国金证券
SINOLINK SECURITIES

锂电板块2025年及2026年Q1业绩总结

——周期触底反转，业绩大幅回暖

2026/5/6

国金电新团队 专注产业链深度研究

分析师：姚遥 执业编号：S1130512080001

观点总结&投资建议

国金证券 SINOLINK SECURITIES

■ 2025&1Q26A业绩总结

✓ **总量：动储加速上行，出口贡献增量。**（1）新能源车：2025年，国内/欧洲十国/美国新能源车销量1421/315/151万辆，YoY+16%/35%/-2%。1Q26，国内/欧洲十国/美国新能源车销量250/90/28万辆，YoY-5%/+30%/-27%。欧洲持续超预期。（2）储能：2025年，国内/欧洲/美国储能装机146/33/39GWh，YoY+33%/46%/39%。1Q26，国内/美国储能装机34/5GWh，YoY+205%/-15%。国内增速超预期系储能高增核心驱动力。（3）电池：2025年国内动力电池销量1202GWh，YoY+52%；国内储能及其他电池销量500GWh，YoY+101%。1Q26，国内动力电池销量292GWh，YoY+34%；国内储能及其他电池销量145GWh，YoY+112%。2025/1Q26，动力电池出口190/57GWh，YoY+42%/50%，储能电池出口115/27GWh，YoY+68%/15%。补库周期加速电池需求，2025年起出口贡献核心增量驱动力。

✓ **周期：锂电步入上行阶段，量价齐升彰显繁荣。**3Q25/4Q25/1Q26，锂电板块收入累计同比16%/20%/50%、产成品存货同比为38%/40%/53%，收入及存货同方向上行为板块“主动补库”阶段（繁荣期），延续1Q24起新一轮库存周期向上趋势。

✓ **子环节盈利：4Q25-1Q26改善明显，多环节回报周期缩短至10年内，仍具涨价空间。**4Q25-1Q26，行业价格大幅回暖趋势下各环节盈利明显改善，6F、碳酸锂、VC等环节回报周期显著缩短至1年附近，铁锂正极、结构件、铝箔、EC、PVDF、电解液、三元正极等收窄至10年内，电池、隔膜、铜箔、负极等环节回报周期仍较长，具备盈利回升潜力。2026年行业总量预计增长近30%，我们判断锂电中游板块利润由2024年触底、2025年恢复，2026年Q1业绩同比改善，全年有望呈现近倍增预期。

✓ **锂电1Q26业绩超预期，关注超低估值细分环节标的。**我们选取锂电板块公司测算26-28年PE，根据Wind一致预期，板块对应年均PE分别30/22/17倍，锂电板块整体仍处于估值低位，且产业链整体涨价趋势下有望持续向下修正PE估值。若考虑1Q26业绩，测算26年化利润对应PE，电池、铁锂正极、三元正极及前驱体、电解液，及结构件环节公司估值呈现低估。

观点总结&投资建议

国金证券 SINOLINK SECURITIES

■ 具体子环节业绩总结如下：

1. **电池：价格盈利回暖，龙头优势凸显。**2025-1Q26，国内电池企业出海势头强劲，全球、海外份额均较外资提升。行业价格随动储需求及原料成本回暖，上浮近0.1-0.2元/Wh，驱动收入4Q25-1Q26同比-28%～71%、扣非净利率-16%～15%，整体保持改善。龙头宁德时代仍保持绝对份额、盈利领先，蝉联全球出货第一。

2. **隔膜：业绩触底反转，头部格局主导。**2025-1Q26，隔膜需求及出货保持高增，稼动率提升至90%，行业龙头恩捷股份份额仍居三成以上，CR4=73%。价格自2025年底触底回升，上涨近0.1-0.2元/平，驱动4Q25-1Q26行业毛利率大幅改善，头部毛利率恢复至25%～28%。

3. **铁锂正极：行业价格、盈利呈现大幅反转，预计Q2维持强势。**26Q1LFP大客户价格显著上行。由于行业进入联合停产，Q1大客户端价格显著上行。受益于Q1行业提价和碳酸锂涨价带来的毛利率提升，铁锂上市公司一季报均出现大幅改善，25Q4扣非归母净利率范围在-11.1%~5.3%，26Q1达到2.6%~9.0%。我们预计伴随Q2锂价的上涨，和Q1提价对经营的改善持续兑现，Q2行业盈利预计仍将维持强势。

4. **三元正极：需求结构增长，成本驱动涨价。**三元及前驱体销量保持稳健，三元、前驱体CR3分别56%、62%，龙头分别南通瑞祥、湖南邦普，主要受益于中高镍及头部供应链超额拉动。三元正极及前驱体价格受到原料锂、镍、钴金属价格波动影响较大，整体呈现回升趋势，驱动4Q25-1Q26三元企业扣非净利率-53%～6%、前驱体企业扣非净利率3%～8%，整体较历史均值小幅改善，前驱体盈利仍好于三元。

5. **6F：价格强势反转后回落，看好后市重回上行。**25H2行业稼动率提升，6F价格大幅攀升，不断刷新年内高位，26Q1高位回落持续下降至4月，后续看，原料端价格维持强势，需求端持续向好，叠加行业库存处于低位，大厂出货情况偏紧，多方支撑价格上行，企业对挺价坚持，后续6F价格有望重回上行。

观点总结&投资建议

6. **VC：25Q4价格大幅反转上行，当前仍高位运行，看好后市表现。**25年10月企业反内卷叠加厂商检修，短时间内VC价格快速冲高，一度超20万元/吨，随后有所回落，当前价格稳定在15万元/吨左右水平。26Q1华盛锂电/孚日股份/海科新源/富祥药业的扣非归母净利率分别为36%/13%/13%/17%，环比均大幅提升。由于VC强受益于储能的增长（添加比例高于动力），行业挺价坚决，看好后续价格表现。

7. **溶剂：溶剂价格阶段上行，丙二醇价格暴涨。**25Q4电解液产业链复苏，溶剂受自身低位开工影响出现供不应求工厂，价格涨后持稳，26年2-3月在原材料价格上涨压力下，价格不断向前推涨；同时伊以战争打响致环氧丙烷价格扶摇直上，叠加下游需求好转，出口情况向好及市场库存水平低位，丙二醇（DMC副产品）价格大幅攀升，预计部分溶剂企业在丙二醇上实现可观利润。

8. **负极：单吨盈利有所承压，后续关注份额扩张和价格传导。**25年负极价格小幅上行，26Q1整体平稳，原材料石油焦价格从25Q3到26Q2整体维持上行趋势，以及石墨化环节的委外加工费持续上涨，由于负极产品价格传导的滞后和难度，两部分成本的上行对企业负极业务盈利能力均构成负向冲击，25Q4-26Q1企业普遍较之前承压。

9. **铜箔：26Q1电子箔、电池箔均受益供需紧张而提升加工费。**25Q4受益需求上行，电子电路箔、锂电铜箔价格触底回升。26Q1电子电路铜箔在AI服务器方面缺口持续扩大，生产紧张，多数企业爆单，加工费上行，后续受制于高端产品认证时间及产能扩充速度，短期电子电路铜箔供不应求局面将延续；26Q1锂电铜箔受益储能领域需求爆发，在大客户加工费价格上调，极薄锂电铜箔供应持续紧缺，产品加速升级。26Q1德福/嘉元/中一/诺德的扣非归母净利率分别达3%/3%/3%/1%，环比改善显著。

10. **结构件：龙头盈利能力有韧性，二线有改善。**行业盈利稳健，受益需求扩张，截至26Q1，科达利连续10个季度扣非归母净利率超10%；二线部分企业改善，基于需求增长和降本增效，震裕科技26Q1扣非归母净利率达9%，环比提升6%。核心关注两家企业。

观点总结&投资建议

国金证券 SINOLINK SECURITIES

■ 投资建议

1. **涨价：本轮锂电上行周期，我们核心推荐，**（1）具备赛道级别机会品种：碳酸锂、隔膜、铁锂正极、铜箔、6F、VC等环节；上轮周期整体利润率表现优，且环节具备资源禀赋、高集中度，及高壁垒特征，本轮上行周期环节公司具备丰富利润弹性。（2）加工费稳健修复品种：铝箔、负极等。（3）环节龙头具备超强阿尔法品种：电池、结构件、前驱体环节龙头。**相关标的：宁德时代、亿纬锂能、科达利、天赐材料、恩捷股份、湖南裕能、尚太科技、天际股份、多氟多、石大胜华、华盛锂电，及鼎胜新材等**。

2. **新技术5月进题风偏预计提升，叠加5.13深圳CIBF展，预计锂电新技术催化将密集发生。**

   ① **固态电池：**半固态电池逐步在低空、3C、电动工具、储能等领域落地应用，产业已处在更为广泛的商业化探索，全固态电池逐步从中试迈向量产能力的形成，部分车企预计在26年开展装车测试，产业沿着技术和工程两方面向前推进；

   ② **钠离子电池：**我国钠资源储量丰富、自给充足，有效规避锂价波动风险，具有长期战略意义，26Q1钠电池电芯成本已降至0.35-0.40元/Wh，与磷酸铁锂电池的价差缩小至0.10-0.15元/Wh，性价比逐步提升，25年钠电市场以储能和轻型动力为主，26年有望进步打开车端市场；

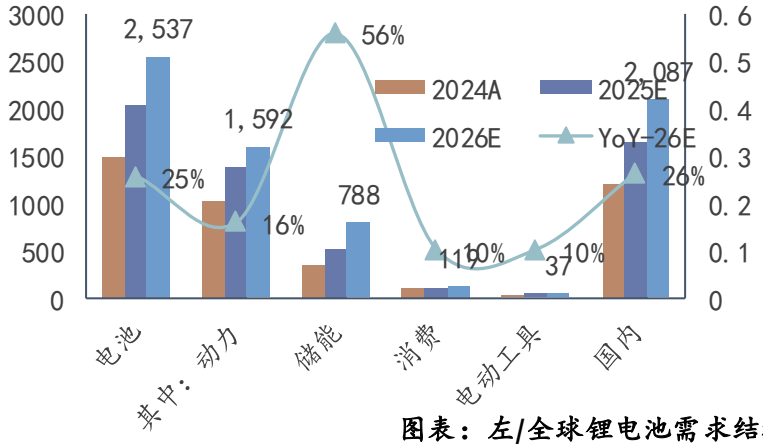
   ③ **复合铜箔：**复合铜箔通过将铜箔2/3的铜换成塑料实现降铜降本，是长期降本方案；十五五提出加快复合集流体技术攻关，近期阴极辊方案和全金属极耳方案重大突破，行业内企业获得头部客户技术授权，今年预计实现产业化。

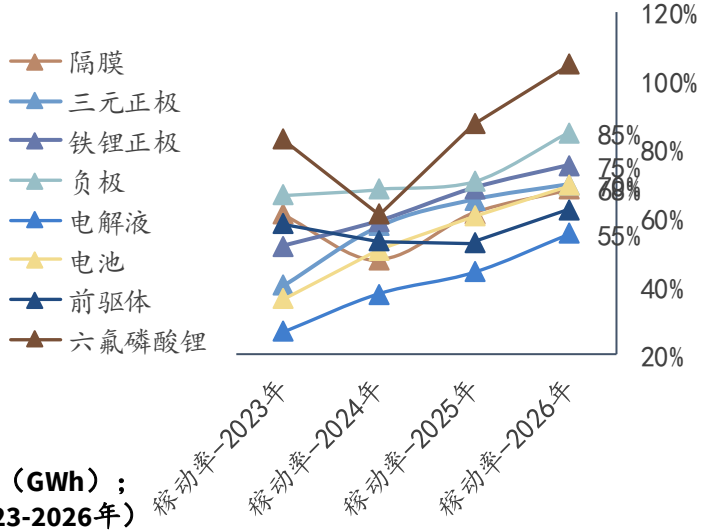
   相关标的：1）固态电池：宏工、纳科、灵鸽、利通、厦钨、中一等；2）钠电池：维科、普利特、鼎胜、万顺、容百、振华、中科等；3）复合集流体：胜利、三孚、英联、东威、宝明等。

锂电BETA&稼动率

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- ✓ 2026年，我们测算全球锂电池需求为2537GWh(YoY+25%)，拆分子环节动力/储能/消费/电动工具需求分别1592/788/119/37GWh（YoY分别+16%/56%/10%/10%）。国内储能经济性改善、全球储能需求爆发，及欧洲新能源车需求向好、国内单车带电量提升等系2026年行业维持高景气主要推动力。
- ✓ 锂电中游环节整体产能利用率周期看，拆分子环节资本开支及有效供给，电池/隔膜/铁锂正极/负极/六氟磷酸锂/三元前驱体/三元正极/电解液稼动率普遍由2025年50%-70%提升至2026年预期60%-80%，部分环节旺季阶段头部公司产能预计出现紧平衡或缺口。锂电材料非标品，与终端客户具备粘性，行业7-8成产能利用率对价格基本形成支撑，2026年锂电中游环节或迎接价格普涨行情。





图表：左/全球锂电池需求结构拆分（GWh）；右/锂电中游各环节稼动率走势（2023-2026年）

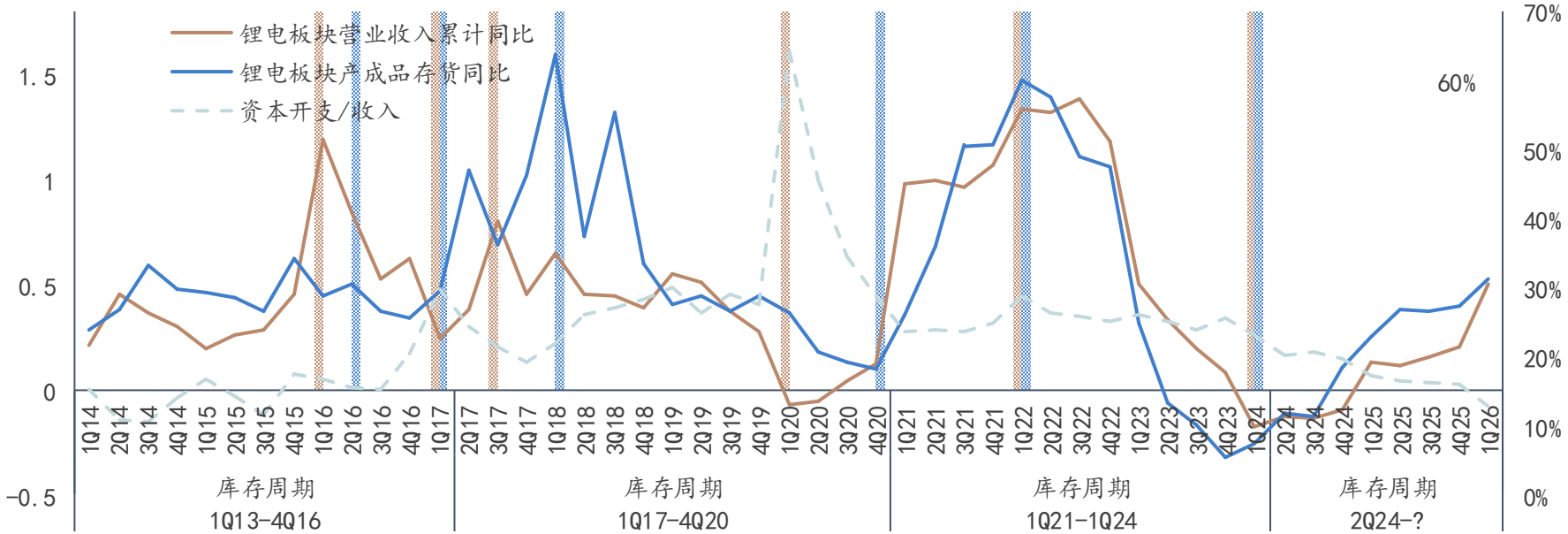
资料来源：国金证券研究所测算

周期位置①：锂电板块

国金证券 SINOLINK SECURITIES

✓ **锂电板块当前处于周期上行，量价齐升进入“繁荣”阶段。**3Q25/4Q25/1Q26，锂电板块收入累计同比16%/20%/50%、产成品存货同比为38%/40%/53%，收入及存货同方向上行为板块“主动补库”阶段（繁荣期），延续1Q24起新一轮库存周期向上趋势。

图表：利用锂电板块产成品存货同比划分库存周期（2014～2026年）

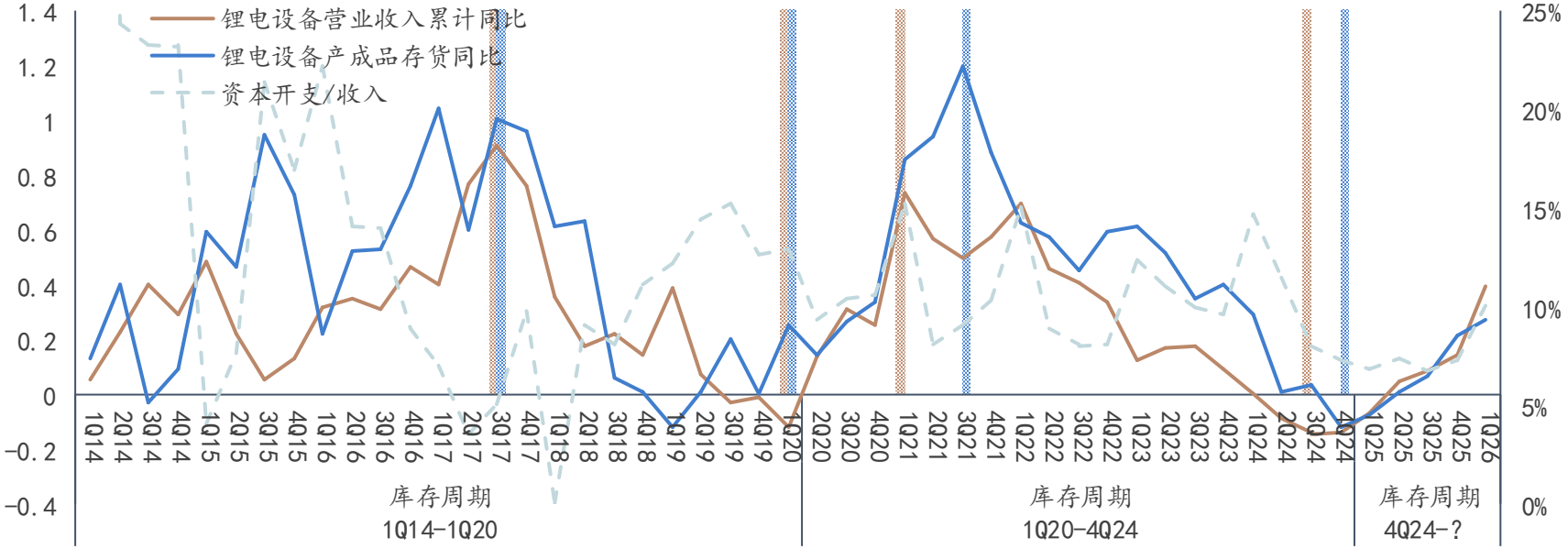


资料来源：Wind、国金证券研究所

周期位置②：锂电设备

✓ **设备周期相对前置，当前亦处于上行期。**3Q25/4Q25/1Q26，锂电设备板块收入累计同比9%/14%/39%、产成品存货同比为7%/21%/27%，当前亦处于周期上行繁荣期。参照历史周期特征，锂电设备呈现上行期短、下行期长特点，且上一轮上行期为2H20-1H21年，较锂电板块（2021年）前置。

图表：利用锂电设备板块产成品存货同比划分库存周期（2014～2026年）

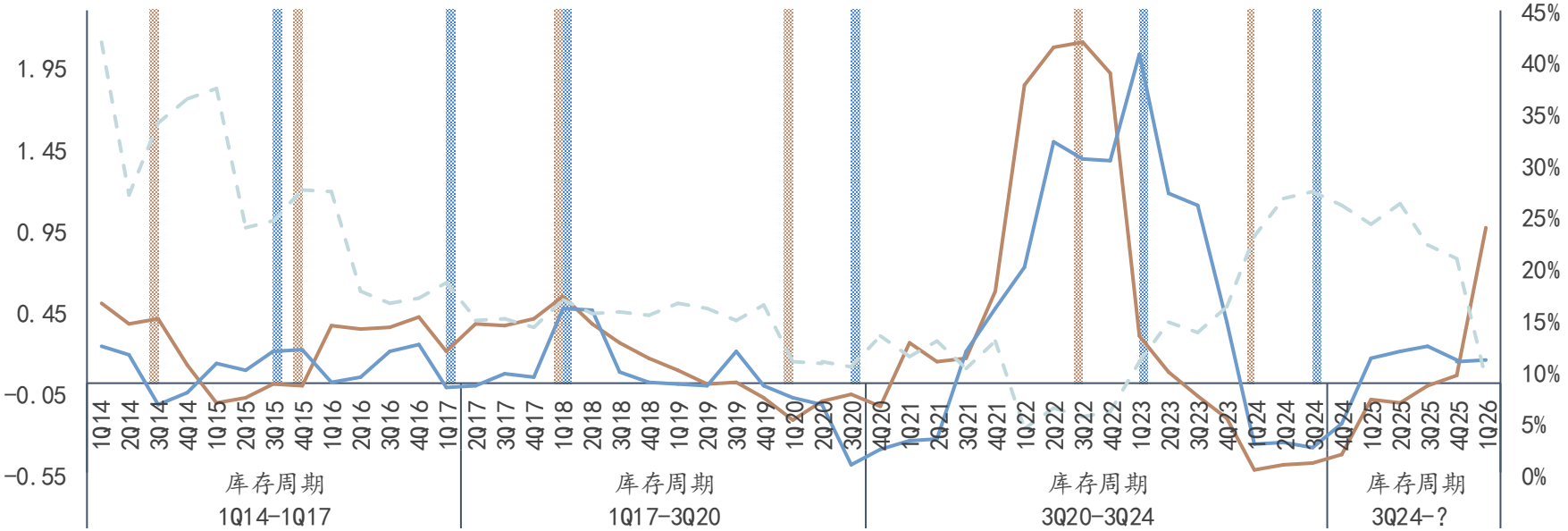


资料来源：Wind、国金证券研究所

周期位置③：碳酸锂

✓ **碳酸锂周期相对滞后，当前亦处于上行期。**3Q25/4Q25/1Q26，碳酸锂板块收入累计同比-1%/6%/97%、产成品存货同比为24%/15%/15%，当前处于周期上行被动去库阶段（复苏期）。参照历史周期特征，碳酸锂上一轮上行期为2H21-1H22年，较锂电板块（2021年）滞后。

图表：利用碳酸锂产成品存货同比划分库存周期（2014～2026年）



资料来源：Wind、国金证券研究所

锂电中游子环节行业属性分析

国金证券 SINOLINK SECURITIES

✓ **盈利改善明显，多环节回报周期缩短至10年内，仍具涨价空间。**4Q25-1Q26，行业价格大幅回暖趋势下各环节盈利明显改善，**6F、碳酸锂、VC等环节回报周期显著缩短至1年附近，铁锂正极、结构件、铝箔、EC、PVDF、电解液、三元正极等收窄至10年内，电池、隔膜、铜箔、负极等环节回报周期仍较长，具备盈利回升潜力**。

环节	投资回报周期（年：1Q26A）	扣非净利率（21/1Q26A）	上轮高点利（21A）	扩产周期（25E）	集中度（CR1/CR3;2025A）	资本开支CAGR（21-3Q25A）	说明
6F	1-2	17%/11%	4%	1-2	40%/70%	-9%	行业格局、扩产周期，及上一轮盈利高点看，均呈现优质潜质，具备赛道级机会
碳酸锂	1-2	22%/31%	22%	2-5	15%/65%	13%	具备资源禀赋集中度高、重资产、长周期特征，上轮高点弹性巨大，具备赛道级机会
隔膜	10-15	25%/6%	5%	2-3	35%/70%	-4%	具备长周期、重资产、高壁垒特征，上一轮周期盈利显著高于其他环节，具备赛道级机会
溶剂及添加剂	1-9	14%/11%	3%	1-2	40%/80%	-19%	成本占比较低、行业集中度较高，原油链超额顺价，具备丰富业绩弹性，优选VC、EC环节
铁锂正极	7-8	14%/7%	5%	1	30%/50%	-1%	高压密铁锂溢价明显，支撑价格上涨，具备差异化机会
负极	20	12%/7%	8%	1	25%/55%	-9%	产业链话语权相对较弱，成本传导滞后，头部盈利更稳健

图表：锂电中游子环节上轮高点利润分配、行业属性分析

资料来源：Wind、国金证券研究所

锂电中游子环节行业属性分析

国金证券 SINOLINK SECURITIES

✓ **盈利改善明显，多环节回报周期缩短至10年内，仍具涨价空间。**4Q25-1Q26，行业价格大幅回暖趋势下各环节盈利明显改善，**6F、碳酸锂、VC等环节回报周期显著缩短至1年附近，铁锂正极、结构件、铝箔、EC、PVDF、电解液、三元正极等收窄至10年内，电池、隔膜、铜箔、负极等环节回报周期仍较长，具备盈利回升潜力**。

环节	投资回报周期（年；1Q26A）	扣非净利率（21/1Q26A）	上轮高点利润占比（21A）	扩产周期（年；25E）	集中度（CR1/CR3;2025A）	资本开支CAGR（21-3Q25A）	说明
电池	24	7%/11%	24%	1	40%/65%	-5%	龙头格局主导、环节整体改善
结构件	5-6	9%/9%	1%	1	25%/70%	-9%	龙头格局主导、环节整体改善，同时开拓第二增长曲线
铝箔	4-5	1%/2%	1%	1-2	35%/65%	3%	龙头格局主导，受益于钠电发展趋势，赛道具备弹性潜力
铜箔	24	12%/0%	3%	1-2	25%/55%	-11%	当前回报周期、盈利不合理，赛道具备修复潜力，但面临新技术、同质化等冲击，同时环节开拓第二增长曲线
PVDF	4	5%/13%	3%	2-3	25%/65%	8%	制冷剂氟化工业务强复苏，锂电级或温和复苏
电解液	2-3	8%/11%	7%	1	30%/70%	-9%	龙头格局主导，整体赛道弹性偏弱
三元正极	7-8	7%/5%	14%	1	20%/50%	4%	行业BETA承压，环节利润、回报周期合理，公司转型铁锂、钠电等

图表：锂电中游子环节上轮高点利润分配、行业属性分析

资料来源：Wind、国金证券研究所

细分板块业绩

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- ✓ **（1）从营业收入同比增速看，LFP正极显著领先。**25年电池板块细分子行业营收同比增速由高至低依次为：LFP正极（+48%）>结构件（+30%）>负极（+28%）=电解液（28%）>隔膜（25%）>正极-三元前驱体(+24%)>电池（+18%）>设备（+15%）>正极-三元（+11%）>辅材（-12%）
- ✓ **单26Q1同比增速看，LFP正极、电解液居前。**1Q26电池板块细分子行业营收同比增速由高至低依次为：LFP正极（+116%）>电解液（+67%）>正极-三元（+65%）>电池（+50%）>结构件（+49%）>隔膜（+35%）=正极-三元前驱体(+35%)>负极（+34%）>设备（+25%）>辅材（-9%）。

图表：25年锂电细分子板块业绩对比（亿元）

2025年	营业收入	同比(%)	扣非归母净利润	同比	毛利率	同比pct	扣非归母净利率	同比pct	期间费用率	同比pct	研发费率	存货周转天数	同比	应收账款周转天数	同比	经营性现金流/收入	同比
电池	6,145	18%	678	37%	22.8%	0.9%	11.0%	1.6%	9%	0%	5%	83	12	73	19	25%	4%
隔膜	206	25%	2	-180%	18.7%	4.1%	0.9%	2.3%	15%	-1%	5%	79	-19	169	85	10%	0%
正极-三元	334	11%	1	-110%	8.3%	0.6%	0.2%	2.1%	8%	0%	4%	76	13	114	55	8%	2%
正极-三元前驱体	1,663	24%	86	35%	15.4%	0.1%	5.2%	0.4%	8%	0%	2%	112	3	43	-49	6%	-9%
LFP正极	683	48%	4	-132%	7.8%	1.9%	0.7%	3.6%	5%	-2%	2%	37	-1	66	30	-1%	-4%
负极	491	28%	43	38%	23.7%	-0.9%	8.8%	0.6%	11%	0%	5%	169	-34	106	-48	6%	-2%
电解液	514	28%	24	-362%	16.8%	3.8%	4.6%	6.9%	11%	-1%	5%	46	-4	104	60	1%	-1%
结构件	267	30%	23	32%	19.8%	0.1%	8.5%	0.1%	9%	-1%	5%	40	-7	114	76	9%	1%
辅材	106	-12%	-4	-296%	7.0%	-2.7%	-3.4%	-4.9%	9%	2%	2%	48	6	84	47	2%	1%
设备	332	15%	26	913%	29.3%	-1.1%	7.8%	6.9%	19%	-3%	9%	398	-46	196	-113	23%	28%

资料来源：各公司财报、国金证券研究所

细分板块业绩

国金证券 SINOLINK SECURITIES

✓ **（2）从扣非归母净利润同比增速看，设备环节显著领先。**25年细分子行业扣非归母净利润增速由高至低依次为：设备（+913%）>负极（+38%）>电池（+37%）>正极-三元前驱体（+35%）>结构件（+32%）>正极-三元（-110%）>LFP正极（-132%）>隔膜（-180%>辅材（-296%）>电解液（-362%）。

✓ **单26Q1同比增速看，分化较大，电解液、辅材、隔膜高增速。**1Q26扣非归母净利润同比增速由高到低依次为：电解液（+1099%）>辅材（+418%）>隔膜（+220%）>结构件（+74%）>三元前驱体（+58%）>电池（+53%）>设备（+19%）>负极（+5%）>正极-三元（-131%）>LFP正极（-1332%）。

图表：1Q26锂电细分子板块业绩对比（亿元）

26Q1	营业收入	同比	环比	扣非归母净利润	同比	环比	毛利率	同比	环比	扣非归母净利率	同比	环比	存货周转天数	同比	环比	经营性现金流/收入	同比	环比
电池	1,841	50%	-8%	194	53%	-10%	22.2%	0.1%	-1.4%	10.5%	0.2%	-0.3%	90	5	17	18%	-11%	-13%
隔膜	57	35%	-6%	3	220%	151%	25.7%	7.6%	2.4%	5.6%	3.3%	3.5%	72	-32	2	2%	-2%	-10%
正极-三元	100	65%	-18%	1	-131%	-81%	9.0%	4.7%	0.7%	0.9%	5.4%	-2.8%	81	-5	28	-23%	-10%	-21%
正极-三元前驱体	515	35%	11%	31	58%	11%	17.5%	3.9%	-0.6%	5.9%	0.9%	0.0%	115	14	8	3%	-2%	2%
LFP正极	297	116%	31%	22	-1332%	323%	14.3%	9.1%	4.1%	7.4%	8.7%	5.1%	32	-10	-1	-9%	6%	-14%
负极	131	34%	-9%	11	5%	14%	21.6%	-4.7%	0.3%	8.1%	-2.2%	1.7%	185	-22	33	-13%	4%	-33%
电解液	183	67%	10%	32	1099%	85%	31.3%	16.4%	7.9%	17.5%	15.1%	7.1%	51	2	11	-9%	0%	-5%
结构件	77	49%	-8%	7	74%	3%	18.5%	0.1%	-1.3%	9.7%	1.4%	1.1%	40	-8	7	3%	-9%	1%
辅材	24	-9%	-13%	-1	418%	-76%	6.5%	-1.5%	1.3%	-2.6%	-2.1%	6.8%	59	7	9	-1%	13%	-10%
设备	83	25%	-3%	6	19%	0%	28.1%	-2.7%	-3.0%	7.7%	-0.3%	0.2%	447	-24	31	14%	4%	-14%

资料来源：各公司财报、国金证券研究所

细分板块业绩

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- ✓ **（3）毛利率分析：从毛利率水平看，设备、负极和电池环节显著领先。**25年各个细分子行业毛利率由高至低依次为：设备（29.3%）>负极（23.7%）>电池（22.8%）>结构件（19.8%）>隔膜（18.7%）>电解液（16.8%）>正极-三元前驱体（15.4%）>正极-三元（8.3%）>LFP正极（7.8%）>辅材（7.0%）。
- ✓ **从毛利率同比变动看，设备、辅材、电池、负极环节承压。**具体看，毛利率同比变动方面，隔膜（+4.1pct）>电解液（+3.8pct）>LFP正极（+1.9pct）>电池（+0.9pct）>正极-三元（+0.6pct）>正极-三元前驱体（+0.1pct）=结构件（+0.1pct）>负极（-0.9pct）>设备（-1.1pct）>辅材（-2.7pct）。
- ✓ **单26Q1同比变动看，电解液环节提升最明显。**1Q26毛利率同比变动由高到低依次为：电解液（+16.4pct）>LFP正极（+9.1pct）>隔膜（+7.6pct）>正极-三元（+4.7pct）>正极-三元前驱体（+3.9pct）>电池（+0.1pct）=结构件（+0.1pct）>辅材（-1.5pct）>设备（-2.7pct）>负极（-4.7pct）。
- ✓ **（4）扣非归母净利率分析：从扣非归母净利率水平看，电池、负极、结构件环节领先。**25年各个细分子行业净利率由高至低依次为：电池（11.0%）>负极（8.8%）>结构件（8.5%）>设备（7.8%）>正极-三元前驱体（5.2%）>电解液（4.6%）>隔膜（0.9%）>LFP正极（0.7%）>正极-三元（0.2%）>辅材（-3.4%）。
- ✓ **从扣非归母净利率同比变动看，除辅材外均为正。**具体看，净利率同比变动方面，电解液（+6.9pct）=设备（+6.9pct）>LFP正极（+3.6pct）>隔膜（+2.3pct）>正极-三元（+2.1pct）>电池（+1.6pct）>负极（+0.6pct）>正极-三元前驱体（+0.4pct）>结构件（+0.1pct）>辅材（-4.9pct）。
- ✓ **单26Q1同比变动看，电解液、LFP正极环节提升明显。**1Q26由高到低排序为：电解液（+15.1pct）>LFP正极（+8.7pct）>正极-三元（+5.4pct）>隔膜（+3.3pct）>结构件（+1.4pct）>正极-三元前驱体（+0.9pct）>电池（+0.2pct）>设备（-0.3pct）>辅材（-2.1pct）>负极（-2.2pct）。

细分板块业绩

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- ✓ **（5）存货分析：从存货周转天数上看，结构件、LFP正极最少，设备最长。**25年，从低到高排序为：LFP正极（37天）< 结构件（40天）< 电解液（46天）< 辅材（48天）< 正极-三元（76天）< 隔膜（79天）< 电池（83天）< 正极-三元前驱体（112天）< 负极（169天）< 设备（398天）。
- ✓ **从存货周转天数的同比变动来看，分化明显，设备、负极等减少，电池、正极-三元等增加。**从低到高排序为：设备（-46天）< 负极（-34天）< 隔膜（-9天）< 结构件（-7天）< 电解液（-4天）< LFP正极（-1天）< 正极-三元前驱体（+3天）< 辅材（+6天）< 电池（+12天）< 正极-三元（+13天）。
- ✓ **单26Q1同比变动看，设备、负极、隔膜环节明显缩短。**1Q26由低到高排序为：隔膜（-32天）<设备（-24天）< 负极（-22天）< LFP正极（-10天）< 结构件（-8天）< 正极-三元（-5天）< 电解液（+2天）< 电池（+5天）< 辅材（+7天）< 正极-三元前驱体（+14天）。
- ✓ **（6）应收账款周转分析：从应收账款周转天数指标看，三元前驱体、LFP正极、电池环节最短。**25年，由低到高依次为：正极-三元前驱体（43天）< LFP正极（66天）< 电池（73天）< 辅材（84天）< 电解液（104天）< 负极（106天）< 正极-三元（114天）= 结构件（114天）< 隔膜（169天）< 设备（196天）。
- ✓ **从应收账款周转天数同比变动看，设备、负极、正极-三元前驱体环节缩短。**由低到高依次为：设备（-113天）< 正极-三元前驱体（-49天）< 负极（-48天）< 电池（+19天）< LFP正极（+30天）< 辅材（+47天）< 正极-三元（+55天）< 电解液（+60天）< 结构件（+76天）< 隔膜（+85天）。

细分板块业绩

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- ✓ **（7）经营性现金流分析：从“经营性现金流/营收”指标看，电池、设备环节领先。**25年从高到低排序为：电池（25%）> 设备（23%）> 隔膜（10%）> 结构件（9%）> 正极-三元（8%）> 正极-三元前驱体（6%）= 负极（6%）> 辅材（2%）> 电解液（1%）> LFP正极（-1%）。
- ✓ **从“经营性现金流/营收”同比变动情况来看，设备、电池提升显著。**从高到低排序为：设备（+28pct）> 电池（+4pct）> 正极-三元（+2pct）> 结构件（+1pct）= 辅材（+1pct）> 隔膜（0pct）> 电解液（-1pct）> 负极（-2pct）> LFP正极（-4pct）> 正极-三元前驱体（-9pct）。
- ✓ **单26Q1同比变动看，辅材提升显著。**1Q26同比变动由高到低排序依次为：辅材（+13pct）> LFP正极（+6pct）> 设备（+4pct）=负极（+4pct）> 电解液（0pct）>隔膜（-2pct）= 正极-三元前驱体（-2pct）>结构件（-9pct）> 正极-三元（-10pct）> 电池（-11pct）。

电池：价格盈利回暖，龙头优势凸显

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- ✓ **格局：**全球格局看，内资仍然表现强势，宁德/比亚迪/中航/国轩/蜂巢/亿纬2026年1-2月同增39%/16%/4%/4%/2%/3%，市占率分别42%/13%/5%/4%/3%/3%，宁德较2025年市占率继续提升。
- ✓ 单海外市场看，宁德/比亚迪/国轩/蜂巢/中航/远景2026年1-2月同增27%/68%/66%/94%/52%/58%，市占率分别34%/10%/3%/3%/2%/2%，**宁德、比亚迪海外份额提升较大，国内动力电池出海势头强劲。**
- ✓ 宁德时代稳居全球第一，特斯拉、宝马、奔驰、大众、极氪、小米等全球各大主机厂均采用公司电池。2026年1-2月公司扩大对丰田、起亚和斯柯达等车企供应，多元化全球客户结构。

图表：SNE统计动力电池出货格局（左、右分别全球、海外地区；GWh）

* 연간 누적 글로벌 전기차용 배터리 사용량 (단위 : GWh)

순위	그룹명	2025. 01~02	2026. 01~02	Growth Rate	2025 점유율	2026 점유율
1	CATL	50.0	56.9	13.7%	38.7%	42.1%
2	BYD	20.7	18.1	-12.5%	16.0%	13.4%
3	LG에너지솔루션	12.1	11.8	-2.7%	9.4%	8.7%
4	CALB	5.1	6.3	23.6%	3.9%	4.7%
5	Panasonic	5.2	5.3	2.7%	4.0%	4.0%
6	Gotion	4.8	5.3	8.9%	3.7%	3.9%
7	SK on	6.0	5.2	-12.9%	4.6%	3.8%
8	SVOLT	3.0	3.8	24.9%	2.3%	2.8%
9	EVE	3.6	3.7	2.2%	2.8%	2.8%
10	삼성SDI	4.3	3.3	-21.9%	3.3%	2.5%
	기타	14.4	15.2	5.8%	11.1%	11.3%
	합계	129.3	134.9	4.4%	100.0%	100.0%

* 연간 누적 글로벌 전기차용 배터리 사용량 (중국 시장 제외) (단위 : GWh)

순위	그룹명	2025. 01~02	2026. 01~02	Growth Rate	2025 점유율	2026 점유율
1	CATL	17.4	22.2	27.4%	29.9%	34.0%
2	LG에너지솔루션	11.4	10.0	-12.4%	19.6%	15.3%
3	BYD	4.0	6.7	68.2%	6.8%	10.2%
4	Panasonic	5.2	5.3	2.7%	8.9%	8.2%
5	SK on	6.0	5.2	-12.9%	10.2%	7.9%
6	삼성SDI	4.3	3.3	-21.9%	7.3%	5.1%
7	Gotion	1.3	2.2	65.6%	2.3%	3.3%
8	SVOLT	1.1	2.1	94%	1.8%	3.2%
9	CALB	1.0	1.5	52.4%	1.7%	2.3%
10	AESC	0.8	1.3	58.1%	1.4%	2.0%
	기타	5.8	5.5	-5.3%	10.0%	8.4%
	합계	58.3	65.3	12.1%	100.0%	100.0%

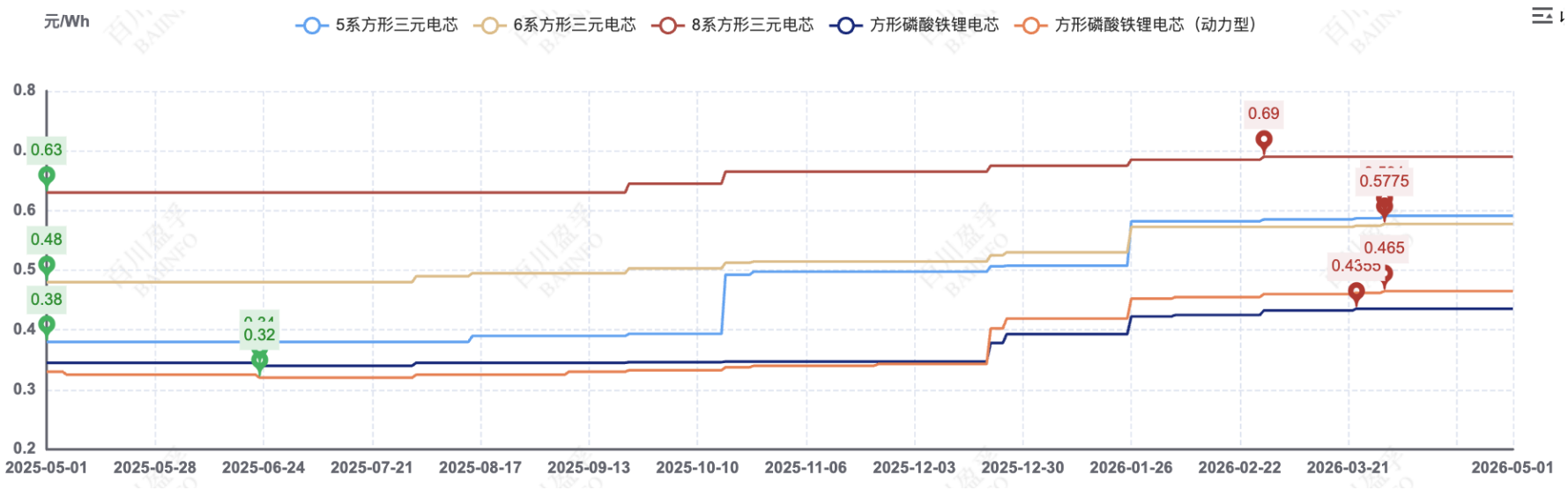
资料来源：SNE Research、国金证券研究所

电池：价格盈利回暖，龙头优势凸显

国金证券 SINOLINK SECURITIES

✓ **随原料价格回暖，终端顺价进行中。**行业价格自2025年9月起开始回暖，主要系储能、动力需求双核心驱动，叠加原料成本上涨，三元、铁锂动力及储能电芯上涨近0.1-0.2元/Wh。

图表：锂电池行业价格（元/Wh）



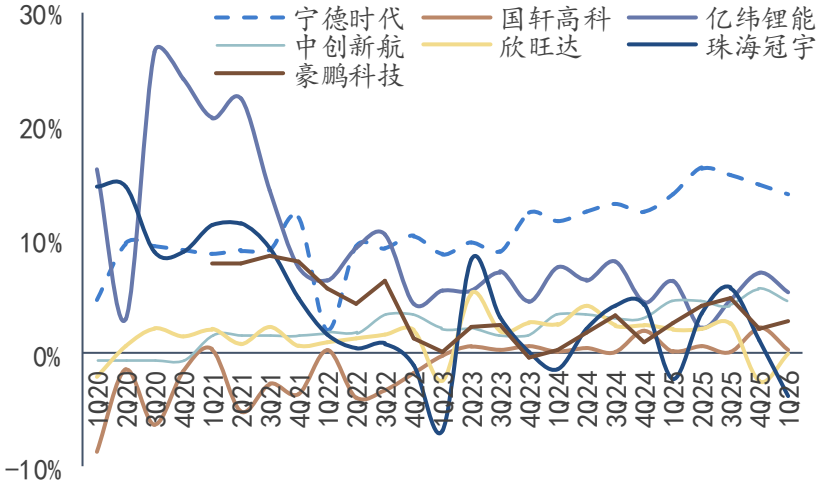
资料来源：百川盈孚、国金证券研究所

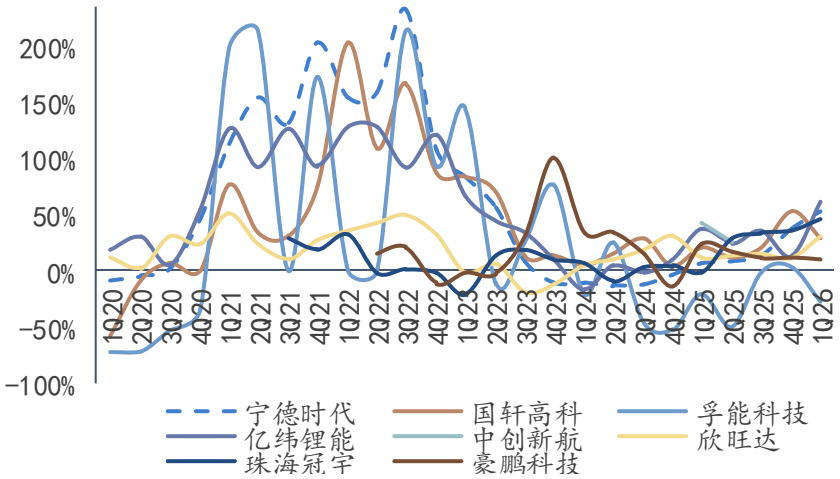
电池：价格盈利回暖，龙头优势凸显

国金证券 SINOLINK SECURITIES

✓ **电池营收&盈利：宁德保持领先，板块收入回升。**4Q25-1Q26，锂电池公司扣非净利率-16%～15%，收入同比-28%～71%，整体保持改善。宁德时代4Q25、1Q26扣非净利率15%、14%，收入同比37%、52%，显著领先于行业，主要系成本管控能力较强，且产品、客户结构丰富。

图表：左/锂电池企业扣非净利率；右/锂电池企业收入同比





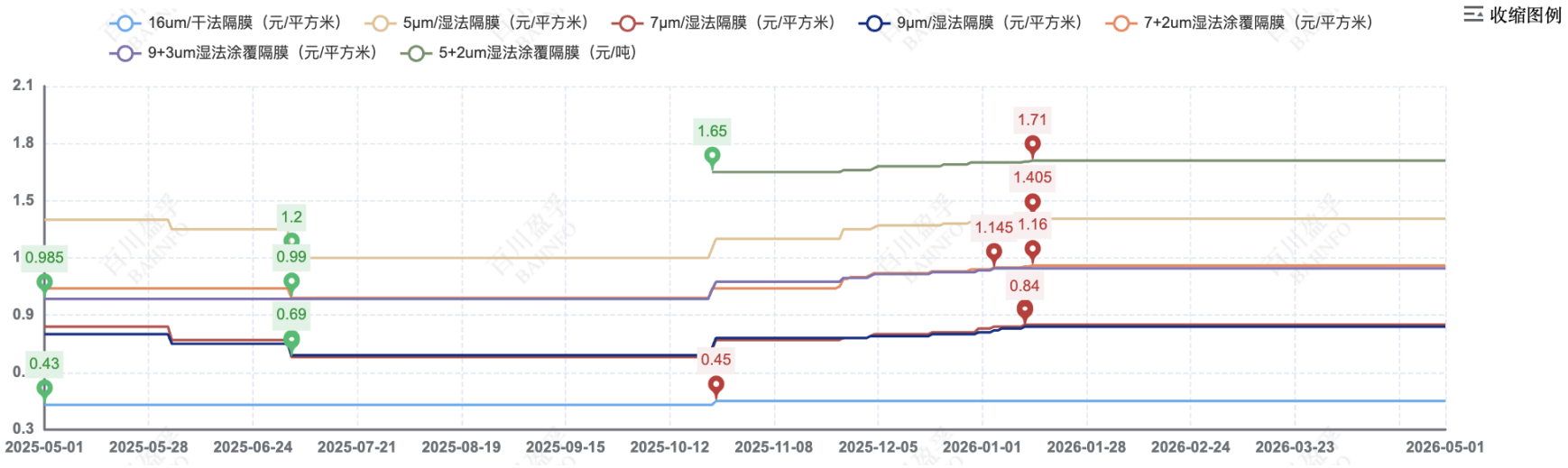
资料来源：Wind、国金证券研究所

锂电隔膜：价格触底回升，龙头格局主导

国金证券 SINOLINK SECURITIES

✓ **价格触底回升，干湿法均涨价。**2025年10月，行业反内卷叠加供需趋紧，行业价格触底反转；5、7、9um湿法基膜及涂覆膜，16um干法隔膜等价格均呈现上涨，**价格上行1-2毛钱/平不等**。

图表：锂电隔膜行业价格（元/平）



资料来源：百川盈孚、国金证券研究所

锂电隔膜：价格触底回升，龙头格局主导

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- ✓ **行业产量&集中度：**根据ICC，2025年中国隔膜出货345亿平，YoY+59%；湿法/干法出货284/61亿平，湿法仍绝对主导；目前仅户储、少量大储项目批量使用干法，预计2026年大厂干切湿将推动干法比例继续下行。格局看，**恩捷作为龙头企业，份额仍居三成以上，CR4=73%，行业出货前四分别恩捷、金力、星源，及中材**。
- ✓ **稼动率：**根据ICC，行业仅头部企业仍有少量扩产，2025年国内隔膜稼动率为75%，湿法超80%，干法少于50%；预计**2026年隔膜整体稼动率达90%以上**。

图表：锂电隔膜行业竞争格局（2025年）

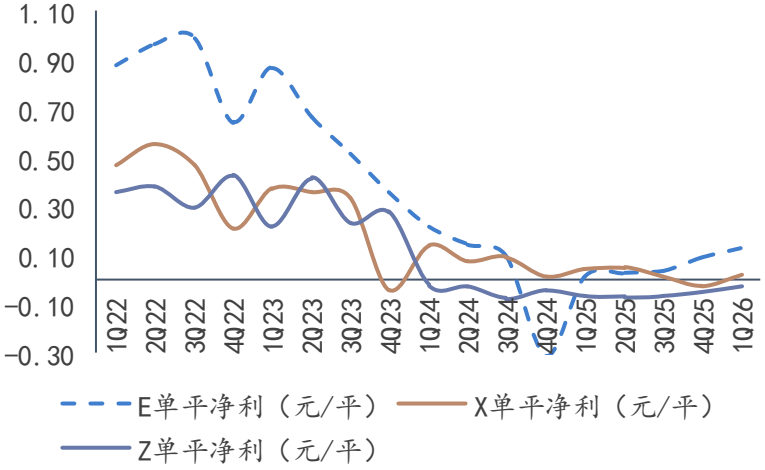
资料来源：鑫椤锂电、国金证券研究所

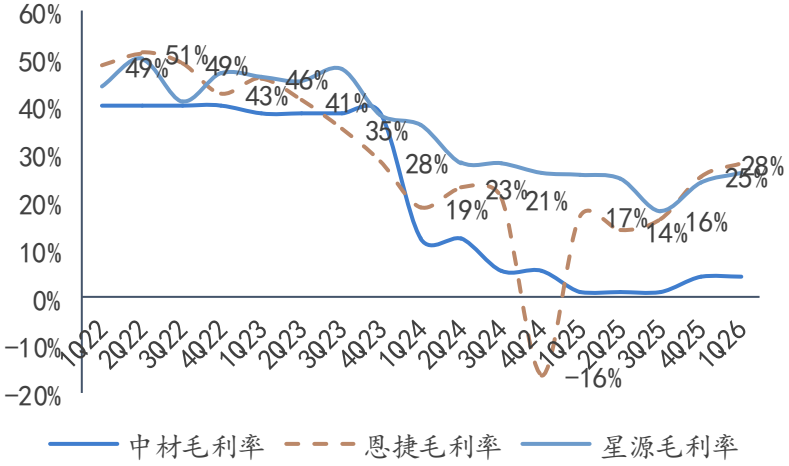
锂电隔膜：价格触底回升，龙头格局主导

国金证券 SINOLINK SECURITIES

✓ **盈利触底反转，龙头差异凸显。**隔膜公司单位盈利跟随价格呈现触底反转，E/X/Z4Q25、1Q26分别由-0.05～0.09提升至-0.03～0.13元/平，龙头公司净利差距明显体现。毛利率看，4Q24～1Q25行业毛利率大幅下行至3Q25触底，4Q25～1Q26呈现明显改善趋势，恩捷、星源毛利率恢复至25%～28%。

图表：左/锂电隔膜公司单位盈利对比（元/平）；右/隔膜公司毛利率对比（仅隔膜业务）





资料来源：Wind、国金证券研究所

三元正极&前驱体：盈利分化较大，成本驱动涨价

✓ 三元正极及前驱体价格受到原料锂、盐、钴金属价格波动影响较大，整体呈现回升趋势。

图表：三元正极及前驱体行业价格（万元/吨）

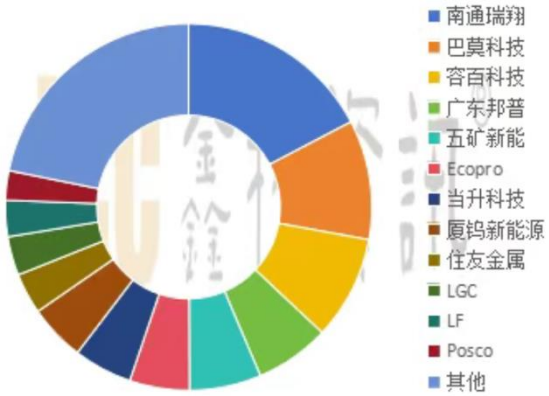
资料来源：百川盈孚、国金证券研究所

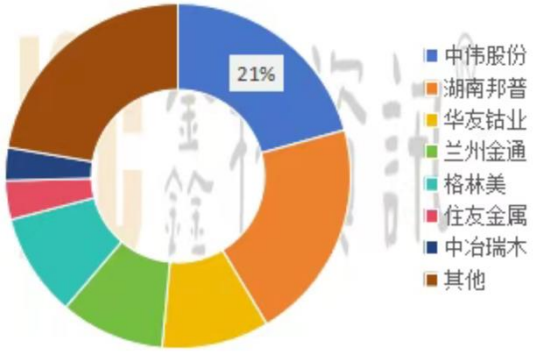
三元正极&前驱体：盈利分化较大，成本驱动涨价

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- ✓ **三元正极产量&集中度：**2025年全球三元产量103万吨，YoY+7%；国内三元产量77万吨，YoY+25%。中高镍需求强势，6系占比提升至30%～40%。全球出货前三分别南通瑞翔、巴莫科技、容百科技，CR3=56%，主要系受益于中高镍产品需求带动。
- ✓ **三元前驱体产量&集中度：**2025年全球三元前驱体产量104万吨，YoY+8%；国内三元前驱体产量92万吨，YoY+8%。海外企业本土产能释放、中高镍渗透率提升等促进三元前驱体需求增长。全球出货前三分别中伟股份、湖南邦普、华友钴业，CR3为62%，湖南邦普受益于宁德供应链订单需求，叠加产能爬坡，位列第一。

图表：左/三元正极材料全球格局；右/三元前驱体材料全球格局（2025年）



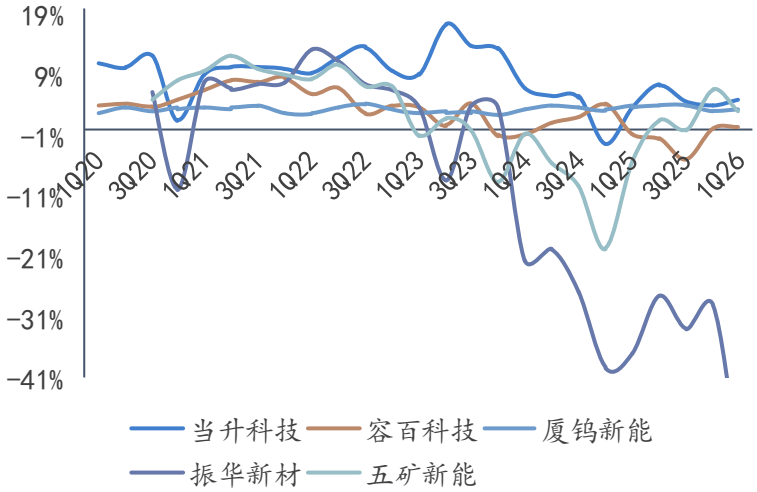


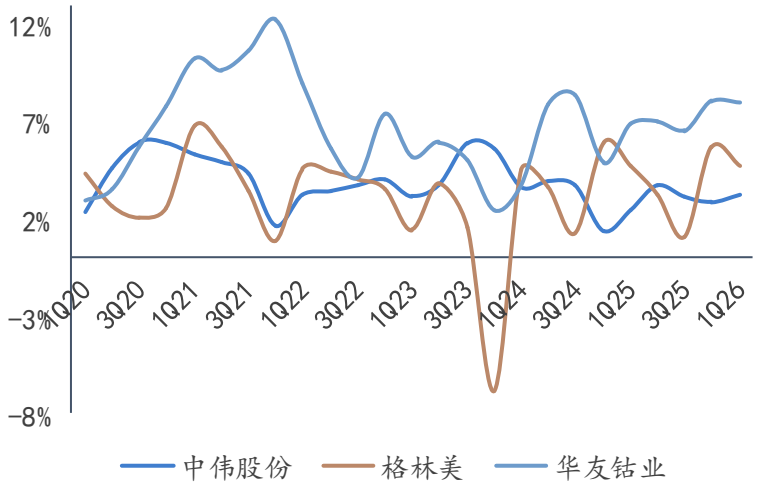
资料来源：鑫椤锂电、国金证券研究所

三元正极&前驱体：盈利分化较大，成本驱动涨价

✓ 4Q25～1Q26，三元正极企业扣非净利率分别-29%～6%、-53%～5%，盈利水平较历史均值接近；三元前驱体企业扣非净利率稳定在3%～8%，较历史均值水平小幅改善。整体看，前驱体企业盈利水平仍好于三元。

图表：左/三元正极材料扣非净利率；右/三元前驱体材料扣非净利率





资料来源：Wind、国金证券研究所

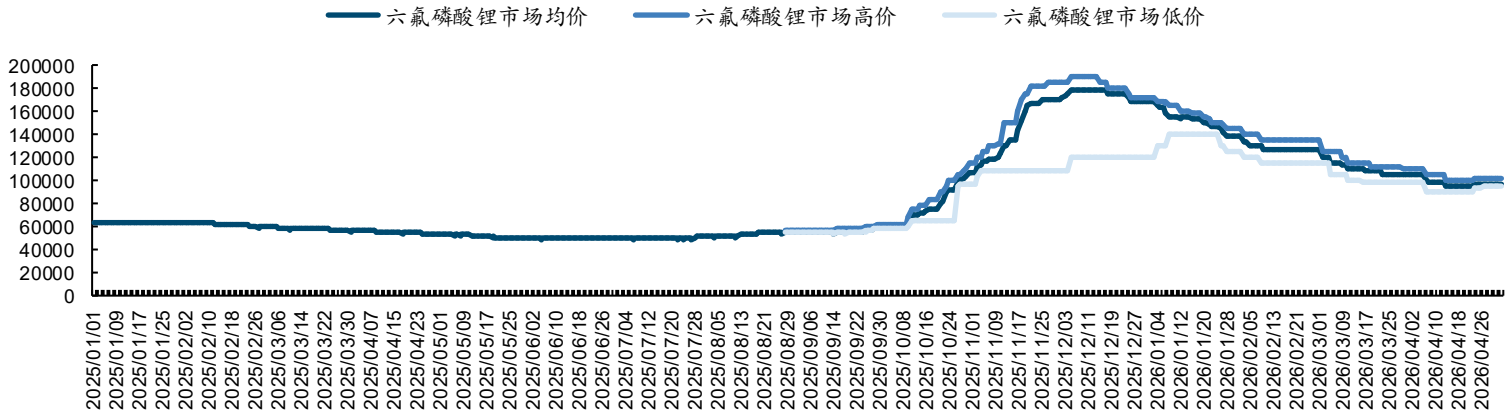
6F：价格强势反转后回落，看好后市重回上行

国金证券 SINOLINK SECURITIES

✓ **产量&产能利用率：25年大幅提升。**25H2，6F进入新的上涨周期，开始出现结构性供需错配。根据鑫椤锂电统计：2025年整体市场新增产能仅5万吨，六氟磷酸锂名义产能47.03万吨，有效产能33.5万吨，全球六氟磷酸锂(LiPF6)的产量为27.9万吨，整体产能利用率达到83%。

✓ **价格：25H2价格反转并持续刷新年内新高，26Q1有所回落后，看好后市价格上行。**25H16F行业整体仍处于较大产能过剩，企业被迫持续下调价格，H2受益需求提升、行业稼动率大幅提升，6F价格大幅攀升，且不断刷新全年最高价位，后持续高位。26Q16F价格由高位回落，整体处于下降趋势。后续看，原料端价格维持强势，需求端订单逐渐体现，叠加前期企业清理库存力度较大，行业库存处于低位，大厂出货情况偏紧，多方支撑价格上行，企业对挺价坚持，后续6F价格有望重回上行。

图表：6F价格（元/吨）



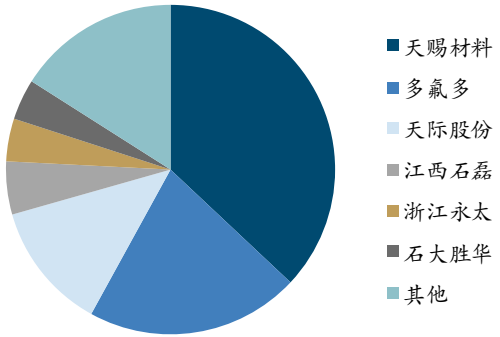
资料来源：鑫椤锂电，百川盈孚，国金证券研究所

6F：价格强势反转后回落，看好后市重回上行

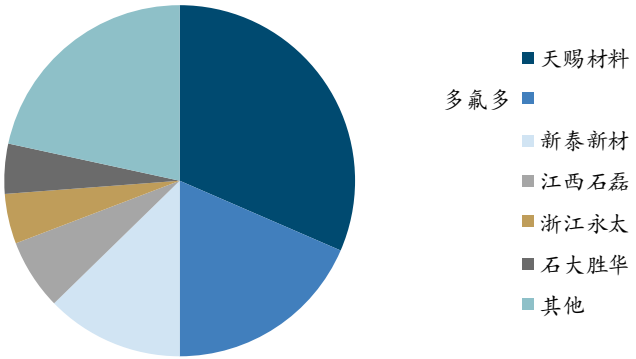
国金证券 SINOLINK SECURITIES

✓ **格局：二线企业份额逐步抬升。**从市场格局来看，2025年前三大六氟企业市占率已过半，超过60%，一梯队天赐材料/多氟多/新泰新材市占率32%/18%/13%，整体较24年下滑；二线梯队受益产能扩张和客户扶持，份额扩张较快，江西石磊、浙江永太、石大胜华市占率分别7%/5%/5%，较24年均有提升。

图表：24年六氟磷酸锂企业份额



图表：25年六氟磷酸锂企业份额



资料来源：鑫椤锂电，国金证券研究所

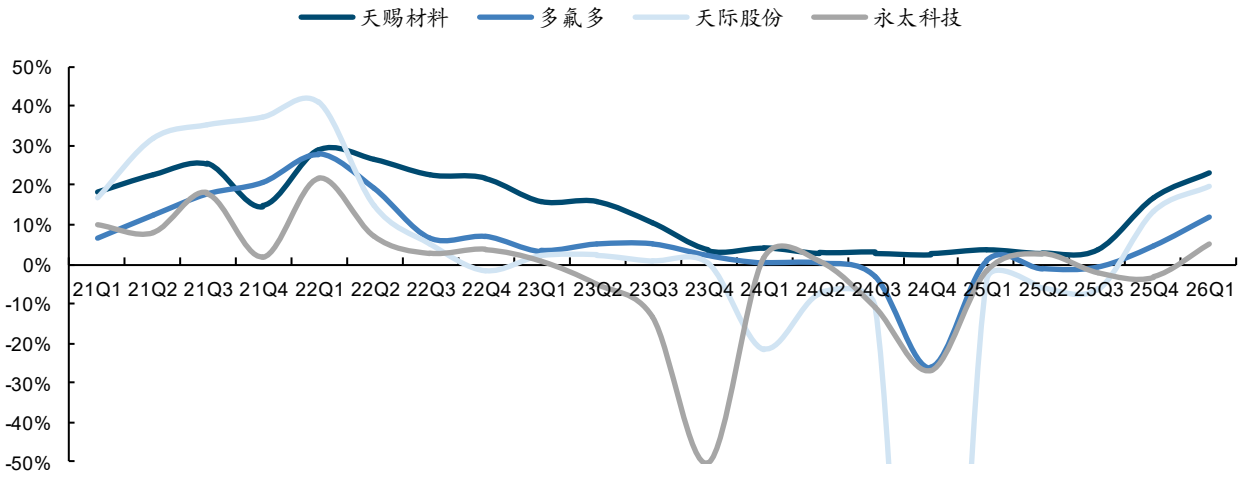
6F：价格强势反转后回落，看好后市重回上行

国金证券 SINOLINK SECURITIES

✓ **盈利：25Q4、26Q1接连大幅改善。**由于6F价格的大幅上升，行业盈利能力在25Q4、26Q1得到大幅改善，其中26Q1天赐材料/多氟多/天际股份/永太科技的扣非归母净利率分别为23%/12%/20%/5%，环比均大幅提升。后续展望，由于Q1的6F市场均价较25年11-12月有明显下滑，且原材料碳酸锂价格整体维持上行态势，我们预计Q2行业利润率或有所回落，但进入5-6月后价格有望重回上行，从而继续强化行业盈利。

✓ 相关标的：第一梯队天赐材料、多氟多、天际股份，以及第二梯队新宙邦、石大胜华、永太科技。

图表：六氟磷酸锂企业扣非归母净利率



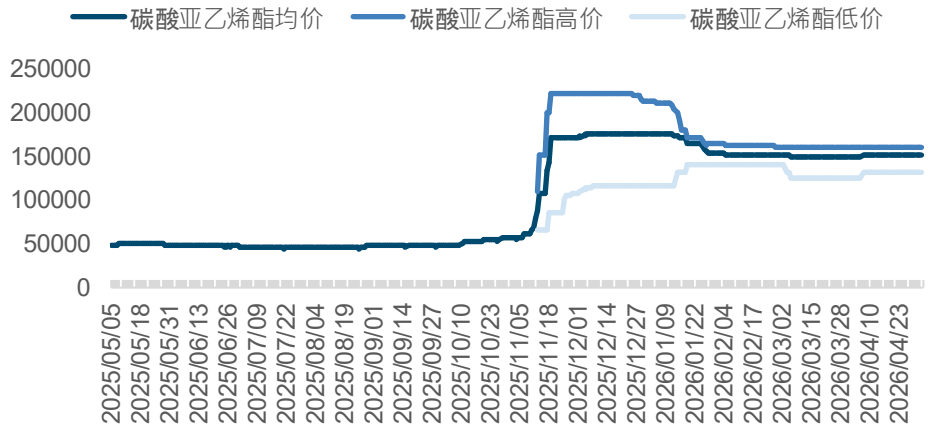
资料来源：各公司财报，国金证券研究所

VC：25Q4价格大幅反转攀升，当前仍维持高位运行

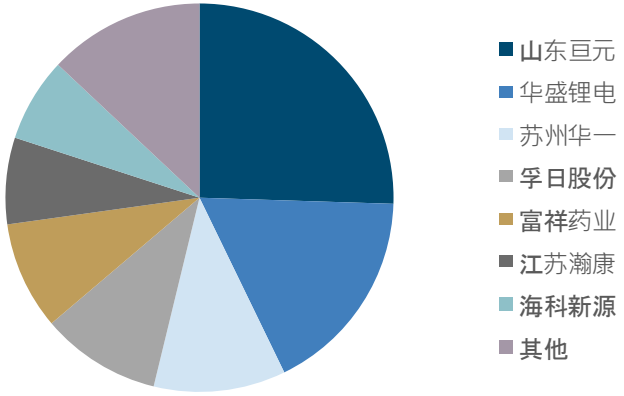
国金证券 SINOLINK SECURITIES

- ✓ **产量&产能利用率：25年达高开工水平。**根据鑫椤锂电，25年全球VC产量6.9万吨，市场开工率86%，开工率水平较高。
- ✓ **价格：25Q4价格大幅反转上行，当前虽有回落，但整体维持高位运行。**受益需求上行，25年10月份VC市场迎来转机，首先是业内企业开反内卷大会，再次是各厂商开始检修，市场供应锐减，短时间内VC价格快速冲高，曾超过20万元/吨，随后小幅回落，当前价格稳定在15万元/吨左右水平。VC厂挺价意识较强，短期内预计维持高位。
- ✓ **格局：整体较分散。**从市场竞争格局来看，VC的产量集中在10家中国企业，其中山东亘元市占率25%；其次是华盛锂电市占率17%；苏州华一市占率11%，孚日能源几乎满产，市占率达到10%。

图表：VC价格（元/吨）



图表：25年VC企业份额



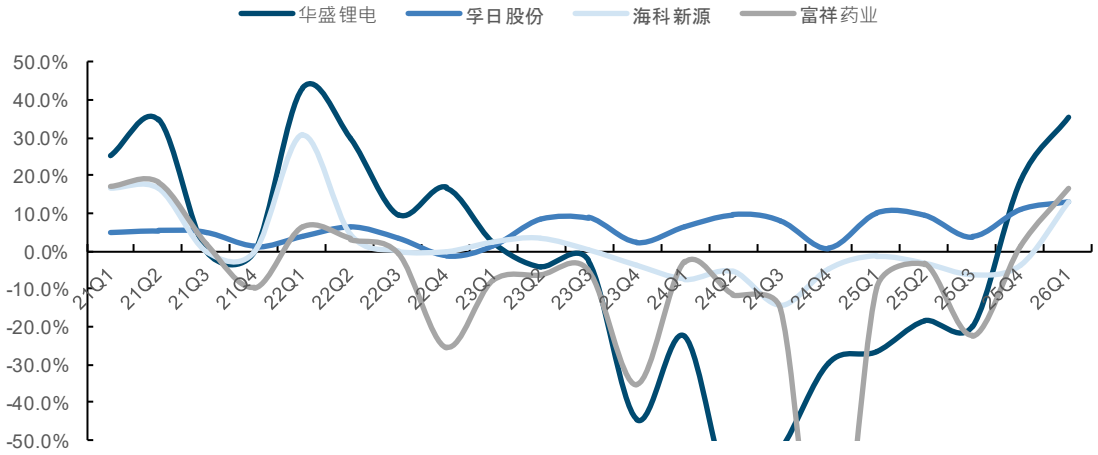
资料来源：鑫椤锂电，百川盈孚，国金证券研究所

VC：25Q4价格大幅反转攀升，当前仍维持高位运行

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- ✓ **盈利：26Q1大幅改善，VC充分受益储能，看好价格上行。**后续展望，由于VC强受益于储能的增长（储能电池中的VC添加比例高于动力电池），看好VC后续超越行业的市场增速，看好后续价格表现。
- ✓ 相关标的：华盛锂电、孚日股份、海科新源、富祥药业。

图表：VC企业扣非归母净利率



资料来源：各公司财报，国金证券研究所

溶剂：溶剂价格阶段上行，丙二醇价格暴涨

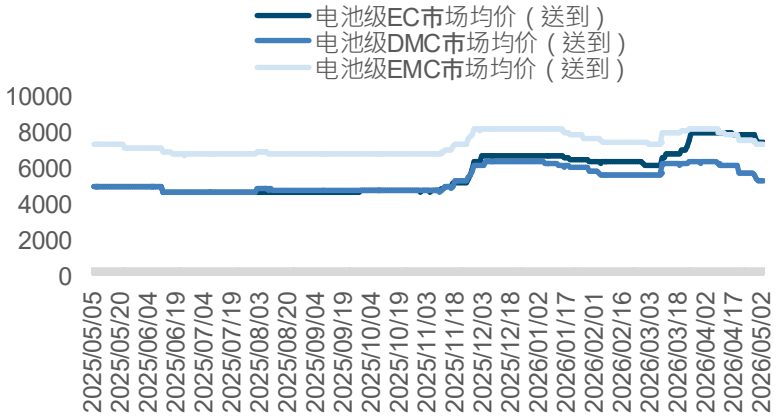
国金证券 SINOLINK SECURITIES

- ✓ **溶剂价格：25Q4-26Q1呈现阶段上行。**25Q4受终端需求影响，电解液产业链复苏，溶剂受自身低位开工影响，出现供不应求局面，工厂出货无压，报盘坚挺，由于溶剂亏空时间过长，此次企业报跌意愿偏弱，价格涨后持稳。26年2-3月因中东战局，原料价格持续上涨，市场恐原料紧缺心态浓郁，各企业在成本压力下，不断向前推涨。

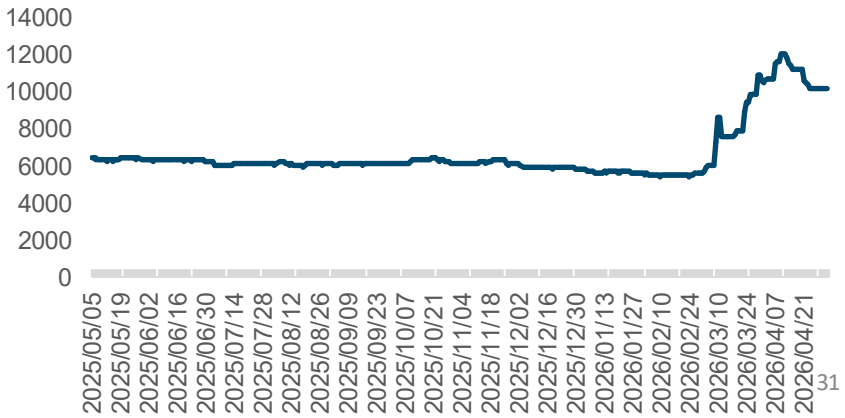
- ✓ **丙二醇：价格暴涨提供可观利润。**丙二醇是溶剂DMC（酯交换法生产）的副产品，2月底伊以战争打响，中东紧张局势持续加剧，环氧丙烷价格扶摇直上，成本端强势拉涨，下游需求有所好转，出口情况逐步向好，丙二醇市场库存水平低位，部分厂家货源紧俏，价格大幅攀升，预计部分溶剂企业可以在丙二醇上实现可观利润（原先无利润）。

- ✓ 相关标的：海科新源、石大胜华。

图表：溶剂价格（元/吨）



图表：丙二醇价格（元/吨）



资料来源：百川盈孚，国金证券研究所

铁锂正极：行业价格、盈利呈现大幅反转，预计Q2维持强势

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- ✓ **产量：25年同比+62%。**根据ICC鑫椤锂电统计，2025年磷酸铁锂产量合计391.5万吨，同比增长61.5%。
- ✓ **产能利用率：提升显著，高位运行。**根据百川盈孚，25年10月-26年3月的铁锂行业产能利用率分别为83%、85%、84%、78%、71%、82%，除2月淡季外稼动率整体保持在78%-85%。企业表现来看，一季度头部企业开工率维持高位，但部分三四线企业在成本压力下出现阶段性减停产，供应结构分化明显。

图表：铁锂正极行业稼动率

资料来源：鑫椤锂电，百川盈孚，国金证券研究所

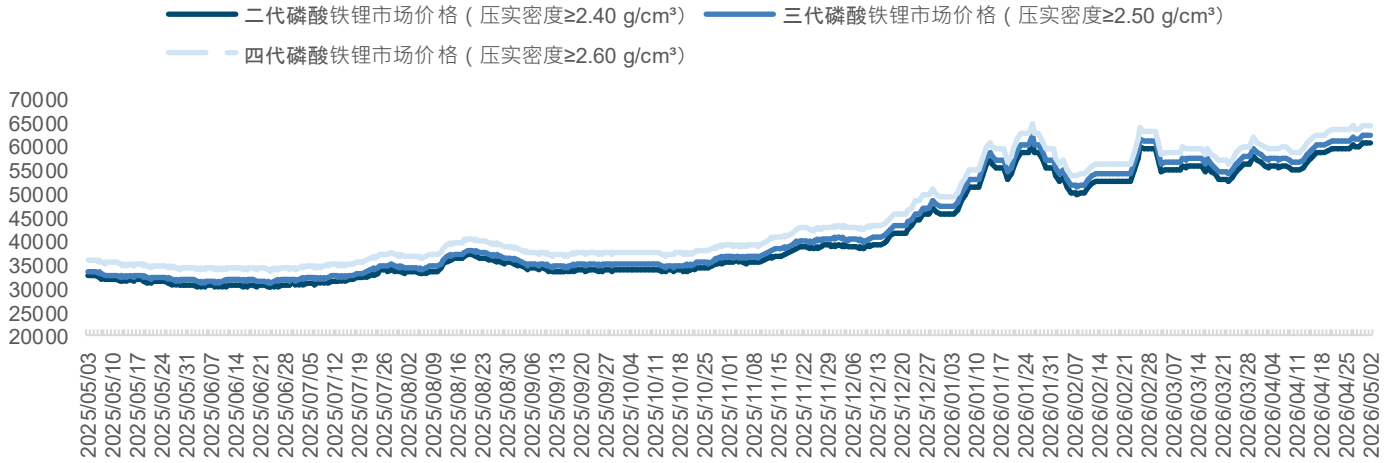
铁锂正极：行业价格、盈利呈现大幅反转，预计Q2维持强势

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- ✓ **价格：供需格局改善，价格大幅反转。**根据百川盈孚，25年LFP市场在传统淡旺季交替与原料价格大幅波动的共同影响下，整体价格呈现“W”型震荡走势。年底动力型磷酸铁锂市场均价为46300元/吨，较年初的上涨30.42%；储能型磷酸铁锂市场均价为44200元/吨，较年初上涨32.93%。

- ✓ 26Q1LFP大客户价格显著上行。市场价方面，1月，在碳酸锂价格大幅跳涨及电池出口退税政策调整引发的“抢出口”预期下，市场呈现震荡上行态势；2月受春节假期及碳酸锂价格急跌影响，市场先抑后扬，节后逐步企稳；3月则进入宽幅震荡格局，价格重心小幅下移，月末在成本支撑下有所修。同时，由于行业进入联合停产，Q1大客户端价格显著上行。

图表：磷酸铁锂行业均价向上反转（元/吨）



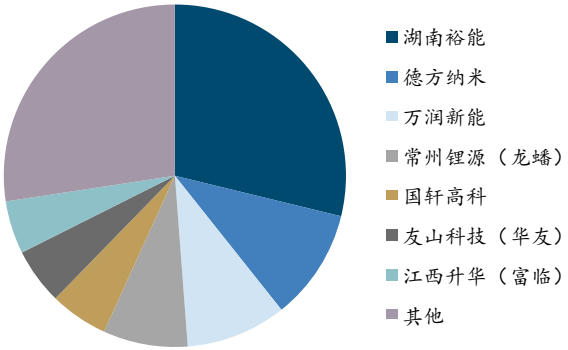
资料来源：百川盈孚，国金证券研究所

铁锂正极：行业价格、盈利呈现大幅反转，预计Q2维持强势

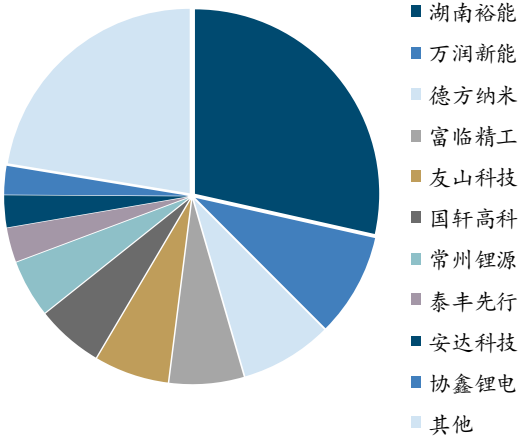
国金证券 SINOLINK SECURITIES

- ✓ **格局：裕能维持龙头，万润、富临表现亮眼。**湖南裕能稳居第一，占比约30%，其他企业均在10%以下；万润新能、德方纳米、富临精工、友山科技、龙蟠锂源、国轩高科位列第二梯队，市场份额维持在5%-10%之间；泰丰先行、安达科技、协鑫锂电、当升科技、金堂时代、融通高科、万华化学、四川朗晟位列第三梯队，市场份额均超过2%。铁锂行业格局整体相对分散，湖南裕能依靠规模效应和优秀的工艺成本控制维持优势；凭借高压密LFP产品的放量，富临精工的市场份额从24年约5%提升至25年的约7%，排名行业从第7升至第4，进步显著；万润新能和宁德时代供应关系强化，排名从第3升至第2。
- ✓ **后续在高压密方向上工艺领先的企业有望扩大份额。进入26年，我们预计**宁德、比亚迪等企业的快充动力电池出货比例将进一步提升，587/624Ah及以上的大规格储能电芯有望凭借自身性价比优势在26H2迎来需求爆发，这些电池均对于高压实铁锂产品有明确的需求，当前四代及以上产品供需紧张，由于工艺壁垒（需掌握磷酸铁二烧工艺/采用草酸亚铁路线）提升，具备能力的企业显著收窄，重点看好后续高压密铁锂领先企业的份额提升。

图表：2024年铁锂正极企业份额



图表：2025年铁锂正极企业份额



资料来源：鑫椤锂电，国金证券研究所

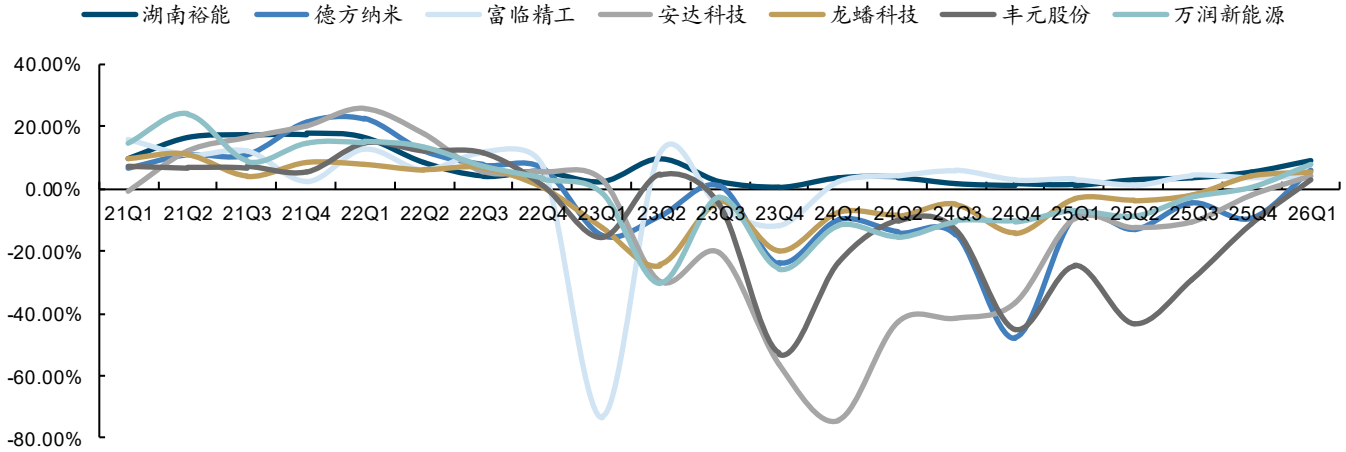
铁锂正极：行业价格、盈利呈现大幅反转，预计Q2维持强势

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- ✓ **利润：26Q1行业盈利全面反转。**受益于Q1行业提价和碳酸锂涨价带来的毛利率提升（铁锂为锂基价+加工费的商业模式，锂上涨过程中，由于销售时点的锂价高于对应采购原材料时的锂价，利好铁锂企业毛利率改善），铁锂上市公司一季报均出现大幅改善，25Q4的扣非归母净利率范围在-11.1%~5.3%，26Q1达到2.6%~9.0%。我们预计伴随Q2锂价的上涨，和Q1提价对经营的改善持续兑现，Q2行业盈利能力预计仍将维持强势。

- ✓ **相关标的：湖南裕能、富临精工、万润新能、龙蟠科技、德方纳米等。**富临精工草酸亚铁工艺下粒径分布更加均匀，适合快充路线，高压密龙头地位稳固，产品享受行业溢价，降本逐步兑现，看好量利齐升；湖南裕能二烧工艺相对成熟，新产品持续放量，成本控制能力行业领先，持续推动一体化降本，具备长期竞争力；龙蟠、德方等二线企业明确受益于加工费改善和锂价上涨，也充分受益本轮行业高景气。

图表：铁锂企业扣非归母净利率



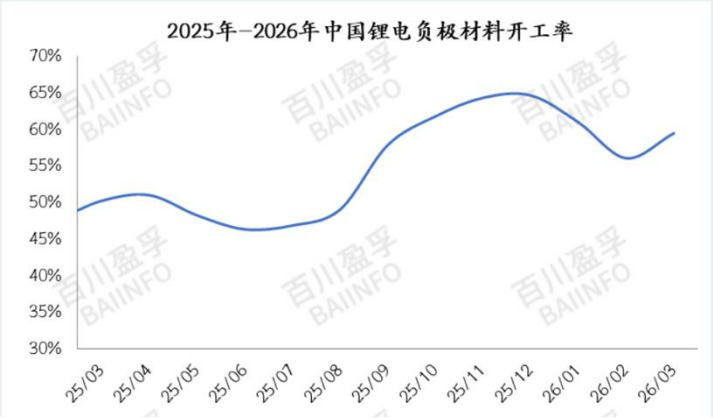
资料来源：各公司财报，国金证券研究所

负极：原料+石墨化费用上涨冲击行业盈利，关注成本优势企业

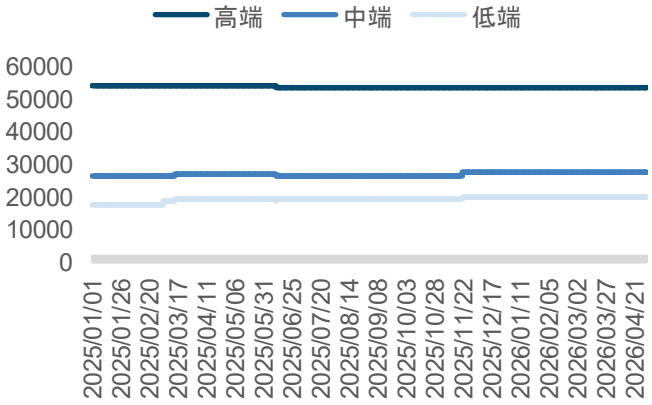
国金证券 SINOLINK SECURITIES

- ✓ **产量：同比+44%。**据鑫椤资讯，25年全球负极产量311.5万吨，同比+43.7%，中国负极材料占比进一步提升至99.0%。
- ✓ **稼动率：25Q4提升，26Q1回落。**根据百川盈孚，25Q4负极行业开工率突破60%，较Q3提升显著，26Q1回落至55%-60%。
- ✓ **价格：25年小幅上行，26年目前持稳。**根据百川盈孚，2025年负极材料市场价格走出“先扬后抑再企稳上涨”的震荡曲线，原料端与下游需求的博弈成为核心驱动力，年底负极价格上涨至33123元/吨，较年初涨幅2.30%，26Q1整体平稳。后续展望，从行业格局来看，当前负极行业呈现结构性产能过剩态势，其中主流负极大厂凭借资金链充裕、产能布局完善、技术优势突出等核心竞争力，订单承接稳定且排产饱满；而中小型负极企业因技术短板、产能规模有限，可获取的订单较为匮乏，在下游需求增量尚未完全覆盖过剩产能的情况下，市场竞争依然激烈，进一步制约了负极厂商的涨价能力。

图表：负极材料开工率



图表：负极材料价格（元/吨）



资料来源：鑫椤锂电，百川盈孚，国金证券研究所

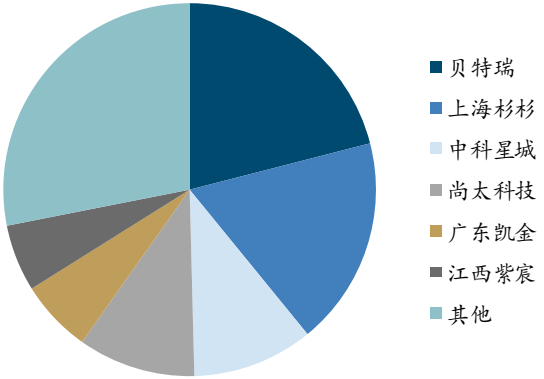
负极：原料+石墨化费用上涨冲击行业盈利，关注成本优势企业

国金证券 SINOLINK SECURITIES

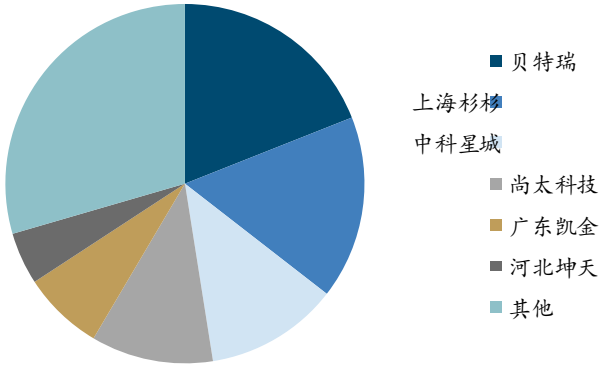
- ✓ **人造石墨比例提升，硅碳负极同比增长显著。**25年全球人造负极渗透率进一步上升至93%；25年全球硅负极单体产量8600吨，同比+67%，贝特瑞市占率居首位，浙江锂宸、天目先导、杉杉科技、兰溪致德表现突出，硅氧和研磨硅占市场大头，CVD法出货增幅显著。小圆柱电池仍是硅基负极需求基本盘，消费电子领域硅基负极添加比例提升是25年的重要驱动力。

- ✓ **中科、尚太、凯金、坤天市占率提升，紫宸收缩。**2025年CR6占比73.0%，较上年的72.7%略有上浮，市场集中度略有提升；CR3占比为49.5%，较上年的49.7%微幅下调，二梯队厂商冲击头部客户略有增量，但整体来看，锂电负极行业格局变化不大。具体企业来看，2025年贝特瑞凭借持续领先的技术积累、客户绑定能力与全球供应链稳定性强势霸榜，连续十六年负极材料行业第一;杉杉凭借技术积淀和产品力，市占率稳中有升；中科星城和尚太科技强势追赶，出货增量显著;广东凯金市占率有所提升;河北坤天、碳一则凭借激进的销售策略，出货量提升显著；紫宸战略优先盈利，份额收缩。

图表：2024年全球人造负极企业市场份额



图表：2025年全球负极企业市场份额



资料来源：鑫椤锂电，国金证券研究所

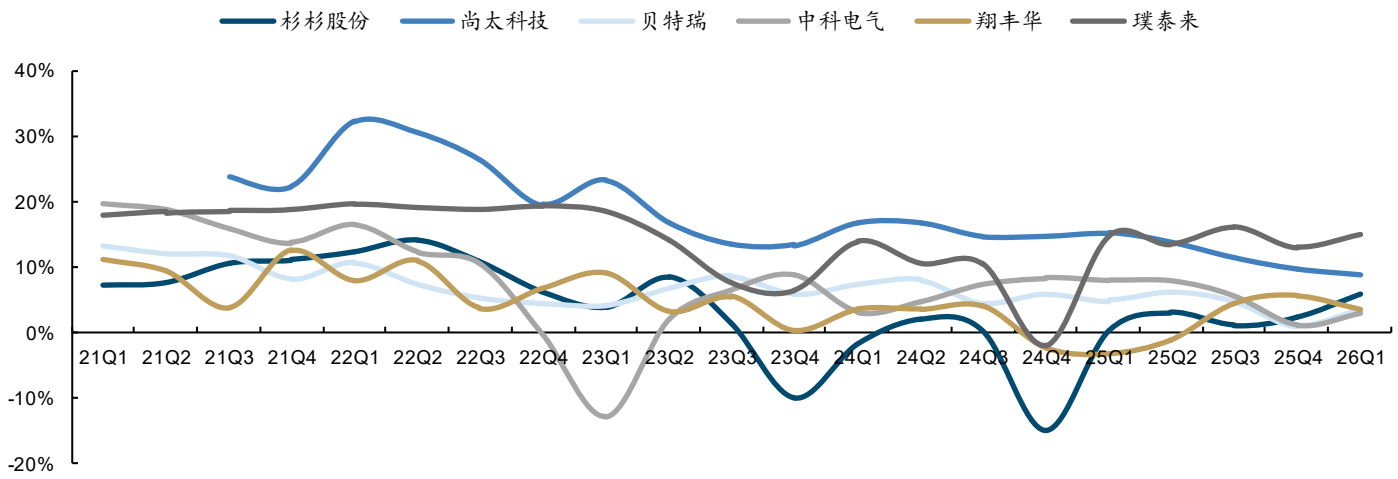
负极：原料+石墨化费用上涨冲击行业盈利，关注成本优势企业

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- ✓ **盈利：盈利走势有所分化。**原材料石油焦价格从25Q3到26Q2整体维持上行趋势，以及石墨化环节的委外加工费持续上涨，由于负极产品价格传导的滞后和难度，两部分成本的上行对企业负极业务盈利能力均构成负向冲击，25Q4企业普遍有所承压；Q1部分企业表现分化，如杉杉股份（受益偏光片业务反转）、璞泰来（受益隔膜经营成长），二者扣非归母净利率Q1环比提升较优。

- ✓ 相关标的：具备成本优势&份额稳步扩张的尚太科技&中科电气。

图表：负极企业扣非归母净利率

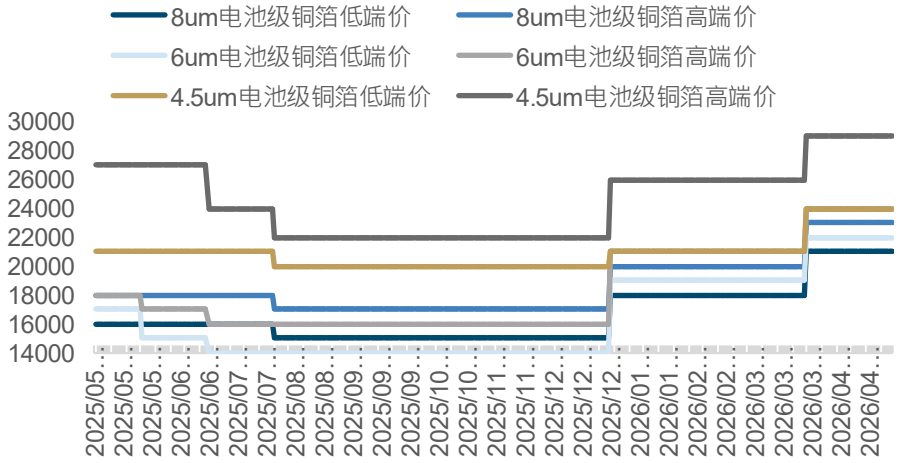


资料来源：各公司财报，国金证券研究所

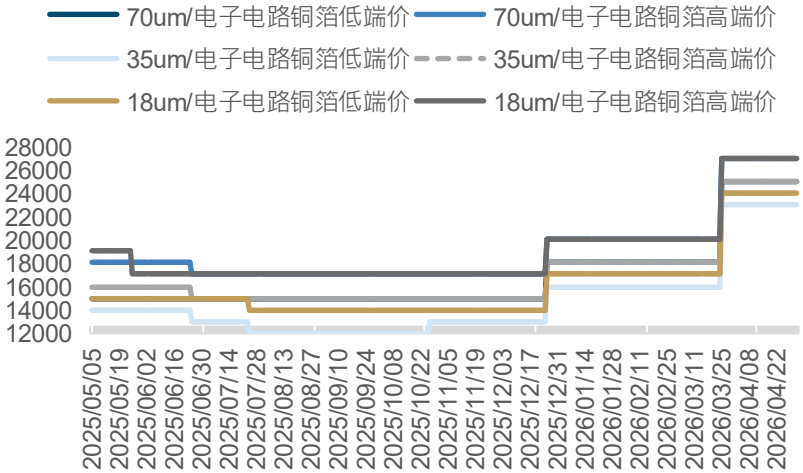
铜箔：景气反转，电池箔、电子箔加工费均上行

✓ **25Q4行业触底， 26Q1电子箔、电池箔均受益供需紧张而提升加工费。**25年9月起电子电路铜箔方面高端领域的进展有效缓冲低端过剩压力，部分订单价格逐步脱离底线区间；11-12月铜价接连上涨，叠加铜箔需求高位，高端产品供不应求，铜箔加工费部分微调；26Q1电子电路铜箔在AI服务器方面缺口持续扩大，生产紧张，多数企业爆单，后续受制于高端产品认证时间及产能扩充速度，短期电子电路铜箔供不应求局面将延续；26Q1锂电箔领域，储能领域需求爆发，头部及部分企业接单饱满，开工率接近满产，极薄锂电铜箔供应持续紧缺，中低端产品产能正加速升级，市场向高端产品聚集。6μm锂电铜箔加工费参考区间22000-24000元/吨，较上季度上涨9.94%；35μm电子电路铜箔加工费参考区间23000-25000元/吨，较上季度上涨13.78%；35μm压延双面光铜箔加工费参考区间18000-21000元/吨，较上季度上涨11.14%。

图表：锂电铜箔加工费（元/吨）



图表：电子电路铜箔加工费（元/吨）



资料来源：百川盈孚，国金证券研究所

铜箔：景气反转，电池箔、电子箔加工费均上行

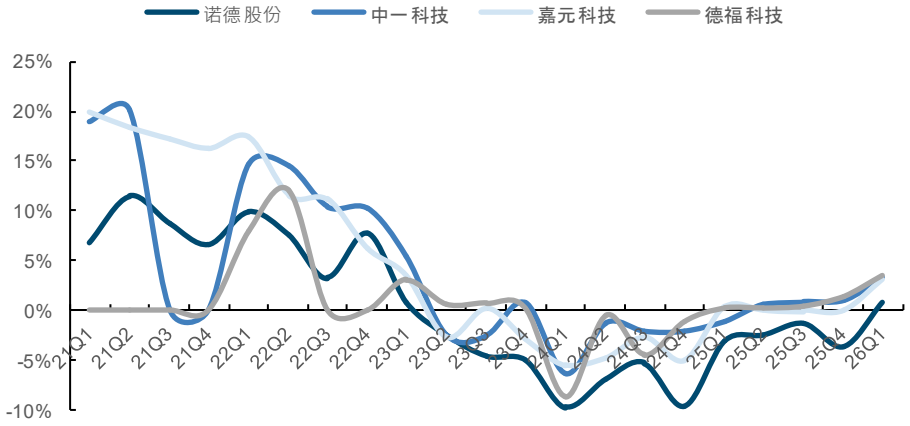
国金证券 SINOLINK SECURITIES

- ✓ **格局：持续分化，集中度提升。**2025年中国锂电铜箔头部厂商格局保持稳定，CR5占比45.8%，较去年提升2.3%。全年来看，行业两极分化比较严重，头部企业订单饱和且开工率较高，仍能通过融资等方式推进部分产线的扩建和技改。反观中小企业产能有限，即使头部厂商订单外溢，仍只能通过以价换量维持生存。

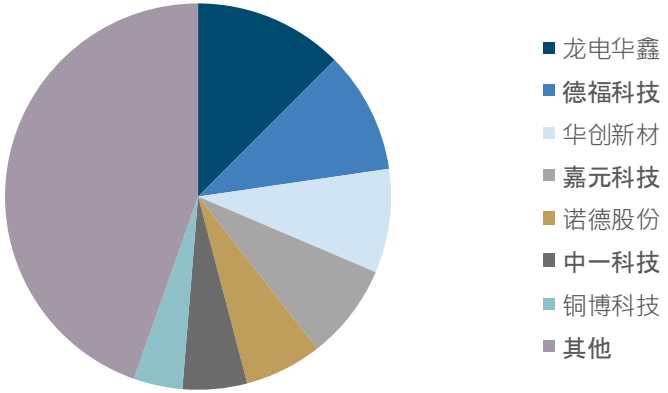
- ✓ **盈利：26Q1均出现显著改善。**受益锂电箔、电子电路箔的价格提升，26Q1德福/嘉元/中一/诺德的扣非归母净利率分别达3%/3%/3%/1%，均跨过盈亏线，环比改善显著。

- ✓ 相关标的：充分受益铜箔提价的德福科技、嘉元科技、中一科技、诺德股份、铜冠铜箔等。

图表：铜箔企业扣非归母净利率



图表：25年锂电铜箔企业市场份额



资料来源：鑫椤锂电，各公司财报，国金证券研究所

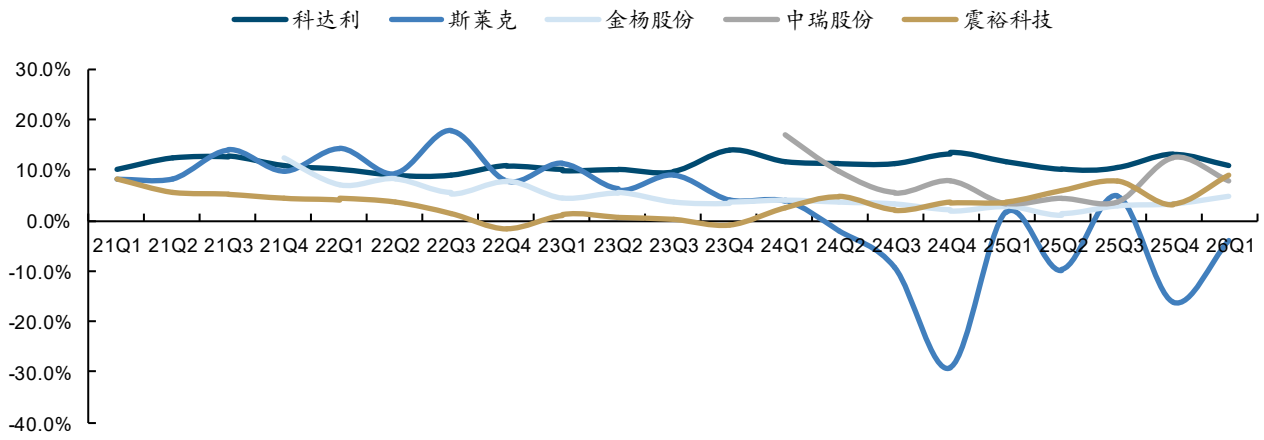
结构件：龙头盈利高韧性，二线盈利有改善

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- ✓ **结构件商业模式佳，龙头盈利能力有韧性，二线有改善。**结构件类似于汽零中的座椅等赛道，由于需要靠近建厂，和下游客户绑定深。截至26Q1，龙头企业科达利已连续10个季度维持扣非归母净利率10%以上；二线部分企业迎来改善，基于需求增长和持续的降本增效，震裕科技26Q1扣非归母净利率达9%，环比提升6%。

- ✓ 相关标的：龙头企业科达利、二线企业中利润改善显著的震裕科技。

图表：结构件企业扣非归母净利率



资料来源：各公司财报，国金证券研究所

投资建议

国金证券 SINOLINK SECURITIES

■ **投资建议**

■ **涨价：本轮锂电上行周期，我们核心推荐，**（1）具备赛道级别机会品种：碳酸锂、隔膜、铜箔、6F、VC等环节；上轮周期整体利润率表现优，且环节具备资源禀赋、高集中度，及高壁垒特征，本轮上行周期环节公司具备丰富利润弹性。（2）加工费稳健修复品种：铁锂正极、负极等。（3）环节龙头具备超强阿尔法品种：电池、结构件，及铝箔环节龙头。**关注相关公司：宁德时代、亿纬锂能、科达利、天赐材料、恩捷股份、湖南裕能、尚太科技、天际股份、多氟多、石大胜华、华盛锂电，及鼎胜新材等**。

■ **新技术：进入5月主题风偏预计提升，叠加5.13深圳CIBF展，预计锂电新技术催化将密集发生。**

1. 固态电池：半固态电池逐步在低空、3c、电动工具、储能等领域落地应用，产业已处在更为广泛的商业化探索，全固态电池逐步从中试迈向量产能力的形成，部分车企预计在26年开展装车测试，产业沿着技术和工程两方面向前推进；

2. 钠离子电池：我国钠资源储量丰富、自给充足，有效规避锂价波动风险，具有长期战略意义，26Q1钠电池电芯成本已降至0.35-0.40元/Wh，与磷酸铁锂电池的价差缩小至0.10-0.15元/Wh，性价比逐步提升，25年钠电市场以储能和轻型动力为主，26年有望进步打开车端市场；

3. 复合铜箔：复合铜箔通过将铜箔2/3的铜换成塑料实现降铜降本，是长期降本方案；十五五提出加快复合集流体技术攻关，近期阴极辊方案和全金属极耳方案重大突破，行业内企业获得头部客户技术授权，今年预计实现产业化。

风偏回暖，催化趋近，**关注锂电新技术机会：1）固态电池：宏工、纳科、灵鸽、利通、厦钨、中一等；2）钠电池：维科、普利特、鼎胜、万顺、容百、振华、中科等；3）复合集流体：胜利、三孚、英联、东威、宝明等**。

锂电PE估值表

国金证券 SINOLINK SECURITIES

图表：锂电板块PE估值表（26-28E；亿元）

子板块	公司	市值（亿元）	归母净利（亿元）				PE估值			
			Wind一致预期-26E	Wind一致预期-27E	Wind一致预期-28E	1Q26E	对应Wind一致预期26E	对应Wind一致预期27E	对应Wind一致预期28E	对应2026年化利润假设（=1Q26*5）
电池	宁德时代	20400	935.86	1151.21	1399.74	207.38	22	18	15	20
	亿纬锂能	1562	69.96	93.23	116.92	14.46	22	17	13	22
	国轩高科	668.2	25.47	34.69	45.71	0.21	26	19	15	636
	欣旺达	506.76	26.45	36.63	45.5	1.14	19	14	11	89
	鹏辉能源	433.38	15.57	25.12	37.66	3.23	28	17	12	27
隔膜	恩捷股份	814.68	20.96	33.72	46.63	2.6	39	24	17	63
	星源材质	221.1	6	9.1	16.3	0.29	37	24	14	152
正极-三元	当升科技	345.3	10.4	13.6	17.6	2.77	33	25	20	25
	容百科技	248.94	4.2	8.7	15.1	0.12	59	29	16	415
正极-三元前驱体	华友钴业	1263	94.7	122.7	140	24.97	13	10	9	10
	中伟新材	638	24.3	29.6	36.5	5.55	26	22	17	23
	格林美	466.44	21.9	29.7	37.1	5.22	21	16	13	18
LFP正极	德方纳米	201.6	6.3	8.6	13.9	2.65	32	23	15	15
	湖南裕能	862.23	38.5	48.2	68.3	13.56	22	18	13	13
	富临精工	480.78	14	24.8	49.4	2.03	34	19	10	47
	万润新能	195.19	9.6	13.7	NA	4.01	20	14	NA	10
负极	贝特瑞	349.88	14.4	17.7	20.97	1.61	24	20	17	43
	璞泰来	774.87	32.67	42.04	51.67	7.04	24	18	15	22
	中科电气	143.94	7.24	10.1	15.2	0.65	20	14	9	44
	尚太科技	223.38	12.3	16.48	19.96	1.81	18	14	11	25
电解液	天赐材料	1233.5	67	78	94	16.54	18	16	13	15
	新宙邦	519.49	20.7	23.9	29.1	4.8	25	22	18	22
	天际股份	190.98	NA	NA	NA	1.97	NA	NA	NA	19
	石大胜华	267.42	4.1	4.57	5.1	2.82	65	59	52	19
	海科新源	189	5.2	6.4	NA	2.01	36	30	NA	19
	华盛锂电	175.37	11.15	12.34	12.92	0.97	16	14	14	36
	多氟多	432.25	24.7	29.9	36.8	3.76	18	14	12	23
结构件	科达利	525.17	23.94	30.72	38.29	4.61	22	1714	23	
	震裕科技	382.69	9.59	13.63	20.81	2.82	40	28	18	27
铜铝箔	诺德股份	186.53	3.16	4.25	5.9	0.4	59	44	32	93
	嘉元科技	228.66	6.35	9.43	12.14	1.21	36	24	19	189
	鼎胜新材	276.55	9.3	12.5	19.7	1.94	30	22	14	29
	万顺新材	91.37	NA	NA	NA	0.22	NA	NA	NA	83
设备	先导智能	921.05	24.8	32.3	40.8	4.05	37	29	23	45
	利元亨	91.3	1.54	2.89	4.37	0.19	59	32	21	96
	赢合科技	187.04	5.67	7.14	8.29	0.62	33	26	23	60
	杭可科技	192.57	6	8.24	9.71	1.28	32	23	20	30
	联赢激光	97.82	3.3	4.9	7.6	0.46	30	20	13	43

✓ **锂电1Q26业绩超预期，关注超低估值细分环节标的。**我们选取锂电板块公司测算26-28年PE，根据Wind一致预期，板块对应年均PE分别30/22/17倍，**锂电板块整体仍处于估值低位，且产业链整体涨价趋势下有望持续向下修正PE估值**。若考虑1Q26业绩，测算26年化利润对应PE，**电池、铁锂正极、三元正极及前驱体、电解液，及结构件环节公司估值呈现低估**。

资料来源：Wind，一致预期取自2026年4月30日股价；国金证券研究所

风险提示

- 美国关税扰动造成需求及盈利不及预期。
- 新能源汽车需求不及预期。
- 储能市场需求不及预期。
- 产业链排产提升、稼动率提升不及预期。
- 欧美政策制裁风险。
- 原材料价格上涨风险。
- 新技术进展不及预期风险。

特别声明

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

获取更多研究服务，欢迎访问国金研究小程序

国金证券 SINOLINK SECURITIES

国金研究

国金证券 SINOLINK SECURITIES

最新研报

会议路演

研究专题