机 / 总装机（Gwh）	宁德自身快充占比
2025全年	90.6 / 568.6	15.9%	63.4 / 238.1	26.6%
2025年1—8月	45.7 / 330.1	13.8%	30.3 / 133.8	22.6%
2026年1—8月	109.1 / 349.9	31.2%	68.2 / 154.6	44.1%
同比	**+138.7%/+6.0%**	**+17.4pct**	**+125.1%/+15.5%**	**+21.5pct**

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

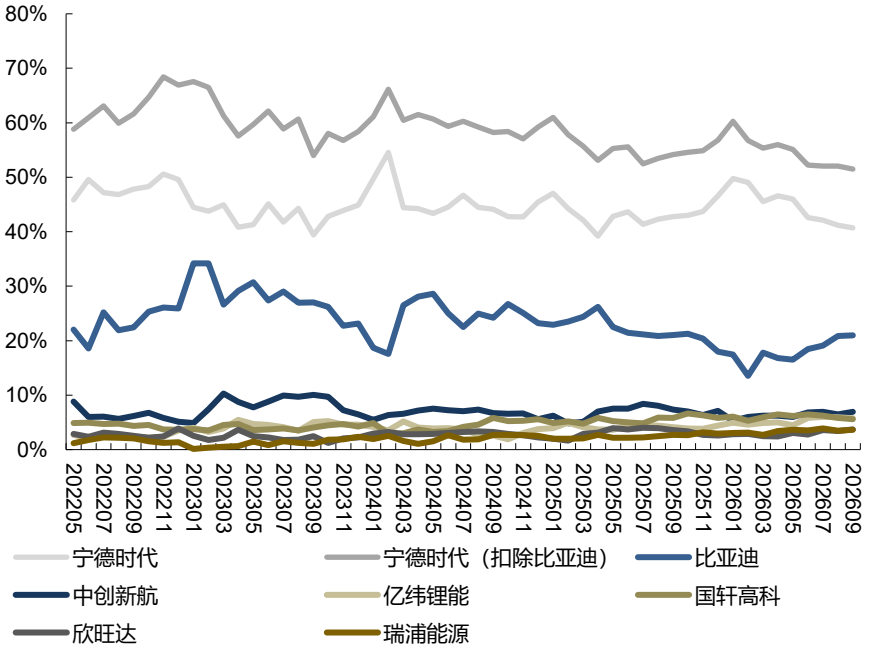
1 电池：宁德国内份额阶段性回落，二线厂商配套持续拓展

- **宁德9月份额降至40.7%，累计份额仍同比提升。**2026年9月国内动力电池装机87.2Gwh，宁德时代装机35.49Gwh，份额40.70%，环比下降0.49pct；1-9月累计装机253.68Gwh，份额44.01%，同比提升1.37pct。比亚迪9月份额20.97%，环比提升0.13pct，1-9月累计份额18.46%，同比下降4.05pct。
- **二线厂商份额分化，中创新航、欣旺达及瑞浦兰钧环比提升。**9月中创新航、欣旺达、瑞浦兰钧份额分别为6.93%、3.72%、3.64%，环比分别提升0.46、0.29、0.19pct；亿纬锂能、国轩高科份额分别为5.77%、5.58%，环比分别下降0.14、0.25pct。1-9月亿纬锂能、国轩高科、瑞浦兰钧累计份额同比分别提升1.21、0.74、1.13pct，二线企业客户拓展逐步体现为装机增量。

表：动力电池厂商国内装机量 (Gwh，不含出口)

Top10	简写	26年1-9月	占比	同比 (pct)
1	宁德时代	253.68	44.01%	1.37
2	比亚迪	106.43	18.46%	-4.05
3	中创新航	37.03	6.42%	-0.62
4	国轩高科	34.9	6.05%	0.74
5	亿纬锂能	30.99	5.38%	1.21
6	瑞浦兰钧	19.91	3.45%	1.13
7	欣旺达	17.76	3.08%	-0.26
8	正力新能	14.6	2.53%	0.29
9	吉曜通行	14.12	2.45%	1.6
10	蜂巢能源	11.27	1.96%	-0.88
前十总量		540.69	93.80%	-0.55
其他		35.71	6.20%	0.55
国内总量		576.40	100%	-

图：动力电池厂商国内市占率 (%，不含出口)



数据来源：动力电池联盟，东吴证券研究所

1 电池：2027年行业供给仍较充足，后续扩产受限，28年有望改善

- **2026年供需同步增长，主流电池企业出货持续提升。**我们预计2026年全球动力及储能电池有效供给3745Gwh，同比增长37.4%；需求2826Gwh，同比增长36.6%，产能利用率约75.4%，与2025年基本持平。企业产能消化表现分化，中创新航、亿纬锂能出货我们预计2026年分别达到180、200Gwh，产能利用率均超过90%；瑞浦兰钧26年利用率约83%，部分海外厂商仍处较低水平。**2027年新增供给继续释放，行业总量供给仍较充足。**我们预计2027年有效供给4895Gwh，同比增长30.7%。对27-28年需求进行敏感性分析，若27年动储需求增速为25%，则需求3520Gwh，对应产能利用率71.9%；保守情景下需求增长15%—20%，对应3249—3391Gwh，利用率66.4%—69.3%。

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	1000	84%	87%	84%
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%
主流企业合计	**2056**	**2665**	**3695**	**1399**	**1998**	**2805**	68%	75%	76%

图：电池全行业供需平衡表

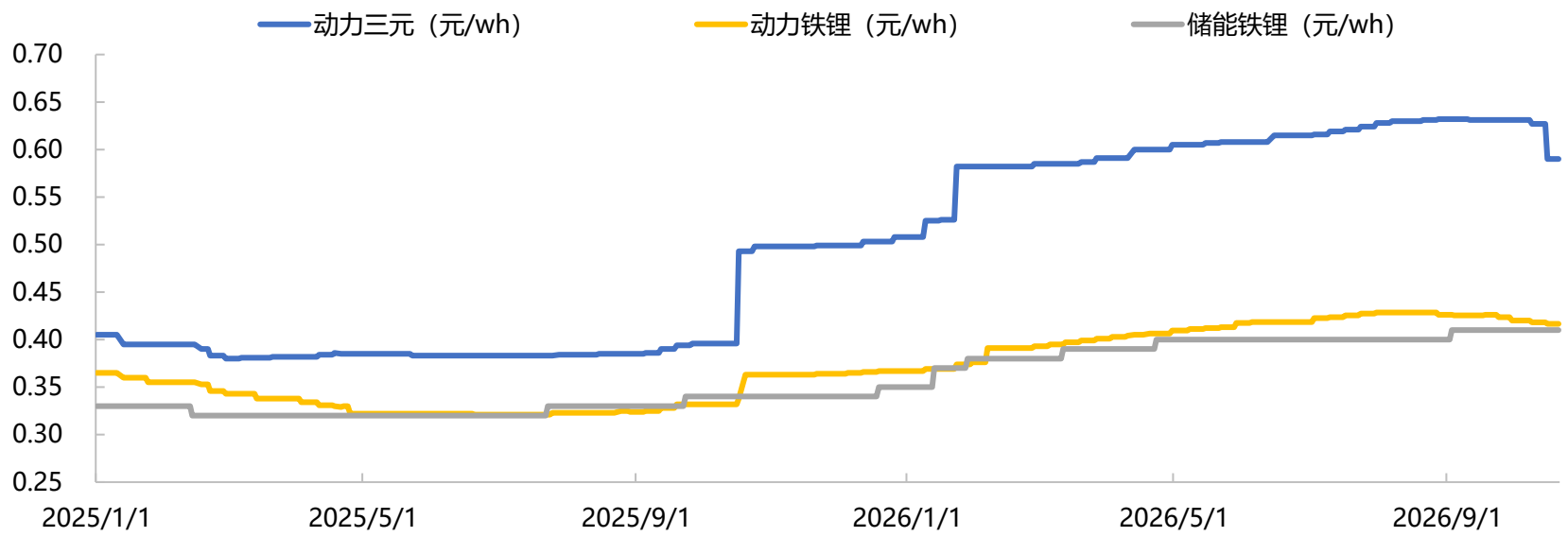
电池	2025年	2026年E	2027年E（25%）	2027年E（保守1）	2027年E（保守2）	2028年E（25%）	2028E（保守1）	2028年E（保守2）
供给（Gwh）	2725	3745	4895	4895	4895	5831	5831	5831
-同比	29%	37%	31%	31%	31%	19%	19%	19%
需求（动力+储能，Gwh）	2069	2,826	3,520	3,391	3,249	4,178	4,024	3856
-同比	49%	37%	25%	20%	15%	19%	19%	19%
过剩（Gwh）	656	920	1,375	1,504	1,645	1,653	1,807	1975
产能利用率	**76%**	**75%**	**72%**	**69%**	**66%**	**72%**	**69%**	**66%**

数据来源：鑫椤锂电、动力电池联盟、公司公告，东吴证券研究所测算

1 电池：售价调整存在时差，原料回落缓解成本压力

- **动力、储能电池售价受订单机制及客户结构共同影响。**截至26年10月21日，方形三元、方形铁锂动力电芯均价分别为0.590、0.4165元/Wh，较9月末分别下降6.5%、0.8%，铁锂价格相对稳定。动力电池主要通过材料价格联动及客户议价调整售价；储能新项目可在报价阶段反映成本变化，存量订单则受合同条款和交付周期影响。采购与销售调价节奏不完全一致，阶段性价差影响当期盈利。
- **原材料价格回落提供成本缓冲，下游降本要求仍约束售价。**截至10月21日，电池级碳酸锂均价降至10.27万元/吨，较9月末下降16.4%，有助于缓解电池材料成本压力。高倍率、长寿命及海外认证产品具备一定差异化，标准化产品竞争则更依赖成本和交付效率。电池企业能否保留原材料降本收益，取决于客户议价、库存成本及合同联动机制。

图：动力储能电池价格变化（元/wh） -截至26年10月21日



数据来源：鑫椤锂电，东吴证券研究所

1 电池：锂价回落释放降本空间，当前铁锂电芯成本较Q2预期下降约3分/Wh

- **碳酸锂价格回落至10万元/吨附近，带动正极材料降本。**我们预计26年铁锂电芯总成本约0.28元/Wh，较Q2预期下降约3分/Wh。Q3铁锂电芯实际售价维持约0.42元/Wh，原料降本为盈利提供缓冲，实际改善幅度取决于库存消化及客户调价节奏

图：材料涨价对成本影响测算（原预期）

磷酸铁锂	2026：铁锂（中性涨价）				
电芯原材料成本	单位用量	单位	单位价格（万）	单位成本（元/wh）	单位成本占比
正极材料	2178	t	5.77	0.11	42%
-正极加工费	2178	*t*	*0.55*	*0.01*	4%
-磷酸铁	2178	*t*	*1.40*	*0.02*	8%
正极导电剂（AB）	29	t	10.00	0.00	1%
正极黏贴剂（PVDF）	36	t	8.00	0.00	1%
分散剂（NMP）	8	t	2.50	0.00	0%
正极集流体（铝箔）	343	t	3.55	0.01	4%
-铝箔加工费	347	*t*	*1.55*	*0.00*	2%
-铝价	347	*t*	*2.00*	*0.01*	2%
负极活性物质（石墨）	931	t	*1.65*	0.01	5%
负极粘结剂1(SBR)	38	t	10.00	0.00	1%
负极粘结剂2（CMC）	38	t	4.00	0.00	1%
负极集流体（铜箔）	539	t	11.70	0.06	21%
-铜箔加工费	545	*t*	*1.7*	*0.01*	3%
-铜价	545	*t*	*10.0*	*0.05*	18%
电解液	1268	t	2.60	0.03	11%
-六氟磷酸铁锂	152	t	11.00	0.01	6%
隔膜（湿法涂覆）	1735	万m2	0.95	0.01	6%
壳体&辊压膜及其他	1	套	0.0	0.02	8%
电芯材料成本合计(元/wh)	0.27				100%
碳酸锂（正极+电解液含量）	561	t	17.00	0.10	36%
电费	3,000	万kwh	0.40	0.01	
人工	60	人	10.00	0.01	
折旧(元/wh)	1	亿		0.01	
其他				0.01	
电芯材料制造成本合计(元/wh)	0.04				
合格率	98.0%				
产能利用率	100.0%				
电芯成本合计（元/wh），不含税)	0.309				
电芯毛利率	15%				
电芯售价（含税，元/wh)	0.402				

图：材料涨价对成本影响测算（新预期）

磷酸铁锂	2026：铁锂（中性涨价）				
电芯原材料成本	单位用量	单位	单位价格（万）	单位成本（元/wh）	单位成本占比
正极材料	2178	t	4.35	0.08	35%
-正极加工费	2178	*t*	*0.55*	*0.01*	4%
-磷酸铁	2178	*t*	*1.40*	*0.02*	8%
正极导电剂（AB）	29	t	10.00	0.00	1%
正极黏贴剂（PVDF）	36	t	8.00	0.00	1%
分散剂（NMP）	8	t	2.50	0.00	0%
正极集流体（铝箔）	343	t	3.55	0.01	4%
-铝箔加工费	347	*t*	*1.55*	*0.00*	2%
-铝价	347	*t*	*2.00*	*0.01*	2%
负极活性物质（石墨）	931	t	*1.65*	0.01	5%
负极粘结剂1(SBR)	38	t	10.00	0.00	1%
负极粘结剂2（CMC）	38	t	4.00	0.00	1%
负极集流体（铜箔）	539	t	11.70	0.06	22%
-铜箔加工费	545	*t*	*1.7*	*0.01*	3%
-铜价	545	*t*	*10.0*	*0.05*	19%
电解液	1268	t	2.48	0.03	13%
-六氟磷酸铁锂	152	t	10.00	0.01	6%
隔膜（湿法涂覆）	1735	万m2	0.95	0.01	6%
壳体&辊压膜及其他	1	套	0.0	0.02	8%
电芯材料成本合计(元/wh)	0.24				100%
碳酸锂（正极+电解液含量）	561	t	10.00	0.06	24%
电费	3,000	万kwh	0.40	0.01	
人工	60	人	10.00	0.01	
折旧(元/wh)	1	亿		0.01	
其他				0.01	
电芯材料制造成本合计(元/wh)	0.04				
合格率	98.0%				
产能利用率	100.0%				
电芯成本合计（元/wh），不含税)	0.280				
电芯毛利率	15%				
电芯售价（含税，元/wh)	0.364				

数据来源：Wind、公司公告，东吴证券研究所

1 电池：头部企业盈利短期承压，二线盈利影响相对较小

- **宁德时代Q3单位盈利承压，税费及产品结构变化影响盈利。**Q3出货超260GWh，单Wh归母净利润约0.06元。低附加值产品交付占比提升，叠加税负增加，影响单位盈利表现，后续改善取决于产品结构及成本传导。
- **二线企业Q3盈利影响相对较小，整体仍处低位水平。**亿纬锂能单位盈利约0.026元/Wh，国轩高科、欣旺达分别为0.004、-0.004元/Wh，受税费冲击影响相对较小，但与头部企业仍有差距。原料降本提供盈利缓冲，税费调整则带来新的压力。

图：宁德时代与二线厂商盈利对比

代表公司	条目	单位	2022A	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	2026Q3
宁德时代	出货	GWh	289	76	94	100	120	95	110	123	146	122	148	167	226	203	230	261
	单价	元/wh	1.10	1.16	1.07	1.04	0.83	0.79	0.77	0.74	0.69	0.67	0.65	0.64	0.62	0.63	0.65	0.65
	单位净利	元/wh	0.069	0.088	0.095	0.085	0.124	0.086	0.100	0.117	0.076	0.086	0.086	0.085	0.087	0.076	0.072	0.057
亿纬锂能	出货	GWh	30.3	9.3	12.4	14.6	18.2	13.5	21.0	21.9	24.3	22.8	27.4	32.8	38.2	34.7	45.5	53.0
	单价	元/wh	1.03	1.15	0.89	0.80	0.67	0.60	0.52	0.50	0.54	0.53	0.51	0.48	0.40	0.46	0.45	0.44
	单位净利	元/wh	0.015	0.030	0.026	0.040	0.031	0.021	0.010	0.022	0.024	0.018	0.022	0.023	0.025	0.023	0.028	0.026
国轩高科	出货	GWh	26.8	9.0	11.0	11.0	14.0	12.0	15.0	16.0	18.0	18.0	22.0	28.0	30.0	28.0	34.0	40.6
	单价	元/wh	0.94	0.89	0.79	0.67	0.77	0.71	0.70	0.59	0.64	0.55	0.52	0.40	0.57	0.46	0.45	0.48
	单位净利	元/wh	-0.019	-0.001	0.004	0.001	0.001	0.001	0.002	0.002	0.002	0.001	0.003	0.000	0.012	0.001	0.003	0.004
欣旺达（动储）	出货	GWh	12.1	2.2	2.8	3.0	3.8	3.9	4.4	6.8	10.2	6.8	9.3	11.0	14.9	12.0	16.4	24.5
	单价	元/wh	1.18	1.19	1.16	1.04	0.85	0.78	0.89	0.66	0.55	0.38	0.60	0.43	0.43	0.53	0.52	0.47
	单位净利	元/wh	-0.983	-0.159	-0.080	-0.080	-0.197	-0.108	-0.096	-0.074	-0.024	-0.067	-0.060	-0.037	0.005	0.002	-0.003	-0.004
欣旺达（锂威）	收入	亿元	48.5	10.5	13.0	15.0	10.0	15.0	16.6	16.0	13.5	17.0	20.0	24.0	20.0	18.0	27.0	25.0
	净利率	%	9%	8%	11%	15%	15%	14%	20%	17%	15%	13%	12%	12%	13%	13%	11%	10%
	净利润	亿元	4.37	0.84	1.40	2.25	1.50	2.10	3.32	2.72	2.00	2.20	2.40	2.80	2.50	2.25	2.97	2.50
珠海冠宇	消费收入	亿元	100.6	22.0	29.0	29.7	28.1	24.2	26.0	30.0	22.8	20.5	30.7	37.2	33.5	26.7	30.4	35.4
	出货	万只	31,911	6,286	8,800	9,050	9,000	7,800	9,000	10,850	10,472	8,000	12,000	13,500	10,000	9,000	9,500	9,000
	净利率	%	5%	-1%	13%	10%	7%	6%	7%	10%	9%	6%	5%	7%	6%	-2%	-2%	4%
蔚蓝锂芯	出货	亿只	3.1	0.3	0.5	0.6	0.8	0.8	1.0	1.2	1.5	1.3	1.8	1.8	2.1	1.7	2.3	2.0
	单位净利	元/只	0.827	-1.000	0.100	0.300	0.400	0.427	0.500	0.220	0.733	0.376	0.599	0.556	0.610	0.706	0.987	1.194
鹏辉能源	出货	GWh	9.6	3.0	2.5	3.5	4.0	2.0	2.0	3.0	3.5	4.5	5.3	7.7	8.5	12.0	14.5	16.5
	单价	元/wh	0.94	0.83	0.75	0.39	0.30	0.80	1.09	0.62	0.66	0.38	0.49	0.42	0.51	0.40	0.43	0.47
	单位净利	元/wh	0.065	0.061	0.028	0.007	-0.058	0.008	0.013	0.006	-0.089	-0.010	-0.008	0.026	0.011	0.027	0.034	0.022

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1 电池：税费调整压制短期盈利，客户分担有望缓解冲击

- **消费税及出口退税调整增加盈利压力。**Q4消费税影响覆盖完整季度，明年出口退税取消进一步影响出口业务盈利。以宁德为例，企业全部承担时，测算单Wh利润影响约2.1分；承担50%时，影响约1.1分。
- **税负传导决定实际影响，降本及产品结构改善提供缓冲。**客户分担比例提升有助于收窄利润冲击，原料降本及高附加值产品放量亦有望形成对冲，但客户协商与订单调价存在时滞，短期盈利仍面临压力。

表：税费政策对单Wh利润影响敏感性测算（宁德）

测算指标	100%承担	50%承担	30%承担
国内：消费税影响	**2.0%**	**1.0%**	**0.6%**
动力单Wh利润影响（元/Wh）	0.0110	0.0055	0.0033
储能单Wh利润影响（元/Wh）	0.0073	0.0036	0.0022
海外：出口退税影响	**6.0%**	**3.0%**	**1.8%**
动力单Wh利润影响（元/Wh）	0.0512	0.0256	0.0154
储能单Wh利润影响（元/Wh）	0.0386	0.0193	0.0116
合计利润影响（亿元）	261.28	130.64	78.38
综合单Wh利润影响（元/Wh）	**0.0214**	**0.0107**	**0.0064**

图：锂电池出口退税、消费税变化

时间	24年12月1日前	24年12月1日-26年3月31日	26年4月1日-26年12月31日	27年1月1日后
出口退税	13%	9%	6%	0%

时间	26年9月1日前	26年9月1日-27年8月31日	27年8月31日后
消费税	0%	2%	4%

数据来源：商务部，东吴证券研究所测算

1 海外电池厂：三星、松下盈利修复，SKI电池业务环比转亏

- **海外电池企业26Q3盈利有所修复，三星SDI、松下利润环比增长，主要来自BBU业务放量。**宁德时代26Q3营收1652.2亿元，同增58.6%、环增11.8%；归母净利润212.5亿元，同增14.5%、环减5.8%，归母净利率12.9%，同减4.9pct、环减2.4pct。三星SDI26Q3营业利润18.0亿元，同比扭亏、环增150.1%，营业利润率8.2%，环增3.7pct；剔除IRA补贴后营业利润11.9亿元，环增65.4%，营业利润率5.4%，环增0.9pct，本体盈利继续改善。松下26Q3营收141.3亿元，同增29.0%、环增7.8%；营业利润24.1亿元，环增39.7%，营业利润率17.1%，环增3.9pct；剔除IRA补贴后营业利润10.0亿元，同比扭亏、环增104.8%，营业利润率6.4%，环增3.0pct，盈利进一步修复。SKI电池业务26Q3营收76.0亿元，同减17.1%、环减43.1%；营业亏损4.0亿元，同比亏损收窄36.6%，但较Q2盈利37.3亿元转亏，营业利润率-5.3%，环减33.2pct。

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				
	26Q3	25Q3	26Q2	26Q3同比	26Q3环比	26Q3	25Q3	26Q2	26Q3同比	26Q3环比	26Q3	25Q3	26Q2	26Q3同比	26Q3环比
宁德时代	1652.2	1041.9	1477.9	58.60%	11.80%	212.5	185.5	225.5	14.50%	-5.80%	12.90%	17.80%	15.30%	-4.9pct	-2.4pct
三星SDI	219.7	143	159.6	53.60%	37.60%	18	-31.9	7.2	扭亏	150.1%	8.20%	-22.30%	4.50%	30.6pct	3.7pct
松下	141.3	109.6	131.1	29.00%	7.80%	24.1	0.5	17.3	4459.90%	39.7%	17.10%	0.50%	13.20%	16.6pct	3.9pct
SKI	76	91.7	133.6	-17.10%	-43.10%	-4	-6.3	37.3	减亏36.6%	转亏	-5.30%	-6.90%	27.90%	1.6pct	-33.2pct

注：宁德为归母净利润/利润率，国外三家为营业利润/利润率

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)				
	26Q3	25Q3	26Q2	26Q3同比	26Q3环比	26Q3	25Q3	26Q2	26Q3同比	26Q3环比
宁德时代	212.5	185.5	225.5	14.50%	-5.80%	12.90%	17.80%	15.30%	-4.9pct	-2.4pct
三星SDI	11.9	-31.9	7.2	扭亏	0.654	5.40%	-22.30%	4.50%	27.8pct	0.9pct
松下	10	-11	4.9	扭亏	1.048	6.40%	-9.00%	3.40%	15.4pct	3.0pct

注：SKI26年未披露IRA补贴

数据来源：Wind、公司公告，东吴证券研究所

上中游：碳酸锂价格高峰已过，材料盈利分化

2 碳酸锂：26Q1-3盈利同比大幅增长，Q3利润环比回落、经营现金流改善

- **26Q1-3碳酸锂板块盈利同比大幅增长，26Q3利润环比回落；资金状况持续改善，资本开支同环比下降。1）收入和归母净利润：**26Q1-3板块营收1412.4亿元，同增94%，归母净利润309.7亿元，同增397%；26Q3营收488.4亿元，同增75%、环减7%，归母净利润75.8亿元，同增98%、环减42%。**2）毛利率和净利率：**26Q1-3毛利率41.3%，同增15.0pct，归母净利率21.9%，同增13.4pct；26Q3毛利率36.6%，同增8.2pct、环减7.4pct，归母净利率15.5%，同增1.8pct、环减9.4pct。**3）费用率控制：**26Q1-3期间费用率7.3%，同减4.1pct；26Q3期间费用率8.0%，同减3.1pct、环增1.5pct。**4）存货：**26Q3末存货409.8亿元，较年初增加29%。**5）现金流：**26Q1-3经营活动净现金流232.2亿元，同增74%；26Q3为108.8亿元，同增140%、环增33%。**6）资金压力：**26Q3末无息在手现金171.4亿元，较年初增加336%，营运资本1022.9亿元，较年初增加53%。**7）资本开支：**26Q3资本开支33.8亿元，同减1%、环减20%。

图表： 2026年Q1-3碳酸锂板块情况（亿元）

	2026Q1-3	26Q1-3同比	2026Q3	26Q3同比	26Q3环比
营业收入（亿元）	1412.4	94%	488.4	75%	-7%
归母净利润（亿元）	309.7	397%	75.8	98%	-42%
毛利率	41.30%	15.0pct	36.60%	8.2pct	-7.4pct
归母净利率	21.90%	13.4pct	15.50%	1.8pct	-9.4pct
费用率	7.30%	-4.1pct	8.00%	-3.1pct	1.5pct
经营活动净现金流（亿元）	232.2	74%	108.8	140%	33%

	2025Q4	2026Q1	2026Q2	2026Q3末	26Q3末较年初增长
应收账款（亿元）	149.8	165.8	253.7	222.5	49%
预收款项（亿元）	55.9	66	61.3	58.2	4%
存货（亿元）	318.8	355.2	390.3	409.8	29%
无息在手现金（亿元）	39.3	137.9	159.2	171.4	336%
营运资本（亿元）	668.7	793.2	973.7	1022.9	53%

数据来源：Wind、公司公告，东吴证券研究所

2 碳酸锂：26Q3主流公司利润同比增长，环比普遍回落

- **26Q3主流公司利润同比增长，但环比普遍回落，盈利表现有所分化。**天齐锂业26Q1-3归母净利润56.0亿元，同比增长3014%；26Q3归母净利润13.6亿元，同比增长1324%、环比下降43%。赣锋锂业26Q1-3归母净利润50.1亿元，同比增长19541%，主要受上年同期低基数影响；26Q3归母净利润7.6亿元，同比增长36%、环比下降69%。永兴材料26Q3归母净利润4.2亿元，同环比+221%/-11%；中矿资源5.1亿元，同环比+346%/-15%；雅化集团2.7亿元，同环比+38%/-69%；盛新锂能2.2亿元，同环比+148%/-60%；盐湖股份26Q3归母净利润27.7亿元，同增39%、环减12%，仍为板块主要利润来源。

图表：2026年Q1-3碳酸锂板块情况（亿元）

碳酸锂板块		收入					归母净利润				
上游材料		26Q1-3	同比	26Q3	同比	环比	26Q1-3	同比	26Q3	同比	环比
002466.SZ	天齐锂业	182.8	147%	60.4	135%	-15%	56	3014%	13.6	1324%	-43%
002460.SZ	赣锋锂业	361.6	147%	130.6	109%	-6%	50.1	19541%	7.6	36%	-69%
002497.SZ	雅化集团	107.1	77%	40	53%	3%	14.9	346%	2.7	38%	-69%
002176.SZ	江特电机	14.6	2%	5	10%	-4%	-2.9	-155%	-0.7	-5977%	-124%
002756.SZ	永兴材料	77	39%	26.2	41%	-1%	13.8	159%	4.2	221%	-11%
600499.SH	科达制造	158.3	26%	54.3	23%	-4%	19.1	66%	6.3	55%	-10%
002240.SZ	盛新锂能	116.3	276%	42.7	188%	5%	12.3	264%	2.2	148%	-60%
300390.SZ	天华新能	113.2	103%	35.4	68%	-23%	25.1	7542%	2.2	16%	-83%
000762.SZ	西藏矿业	7.1	252%	1.7	150%	-50%	0.9	1316%	0.3	243%	-33%
002738.SZ	中矿资源	60.2	25%	23.6	52%	3%	16.3	696%	5.1	346%	-15%
000792.SZ	盐湖股份	189.9	71%	59.3	37%	-10%	89.4	99%	27.7	39%	-12%
002192.SZ	融捷股份	24.4	379%	9.1	344%	-20%	14.7	923%	4.7	705%	-35%
合计		**1412.4**	**94%**	**488.4**	**75%**	**-7%**	**309.7**	**397%**	**75.8**	**98%**	**-42%**

数据来源：Wind、公司公告，东吴证券研究所

2 碳酸锂：整体现金状况持续改善，企业资金表现仍有分化

- **行业整体现金状况持续改善，营运资本进一步提升。**26Q3末板块无息在手现金171.4亿元，较年初增加336%，营运资本1022.9亿元，较年初增加53%。其中盐湖股份无息现金343.2亿元、营运资本389.2亿元，资金实力继续领先；永兴材料无息现金85.2亿元、营运资本105.0亿元，资金储备较充足。天齐锂业无息现金由年初-79.5亿元转正至7.6亿元，营运资本增至160.2亿元；赣锋锂业无息现金为-195.5亿元，资金缺口较年初扩大，但营运资本改善至37.0亿元。盛新锂能无息现金降至-82.8亿元，资金压力仍较突出。整体看，板块现金储备较年初明显增加，但部分企业现金缺口扩大，资金表现仍有分化。

图表：2026年Q1-3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		26Q1	26Q2	26Q3	较年初增长	26Q1	26Q2	26Q3	较年初增长
002466.SZ	天齐锂业	-18.6	-10.7	7.6	110%	114.5	149.7	160.2	110%
002460.SZ	赣锋锂业	-181.5	-171.9	-195.5	-9%	11.5	47.5	37	219%
002497.SZ	雅化集团	16.2	7.5	7.1	-64%	57	69.2	75.1	43%
002176.SZ	江特电机	-5.4	-6.3	-10.4	-151%	4.4	6.4	6.1	31%
002756.SZ	永兴材料	80	85.5	85.2	8%	90.7	100	105	24%
600499.SH	科达制造	-6.9	-12.2	-11.8	3%	65.3	59.9	61.5	7%
002240.SZ	盛新锂能	-41.8	-67.6	-82.8	-141%	-0.7	12.7	17.8	245%
300390.SZ	天华新能	-16.3	-13	-5.1	70%	58.9	93.9	87.9	84%
000762.SZ	西藏矿业	6.7	6.2	5	1596%	13.8	12.4	11.6	3%
002738.SZ	中矿资源	18.5	2.2	7.3	-69%	54.9	49.6	46.5	-14%
000792.SZ	盐湖股份	272.7	320.5	343.2	51%	307.6	352.8	389.2	25%
002192.SZ	融捷股份	14.2	18.8	21.5	29%	15.4	19.6	24.8	106%
合计		**137.9**	**159.2**	**171.4**	**336%**	**793.2**	**973.7**	**1022.9**	**53%**

数据来源：Wind、公司公告，东吴证券研究所

2 碳酸锂：行业盈利改善明显，公司单吨盈利受锂价回落影响收窄

- **26Q3主流公司单吨盈利同比明显改善，环比表现分化。**永兴材料、中矿资源单吨利润分别为4.3、3.0万元/吨，环比分别减少3.1、2.7万元/吨，盈利水平仍相对领先；其中永兴材料出货约0.7万吨，环比微增，中矿资源出货约1.5万吨，环增50%，出货增长对利润形成支撑。天齐锂业、赣锋锂业单吨利润分别为1.2、1.1万元/吨，环比分别减少2.8、2.1万元/吨；出货量分别为3.0、6.0万吨，环比分别增长20%、持平。整体看，行业盈利较去年同期明显修复，但Q3单吨利润受锂价环比回落影响收窄。

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	2026Q3
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	3.0
		单吨利润（万元/吨）	-13.6	-6.0	-2.1	-5.5	-0.7	-2.1	-1.7	1.2	6.0	4.0	1.2
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	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	1.1
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	0.7
		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	4.3
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	1.5
		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	3.0

数据来源：Wind、公司公告，东吴证券研究所

2 碳酸锂：27年中性预测新增52万吨，关注项目释放节奏

- **26年供给增量受复产节奏制约，27-28年新增供给仍较多。**我们预计26年全球锂资源有效供给211万吨LCE，新增40万吨，江西部分云母项目复产慢于预期，制约供给释放。中性预测下，27年供给263万吨，同比增加52万吨，增量主要来自国内云母矿、非洲及澳洲锂辉石项目；28年供给进一步增至319万吨，新增56万吨。低锂价下新增项目释放或放缓，审批、建设及配套进度是主要变量。

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	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**

表： 碳酸锂供需测算

	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	170.9	211.1	263.2	319.0	365.4	387.8
有效供给-新增	21.8	30.3	24.6	36.0	40.2	52.1	55.8	46.4	22.4
全球锂需求（万吨LCE）	76.8	93.2	116.3	160.2	209.8	259.8	304.7	350.5	404.9
需求-新增	20.6	16.4	23.1	43.9	49.6	49.9	44.9	45.9	54.4
过剩（万吨LCE）	3.3	17.2	18.6	10.7	1.3	3.4	14.3	14.9	-17.2

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3 锂电池中游：Q3盈利能力同环比略降，存货较Q2末小幅增长

- **锂电池中游板块：26Q3盈利能力同环比略降。1）收入和归母净利润：**26Q3锂电池中游板块实现营业收入5414亿元，同环比+54%/+8%，归母净利润349亿元，同环比+18%/-12%； 26Q1-3锂电池中游板块实现营业收入14630亿元，同比上升52%，归母净利润1121亿元，同比+51%。**2）毛利率和归母净利率：**26Q3毛利率16%，同环比-1.2pct/-1.2pct，归母净利率6.4%，同比-2pct； 26Q1-3毛利率17.2%，同比+0.3pct，归母净利率7.7%，同比-0.04pct；**3）费用率控制：**26Q3期间费用率7.4%，同比-1.4pct，环比-0.04pct；26Q1-3期间费用率7.7%，同比-0.85pct；**4）存货增加：** 26Q3末存货4268亿元，较年初增长46%，较Q2+6.7%。**5）现金流：**26Q3经营活动净现金流216亿元，同比-46%，环比-36%； 26Q1-3经营活动净现金流715亿元，同比-38%。**6）资金：**26Q3末营运资本4313亿元，较年初增长25%。

图表： 26Q1-Q3锂电池中游板块情况（亿元）

	2026Q1-Q3	同比	26Q1	26Q2	26Q3	26Q3同比	26Q3环比
营业收入（亿元）	14,630	52%	4200	5016	5414	53.54%	7.92%
归母净利润（亿元）	1,121	51%	374	399	349	17.87%	-12.43%
毛利率	17.2%	0.3pct	18.8%	17.2%	16.0%	-1.2pct	-1.2pct
归母净利率	7.7%	-0.04pct	8.9%	7.9%	6.4%	-2.0pct	-1.5pct
费用率	7.72%	-0.85pct	8.38%	7.48%	7.44%	-1.35pct	-0.04pct
经营活动净现金流（亿元）	715.2	-38%	160	340	216	-46%	-36%

	2025年底的情况	26Q1末的情况	26Q2末的情况	26Q3末的情况	26Q3末较年初增长
应收账款（亿元）	2,949	3,270	3,693	4,143	41%
合同负债（亿元）	651	690	586	634	-3%
存货（亿元）	2,923	3,455	4,000	4,268	46%
无息在手现金（亿元）	1,539	1,328	1,308	742	-52%
营运资本（亿元）	3,447	3,990	4,080	4,313	25%

数据来源：Wind、公司公告，东吴证券研究所

3 锂电池中游： Q3盈利能力分化，隔膜负极铜箔结构件环比改善，电池正极环降

- **锂电池中游板块：26Q3盈利有所回落：**26Q3隔膜、负极、铜箔、结构件板块归母净利润环比改善；26Q1-Q3除添加剂外各板块归母净利润同比均改善。

图表：26Q3锂电池中游分板块情况（亿元）

分项	26Q3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（%）	26Q1-Q3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	**5414**	**54%**	**8%**	**349**	**18%**	**-12%**	**14630**	**52%**	**33%**	**1121**	**51%**	**36%**
隔膜	261	41%	4%	31	151%	18%	697	42%	25%	78	129%	116%
六氟磷酸锂及电解液	274	91%	10%	26	637%	-2%	731	81%	58%	87	707%	262%
电池	2673	52%	11%	224	-5%	-14%	7115	50%	27%	709	23%	11%
正极	767	131%	15%	20	371%	-36%	1948	124%	84%	80	1624%	500%
铁锂正极	504	160%	18%	17	674%	-22%	1264	145%	104%	64	17758%	1572%
三元正极	263	91%	9%	2	17%	-73%	684	92%	56%	16	211%	64%
三元前驱体	497	12%	-12%	13	-42%	-46%	1588	31%	22%	72	18%	11%
添加剂	63	31%	14%	0.5	-72%	-81%	162	21%	17%	4	-9%	78%
负极	271	47%	10%	20	42%	10%	713	39%	22%	53	36%	29%
铜箔	452	44%	7%	13	365%	51%	1252	34%	30%	31	193%	416%
铝箔	98	27%	-5%	2	186%	-25%	290	22%	20%	8	255%	212%
结构件	114	49%	18%	9	32%	48%	293	46%	27%	22	35%	24%

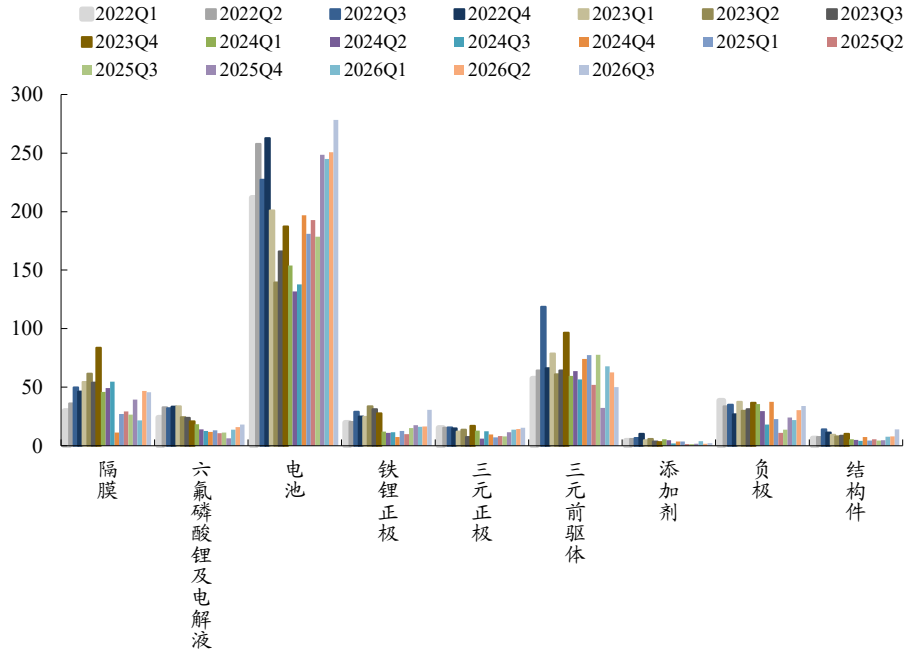
注：累计值环比系26Q1-Q3与25Q2-Q4累计值对比情况

数据来源：Wind、公司公告，东吴证券研究所

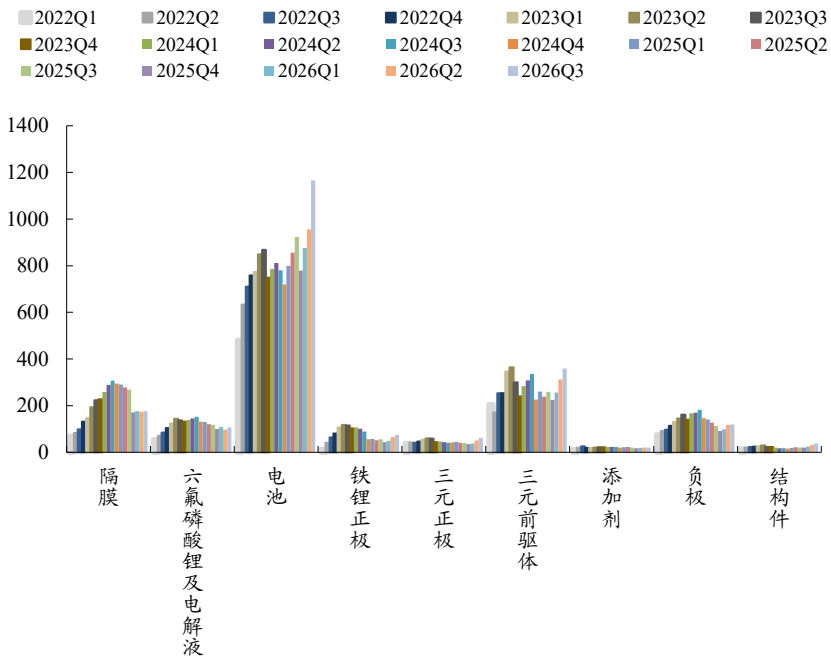
3 锂电池中游：各环节资本开支同比高增，电池、铁锂、负极资本开支环增显著

- **26Q3结构件、铁锂正极资本开支大幅恢复，三元前驱体资本开支下滑明显。**26Q3隔膜、三元前驱体资本开支环比下滑，电池、结构件、铁锂正极、三元正极、添加剂、负极、六氟资本开支环比增加。
- **26Q3材料与电池各环节在建工程增加明显。**26Q3各环节在建工程环比均回升，其中电池、结构件、正极环节在建工程增幅最明显，负极在建工程环比+1%，基本持平。

图：各环节22Q1-26Q3资本开支变化（亿元）



图：各环节22Q1-26Q3在建工程变化（亿元）



分板块2026Q1-Q3业绩总结

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

- **Q3各环节分化，电池环节受税费影响盈利环比下滑，材料环节涨价落地，盈利环比回升，正极受碳酸锂跌价影响下滑。**隔膜、负极、铜箔26Q2涨价逐步落地，盈利拐点明确，26Q3单位盈利水平进一步提升。电池受消费税及出口退税影响，单位盈利环比下滑。正极受碳酸锂跌价影响，单位盈利环比下滑。

表 各环节分季度盈利情况

环节	代表公司	单位	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	2026Q3
电池	宁德时代	元/Wh	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	0.06
	亿纬锂能	元/Wh	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	0.02
	国轩高科	元/Wh	0	0	0.01	-0.02	0	0	0	0.005	0	0	0	0.01	0	0	0	0	0	0	0
	派能科技	元/Wh	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	0.05
三元前驱体	中伟新材	万元/吨	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	0.05
三元正极	当升科技	万元/吨	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	0.3
	容百科技	万元/吨	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	0
磷酸铁锂	德方纳米	万元/吨	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	0.16
	湖南裕能	万元/吨	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	0.3
	万润新能	万元/吨	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	0.16
负极	璞泰来	万元/吨	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	0.03
	中科电气	万元/吨	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	0.07
	尚太科技	万元/吨	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	0.26
隔膜	恩捷股份	元/平	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	0.21
	星源材质	元/平	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	0.1
电解液	天赐材料	万元/吨	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	0.36
	新宙邦	万元/吨	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	0.18
铜箔	嘉元科技	万元/吨	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	0.45
	诺德股份	万元/吨	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	0.45
铝箔	鼎胜新材	万元/吨	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	0.34
导电剂	天奈科技	万元/吨	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	0.2
结构件	科达利	净利率%	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%	10.03%
包覆材料	信德新材	万元/吨	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	0.15

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

供需：27年铜箔隔膜等环节预计可维持供给紧平衡

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

- 27年**我们预计铜箔、隔膜、铝箔、负极等环节产能利用率将维持高位，六氟、铁锂预计供给开始过剩。**

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	2028年E
供给（万吨）	43.1	114.6	225.7	401.1	526.9	754.9	1,120.7	1,412.4
-同比	75%	166%	97%	78%	31%	43%	48%	26%
需求（万吨）	39.2	100.9	163.4	250.8	435.6	634.2	799.8	960.2
-同比	208%	157%	62%	53%	74%	46%	26%	20%
产能利用率	**91%**	**88%**	**72%**	**63%**	**83%**	**84%**	**71%**	**68%**
负极	**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（万吨）	96	137	233	331	451	568	705	818
同比	69%	43%	70%	42%	36%	26%	24%	16%
需求（万吨）	81	125	171	220	322	435	540	637
同比	76%	54%	37%	29%	46%	35%	24%	18%
产能利用率	**85%**	**91%**	**73%**	**66%**	**71%**	**77%**	**77%**	**78%**
隔膜	**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）	110.9	188.7	282.3	411.8	552.5	652.3	788.8	987.2
-同比	41%	70%	50%	46%	34%	18%	21%	25%
需求（亿平）	103.0	160.3	209.6	276.5	406.1	541.6	661.4	771.7
-同比	78%	56%	31%	32%	47%	33%	22%	17%
产能利用率	**93%**	**85%**	**74%**	**67%**	**74%**	**83%**	**84%**	**78%**
6F	**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（吨）	8.0	13.7	25.3	34.1	37.1	42.8	60.2	73.7
-同比	51%	73%	84%	35%	9%	15%	41%	22%
需求（吨）	8.1	12.5	16.5	20.8	30.8	41.3	50.2	58.1
-同比	74%	54%	33%	26%	48%	34%	22%	16%
产能利用率	**102%**	**91%**	**65%**	**61%**	**83%**	**97%**	**84%**	**79%**
铜箔	**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（万吨）	45	72	103	136	154	177	201	218
-同比	76%	61%	43%	32%	13%	15%	14%	8%
需求（万吨）	40	62	78	93	127	167	204	240
-同比	78%	53%	27%	19%	37%	31%	22%	18%
产能利用率	**90%**	**85%**	**76%**	**68%**	**83%**	**94%**	**101%**	**110%**
铝箔	**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（万吨）	18	38	59	75	101	117	143	167
-同比		118%	54%	28%	34%	16%	22%	17%
需求（万吨）	17	29	37	49	70	98	123	147
-同比		69%	30%	31%	44%	39%	26%	20%
产能利用率	**97%**	**75%**	**64%**	**65%**	**70%**	**83%**	**86%**	**88%**

数据来源：东吴证券研究所预测

4 隔膜：26Q3涨价落地，盈利环比改善

- **2026Q1-Q3隔膜行业涨价逐步落地，盈利能力有所改善。**行业26Q1-Q3实现营收697亿元，同比+42%；归母净利润78亿元，同比+129%。26Q1-Q3毛利率26.5%，同比+4.7pct；归母净利率11.2%，同比+4.3pct。
- **Q3隔膜涨价落地，盈利能力环比改善。**2026Q3实现营收261亿元，同比+42%，环比+3.8%；归母净利润31亿元，同比+151%，环比+18%。26Q3毛利率28.2%，同比+7pct，环比+2.4pct；归母净利率11.9%，同比+5.2pct，环比+1.4pct。
- **资本开支进一步提升，Q3存货较年初小幅增长。**26Q1-Q3行业资本开支114.1亿元，同比+37.5%，其中26Q3资本开支45.7亿元，同环比+72%/-2.5%。26Q3末存货219亿元，较年初+24%，较Q2+8%。26Q3经营活动净现金流48亿元，同比+76%，环比+3%。

图表：2026年Q1-Q3隔膜板块情况（亿元）

	2026Q1-Q3	26Q1-Q3同比	26Q1	26Q2	26Q3	26Q3同比	26Q3环比
营业收入（亿元）	696.87	41.6%	184.12	251.60	261.15	41.5%	3.8%
归母净利润（亿元）	78.36	129.3%	21.02	26.30	31.03	150.7%	18.0%
毛利率	26.5%	4.7pct	25.0%	25.8%	28.2%	7.0pct	2.4pct
归母净利率	11.2%	4.3pct	11.4%	10.5%	11.9%	5.2pct	1.4pct
经营活动净现金流（亿元）	81.08	21.0%	-13.29	46.43	47.94	76.0%	3.3%
费用率	12.1%	-1.0pct	13.3%	10.9%	12.3%	-0.2pct	1.4pct
资本开支（亿元）	114.06	37.5%	21.56	46.83	45.66	72.0%	-2.5%

	2025年底	26Q1末	26Q2末	26Q3末	26Q3末较年初增长
应收账款（亿元）	232.2	260.6	288.7	298.9	28.7%
预收账款（亿元）	36.9	42.6	42.1	49.9	35.1%
存货（亿元）	177.2	199.9	202.9	219.2	23.7%
无息现金（亿元）	-257.7	-328.3	-338.7	-319.2	-23.8%
营运资本（亿元）	62.8	96.9	85.7	147.7	135.1%

数据来源：wind，东吴证券研究所

4 隔膜：26Q1-Q3涨价陆续落地，盈利环比改善

- **隔膜板块26Q3涨价落地，龙头盈利同环比改善。**恩捷股份26Q3营收56亿元，同环比+47%/+17%，归母净利润9.7亿元，同环比+14245%/+74%；星源材质26Q3营收18.4亿元，同环比+74%/+17%，归母净利润1.5亿元，同环比+972%/-14%；璞泰来26Q3营收57.4亿元，同环比+54%/-0.4%，归母净利润8.2亿元，同环比+28%/+10%。

图表：2026年Q1-Q3隔膜板块情况（亿元）

新能源汽车板块		收入							归母净利润						
隔膜		26Q1-Q3	26Q1-Q3同比	26Q1	26Q2	26Q3	26Q3同比	26Q3环比	26Q1-Q3	26Q1-Q3同比	26Q1	26Q2	26Q3	26Q3同比	26Q3环比
002108.SZ	沧州明珠	24.8	19.4%	7.0	8.9	8.9	17.6%	0.2%	2.0	40.3%	0.4	0.9	0.6	13.4%	-26.1%
000973.SZ	佛塑科技	63.0	279.1%	13.3	25.4	24.2	315.2%	-4.7%	12.8	1429.2%	5.6	3.5	3.8	1122.6%	8.5%
002080.SZ	中材科技	256.7	18.3%	68.5	94.0	94.1	12.4%	0.1%	19.1	29.1%	5.1	7.0	7.0	45.9%	0.3%
300568.SZ	星源材质	44.9	51.9%	10.8	15.7	18.4	73.6%	17.1%	3.5	209.3%	0.3	1.7	1.5	972.4%	-14.2%
002812.SZ	恩捷股份	142.3	49.1%	39.1	47.6	55.6	46.9%	16.6%	17.9	2178.8%	2.6	5.6	9.7	14245.3%	74.0%
688733.SH	壹石通	6.6	51.6%	1.9	2.3	2.5	52.3%	10.6%	0.2	262.5%	0.0	0.1	0.1	193.4%	-5.2%
603659.SH	璞泰来	158.6	46.4%	43.5	57.6	57.4	53.5%	-0.4%	22.8	33.9%	7.0	7.5	8.2	27.8%	10.1%
合计		696.9	41.6%	184.1	251.6	261.1	41.5%	3.8%	78.4	129.3%	21	26	31	150.7%	18.0%

数据来源：wind，东吴证券研究所

4 隔膜：在手现金为负，资金压力较大

- **隔膜板块26Q3龙头无息现金持续为负，扩产能力较弱。**恩捷股份26Q3无息现金-99.4亿元，较年初+1%，营运资本24亿元，较年初+207%；星源材质无息现金-68.2亿元，较年初+7%，营运资本6.4亿元，较年初+145%；璞泰来无息现金4.1亿元，较年初-84%，营运资本72亿元，较年初+6%。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Q1-Q3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		25Q4	26Q1	26Q2	26Q3	26Q3较年初增长	25Q4	26Q1	26Q2	26Q3	26Q3较年初增长
002108.SZ	沧州明珠	-13.6	-15.1	-15.5	-19.9	-46%	3.6	4.5	3.2	1.5	-58%
000973.SZ	佛塑科技	-0.1	-49.7	-49.2	-56.2	-63840%	9.6	17.4	17.7	18.2	89%
002080.SZ	中材科技	-95.7	-123.5	-127.9	-74.8	22%	-19.2	-14.2	-30.5	20.2	206%
300568.SZ	星源材质	-73.2	-75.4	-64.7	-68.2	7%	-14.4	-3.2	6.5	6.4	145%
002812.SZ	恩捷股份	-100.0	-93.7	-98.3	-99.4	1%	7.8	14.8	21.0	24.1	207%
688733.SH	壹石通	-0.3	-0.2	-2.0	-4.8	-1372%	7.0	5.5	5.9	5.3	-24%
603659.SH	璞泰来	25.1	29.2	18.8	4.1	-84%	68.2	72.1	61.9	72.0	6%
合计		-257.7	-328.3	-338.7	-319.2	-24%	62.8	96.9	85.7	147.7	135%

数据来源：Wind、公司公告，东吴证券研究所

4 隔膜：除C外已涨价2-3轮，Q3起盈利超预期弹性显著

- **湿法26Q1已上涨10%，Q2部分客户二次涨价传导PE上涨，Q3部分客户三轮涨价，盈利弹性陆续体现。**头部厂商挺价意愿显著，26Q1除大客户外涨价落地10%，部分客户涨价20-30%，Q2起除大客户外二轮谈价顺利，陆续涨价2-3轮，价格弹性明显，行业单位盈利由Q1的0.1元/平+提升至Q3的0.2元/平，超市场预期，且Q4及27年涨价进一步体现，我们预计单位盈利提升至0.2-0.25元/平。

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	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	2026Q3
恩捷股份	出货	12.2	15.3	20.0	20.5	21.0	25.2	32.0	37.0	35.0	41.5	45.8
	单价	2.16	1.82	1.52	1.48	1.47	1.40	1.36	1.25	1.26	1.30	1.37
	单位净利	0.13	0.09	0.08	-0.25	0.01	0.04	0.04	0.09	0.11	0.16	0.21
星源材质	出货	6.4	10.0	11.5	12.6	11.0	11.5	11.9	12.1	10.5	13.2	14.5
	单价	1.27	1.06	0.94	0.88	0.91	0.99	1.00	1.09	1.16	1.35	1.43
	单位净利	0.15	0.08	0.08	0.08	0.03	0.01	-0.02	0.02	0.05	0.12	0.10
佛塑科技	出货									14.3	21.0	21.0
	单价									-	-	-
	单位净利									0.20	0.20	0.20

数据来源：wind，东吴证券研究所

5 负极：Q3顺价完成盈利拐点已现，行业盈利环比改善

- **2026Q1-Q3负极行业顺价完成，盈利能力同比改善。**行业Q1-Q3实现营收712亿元，同比+39%；归母净利润53亿元，同比+36%。2026Q1-Q3毛利率20.2%，同比-1.7pct；归母净利率7.5%，同比持平。
- **Q3收入环比增长显著，毛利率环比改善。**2026Q3实现营收271亿元，同比+47%，环比+9.8%；归母净利润20亿元，同比+42%，环比+9.5%。26Q3毛利率20.3%，同比-0.3pct，环比+0.5pct；归母净利率7.4%，同比-0.3pct，环比持平。
- **资本开支大幅提升，Q3存货较Q2末小幅增长，经营活动净现金流同比大幅改善。**26Q1-Q3行业资本开支86.3亿元，同比+82%，其中26Q3资本开支34亿元，同环比+147%/+12%。26Q3末存货361亿元，较年初+32%，较Q2+9%。26Q3经营活动净现金流18.6亿元，同比+140%，环比+24%。

图表：2026年Q1-Q3负极板块情况（亿元）

	2026Q1-Q3	26Q1-Q3同比	26Q1	26Q2	26Q3	26Q3同比	26Q3环比
营业收入（亿元）	712.50	38.6%	194.05	247.07	271.38	47.3%	9.8%
归母净利润（亿元）	53.27	36.1%	14.96	18.29	20.03	41.5%	9.5%
毛利率	20.2%	-1.7pct	20.6%	19.7%	20.3%	-0.3pct	0.5pct
归母净利率	7.5%	-0.1pct	7.7%	7.4%	7.4%	-0.3pct	0.0pct
经营活动净现金流（亿元）	15.27	-12.5%	-18.24	14.94	18.57	139.9%	24.3%
费用率	9.7%	-1.6pct	10.5%	9.3%	9.5%	-1.6pct	0.2pct
资本开支（亿元）	86.29	81.6%	21.98	30.29	34.02	146.8%	12.3%

	2025年底	26Q1末	26Q2末	26Q3末	26Q3末较年初增长
应收账款（亿元）	213.7	217.3	251.5	240.3	12.4%
预收账款（亿元）	35.7	39.6	41.9	47.0	31.8%
存货（亿元）	273.7	312.5	330.8	360.6	31.7%
无息现金（亿元）	-184.1	-213.2	-241.4	-250.9	-36.3%
营运资本（亿元）	241.6	291.6	295.5	310.0	28.3%

数据来源：wind，东吴证券研究所

5 负极：Q3顺价完成，行业龙头盈利环比改善

- **负极龙头公司Q3顺价完成，璞泰来、尚太科技盈利能力环比提升。**璞泰来26Q3营收57.4亿元，同环比+54%/-0.4%，归母净利润8.2亿元，同环比+28%/+10%；尚太科技26Q3营收26亿元，同环比+22%/+12%，归母净利润3.5亿元，同环比+51%/+60%；中科电气26Q3营收33亿元，同环比+44%/+12%，归母净利润0.9亿元，同环比-27%/+14%。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Q1-Q3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		26Q1-Q3	26Q1-Q3同比	26Q1	26Q2	26Q3	26Q3同比	26Q3环比	26Q1-Q3	26Q1-Q3同比	26Q1	26Q2	26Q3	26Q3同比	26Q3环比
603659.SH	璞泰来	158.6	46.4%	43.5	57.6	57.4	53.5%	-0.4%	22.8	33.9%	7.0	7.5	8.2	27.8%	10.1%
301349.SZ	信德新材	14.5	72.1%	3.6	4.7	6.2	85.5%	30.7%	1.1	263.4%	0.3	0.4	0.4	97.1%	5.4%
300890.SZ	翔丰华	16.8	48.4%	5.4	5.6	5.8	31.4%	4.2%	0.9	339.0%	0.2	0.3	0.4	60.1%	33.4%
001301.SZ	尚太科技	71.0	29.0%	22.0	23.1	25.9	22.4%	12.0%	7.5	5.4%	1.8	2.2	3.5	50.9%	59.9%
600884.SH	杉杉股份	193.5	30.7%	53.8	67.5	72.2	45.8%	6.9%	12.5	341.0%	3.3	4.9	4.3	461.4%	-12.8%
300035.SZ	中科电气	85.0	43.9%	22.7	29.4	32.9	43.5%	11.9%	2.4	-40.0%	0.6	0.8	0.9	-27.3%	14.3%
835185.BJ	贝特瑞	173.2	39.8%	43.1	59.1	71.0	56.1%	20.1%	6.1	-20.4%	1.6	2.2	2.3	-20.9%	3.2%
合计		712.5	38.6%	194.1	247.1	271.4	47.3%	9.8%	53.3	36.1%	15.0	18.3	20.0	41.5%	9.5%

数据来源：wind，东吴证券研究所

5 负极：主要公司现金压力仍较大

- **负极板块26Q3营运资本小幅增加，在手现金持续为负。**璞泰来26Q3无息现金4.1亿元，较年初-84%，营运资本72亿元，较年初+6%；尚太科技无息现金缺口-49.3亿元，较年初-139%，营运资本77亿元，较年初+57%；贝特瑞无息现金-73.3亿元，较年初-31%，营运资本70.8亿元，较年初+28%。杉杉股份26Q3现金缺口仍大，达-84.8亿元，营运资本41亿元，同比大幅提升；中科电气现金持续为负，营运资本降低到20.4亿元。整体来看，板块26Q3无息现金为-250.9亿元，较年初-36%，营运资本310亿元，较年初+28%。

图表：2026年Q1-Q3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		25Q4	26Q1	26Q2	26Q3	26Q3较年初增长	25Q4	26Q1	26Q2	26Q3	26Q3较年初增长
603659.SH	璞泰来	25.1	29.2	18.8	4.1	-84%	68.2	72.1	61.9	72.0	6%
301349.SZ	信德新材	11.7	9.4	10.4	11.1	-5%	19.0	19.4	19.3	19.8	5%
300890.SZ	翔丰华	-16.3	-19.1	-18.6	-19.2	-18%	10.0	9.2	8.4	9.3	-7%
001301.SZ	尚太科技	-20.6	-27.7	-37.9	-49.3	-139%	49.2	67.7	73.0	77.0	57%
600884.SH	杉杉股份	-81.5	-87.9	-84.4	-84.8	-4%	11.3	26.1	35.0	40.7	260%
300035.SZ	中科电气	-46.6	-49.6	-50.2	-39.6	15%	28.7	28.8	22.5	20.4	-29%
835185.BJ	贝特瑞	-55.7	-67.6	-79.4	-73.3	-31%	55.3	68.4	75.3	70.8	28%
合计		-184.1	-213.2	-241.4	-250.9	-36%	241.6	291.6	295.5	310.0	28%

数据来源：Wind、公司公告，东吴证券研究所

5 负极：Q3龙头对大客户涨价落地，27年自供率大幅提升弹性显著

- **负极Q3顺价完成盈利拐点已现，27年龙头石墨化产能落地，单位盈利有望提升至0.3万元/吨+。**26年行业供不应求，负极头部厂商大量寻找外协，石墨化自供率下降至60%左右，26Q2起除大客户外涨价1000-2000元/吨，且改变计价方式与石油焦价格联动，Q3大客户涨价1000元/吨左右，负极厂商单位盈利开始修复，考虑27年新产能落地石墨化自供率提升至80%+，预计龙头27年单位盈利有望提升至0.3万元/吨+，弹性显著。

图表：负极主流公司盈利拆分（万吨，万元/吨）

代表公司	单位	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	2026Q3
尚太	出货	3.3	5.1	6.4	6.9	7	7.2	9.8	10.5	9.6	10.3	10.9
	单价	2.95	2.74	2.7	2.65	2.64	2.77	2.44	2.62	2.58	2.54	2.68
	单位净利	**0.38**	**0.37**	**0.33**	**0.35**	**0.35**	**0.34**	**0.24**	**0.22**	**0.20**	**0.22**	**0.26**
贝特瑞	出货	9	11	10.5	12.5	10.8	15.4	15.7	18.2	16.4	18.5	25.0
	单价	3.25	2.66	2.47	2.34	-	-	-	-	-	-	-
	单位净利	**0.24**	**0.25**	**0.16**	**0.25**	**0.15**	**0.18**	**0.13**	**0.06**	**0.10**	**0.10**	**0.10**
璞泰来	出货	3.1	3.6	3.3	3.2	3.1	3.9	3.3	4	3.6	5.9	8.0
	单价	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	单位净利	**-0.05**	**-0.3**	**-0.3**	**-1.1**	**-0.1**	**0**	**0.05**	**0.05**	**0**	**-0.10**	**0.03**
中科	出货	3.8	5	6.5	7	7	8.7	10	10.6	9.8	13.2	14.0
	单价	3.17	2.69	2.82	2.73	2.58	2.62	2.59	2.73	2.62	2.52	2.65
	单位净利	**0.09**	**0.11**	**0.17**	**0.2**	**0.19**	**0.18**	**0.13**	**0.09**	**0.06**	**0.06**	**0.07**

数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

6 铁锂正极：26Q3碳酸锂跌价导致盈利环比下降

- **2026Q1-Q3铁锂收入与盈利同比大幅改善。**磷酸铁锂正极板块26Q1-Q3实现营收1263亿元，同比+145%；归母净利润64亿元，同比扭亏。2026Q1-Q3毛利率11.8%，同比+4.4pct；归母净利率5.1%，同比+5.1pct。
- **Q3收入环比提升，碳酸锂跌价导致盈利环比下降。**2026Q3实现营收504亿元，同比+160%，环比+18%；归母净利润17.5亿元，同比+674%，环比-22%。26Q3毛利率9.2%，同比+0.7pct，环比-3.2pct；归母净利率3.5%，同比+2.3pct，环比-1.8pct。
- **资本开支同比大幅提升，Q3存货较年初大幅增长，较Q2末小幅增长。**26Q1-Q3行业资本开支63.3亿元，同比+68.7%，其中26Q3资本开支30.6亿元，同环比+103%/+87%。26Q3末存货202亿元，较年初+132%，较Q2+6.7%。

图表：2026年Q1-Q3铁锂正极板块情况（亿元）

	2026Q1-Q3	26Q1-Q3同比	26Q1	26Q2	26Q3	26Q3同比	26Q3环比
营业收入（亿元）	1263.64	145.3%	332.33	427.17	504.14	159.9%	18.0%
归母净利润（亿元）	64.16	17758.1%	24.39	22.31	17.46	673.6%	-21.7%
毛利率	11.8%	4.4pct	14.9%	12.4%	9.2%	0.7pct	-3.2pct
归母净利率	5.1%	5.1pct	7.3%	5.2%	3.5%	2.3pct	-1.8pct
经营活动净现金流（亿元）	-80.73	-289.2%	-43.02	-27.56	-10.15	-91.3%	63.2%
费用率	3.6%	-2.9pct	4.0%	3.6%	3.4%	-2.6pct	-0.2pct
资本开支（亿元）	63.27	68.7%	16.27	16.38	30.63	103.4%	87.0%

	2025年底	26Q1末	26Q2末	26Q3末	26Q3末较年初增长
应收账款（亿元）	161	219	254	285	78%
预收账款（亿元）	3.2	4.3	2.6	6.1	89.6%
存货（亿元）	87.0	130.0	189.3	202.0	132.2%
无息现金（亿元）	-140.8	-129.1	-123.1	-131.2	6.8%
营运资本（亿元）	-31.3	50.3	84.5	113.8	463.3%

数据来源：Wind、公司公告，东吴证券研究所

6 铁锂正极： 26Q1-Q3龙头盈利同比大幅改善，Q3盈利环比下降

◆ **铁锂正极板块26Q1-Q3盈利同比好转，Q3碳酸锂跌价导致单位盈利环比下降。**湖南裕能26Q3营收226亿元，同环比+155%/+14%，归母净利润13.5亿元，同环比+297%/-13%；富临精工26Q3营收72.8亿元，同环比+122.4%/+21.4%，归母净利润3.6亿元，同环比+141%/+358%，盈利能力环比提升。德方纳米、万润新能、龙蟠科技Q3盈利承压。

表： 2026年Q1-Q3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		26Q1-Q3	26Q1-Q3同比	26Q1	26Q2	26Q3	26Q3同比	26Q3环比	26Q1-Q3	26Q1-Q3同比	26Q1	26Q2	26Q3	26Q3同比	26Q3环比
300769.SZ	德方纳米	178.2	195.2%	43.4	60.6	74.2	244.2%	22.3%	6.2	213.1%	2.6	1.9	1.6	204.3%	-16.0%
300432.SZ	富临精工	183.2	101.7%	50.5	59.9	72.8	122.4%	21.4%	6.4	98.4%	2.0	0.8	3.6	141.0%	358.8%
603906.SH	龙蟠科技	122.8	110.7%	35.0	37.0	50.8	130.4%	37.2%	5.1	558.2%	2.1	2.1	0.9	438.3%	-58.5%
688275.SH	万润新能	204.4	178.7%	53.8	70.5	80.1	176.4%	13.7%	3.9	211.0%	4.0	2.0	-2.1	-145.2%	-205.1%
301358.SZ	湖南裕能	575.1	147.6%	149.7	199.1	226.3	155.2%	13.7%	42.6	560.1%	13.6	15.5	13.5	296.8%	-13.2%
合计		1,263.6	145.3%	332.3	427.2	504.1	159.9%	18.0%	64.2	17758.1%	24.4	22.3	17.5	673.6%	-21.7%

数据来源：Wind、公司公告，东吴证券研究所

6 铁锂正极：26Q3营运资本大幅增加，龙头无息在手现金为负

- **铁锂正极板块26Q3营运资本大幅增加，龙头在手现金为负。**湖南裕能26Q3无息现金缺口-51.1亿元，较年初+34%，营运资本66.9亿元，较年初+1424%；德方纳米26Q3无息现金缺口-17.1亿元，较年初+10%，营运资本7.3亿元，较年初+197%；龙蟠科技26Q3无息现金缺口-10.2亿元，较年初+61%，营运资本22亿元，较年初+283%，三家企业资金缺口均较年初收窄。富临精工26Q3无息现金-7亿元，较年初-299%，资金产生缺口，营运资本39.2亿元，较年初+425%，万润新能无息现金缺口进一步扩大至-45.8亿元，资金压力较大。整体来看，板块26Q3无息现金为-131亿元，较年初+7%，营运资本113.8亿元，较年初+463%。

图表：2026年Q1-Q3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		25Q4	26Q1	26Q2	26Q3	26Q3较年初增长	25Q4	26Q1	26Q2	26Q3	26Q3较年初增长
300769.SZ	德方纳米	-19.0	-12.6	-11.5	-17.1	10%	-7.6	-1.7	6.2	7.3	197%
300432.SZ	富临精工	3.5	-5.1	-1.0	-7.0	-299%	7.5	4.6	10.2	39.2	425%
603906.SH	龙蟠科技	-26.0	-45.0	-22.6	-10.2	61%	-12.2	-3.6	24.1	22.3	283%
688275.SH	万润新能	-22.0	-30.0	-34.1	-45.8	-108%	-23.4	-16.9	-18.6	-21.9	6%
301358.SZ	湖南裕能	-77.3	-36.4	-53.9	-51.1	34%	4.4	67.9	62.6	66.9	1424%
合计		-140.8	-129.1	-123.1	-131.2	7%	-31.3	50.3	84.5	113.8	463%

数据来源：Wind、公司公告，东吴证券研究所

6 铁锂正极：26H2成本传导逐步推进，盈利受碳酸锂跌价影响承压

- **26Q2部分客户磷联动定价落地，Q3盈利受碳酸锂跌价影响环比承压。**Q3裕能单吨净利降至0.3万元/吨，富临若加回减值影响经营性利润提升至0.45万元/吨，德方、万润、龙蟠分别回落至0.16、0.16、0.05万元/吨，行业Q3起由于碳酸锂跌价开始承压，头部公司受益于产品结构优势可享受技术溢价。

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	2026Q3
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	44.9
	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	5.70
	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**	**0.30**
德方	出货	17.2	4	5	6.9	5.5	4.5	6.1	6.2	5.8	6.1	6.1	7.2	8.6	8.9	11.3	13.0
	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	6.45
	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**	**0.16**
万润	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	15.0
	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	6.04
	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**	**0.16**
龙蟠	出货	9.5	1.2	2.5	3.3	3.8	2.7	5.2	5.6	4.3	3.5	4.3	5.4	7.1	6.0	8.0	10.0
	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**	**0.05**
富临	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	12.0
	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	0.45

7 电解液及六氟：资本开支增加，Q3六氟价格回落盈利环比下降

- **2026Q1-Q3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26Q1-Q3实现营收731亿元，同比增长81%；归母净利润87亿元，同比增长707%。2026Q1-Q3毛利率24.3%，同比+10.1pct；归母净利率11.9%，同比+9.2pct。
- **Q3收入环比改善，盈利水平环比小幅下滑。**2026Q3实现营收274.5亿元，同比+91%，环比+10%；归母净利润26亿元，同比+637%，环比-1.6%。26Q3毛利率20.7%，同比+7.9pct，环比-2.8pct；归母净利率9.3%，同比+6.9pct，环比-1.1pct。
- **资本开支同比大幅提升，Q3存货较年初增长，经营活动现金流大幅改善。**26Q1-Q3行业资本开支47.7亿元，同比+35%，其中26Q3资本开支18亿元，同环比+59%/+14%。26Q3末存货112亿元，较年初+51.5%，较Q2+6%。 26Q3经营活动净现金流49.9亿元，同比+802%，环比+102%。

图表：2026年Q1-Q3电解液及六氟板块情况（亿元）

	2026Q1-Q3	26Q1-Q3同比	26Q1	26Q2	26Q3	26Q3同比	26Q3环比
营业收入（亿元）	730.52	81.2%	206.76	249.28	274.49	90.9%	10.1%
归母净利润（亿元）	86.90	707.0%	35.19	26.06	25.65	637.3%	-1.6%
毛利率	24.3%	10.1pct	29.9%	23.5%	20.7%	7.9pct	-2.8pct
归母净利率	11.9%	9.2pct	17.0%	10.5%	9.3%	6.9pct	-1.1pct
经营活动净现金流（亿元）	57.64	370.7%	-16.89	24.67	49.86	802.4%	102.1%
费用率	9.1%	-2.4pct	9.7%	9.3%	8.5%	-2.4pct	-0.8pct
资本开支（亿元）	47.66	35.0%	13.78	15.86	18.03	59.4%	13.7%

	2025年底	26Q1末	26Q2末	26Q3末	26Q3末较年初增长
应收账款（亿元）	196.1	254.5	297.8	325.9	66.2%
预收账款（亿元）	5.0	9.9	8.6	15.3	207.6%
存货（亿元）	74.1	94.9	105.9	112.3	51.5%
无息现金（亿元）	-23.5	-41.3	-31.3	-16.2	31.1%
营运资本（亿元）	153.8	218.3	218.0	229.7	49.3%

数据来源：wind，东吴证券研究所

7 电解液及六氟：电解液主流公司26Q3盈利环比下滑，VC环节Q3盈利环比改善

- **电解液主流公司26Q3盈利环比下滑，VC环节Q3盈利环比改善。**天赐材料26Q3营收88.3亿元，同环比+132%/+10%，归母净利润10.4亿元，同环比+582%/-14%；新宙邦26Q3营收46亿元，同环比+94%/+12%，归母净利润5.6亿元，同环比+111%/+11%。华盛锂电收入回暖，净利润环比大幅改善。

图表：2026年Q1-Q3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		26Q1-Q3	26Q1-Q3同比	26Q1	26Q2	26Q3	26Q3同比	26Q3环比	26Q1-Q3	26Q1-Q3同比	26Q1	26Q2	26Q3	26Q3同比	26Q3环比
300037.SZ	新宙邦	120.6	82.3%	33.6	41.0	46.0	94.3%	12.2%	15.4	106.2%	4.8	5.0	5.6	111.4%	11.0%
301238.SZ	瑞泰新材	24.0	61.6%	6.8	7.8	9.4	84.4%	19.5%	2.3	96.5%	1.3	0.5	0.5	40.8%	-7.3%
688353.SH	华盛锂电	14.7	173.0%	3.3	4.7	6.8	259.1%	45.6%	5.4	1972.5%	1.0	1.3	3.1	800.6%	148.9%
002709.SZ	天赐材料	235.4	117.1%	66.7	80.4	88.3	131.6%	9.9%	39.0	827.7%	16.5	12.1	10.4	581.7%	-13.7%
002759.SZ	ST天际	37.4	109.2%	9.9	12.6	14.8	106.4%	17.2%	2.8	371.2%	2.0	0.3	0.5	200.5%	72.4%
002407.SZ	多氟多	109.3	62.4%	32.2	38.2	38.9	62.1%	1.8%	5.9	658.7%	3.8	1.4	0.8	200.7%	-41.1%
002326.SZ	永太科技	60.7	50.8%	16.9	20.5	23.3	64.1%	13.4%	4.3	1221.8%	1.0	1.7	1.6	696.1%	-7.5%
301292.SZ	海科新源	54.8	49.9%	15.1	18.5	21.2	58.3%	14.4%	6.3	593.1%	2.0	2.1	2.2	354.4%	1.6%
603026.SH	胜华新材	73.7	59.0%	22.3	25.5	25.8	59.0%	1.1%	5.5	982.0%	2.8	1.7	1.0	1786.8%	-41.2%
合计		730.5	81.2%	206.8	249.3	274.5	90.9%	10.1%	86.9	707.0%	35.2	26.1	25.7	637.3%	-1.6%

数据来源：wind，东吴证券研究所

7 电解液及六氟：部分公司在手现金状况好转，行业资金缺口缩小

- **部分公司在手现金状况好转，行业资金缺口缩小。**26Q3，新宙邦无息现金4.1亿元，较年初+153%，在手资金扭亏，营运资本38.5亿元，较年初-12%。瑞泰新材无息现金42.4亿元，较年初-6%，营运资本50.4亿元，较年初-2%。天赐材料无息现金9.6亿元，较年初+186%，资金由负转正，营运资本89亿元，较年初+60%。华盛锂电无息现金7.6亿元，较年初-2%，营运资本14.9亿元，较年初+5%。ST天际现金降至-6.4亿元，较年初-75%，营运资本6.4亿元，较年初+91%；多氟多无息现金-8.6亿元，较年初-342%，营运资本46.2亿元，较年初+86%，Q3资金缺口略微收窄。

图表：2026年Q1-Q3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		25Q4	26Q1	26Q2	26Q3	26Q3较年初增长	25Q4	26Q1	26Q2	26Q3	26Q3较年初增长
300037.SZ	新宙邦	-7.8	-8.7	-0.3	4.1	153%	43.7	44.1	43.3	38.5	-12%
301238.SZ	瑞泰新材	45.0	45.3	42.7	42.4	-6%	51.3	52.4	51.5	50.4	-2%
688353.SH	华盛锂电	7.8	6.7	7.4	7.6	-2%	14.2	14.8	14.5	14.9	5%
002709.SZ	天赐材料	3.4	3.2	-0.9	9.6	186%	55.6	69.7	80.7	89.0	60%
002759.SZ	ST天际	-3.7	-4.1	-6.3	-6.4	-75%	3.3	5.9	6.4	6.4	91%
002407.SZ	多氟多	-1.9	-10.8	-8.8	-8.6	-342%	24.8	55.3	44.7	46.2	86%
002326.SZ	永太科技	-26.9	-27.6	-23.8	-27.9	-4%	-36.5	-30.0	-32.1	-29.4	19%
301292.SZ	海科新源	-16.5	-14.6	-13.7	-12.1	27%	-7.2	-4.1	0.1	1.9	127%
603026.SH	胜华新材	-22.9	-30.7	-27.7	-25.0	-9%	4.5	10.0	8.9	11.7	163%
合计		-23.5	-41.3	-31.3	-16.2	31%	153.8	218.3	218.0	229.7	49%

数据来源：Wind、公司公告，东吴证券研究所

7 电解液及六氟：27-28年六氟供给紧缺缓解，低成本龙头盈利更有韧性

- **27-28年六氟新增产能较多，供给增速高于需求，利用率逐步回落。**行业26年起扩产加速，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，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年新增6万吨。我们预计27/28年行业有效供给60.2/73.7万吨，增量主要来自头部项目爬坡；预计27/28年需求51.7/60.4万吨，利用率86%/82%；扩产兑现后总量紧张缓解。
- **六氟Q3均价下跌1万元/吨左右，预计结算价10-11万元/吨，单吨盈利下滑，后续预计六氟价格进一步跟随碳酸锂下跌，行业盈利承压，低成本龙头盈利体现韧性。**

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	2026Q3
天赐	出货	31.5	7.9	8.8	11.7	11.2	9.0	11.1	13.6	16.1	14.8	16.4	18.8	21.8	20.5	24.2	26.4
	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**	**0.36**
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	13.8
	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**	**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	1.6
	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**	**0.30**
ST天际	出货	1.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7	1.2	1.0	1.1	1.3	1.6
	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**	**0.35**

数据来源：wind，东吴证券研究所

8 结构件：Q3收入环比提升，铝价回落盈利能力环比改善

- **2026Q1-Q3结构件龙头延续稳健增长，行业盈利整体稳定。**结构件板块26Q1-Q3实现营收293亿元，同比增长46.4%；归母净利润22.2亿元，同比增长35%。2026Q1-Q3毛利率17.5%，同比-2.1pct；归母净利率7.6%，同比-0.6pct。
- **Q3收入与盈利能力环比回升。**26Q3结构件行业实现营收114.3亿元，同比+49%，环比+18%；归母净利润8.8亿元，同比+32%，环比+48%。26Q3毛利率17.8%，同比-2.5pct，环比+1.2pct；归母净利率7.7%，同比-1pct，环比+1.5pct。
- **资本开支同比大幅提升，Q3存货较Q2末增长，经营性现金流亮眼。**26Q1-Q3行业资本开支29.7亿元，同比+108%，其中26Q3资本开支14亿元，同环比+218%/+78%。26Q3末存货49亿元，较年初+36%，较Q2+16.3%。 26Q3经营活动净现金流8.9亿元，同比+51%，环比+22%。

图表：2026年Q1-Q3结构件板块情况（亿元）

	2026Q1-Q3	26Q1-Q3同比	26Q1	26Q2	26Q3	26Q3同比	26Q3环比
营业收入（亿元）	293.11	46.4%	82.21	96.62	114.28	48.9%	18.3%
归母净利润（亿元）	22.18	34.8%	7.47	5.94	8.77	31.9%	47.7%
毛利率	17.5%	-2.1pct	18.1%	16.6%	17.8%	-2.5pct	1.2pct
归母净利率	7.6%	-0.6pct	9.1%	6.1%	7.7%	-1.0pct	1.5pct
经营活动净现金流（亿元）	19.95	-13.8%	3.74	7.31	8.91	50.5%	21.9%
费用率	8.5%	-1.2pct	8.7%	8.6%	8.2%	-1.0pct	-0.5pct
资本开支（亿元）	29.67	107.5%	7.75	7.89	14.04	218.2%	77.9%

	2025年底	26Q1末	26Q2末	26Q3末	26Q3末较年初增长
应收账款（亿元）	102.2	100.4	117.7	131.2	28.4%
预收账款（亿元）	2.2	2.9	4.0	4.4	98.7%
存货（亿元）	36.0	39.1	42.1	48.9	35.9%
无息现金（亿元）	-5.5	-7.0	-5.8	-4.6	15.7%
营运资本（亿元）	92.8	96.5	90.7	102.9	10.9%

数据来源：wind，东吴证券研究所

8 结构件：Q3收入与盈利能力环比提升

- **Q3收入与盈利能力环比提升。**科达利26Q3营收57.7亿元，同环比+46%/+14%，归母净利润5.8亿元，同环比+41%/+21%；震裕科技26Q3营收42亿元，同环比+65.5%/+23%，归母净利润2.5亿元，同环比+24%/+75%；斯莱克26Q3营收7.1亿元，同环比+0.2%/+33%，归母净利润0.1亿元，同环比-66%/+121%；金杨股份26Q3实现营收7.3亿元，同环比+60%/+15.4%，归母净利润0.34亿元，同环比+134%/+20%。

表：2026年Q1-Q3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		26Q1-Q3	26Q1-Q3同比	26Q1	26Q2	26Q3	26Q3同比	26Q3环比	26Q1-Q3	26Q1-Q3同比	26Q1	26Q2	26Q3	26Q3同比	26Q3环比
002850.SZ	科达利	149.8	41.3%	41.4	50.7	57.7	45.7%	13.9%	15.3	28.9%	4.6	4.8	5.8	40.5%	21.1%
300953.SZ	震裕科技	106.1	60.9%	29.7	34.3	42.1	65.5%	23.0%	6.7	62.9%	2.8	1.4	2.5	23.6%	75.2%
301210.SZ	金杨股份	19.1	59.8%	5.4	6.4	7.3	60.2%	15.4%	0.9	158.9%	0.25	0.28	0.34	133.8%	20.2%
300382.SZ	斯莱克	18.1	11.3%	5.7	5.3	7.1	0.2%	32.9%	-0.7	-561.4%	-0.2	-0.6	0.1	-66.1%	120.6%
合计		293.1	46.4%	82.2	96.6	114.3	48.9%	18.3%	22.2	34.8%	7.5	5.9	8.8	31.9%	47.7%

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	2026Q3
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	57.7
	毛利率	28%	28%	26%	24%	24%	22%	24%	23%	27%	22%	23%	24%	25%	21%	20%	21%
	净利率	**10%**	**9%**	**12%**	**11%**	**12%**	**12%**	**12%**	**12%**	**13%**	**13%**	**10%**	**10%**	**12%**	**11%**	**9%**	**10%**
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	42.2
	毛利率	27%	26%	18%	12%	12%	13%	16%	11%	16%	13%	16%	17%	14%	16%	12%	14%
	净利率	10%	11%	6%	2%	1%	4%	5%	2%	4%	4%	6%	8%	3%	9%	4%	6%
	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	33.5
	结构件业务毛利率	13%	22%	17%	9%	9%	10%	14%	11%	11%	10%	14%	16%	17%	17%	15%	17%
	结构件业务净利率					**-12%**	**2%**	**2%**	**2%**	**3%**	**3%**	**5%**	**7%**	**8%**	**9%**	**4%**	**6%**
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%	-	-	-

数据来源：wind，东吴证券研究所

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26Q3无息在手现金38.8亿元，较年初+56%，营运资本66.6亿元，较年初-8%。震裕科技26Q3无息在手现金-24.9亿元，较年初-21%，营运资本17.8亿元，较年初+97%；斯莱克26Q3无息在手现金-11亿元，较年初-13%，营运资本3.9亿元，较年初-35%；金杨股份26Q3无息在手现金-7.4亿元，营运资本14.6亿元，较年初+161%，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26Q3的-4.6亿元，营运资本则增至103亿元，较年初+11%。

图表：2026年Q1-Q3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	26Q3	26Q3较年初增长	25Q4	26Q1	26Q2	26Q3	26Q3较年初增长
002850.SZ	科达利	24.8	24.8	33.9	38.8	56%	72.2	73.3	67.0	66.6	-8%
300953.SZ	震裕科技	-20.6	-21.1	-22.2	-24.9	-21%	9.1	11.0	3.4	17.8	97%
301210.SZ	金杨股份	0.0	-0.7	-6.9	-7.4	-23536%	5.6	6.4	15.8	14.6	161%
300382.SZ	斯莱克	-9.7	-10.1	-10.6	-11.0	-13%	5.9	5.7	4.6	3.9	-35%
合计		-5.5	-7.0	-5.8	-4.6	16%	92.8	96.5	90.7	102.9	11%

数据来源：Wind、公司公告，东吴证券研究所

9 铝箔：26Q3盈利同比改善、环比回落，经营现金流转负

- **26Q3板块盈利同比提升，收入、利润及盈利能力环比回落。**2026Q3实现营业收入97.7亿元，同环比+27.0%/-4.7%；归母净利润2.4亿元，同环比+185.7%/-24.8%；毛利率为9.21%，同环比+1.61/-1.38pct；归母净利率为2.48%，同环比+1.38/-0.66pct。2026年前三季度实现营业收入289.7亿元，同比+22.3%；归母净利润7.8亿元，同比+255.3%；毛利率为10.11%，同比+2.09pct；归母净利率为2.69%，同比+1.77pct。
- **26Q3经营现金流同环比转负，资本开支下降，应收账款及存货环比回落。**2026Q3经营活动净现金流为-2.4亿元，同环比均由正转负；前三季度累计为2.8亿元，同比下降45.2%。26Q3资本开支2.2亿元，同环比-34.5%/-5.7%；前三季度累计5.9亿元，同比下降11.1%。26Q3末应收账款为63.2亿元，较年初增长8.7%；存货为59.4亿元，较年初增长14.6%；在建工程为10.9亿元，较年初下降3.2%；营运资本为22.2亿元，较年初下降7.2%。

表：2025年、2026年Q2及Q3 铝箔板块情况（亿元）

	2025年	2025年同比	2026Q2	26Q2同比	26Q2环比	2026Q3	26Q3同比	26Q3环比	26Q1-Q3	26Q1-Q3同比
营业收入（亿元）	321.0	4.9%	102.5	26.7%	14.4%	97.7	27.0%	-4.7%	289.7	22.3%
归母净利润（亿元）	3.3	201.7%	3.2	473.7%	49.4%	2.4	185.7%	-24.8%	7.8	255.3%
毛利率	8.37%	+0.28pct	10.58%	+3.24pct	+0.03pct	9.21%	+1.61pct	-1.38pct	10.11%	+2.09pct
归母净利率	1.02%	+0.67pct	3.15%	+2.45pct	+0.74pct	2.48%	+1.38pct	-0.66pct	2.69%	+1.77pct
经营活动净现金流（亿元）	13.0	扭亏	8.8	-10.0%	扭亏	-2.4	转亏	转亏	2.8	-45.2%
费用率	6.79%	+0.41pct	6.66%	+0.25pct	-0.40pct	6.42%	-0.59pct	-0.24pct	6.70%	-0.03pct
资本开支（亿元）	8.2	-10.3%	2.3	33.8%	57.0%	2.2	-34.5%	-5.7%	5.9	-11.1%

	2025年底	2026Q2	26Q2较年初增长	2026Q3	26Q3较年初增长
应收账款（亿元）	58.2	65.6	12.8%	63.2	8.7%
预收账款（亿元）	1.3	1.4	2.2%	1.5	11.0%
存货（亿元）	51.8	60.4	16.6%	59.4	14.6%
在建工程（亿元）	11.2	10.1	-10.3%	10.9	-3.2%
无息在手现金（亿元）	-20.9	18.0	转正	0.8	转正
营运资本（亿元）	23.9	21.7	-9.3%	22.2	-7.2%

数据来源：Wind、公司公告，东吴证券研究所

9 铝箔：龙头Q3出货继续增长，单位盈利环比小幅回落

- **鼎胜新材26Q3出货继续增长，营收及利润同比提升、环比回落，2026Q1-3业绩保持增长。**26Q3实现营业收入75.5亿元，同环比+20.0%/-8.0%；归母净利润2.3亿元，同环比+93.2%/-19.7%。26年前三季度实现营业收入230.2亿元，同比+17.4%；归母净利润7.1亿元，同比+131.3%。出货方面，26Q3电池箔出货量为6.9万吨，同环比约+23.2%/+6.2%；前三季度累计出货19.3万吨，同比增长约32.2%。盈利方面，26Q3单位净利为0.34万元/吨，同比约增长100%，环比下降约5.6%，单位盈利同比明显改善、环比小幅回落。

图表： 2025年、2026年Q2及Q3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	26Q2	26Q3	Q3同比	Q3环比	26Q1-Q3	前三季度同比	25Y	25年同比	26Q2	26Q3	Q3同比	Q3环比	26Q1-Q3	前三季度同比
300057.SZ	万顺新材	58.0	-11.9%	20.4	22.2	58.5%	8.5%	59.6	45.6%	-1.8	减亏	0.4	0.1	扭亏	-65.1%	0.7	扭亏
603876.SH	鼎胜新材	263.0	9.5%	82.1	75.5	20.0%	-8.0%	230.2	17.4%	5.1	70.3%	2.9	2.3	93.2%	-19.7%	7.1	131.3%
	合计	**321.0**	**4.9%**	**102.5**	**97.7**	**27.0%**	**-4.7%**	**289.7**	**22.3%**	**3.3**	**201.7%**	**3.2**	**2.4**	**185.7%**	**-24.8%**	**7.8**	**255.3%**

表 鼎胜新材季度盈利拆分（万吨、万元/吨）

代表公司	单位	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	2026Q3
鼎胜	出货	2.6	3.3	3.9	4.5	4.1	4.9	5.6	6.2	5.9	6.5	6.9
	单位净利	**0.20**	**0.20**	**0.13**	**0.13**	**0.13**	**0.14**	**0.17**	**0.28**	**0.25**	**0.36**	**0.34**

数据来源：Wind、公司公告，东吴证券研究所

9 铝箔：26Q3现金环比回落，营运资本较年初下降

- **26Q3末板块在手现金环比明显减少，营运资本分化。鼎胜新材**无息在手现金为18.0亿元，较年初由负转正，较26Q2末的34.9亿元明显下降；营运资本为9.5亿元，较年初下降47.2%。**万顺新材**资金缺口继续扩大，无息在手现金为-17.3亿元，较26Q2末的-16.9亿元进一步下降；营运资本为12.7亿元，较年初增长116.1%。板块合计无息在手现金为0.8亿元，较年初仍实现转正，较26Q2末的18.0亿元明显回落；营运资本为22.2亿元，较年初下降7.2%，较26Q2末的21.7亿元小幅增加。

表：2025年、2026年Q2及Q3 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	26Q2	26Q2较年初增长	26Q3	26Q3较年初增长	25Q4	26Q2	26Q2较年初增长	26Q3	26Q3较年初增长
300057.SZ	**万顺新材**	-11.7	-16.9	缺口扩大	-17.3	缺口扩大	5.9	12.7	115.8%	12.7	116.1%
603876.SH	**鼎胜新材**	-9.2	34.9	转正	18.0	转正	18.1	9.1	-49.9%	9.5	-47.2%
	合计	**-20.9**	**18.0**	**转正**	**0.8**	**转正**	**23.9**	**21.7**	**-9.3%**	**22.2**	**-7.2%**

10 铜箔：Q3涨价兑现，盈利同环比明显改善

- **26Q3板块营收利润同环比增长，毛利率及净利率同步提升。**2026Q3实现营业收入451.7亿元，同环比+44.4%/+7.5%；归母净利润12.8亿元，同环比+365.5%/+50.7%；毛利率为7.19%，同环比+2.63/+1.58pct；归母净利率为2.84%，同环比+1.96/+0.81pct。2026年前三季度实现营业收入1251.7亿元，同比+33.6%；归母净利润30.5亿元，同比+193.4%；毛利率为6.46%，同比+2.01pct；归母净利率为2.44%，同比+1.33pct。
- **26Q3经营现金净流出环比收窄，存货及应收账款继续增长。**2026Q3经营活动净现金流为-9.4亿元，同比由正转负，净流出较Q2的40.7亿元明显收窄；前三季度累计为-101.4亿元，同比净流出扩大。26Q3资本开支13.1亿元，同环比+28.5%/+34.1%；前三季度累计35.4亿元，同比+39.7%。26Q3末存货为256.1亿元，较年初增长46.8%；应收账款为254.2亿元，较年初增长26.0%；在建工程为55.6亿元，较年初增长31.8%。

图表：2025年、2026年Q2及Q3 铜箔板块情况（亿元）

	2025年	2025年同比	2026Q2	26Q2同比	26Q2环比	2026Q3	26Q3同比	26Q3环比	26Q1-Q3	26Q1-Q3同比
营业收入（亿元）	1,251.8	7.4%	420.2	25.9%	10.6%	451.7	44.4%	7.5%	1,251.7	33.6%
归母净利润（亿元）	9.4	扭亏	8.5	105.6%	-7.7%	12.8	365.5%	50.7%	30.5	193.4%
毛利率	4.57%	+1.52pct	5.61%	+1.14pct	-0.92pct	7.19%	+2.63pct	+1.58pct	6.46%	+2.01pct
归母净利率	0.75%	+1.07pct	2.02%	+0.78pct	-0.40pct	2.84%	+1.96pct	+0.81pct	2.44%	+1.33pct
经营活动净现金流（亿元）	-25.4	减亏	-40.7	转亏	减亏	-9.4	转亏	减亏	-101.4	亏损扩大
费用率	3.41%	-0.14pct	3.44%	+0.88pct	-0.21pct	3.41%	-0.09pct	-0.03pct	3.49%	+0.38pct
资本开支（亿元）	33.9	-15.1%	9.8	45.1%	-22.2%	13.1	28.5%	34.1%	35.4	39.7%

	2025年底	2026Q2	26Q2较年初增长	2026Q3	26Q3较年初增长
应收账款（亿元）	201.8	233.9	15.9%	254.2	26.0%
预收账款（亿元）	9.7	11.2	15.5%	11.5	18.5%
存货（亿元）	174.5	240.9	38.1%	256.1	46.8%
在建工程（亿元）	42.2	52.4	24.1%	55.6	31.8%
无息在手现金（亿元）	-198.5	-296.9	缺口扩大	-316.5	缺口扩大
营运资本（亿元）	185.1	210.9	13.9%	211.7	14.3%

数据来源：Wind、公司公告，东吴证券研究所

10 铜箔：涨价带动单位盈利普遍提升，厂商盈利环比表现分化

- **26Q3铜箔厂商营收规模继续扩大，盈利同比改善、环比表现分化。德福科技**26Q3实现营业收入53.9亿元，同环比+68.3%/+10.9%；归母净利润2.0亿元，同环比+631.0%/+75.4%。**嘉元科技**实现营业收入51.3亿元，同环比+99.1%/+26.1%；归母净利润1.8亿元，同比+4264.2%、环比-31.3%。26年前三季度，德福科技实现营业收入145.8亿元，同比+71.6%，归母净利润4.7亿元，同比+601.8%；嘉元科技实现营业收入126.4亿元，同比+93.3%，归母净利润5.6亿元，同比+1275.2%。单位盈利方面，26Q3诺德、嘉元、德福单位净利分别为0.43、0.45、0.45万元/吨，较Q2的0.20、0.35、0.20万元/吨均有提升。

图表：2025年、2026年Q2及Q3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	26Q2	26Q3	Q3同比	Q3环比	26Q1-Q3	前三季度同比	25Y	25年同比	26Q2	26Q3	Q3同比	Q3环比	26Q1-Q3	前三季度同比
688388.SH	嘉元科技	96.4	47.9%	40.7	51.3	99.1%	26.1%	126.4	93.3%	0.6	扭亏	2.6	1.8	4264.2%	-31.3%	5.6	1275.2%
301150.SZ	中一科技	58.7	22.7%	21.4	25.0	64.4%	16.9%	64.4	53.4%	0.7	扭亏	1.0	1.2	422.0%	27.5%	2.9	645.9%
301217.SZ	铜冠铜箔	66.9	41.8%	21.8	25.1	44.6%	15.3%	65.3	38.0%	0.6	扭亏	1.1	1.2	345.3%	13.9%	3.4	439.7%
301511.SZ	德福科技	124.4	59.3%	48.6	53.9	68.3%	10.9%	145.8	71.6%	1.1	扭亏	1.2	2.0	631.0%	75.4%	4.7	601.8%
002203.SZ	海亮股份	832.0	-4.8%	248.9	259.0	26.6%	4.1%	748.0	15.2%	9.4	34.1%	2.0	5.1	137.8%	147.9%	11.5	24.1%
600110.SH	诺德股份	73.3	38.9%	38.9	37.3	110.1%	-4.0%	101.7	112.1%	-3.0	减亏	0.6	1.4	扭亏	129.2%	2.5	扭亏
	合计	1,251.8	7.4%	420.2	451.7	44.4%	7.5%	1,251.7	33.6%	9.4	扭亏	8.5	12.8	365.5%	50.7%	30.5	193.4%

图表：铜箔主要厂商分季度盈利拆分（万吨、万元/吨）

代表公司	单位	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	2026Q3
诺德	出货	0.9	1.4	1.5	1.5	1.4	1.7	1.7	2.5	2.4	3.0	3.6
	单价	13.2	10.8	10.0	11.6	11.4	11.0	11.8	11.5	12.2	14.7	11.8
	单位净利	-1.13	-0.67	-0.47	-0.57	-0.31	-0.25	-0.14	-0.20	0.10	0.20	0.43
嘉元	出货	0.9	1.6	2.0	2.2	2.1	2.0	2.7	3.1	3.2	3.5	4.4
	单价	12.1	10.5	11.0	11.2	10.8	11.2	10.8	11.5	12.2	13.1	13.3
	单位净利	-0.59	-0.45	-0.26	-0.22	0.04	0.01	0.00	0.05	0.35	0.35	0.45
德福	出货					3.0	3.2	3.6	4.4	3.7	4.2	4.5
	单价					8.3	8.7	9.0	9.0	11.9	11.6	12.0
	单位净利					0.02	0.02	0.04	0.13	0.41	0.20	0.45

数据来源：Wind、公司公告，东吴证券研究所

10 铜箔：26Q3末现金缺口扩大，营运资本占用维持高位

- **26Q3末铜箔板块现金缺口进一步扩大，营运资本占用维持高位，中一科技在手现金改善。嘉元科技**无息在手现金为-23.2亿元，较年初缺口收窄，但较Q2末的-14.6亿元有所扩大；营运资本为42.8亿元，较年初增长23.6%。**中一科技**无息在手现金为24.4亿元，较年初增长13.1%；营运资本为24.4亿元，较年初增长4.0%。**诺德股份**无息在手现金为-49.5亿元，较年初及Q2末缺口均扩大；营运资本为13.3亿元，较年初由负转正，较Q2末的14.6亿元小幅下降。板块合计无息在手现金为-316.5亿元，较Q2末的-296.9亿元进一步下降；营运资本为211.7亿元，较年初增长14.3%，较Q2末的210.9亿元小幅增加。

表：2025年、2026年Q2及Q3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	26Q2	26Q2较年初增长	26Q3	26Q3较年初增长	25Q4	26Q2	26Q2较年初增长	26Q3	26Q3较年初增长
688388.SH	嘉元科技	-25.7	-14.6	缺口收窄	-23.2	缺口收窄	34.6	41.8	20.8%	42.8	23.6%
301150.SZ	中一科技	21.6	19.5	-9.8%	24.4	13.1%	23.4	23.6	0.9%	24.4	4.0%
301217.SZ	铜冠铜箔	-0.4	-5.3	缺口扩大	-3.7	缺口扩大	27.3	30.0	10.1%	31.9	17.1%
301511.SZ	德福科技	-26.2	-35.3	缺口扩大	-45.7	缺口扩大	3.1	-7.0	-327.8%	-5.2	-269.4%
002203.SZ	海亮股份	-136.4	-218.6	缺口扩大	-218.7	缺口扩大	98.5	107.9	9.5%	104.4	6.0%
600110.SH	诺德股份	-31.4	-42.6	缺口扩大	-49.5	缺口扩大	-1.8	14.6	转正	13.3	转正
	合计	**-198.5**	**-296.9**	**缺口扩大**	**-316.5**	**缺口扩大**	**185.1**	**210.9**	**13.9%**	**211.7**	**14.3%**

数据来源：Wind、公司公告，东吴证券研究所

11 导电剂：26Q3板块盈利环比回落，龙头表现相对稳健

- **26Q3收入同环比增长，利润及盈利能力明显回落。**2026Q3实现营业收入62.9亿元，同环比+30.7%/+14.4%；归母净利润0.5亿元，同环比-72.4%/-81.4%。毛利率为12.50%，同环比-2.13/-4.19pct；归母净利率为0.74%，同环比-2.75/-3.80pct。2026Q1-3实现营业收入162.4亿元，同比+21.0%；归母净利润3.6亿元，同比-8.8%；毛利率为14.43%，同比+1.13pct；归母净利率为2.25%，同比-0.74pct。
- **26Q3经营现金流同环比转负，存货及应收账款继续增长。**2026Q3经营活动净现金流为-4.5亿元，同环比均由正转负；2026Q1-3累计为-8.7亿元，同比由正转负。26Q3资本开支2.2亿元，同环比+47.1%/+19.5%；2026Q1-3累计8.1亿元，同比+21.1%。26Q3末营运资本为55.6亿元，较年初增长32.7%；应收账款、存货分别为36.6亿元、56.4亿元，较年初增长28.0%、44.2%；无息在手现金为-55.9亿元，资金缺口进一步扩大；预收账款为3.5亿元，较年初增长299.3%。

图表：2025年、2026年Q2及Q3 导电剂板块情况（亿元）

	26Q2	26Q3	26Q3同比	26Q3环比	26Q1-Q3	26Q1-Q3同比
营业收入（亿元）	55.0	62.9	30.7%	14.4%	162.4	21.0%
归母净利润（亿元）	2.5	0.5	-72.4%	-81.4%	3.6	-8.8%
毛利率	16.69%	12.50%	-2.13pct	-4.19pct	14.43%	+1.13pct
归母净利率	4.54%	0.74%	-2.75pct	-3.80pct	2.25%	-0.74pct
费用率	8.09%	7.18%	-1.63pct	-0.91pct	8.46%	-0.15pct
经营活动净现金流（亿元）	4.9	-4.5	转亏	转亏	-8.7	转亏
资本开支（亿元）	1.8	2.2	47.1%	19.5%	8.1	21.1%

	2025年底	2026Q2	26Q2较年初增长	2026Q3	26Q3较年初增长
应收账款（亿元）	28.6	30.7	7.2%	36.6	28.0%
预收账款（亿元）	0.9	2.2	146.1%	3.5	299.3%
存货（亿元）	39.1	50.9	30.2%	56.4	44.2%
在建工程（亿元）	17.0	19.7	15.6%	20.7	21.9%
无息在手现金（亿元）	-29.6	-49.2	缺口扩大	-55.9	缺口扩大
营运资本（亿元）	41.9	52.2	24.6%	55.6	32.7%

数据来源：Wind、公司公告，东吴证券研究所

11 导电剂：龙头Q3量增明显，单位盈利环比稳定

- **龙头26Q3出货持续增长，营收及归母净利润同环比提升。**天奈科技26Q3实现营业收入4.9亿元，同环比+42.2%/+19.6%；归母净利润0.9亿元，同环比+14.4%/+15.9%。2026Q1-3实现营业收入12.2亿元，同比+22.1%；归母净利润2.3亿元，同比+15.0%。出货方面，26Q3出货量为3.0万吨，同环比约+76.5%/+25.0%；2026Q1-3累计出货7.1万吨，同比增长约31.5%。盈利方面，26Q3单价为2.15万元/吨，同环比约-6.9%/-3.2%；单位净利为0.20万元/吨，同比下降约31.0%，环比持平。全年看一二三代产品盈利基本稳定，我们预计26年单壁产品单吨利润可达1万元/吨，其他产品单吨利润维持0.2万元/吨。

图表：2025年、2026年Q2及Q3 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）							
导电剂	25Y	25年同比	26Q2	26Q3	Q3同比	Q3环比	26Q1-Q3	前三季度同比	25Y	25年同比	26Q2	26Q3	Q3同比	Q3环比	26Q1-Q3	前三季度同比
天奈科技	13.0	-10.4%	4.1	4.9	42.2%	19.6%	12.2	22.1%	2.3	-8.9%	0.8	0.9	14.4%	15.9%	2.3	15.0%
道氏技术	81.6	5.2%	25.6	32.0	36.1%	24.8%	79.9	33.1%	5.1	223.1%	1.8	0.1	-94.3%	-94.2%	3.0	-27.6%
黑猫股份	86.9	-14.3%	25.3	26.0	22.8%	3.0%	70.3	9.5%	-4.6	转亏	-0.1	-0.6	减亏	亏损扩大	-1.6	减亏
合计	**181.4**	**-6.2%**	**55.0**	**62.9**	**30.7%**	**14.4%**	**162.4**	**21.0%**	**2.7**	**-37.2%**	**2.5**	**0.5**	**-72.4%**	**-81.4%**	**3.6**	**-8.8%**

表：天奈科技季度盈利拆分（万吨、万元/吨）

代表公司	单位	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	2026Q3
天奈	出货	1.5	2.1	2.3	2.6	2.0	1.7	1.7	1.7	1.7	2.4	3.0
	单价	2.31	1.83	1.93	1.93	1.93	2.12	2.31	1.97	2.05	2.22	2.15
	单位净利	**0.34**	**0.28**	**0.28**	**0.23**	**0.27**	**0.27**	**0.29**	**0.30**	**0.20**	**0.20**	**0.20**

11 导电剂：26Q3末现金缺口扩大，营运资金占用上升

- **26Q3末板块无息在手现金继续减少，营运资本占用上升。**天奈科技无息在手现金为2.3亿元，较年初下降56.6%；营运资本为23.4亿元，较年初增长7.1%。道氏技术无息在手现金为-26.9亿元，缺口扩大；营运资本为30.9亿元，较年初下降4.8%。黑猫股份无息在手现金为-31.2亿元，缺口扩大；营运资本为1.3亿元，较年初由负转正。板块合计无息在手现金为-55.9亿元，较26Q2末的-49.2亿元进一步下降，现金缺口持续扩大；营运资本为55.6亿元，较年初增长32.7%，资金占用进一步增加。

表：2025年、2026年Q2及Q3 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	26Q2	26Q2较年初增长	26Q3	26Q3较年初增长	25Q4	26Q2	26Q2较年初增长	26Q3	26Q3较年初增长
688116.SH	**天奈科技**	5.4	5.1	-4.2%	2.3	-56.6%	21.8	22.3	2.4%	23.4	7.1%
300409.SZ	**道氏技术**	-12.0	-25.2	缺口扩大	-26.9	缺口扩大	32.5	30.4	-6.3%	30.9	-4.8%
002068.SZ	**黑猫股份**	-23.0	-29.1	缺口扩大	-31.2	缺口扩大	-12.4	-0.6	缺口收窄	1.3	转正
	合计	**-29.6**	**-49.2**	**缺口扩大**	**-55.9**	**缺口扩大**	**41.9**	**52.2**	**24.6%**	**55.6**	**32.7%**

数据来源：Wind、公司公告，东吴证券研究所

12 三元正极：26Q3收入持续增长，盈利环比承压、现金储备下降

- **Q1-3归母净利润同比增长，Q3收入环增但盈利水平回落。**26Q1-3实现营收684.3亿元，同比增长92%；归母净利润15.5亿元，同比增长211%。其中，26Q3营收262.9亿元，同环比+91%/+9%；归母净利润2.3亿元，同环比+17%/-73%。26Q1-3毛利率8.8%，同比提升0.1pct，归母净利率2.3%，同比提升0.9pct。26Q3毛利率6.8%，同减1.3pct、环减3.1pct；归母净利率0.9%，同减0.5pct、环减2.6pct。
- **Q3经营性现金流环比改善，资本开支持续增长。**26Q1-3经营活动净现金流1.7亿元，同减95%；26Q3为8.8亿元，同减32%、环增165%。26Q3资本开支15.4亿元，同增91%、环增8%。Q3末存货237.7亿元，较年初增加66%；应收账款198.5亿元，较年初增加30%。Q3末无息在手现金22.2亿元，较年初减少73%，营运资本216.3亿元，较年初减少1%，资金储备有所消耗。

图表：2026年Q1-3三元正极板块情况（亿元）

	2026Q1-3	同比	2026Q1	2026Q2	2026Q3	同比	环比
营业收入（亿元）	684.3	92%	180.9	240.6	262.9	91%	9%
归母净利润（亿元）	15.5	211%	4.9	8.3	2.3	17%	-73%
毛利率	8.80%	0.1pct	10.30%	9.90%	6.80%	-1.3pct	-3.1pct
归母净利率	2.30%	0.9pct	2.70%	3.50%	0.90%	-0.5pct	-2.6pct
费用率	4.90%	-1.9pct	6.20%	4.80%	4.00%	-2.6pct	-0.8pct
经营活动净现金流（亿元）	1.7	-95%	-10.3	3.3	8.8	-32%	165%
资本开支（亿元）	43.5	84%	13.8	14.2	15.4	91%	8%

	2025Q4	2026Q1	2026Q2	2026Q3	较年初增长
应收账款（亿元）	153	166.6	185.4	198.5	30%
预收款项（亿元）	4.6	5.7	9.3	6.7	47%
存货（亿元）	143	190.8	244.5	237.7	66%
在建工程（亿元）	34.9	38.5	51	61.5	76%
无息在手现金（亿元）	81.2	57.9	31.7	22.2	-73%
营运资本（亿元）	219.2	216.9	212.9	216.3	-1%

数据来源：Wind、公司公告，东吴证券研究所

12 三元正极：26Q3厂商利润环比普降，厦钨盈利相对稳健

◆ **Q3厂商利润环比普遍下降，厦钨新能盈利相对稳健。**容百科技26Q3营收58.8亿元，同增115%、环增19%，归母净利润-1.3亿元，同比亏损收窄7%，环比由盈转亏，其Q1-3归母净利润-0.2亿元，同比亏损收窄92%，但单季度盈利仍有波动。当升科技26Q3营收69.8亿元，同增135%、环增17%，归母净利润1.2亿元，同减36%、环减50%，收入增长未能带动利润同步提升。厦钨新能26Q3营收79.5亿元，同增44%、环增1%，归母净利润2.5亿元，同增4%、环减6%，盈利规模领先板块。长远锂科Q3归母净利润0.8亿元，环减72%；振华新材亏损1.1亿元，环比亏损扩大。

表：2026年Q1-3三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		26Q1-3	同比	26Q3	同比	环比	26Q1-3	同比	26Q3	同比	环比
688005.SH	容百科技	146	63%	58.8	115%	19%	-0.2	92%	-1.3	7%	-228%
300073.SZ	当升科技	174.5	136%	69.8	135%	17%	6.4	28%	1.2	-36%	-50%
688707.SH	振华新材	14.4	35%	7.9	123%	69%	-2.8	15%	-1.1	5%	-40%
688779.SH	长远锂科	125	147%	46.8	118%	-2%	4.6	2397%	0.8	1150%	-72%
688778.SH	厦钨新能	224.4	72%	79.5	44%	1%	7.5	35%	2.5	4%	-6%
合计		**684.3**	**92%**	**262.9**	**91%**	**9%**	**15.5**	**211%**	**2.3**	**17%**	**-73%**

数据来源：Wind、公司公告，东吴证券研究所

12 三元正极：容百出货增长、当升单吨盈利承压，厦钨盈利相对稳健

- **容百科技26Q3出货环比增长，三元业务单吨盈利降至盈亏平衡。**26Q3出货约3.8万吨，同增81%、环增31%；单吨净利约0万元，较26Q2的0.4万元下降，但较25Q3的亏损0.5万元有所改善。公司出货规模明显提升，但尚未同步转化为单吨盈利增长，后续仍需关注盈利修复情况。
- **当升科技26Q3出货环比持平，单吨盈利明显承压。**26Q3出货约2.2万吨，同增47%、环比持平；单吨净利约0.3万元，同减70%、环减63%。出货量较去年同期增长，但单吨盈利下降幅度较大，量增未能抵消单位利润下滑的影响。
- **厦钨新能26Q3出货环比增长，单吨盈利相对稳健。**26Q3出货约3.9万吨（含钴酸锂），同比持平、环增8%；单吨净利约0.75万元，同增36%、环减3%。公司单吨盈利同比改善、环比小幅回落，出货增长对利润形成支撑，整体量利表现相对稳健。

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	2026Q3
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	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	0.30
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	3.8
	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	0.00
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	3.9
	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	0.75

数据来源：Wind、公司公告，东吴证券研究所

12 三元正极：行业现金储备下降，企业资金状况分化

- 行业无息在手现金持续下降，企业资金状况分化。26Q3末板块无息在手现金22.2亿元，较年初-73%，营运资本216.3亿元，较年初-1%。容百科技26Q3末无息现金-29.7亿元，较年初-74%；营运资本11.5亿元，较年初-40%，资金压力仍较明显。当升科技无息现金45.2亿元，较年初-44%；营运资本81.7亿元，较年初-13%，现金储备仍居板块首位。振华新材无息现金4.4亿元，较年初-8%；营运资本18.6亿元，较年初-9%。长远锂科无息现金-8.0亿元，较年初-53%；营运资本60.7亿元，较年初+12%。厦钨新能无息现金10.3亿元，较年初-44%；营运资本43.9亿元，较年初+38%。

图表：26年Q1-3三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		26Q1	26Q2	26Q3	较年初增长	26Q1	26Q2	26Q3	较年初增长
688005.SH	容百科技	-21.8	-27.7	-29.7	-74%	9.2	4.5	11.5	-40%
300073.SZ	当升科技	75	58.2	45.2	-44%	95.5	87.3	81.7	-13%
688707.SH	振华新材	1.8	1.8	4.4	-8%	20.2	20	18.6	-9%
688779.SH	长远锂科	-13.2	-14.4	-8	-53%	55	59.6	60.7	12%
688778.SH	厦钨新能	16	13.8	10.3	-44%	37	41.5	43.9	38%
合计		**57.9**	**31.7**	**22.2**	**-73%**	**216.9**	**212.9**	**216.3**	**-1%**

数据来源：Wind、公司公告，东吴证券研究所

13 三元前驱体：26Q3盈利同环比下降，资本开支收缩、现金缺口扩大

- **Q1-3收入及利润同比增长，Q3盈利同环比回落。**26Q1-3实现营收1588.1亿元，同比+31%；归母净利润72.3亿元，同比+18%。其中，Q3营收497.5亿元，同增12%、环减12%；归母净利润12.6亿元，同减42%、环减46%。26Q1-3毛利率15.9%，同比+1.8pct，归母净利率4.6%，同比-0.5pct。26Q3毛利率14.4%，同减0.3pct、环减1.1pct；归母净利率2.5%，同减2.4pct、环减1.6pct，单季度盈利能力有所承压。
- **Q3经营性现金流环比基本持平，资本开支同环比下降。**26Q1-3经营活动净现金流74.1亿元，同减10%；26Q3为29.9亿元，同减23%、环比基本持平。26Q3资本开支50.1亿元，同减36%、环减20%；Q3末存货584.1亿元，较年初增加14%；应收账款297.2亿元，较年初增加39%。Q3末无息在手现金-584.3亿元，资金缺口较年初扩大12%；营运资本101.2亿元，较年初增加40%，整体资金压力仍存。

表： 2026年Q1-3三元前驱体板块情况（亿元）

	2026Q1-3	同比	2026Q1	2026Q2	2026Q3	同比	环比
营业收入（亿元）	1588.1	31%	524.1	566.5	497.5	12%	-12%
归母净利润（亿元）	72.3	18%	36.6	23.2	12.6	-42%	-46%
毛利率	15.90%	1.8pct	17.50%	15.60%	14.40%	-0.3pct	-1.1pct
归母净利率	4.60%	-0.5pct	7.00%	4.10%	2.50%	-2.4pct	-1.6pct
费用率	7.60%	-0.05pct	8.00%	7.00%	7.80%	-0.3pct	0.8pct
经营活动净现金流（亿元）	74.1	-10%	14.4	29.8	29.9	-23%	0%
资本开支（亿元）	180.6	-13%	67.7	62.7	50.1	-36%	-20%

	2025Q4	2026Q1	2026Q2	2026Q3	较年初增长
应收账款（亿元）	213.5	260.6	285.2	297.2	39%
预收款项（亿元）	31	46	53	35.8	15%
存货（亿元）	510.3	579.3	615.2	584.1	14%
在建工程（亿元）	224.6	256.2	311.9	358.7	60%
无息在手现金（亿元）	-523	-577.8	-573.9	-584.3	-12%
营运资本（亿元）	72.1	135.2	88.6	101.2	40%

数据来源：Wind、公司公告，东吴证券研究所

13 三元前驱体：26Q3业绩分化，主要厂商环比承压

- **26Q3业绩分化，中伟新材利润同比增长，主要厂商利润环比下降。**华友钴业26Q3营收252.1亿元，同增16%、环减15%，归母净利润8.03亿元，同减47%、环减21%；26Q1-3归母净利润43.1亿元，同增2%。中伟新材26Q3营收147.1亿元，同增23%、环减18%，归母净利润5.0亿元，同增32%、环减33%；Q1-3归母净利润18.1亿元，同增62%，累计业绩增长较快。格林美26Q3营收90.2亿元，同减9%、环增13%，归母净利润1.4亿元，同减56%、环减75%。芳源股份Q3亏损扩大，帕瓦股份保持盈利但利润环比回落。

图表： 2026年Q1-3三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		26Q1-3	同比	26Q3	同比	环比	26Q1-3	同比	26Q3	同比	环比
603799.SH	华友钴业	807.8	37%	252.1	16%	-15%	43.1	2%	8.03	-47%	-20.5%
300919.SZ	中伟新材	482.9	45%	147.1	23%	-18%	18.1	62%	5	32%	-33%
002340.SZ	格林美	270.1	-2%	90.2	-9%	13%	12.1	9%	1.4	-56%	-75%
688148.SH	芳源股份	20.5	38%	5.9	-1%	-27%	-1.5	-23%	-1.9	-792%	-1088%
688184.SH	帕瓦股份	6.7	90%	2.2	89%	-12%	0.5	127%	0.1	120%	-63%
合计		**1588.1**	**31%**	**497.5**	**12%**	**-12%**	**72.3**	**18%**	**12.6**	**-42%**	**-46%**

数据来源：Wind、公司公告，东吴证券研究所

13 三元前驱体：镍利润受硫磺涨价影响，钴价格高位有所回落

- **华友钴业Q3前驱体出货增长，但单吨盈利及钴产品利润下降。**26Q3前驱体出货约5.2万吨，环增11%，单吨利润约0.1万元，较Q2的0.3万元明显下降，前驱体利润约0.52亿元，环减63%。正极业务单吨利润约0.3万元，环比持平。铜产品利润2.83亿元，环增42%；钴产品利润0.53亿元，环减88%。公司Q3归母净利润8.03亿元，环减20.5%，整体盈利有所承压。
- **中伟新材Q3前驱体出货回升、单吨盈利稳定，镍产品利润环比回落。**26Q3前驱体出货约7.04万吨，环增8%，单吨利润约0.55万元，环比持平，前驱体利润约3.87亿元，环增8%;镍产品出货约3.5万金属吨，环增23%，利润2.45亿元，环减23%;磷酸铁出货约5.0万吨，环比小幅增长，利润0.20亿元，环比翻倍。公司Q3归母净利润5.82亿元，环减15%.

表： 前驱体行业主流厂商利润拆分情况

中伟新材	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26
前驱体（百万元，四钴和三元）	335	330	315	210	240	420	397	453	446	358	387
-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*	*7.04*
-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*	*0.55*
磷酸铁（百万元）	-15	-23	-40	-80	-25	-23	-20	-22	0	10	20
-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*	*5.00*
镍产品（百万元）	20	120	80	10	100	0	0	0	180	317	245
-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*	*3.50*
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**	**685**	**582**
华友钴业	**1Q24**	**2Q24**	**3Q24**	**4Q24**	**1Q25**	**2Q25**	**3Q25**	**4Q25**	**1Q26**	**2Q26**	**3Q26**
前驱体（百万元）	**81**	**120**	**72**	**90**	**21**	**21**	**90**	**90**	**99**	**141**	**52**
-出货量（万吨）	*2.7*	*4*	*2.4*	*3*	*2.1*	*2.1*	*3*	*3*	*3.30*	*4.70*	*5.20*
-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*	*0.10*
正极（巴莫）	0	0	0	0	21	30	33	33	42	42	48
-出货量（万吨）	*2.4*	*2.9*	*2*	*1.7*	*1.9*	*2.7*	*3*	*3*	*3.80*	*3.80*	*4.30*
-单吨利润（万元/吨）	*0*	*0*	*0*	*0*	*0.3*	*0.3*	*0.3*	*0.3*	*0.30*	*0.30*	*0.30*
铜产品（百万元）	**126**	**250**	**220**	**220**	**160**	**190**	**200**	**230**	**200**	**200**	**283**
钴产品（百万元，含资产减值损失）	**60**	**75**	**85**	**75**	**65**	**365**	**485**	**465**	**464**	**445**	**53**
硫酸镍（百万元）	**352**	**536**	**396**	**300**	**321**	**268**	**300**	**300**	**375**	**428**	**0**
-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*	*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**	**0**
-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**	**803**

数据来源：Wind、公司公告，东吴证券研究所

13 三元前驱体：整体现金缺口扩大，营运资本较年初改善

- **行业整体现金缺口较年初扩大，营运资本有所改善，企业资金表现分化。**26Q3末板块无息在手现金-584.3亿元，资金缺口较年初扩大12%；营运资本101.2亿元，较年初增加40%。华友钴业26Q3末无息现金-302.8亿元，较年初下降17%；营运资本-32.6亿元，较年初改善1%，仍为负值。中伟新材无息现金-100.8亿元，较年初改善1%；营运资本106.3亿元，较年初增加6%。格林美无息现金-164.7亿元，较年初下降12%；营运资本25.1亿元，较年初增加777%，主要受年初低基数影响。芳源股份无息现金-16.2亿元，较年初下降12%；营运资本-2.0亿元，较年初下降84%。帕瓦股份无息现金转正至0.1亿元，营运资本4.4亿元，较年初增加48%。

表：2026年Q1-3三元前驱体板块现金及营运资本情况

新能源汽车板块		无息在手现金				营运资本			
三元前驱体		26Q1	26Q2	26Q3	较年初增长	26Q1	26Q2	26Q3	较年初增长
603799.SH	华友钴业	-285.8	-326	-302.8	-17%	-8.6	-23.5	-32.6	1%
300919.SZ	中伟新材	-126.1	-85.3	-100.8	1%	127.3	103.4	106.3	6%
002340.SZ	格林美	-151.4	-148.2	-164.7	-12%	14	5.1	25.1	777%
688148.SH	芳源股份	-14	-14.4	-16.2	-12%	-0.8	-0.6	-2	-84%
688184.SH	帕瓦股份	-0.5	-0.03	0.1	113%	3.3	4.2	4.4	48%
合计		**-577.8**	**-573.9**	**-584.3**	**-12%**	**135.2**	**88.6**	**101.2**	**40%**

数据来源：Wind、公司公告，东吴证券研究所

投资建议和风险提示

投资建议

- **锂电当前龙头估值27年8-12xPE，达到历史低位，**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、天赐材料、科达利、湖南裕能、诺德股份、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）；**并长期看好底部的锂矿龙头。

表：重点公司估值表（总市值、股价、归母净利润一致预期等数据截至2026年11月3日收盘；注：表中估值为市值/归母

	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
					2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E		
电池	300750.SZ	宁德时代	11,667	249	722	868	998	1,195	16	13	12	10	买入	东吴
	002594.SZ	比亚迪	6,897	85	326	351	425	514	21	20	16	13	买入	东吴
	300014.SZ	亿纬锂能	1,063	49	41	74	98	128	26	14	11	8	买入	东吴
	300207.SZ	欣旺达	334	18	11	10	17	27	32	32	20	12	买入	东吴
	002245.SZ	蔚蓝锂芯	181	11	7	13	20	27	25	14	9	7	买入	东吴
	688063.SH	派能科技	87	35	1	0.3	1	2	102	271	59	35	买入	东吴
	300438.SZ	鹏辉能源	192	38	2	16	23	28	93	12	8	7	买入	东吴
	688772.SH	珠海冠宇	169	15	5	0.1	8	13	36	1540	21	13	买入	东吴
结构件	002850.SZ	科达利	459	160	18	21	29	38	26	22	16	12	买入	东吴
电解液	002709.SZ	天赐材料	546	27	14	51	54	58	40	11	10	9	买入	东吴
	300037.SZ	新宙邦	379	50	11	22	30	38	35	17	13	10	买入	东吴
负极	603659.SH	璞泰来	436	20	24	31	44	63	18	14	10	7	买入	东吴
	920185.BJ	贝特瑞	204	18	9	9	12	13	23	23	18	15	买入	东吴
	001301.SZ	尚太科技	175	48	9	11	23	29	19	15	8	6	买入	东吴
	301349.SZ	信德新材	46	32	0.4	1	3	4	118	32	18	12	买入	东吴
隔膜	002812.SZ	恩捷股份	478	49	1	29	50	62	335	16	9	8	买入	东吴
	300568.SZ	星源材质	166	12	0.4	6	14	17	456	27	12	10	买入	东吴
正极	603799.SH	华友钴业	586	31	61	51	64	77	10	12	9	8	买入	东吴
	300919.SZ	中伟新材	311	31	16	25	31	34	20	13	10	9	买入	东吴
	300769.SZ	德方纳米	96	34	-8	8	8	9	-12	12	12	10	买入	东吴
	300073.SZ	当升科技	182	33	6	8	13	15	29	23	14	12	买入	东吴
	688778.SH	厦钨新能	188	37	8	10	13	16	25	18	15	12	买入	东吴
	301358.SZ	湖南裕能	401	47	13	55	56	62	31	7	7	6	买入	东吴
	300432.SZ	富临精工	243	14	4	11	21	30	57	22	12	8	买入	东吴
导电剂	688116.SH	天奈科技	121	33	2	3	6	8	53	35	21	16	买入	东吴
铜箔	688388.SH	嘉元科技	134	20	1	8	15	20	235	16	9	7	买入	东吴
	600110.SH	诺德股份	142	8	-3	4	14	18	-48	34	11	8	买入	东吴
铝箔	603876.SH	鼎胜新材	124	13	5	10	13	16	24	12	9	8	买入	东吴
设备	688392.SH	骄成超声	111	96	1	2	4	6	94	53	27	20	买入	东吴
锂	002466.SZ	天齐锂业	564	35	5	84	92	97	122	7	6	6	买入	东吴
	002460.SZ	赣锋锂业	675	36	16	65	67	74	42	10	10	9	买入	东吴
	002756.SZ	永兴材料	187	35	7	17	19	21	28	11	10	9	买入	东吴
	000688.SZ	国城矿业	229	19	11	18	23	25	21	13	10	9	买入	东吴
	001203.SZ	大中矿业	274	18	7	8	17	34	37	33	16	8	买入	东吴
	000408.SZ	藏格矿业	1039	66	39	84	97	99	27	12	11	10	买入	东吴
	002738.SZ	中矿资源	253	35	5	20	24	29	55	12	10	9	买入	东吴
	002497.SZ	雅化集团	148	13	6	30	36	39	23	5	4	4	买入	东吴
	002240.SZ	盛新锂能	176	19	-9	14	16	17	-20	12	11	10	买入	东吴
	300390.SZ	天华新能	297	36	4	46	59	69	74	6	5	4	买入	东吴
	000792.SZ	盐湖股份	1190	22	85	120	131	142	14	10	9	8	未评级	Wind
机器人	002850.SZ	科达利	459	160	18	21	29	38	26	22	16	12	买入	东吴
	300432.SZ	富临精工	243	14	4	11	21	30	57	22	12	8	买入	东吴
	603119.SH	浙江荣泰	262	55	3	4	6	9	94	72	47	29	买入	东吴
	300953.SZ	震裕科技	207	84	5	10	16	21	40	21	13	10	买入	东吴
固态	688778.SH	厦钨新能	188	37	8	10	13	16	25	18	15	12	买入	东吴
	300073.SZ	当升科技	182	33	6	8	13	15	29	23	14	12	买入	东吴
	920522.BJ	纳科诺尔	38	17	1	0.4	2	2	58	106	25	15	买入	东吴
	920914.BJ	远航精密	15	15	1	0.5	1	1	28	33	24	17	买入	东吴
	002460.SZ	赣锋锂业	675	36	16	65	67	74	42	10	10	9	买入	东吴

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测

风险提示

- **价格竞争超市场预期：**动力电池及部分材料环节新增产能持续释放，若终端需求增长不足以消化新增供给，行业竞争可能进一步加剧，产品价格及加工费面临下行压力。若前期涨价传导不及预期，或客户议价导致价格回落，相关企业的单位盈利及利润修复幅度可能低于预期。
- **原材料价格波动：**碳酸锂、钴、镍、铜、铝等原材料价格受供需变化、海外资源政策及项目投产进度等因素影响，存在波动风险。若原材料价格上涨而成本无法及时向下游传导，可能压缩企业毛利率；若价格快速下跌，则可能引发高价库存消化及存货减值压力，影响企业盈利。
- **终端需求及行业排产不及预期：**新能源汽车销量及储能项目落地受消费需求、政策调整、项目经济性和海外贸易环境等因素影响。若国内新能源车需求恢复偏弱、海外销量增长放缓，或储能项目建设及并网进度低于预期，可能导致电池需求与产业链排产下降，进而影响相关企业出货量、产能利用率及盈利水平。

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 SOOCHOW SECURITIES

东吴证券 财富家园