



锂电正极材料行业前瞻：景气上行、信用风险总体收敛

工商部 | 刘银玲、王婷

2026 年 9 月 30 日

摘要：

正极材料是锂电池核心主材，在锂电材料成本中占比很高，对电池整体成本水平和性能具有决定性影响，其需求主要由新能源汽车与储能领域双轮驱动，供给端兼具资本密集与技术密集特征，属于典型的周期性行业，同时盈利水平受上下游双向议价压制与行业技术迭代冲击。历经产能过剩、盈利低迷的下行周期后，当前行业已进入结构性复苏阶段，下游市场需求改善，行业库存持续去化，叠加政策约束非理性扩产，供需格局边际修复，企业盈利逐步回暖，但盈利改善呈现结构性特征，企业分层与赛道分化显著。头部企业凭借竞争优势，盈利韧性更强且修复节奏更快，磷酸铁锂赛道复苏势头整体优于三元材料。展望未来 3-6 个月，行业复苏趋势有望延续，但仍面临终端需求与核心原材料价格波动、低端产能释放等潜在压力。信用层面，行业整体风险有所收敛，但主体分层分化特征明显，头部企业信用资质稳健，中间企业盈利随行业景气度弹性波动，尾部企业产品同质化严重且技改能力不足，市场出清与信用暴露风险相对较高。现阶段行业竞争逻辑逐步由粗放式规模扩张转向精细化提质增效，技术迭代升级与产能结构优化将成为行业长期发展的核心主线。

关键词：锂电正极材料；景气度；盈利修复；结构分化；信用风险

一、行业属性界定与逻辑解构

（一）行业分类与属性界定

锂电正极材料是指在锂离子电池中承担可逆脱嵌锂离子功能的嵌入式化合物，充电过程中锂离子从正极材料晶格中脱出并经电解液迁移至负极，放电过程中锂离子重新嵌入正极晶格。正极材料是锂电的核心材料，其性能直接决定电池能量密度、安全特性、循环寿命与适用场景，且在锂电材料成本中占比很高，约为 40%，对电池整体成本影响显著，是锂电产业链中规模、产值最高的材料。根据材料体系的不同，正极材料可分为钴酸锂、锰酸锂、磷酸铁锂和三元材料等，其中，磷酸铁锂和三元材料是

动力电池中应用最为广泛的两大材料，磷酸铁锂是储能电池中应用最广泛的材料。

表 1 各类正极材料性能对比

分类	优势	劣势	主要应用领域
钴酸锂	振实密度大、能量密度高、工作电压高	成本高、热稳定性差、安全性一般	3C 电子产品
锰酸锂	价格较低、安全性好、高倍率与低温性能好	能量密度低、高温循环性能差	电动自行车、低端电动车、数码电子产品
磷酸铁锂	高安全性、循环寿命长、热稳定性好	能量密度较低、低温性能较差	电动汽车及大规模储能
三元材料	能量密度高、低温性能好	高温易胀气、循环性和安全性较差、成本较高	电动汽车

数据来源：根据公开资料整理

需求端属性：正极材料需求呈现“消费筑底盘、储能增弹性、出口扩边界”的三重驱动格局，成长空间与短期扰动并存，行业整体表现出鲜明的成长属性与周期性波动相互交织的特征。正极材料行业由消费、投资、出口三大因素共同驱动，其中消费驱动主要来自新能源汽车和消费电子终端，新能源汽车属于可选消费，受居民购买力、购车补贴、车型迭代等因素影响较大，市场由早期尝鲜群体驱动逐步转向大众消费主导；传统消费电子领域已进入成熟发展阶段，在 AI 技术的渗透驱动下，消费电子行业由“规模普涨”转向以“高端化、智能化、创新化”为主导的结构性发展周期。此外，AI 算力需求爆发对先进存储产能形成拉动，并产生虹吸效应，造成消费级存储供给收缩，存储芯片涨价传导至终端产品，在一定程度上对消费电子终端需求产生抑制，对行业稳定性形成扰动，但未来随着先进存储产能释放，AI 有望成为消费电子行业新一轮增长的核心动力。投资驱动主要集中于储能领域，以电网侧、电源侧和用户侧储能项目建设投资为主，储能需求锚定新型电力系统建设目标，长期具备刚性增长基础，但短期需求稳定性易受补贴政策调整、项目审批节奏、电力市场收益机制变化等因素扰动。出口驱动主要体现为新能源汽车出海等带来的外需增量，但易受地缘政治、海外贸易政策等因素影响。

供给端属性：正极材料供给端兼具资本密集与技术密集双重属性，二者耦合形成强化体系，呈现资本赋能技术迭代、技术反哺资本回报的特征。正极材料行业兼具资本密集与技术密集双重属性，二者并非简单的线性叠加，而是构成互为强化的耦合体系。资本密集体现在产线建设需要大规模固定资产投资，厂房建设、专用生产设备购置、产线技改、规模化扩产等均对资金实力要求较高，行业呈现前期资本开支大、投

资回收周期较长的特征。技术密集体现在材料配方、工艺控制、改性迭代和客户认证等方面，技术领先者通过配方优化和工艺改进建立产品壁垒。此外，在主流材料迭代升级的同时，适配固态电池产业化需求的前沿材料布局加速落地，带动行业技术壁垒进一步抬升。资本投入为技术迭代提供实验验证与产线改造的平台，而技术突破则通过提升产品良率与性能溢价反哺资本形成循环，该双重属性共同构筑行业准入门槛。

产业链位置：正极材料行业面临上下游双向议价约束，盈利水平随产业链供需关系动态调整，同时各企业因技术、产能与产业布局等差异而呈现显著内部分化。正极材料上游为锂、钴、镍等矿物原材料，经加工制成前驱体，再经过一定工艺合成后制得正极材料，下游锂电池制造领域主要分为动力锂电池、消费锂电池与储能锂电池，最终应用于新能源汽车、手机、电脑与储能电站等领域。正极行业衔接资源端与电芯制造企业（电池厂），其议价能力受上下游双向挤压，利润分配随供需格局动态变化。上游资源端依托矿产稀缺性与供给刚性，具备较强的定价主导权，原材料价格波动可快速传导至正极材料制造环节，持续挤压其利润空间，而下游电池头部企业凭借规模化产能与客户渠道优势，议价能力突出，对正极产品采购价格（主要是加工费）形成较强约束，使得正极材料行业整体议价能力偏弱。此外，行业内部格局分化明显，中小厂商受制于技术薄弱、产能分散、成本管控不足，盈利易受行业周期波动影响；而头部企业凭借先进技术、规模化产能、稳定客户资源以及一体化布局等成本优势，具备较大调整空间和一定议价主动权，在周期波动中具备更强盈利韧性。

周期属性：正极材料的强周期属性源于供给建设时滞与需求增长的错配博弈，经历产能出清阵痛与产业政策引导，本轮复苏中企业扩产趋于理性克制，行业竞争逻辑由规模扩张转向质量提升。正极材料强周期性由其自身产业特性所决定，典型的周期演化路径表现为：景气上行吸引企业大规模扩产，随后产能集中释放导致供给过剩，最终引发行业景气回落，其根源在于供给扩张速度滞后于需求增长，以及持续面临技术迭代压力的双重制约。过往几年行业陷入产能过剩和低价竞争的困境，由此带来整体盈利承压、部分中小企业出局等后果，该局面在产业“反内卷”相关调控政策的干预下得到了较好的约束。区别于以往周期，在储能等增量需求带动的本轮复苏阶段，市场面对需求回暖表现得更为理性和克制，头部企业的战略重心从规模扩张转向提质增效，更加注重盘活已有产能、调整优化产品结构、降低生产成本，而非大举新增产能，这种经营理念的转变，有望平抑周期波动的幅度，推动行业健康可持续的高质量发展。

（二）政策与外部环境扫描

锂电正极材料行业政策环境呈现“国内治内卷、优结构、扶创新、扩需求”与“海外高壁垒、强合规”并行的特征，产业监管、贸易管制、技术迭代与需求支持多重政策共振，持续推动正极材料行业产能出清、技术升级与竞争格局重塑。

产业政策方面，2024 年起锂电行业治理相关行动密集出台，政策重心由规模扩张转向提质增效。2024 年 6 月工信部发布《锂离子电池行业规范条件（2024 年本）》，明确引导企业减少单纯扩大产能的制造项目，同时对正极材料产品性能要求进行规范，磷酸铁锂比容量需 $\geq 155\text{mAh/g}$ ，三元材料比容量需 $\geq 180\text{mAh/g}$ ，钴酸锂比容量需 $\geq 165\text{mAh/g}$ ，锰酸锂比容量需 $\geq 115\text{mAh/g}$ ；9 月工信部等部门联合印发《国家锂电池产业标准体系建设指南（2024 版）》，其中正极材料标准主要规范钴酸锂、锰酸锂、镍钴锰酸锂等材料的要求和测试方法，以及材料导电性、磁性物质含量、电化学性能等关键指标要求和测试方法，为正极材料行业提供系统性标准引领。2025 年，行业政策管控力度进一步加大，多部门通过专题会议、行业座谈会等形式，提出综合整治“内卷式”竞争的工作导向。8 月工信部等八部门关于印发《有色金属行业稳增长工作方案（2025—2026 年）》的通知，明确提出要科学合理布局碳酸锂等项目，避免重复低水平建设，提高投资的精准性和有效性。整体来看，系列政策意在约束非理性扩产，推动产能结构优化，倒逼落后产能出清。此外，2026 年 1 月，财政部、税务总局发布出口退税政策，自 2026 年 4 月 1 日起，取消六氟磷酸锂、锰酸锂、钴酸锂、锂镍钴锰氧化物等产品增值税出口退税，以引导产业从低价规模出海转向高质量、高附加值竞争。

国际贸易政策方面，国内实施关键物项出口管制，海外绿色监管与贸易壁垒多重叠加，正极材料出口面临合规准入与供应链约束双重挑战。2025 年 10 月，商务部、海关总署公告 2025 年第 58 号，公布对锂电池和人造石墨负极材料相关物项实施出口管制的决定，其中正极材料领域明确将压实密度大于等于 2.5g/cm^3 且克容量大于等于 156mAh/g 的磷酸铁锂正极材料、三元正极材料的前驱体相关物项等纳入管制范围。另一方面，欧盟《新电池法》已于 2023 年 8 月正式生效，配套碳边境调节机制于 2026 年 1 月进入实施阶段，对动力电池实施全生命周期监管，分阶段落实碳足迹、再生材料占比等硬性准入条件，对国内电池企业供应链管理、数据治理等能力提出系统性考验。同时美国《通胀削减法案》设置原材料来源于本土化生产门槛，进一步抬升国内企业出海的外部阻力。

技术变革方面，国家持续强化顶层战略布局，加速推进新型电池技术迭代升级，

以技术创新驱动正极材料产业提质升级。2025 年 2 月，工信部等八部门关于印发《新型储能制造业高质量发展行动方案》（以下简称“《行动方案》”）的通知，明确提出要发展多元化新型储能本体技术，涵盖钠电池等领域，研发高容量正极材料，聚焦长寿命、高比能、宽温域、高功率发展方向。2026 年 6 月，工信部在中国汽车动力电池产业创新联盟 2026 年度论坛上表示，将加大关键技术攻关，重点突破全固态电池、高比能锂离子电池等关键技术，加大富锂锰基正极、硅基负极、固态电解质等材料攻关。2026 年 9 月，工信部、国家发展改革委联合印发《电子信息制造业发展“十五五”规划》，明确提出要提升新型电池全产业链创新能力，开发高电压高稳定大容量正极材料等关键材料。在政策引导下，固态、钠离子等技术有望实现产业突破，重塑未来竞争格局，缺乏技术储备的企业将面临迭代风险。

需求侧政策支持方面，我国从新能源汽车与储能两大终端领域协同发力，为正极材料需求增长提供坚实支撑。新能源汽车领域，2025 年 3 月，交通运输部等十部门发布《关于推动交通运输与能源融合发展的指导意见》，明确要加快推广新能源汽车，持续推进新能源车辆在城市公交、出租、邮政快递、城市货运配送等领域应用，从应用场景端拓展需求空间。12 月，商务部等八部门办公厅关于印发《2026 年汽车以旧换新补贴实施细则》的通知，明确对汽车报废更新、置换更新给予补贴支持。储能领域，《行动方案》从技术创新、产业协同发展、转型升级、应用场景拓展、生态体系完善、贸易投资合作等多维度提出六大专项行动，目标实现新型储能产品供给能力持续增强，更好满足经济社会多领域应用需求。2025 年 8 月，国家发展改革委、国家能源局关于印发《新型储能规模化建设专项行动方案（2025-2027 年）》的通知，进一步明确到 2027 年新型储能装机规模达到 1.8 亿千瓦以上的目标。在政策引领下，储能电池市场需求有望持续释放，进而为正极材料需求增长提供坚实支撑。

（三）景气驱动因子与传导路径分析

上游与中下游的产能周期错配，叠加定价机制与终端需求约束，共同构成了锂电产业链价格传导的时滞与分化特征。正极材料行业主流定价是“上游价格联动+加工费”模式，上游价格上涨直接传导给下游，正极厂利润核心变量为加工费和单吨盈利。传统模式下加工费多采用一口价锁定，叠加采购销售时间错配，导致上下游利润分配弹性不足，产业链价格传导存在时滞与分化。当前行业逐步探索新模式，将加工费拆分为磷酸铁原料成本和固定加工溢价两部分，其中磷酸铁部分随市场价月度联动调整，使得正极厂实现成本的及时传导，但行业尚未普及该模式。从产能建设周期看，上游

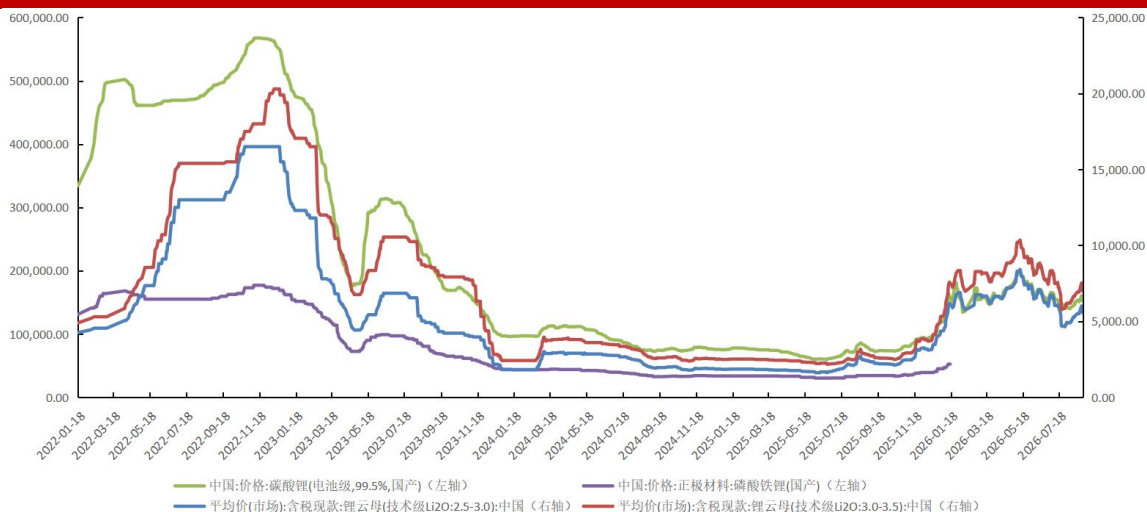
矿产资源端新建项目审批、建设及爬坡周期显著长于中游材料和下游电芯制造环节，若终端需求短期快速回暖，上游供给难以同步释放，供需紧张下的价格上行将优先惠及上游资源企业，使其获得量价齐升红利。相较而言，正极材料处于产业链传导中端，一方面承接上游原材料涨价的成本冲击，另一方面要面临下游电芯厂商的强议价约束，持续面临成本压力考验，盈利能力的稳定性高度取决于企业的议价能力、产业链一体化水平与成本转嫁效率。

二、行业景气度追踪与周期定位

（一）价格与毛利走势：景气度的直接体现

2025 年下半年以来，受核心原料价格抬升及供需格局改善等因素影响，碳酸锂与磷酸铁锂价格回暖显著，行业呈现量价齐升与盈利边际修复的双重特征，三元正极材料价格回暖力度相对温和。目前国内锂电池出货以磷酸铁锂为主，根据 EVTank 统计数据，2025 年中国正极材料总体出货量达到 498.7 万吨，同比增长 52%，其中，磷酸铁锂正极材料出货量占比提升至 79%。本文以磷酸铁锂为主，分析正极与核心原料的价格走势。正极材料产品价格受原材料价格波动与行业供需格局影响较大，成本端核心驱动因素为碳酸锂价格。2022 年，新能源汽车销量高增拉动锂电池及正极材料需求快速扩张，但上游锂矿供给弹性偏弱，锂矿价格快速抬升，进而带动碳酸锂与磷酸铁锂价格上涨。2023 年起，下游需求增速回落、锂资源供给释放，叠加前期涨价周期积累的产业链高库存，碳酸锂供需格局反转，正极材料行业步入下行周期，碳酸锂价格持续震荡下探至低位。2025 年下半年，伴随新能源汽车需求稳步增长、储能行业需求爆发，经历两年多下行的碳酸锂价格迎来明显反弹。2026 年，在需求增长支撑下碳酸锂价格阶段性冲高，带动磷酸铁锂价格逐级抬升，行业呈现量价齐升与盈利边际修复的双重特征，迎来盈利修复窗口。

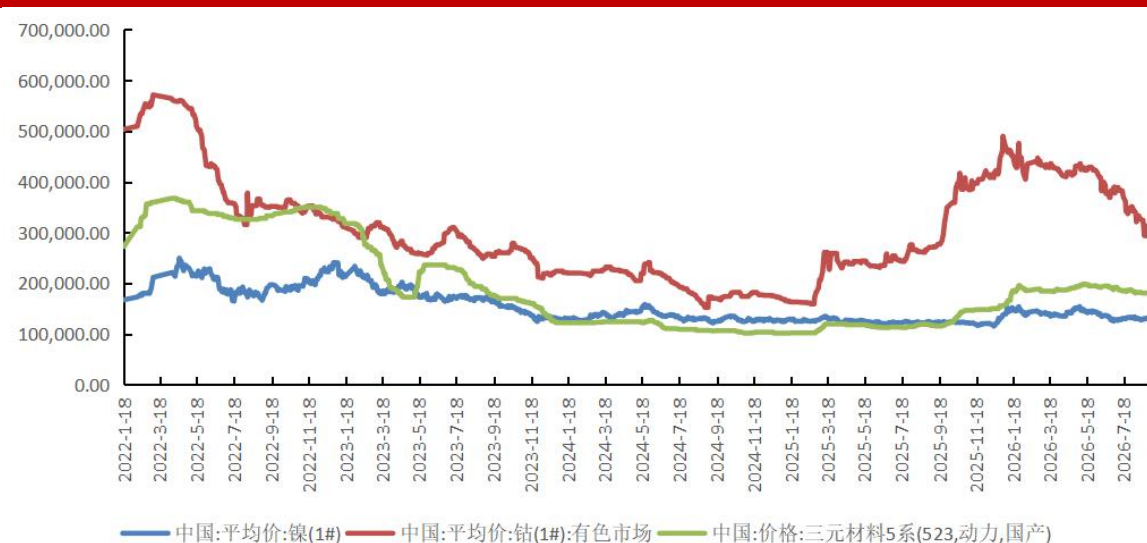
图 1 磷酸铁锂正极相关材料价格情况（单位：元/吨）



数据来源：iFinD、Wind，大公国际整理

三元正极成本受镍、钴、锂等共同驱动，镍、钴与锂的价格周期呈现“大方向趋同，小节奏分化”的特征，锂主要受需求驱动，周期弹性大，对三元正极成本具有趋势性主导作用。钴受资源约束偏强，刚果（金）是全球钴市场重要的边际供给来源，其出口配额制及相关限制政策易扰动钴价，叠加三元正极市场份额偏低，钴需求增量相对有限。镍持续窄幅震荡。受镍钴锂资源价格变动与行业需求向磷酸铁锂倾斜等影响，三元材料价格回暖力度弱于磷酸铁锂，以 2026 年 9 月 18 日价格为例，磷酸铁锂（动力型）价格同比上涨 52.14%，三元正极材料（动力单晶，5 系）同比上涨 28.09%。

图 2 三元正极相关材料价格情况（单位：元/吨）

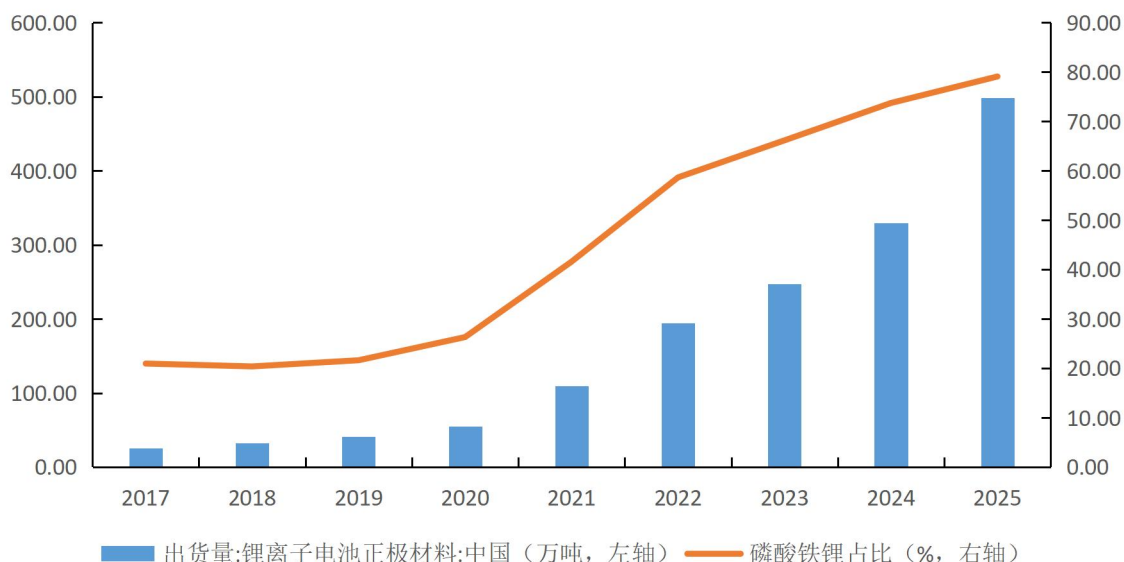


数据来源：Wind，大公国际整理

（二）需求侧追踪：景气度的源头牵引

在“动力为基、储能为矛”驱动下，正极材料需求持续扩张，出货量高速增长且产品结构持续向磷酸铁锂倾斜。在全球能源转型持续推进背景下，光伏与储能领域的技术进步使得新能源成本优势逐步显现，储能电池市场迎来爆发式增长，与此同时新能源汽车市场需求保持增长，动力和储能两大应用场景的协同发展，共同拉动锂电产业链需求持续扩张。根据 EVTank 统计，2025 年全球锂电池总体出货量达到 2,280.5GWh，同比增长 47.6%，预计全球锂离子电池出货量在 2026 年和 2030 年将分别达到 3,016.3GWh 和 6,012.3GWh。受需求拉动，我国正极材料出货量从 2017 年的 25.3 万吨增长至 2025 年的 498.7 万吨，年复合增长率约 45%；从结构视角看，受益于磷酸铁锂在成本与性能方面的综合优势，正极材料的产品结构持续向磷酸铁锂方向倾斜。

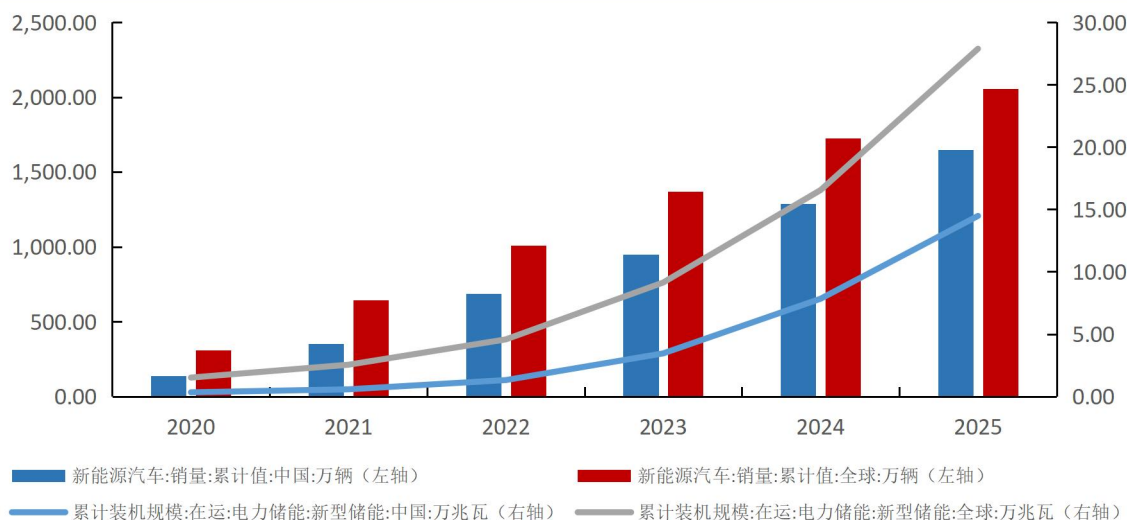
图 3 我国锂离子电池正极材料出货量情况



数据来源：iFinD，大公国际整理

正极材料下游终端需求主要集中于三大领域，分别是新能源汽车领域、储能领域和消费电子领域。根据 EVTank 联合伊维经济研究院共同发布的《中国锂离子电池行业发展白皮书（2026 年）》，2025 年全球锂离子电池总体出货量中用于新能源汽车领域的锂离子电池出货量 1,495.1GWh，占总体出货量的 65.6%，用于储能领域的锂离子电池出货量 651.5GWh，占总体出货量的 28.6%，锂电需求主要由新能源汽车和储能两大领域共同拉动。

图 4 2020~2025 年全球及我国新能源汽车销量和新型储能装机情况



数据来源：iFinD，大公国际整理

从细分领域看，新能源汽车销售量的持续增长与渗透率的稳步提升，为锂电需求提供了持续扩张的基本盘，其中 2025 年全球新能源汽车销量达 2,054.25 万辆，同比增长 19.15%。根据 EVTank 预测数据，2026 年全球新能源汽车销量将达到 2,849.6 万辆，而中国汽车工业协会预测，2026 年我国新能源汽车销售量为 1,900 万辆，增速降至 15.2%，在高销量基数等因素影响下，国内新能源汽车销量增速承压。2026 年上半年，我国新能源汽车实现销量 744.6 万辆，同比增长 7.3%。尽管汽车内需增长减弱，但动力电池需求还存在单车带电量上行、海外需求扩张、商用车电动化提速等结构性利好，有望对未来动力电池出货量增长形成支撑。与此同时，新型储能装机量增速显著领跑，储能正接棒新能源汽车，成为拉动电池产业增长的新引擎，锂电行业进入新能源汽车与储能双轮驱动的发展阶段。总体来看，正极材料后续需求强劲，行业景气度具备较强支撑，其中头部企业湖南裕能与下游客户宁德时代之间关于磷酸盐正极材料相关交易金额持续扩大，2026 年预计关联交易金额较 2025 年实际发生额增长约 160%，订单规模显著扩张。

（三）供给侧追踪：产能与库存的博弈

在新能源汽车和储能需求带动下，头部企业开工率维持高位，行业马太效应持续强化，叠加碳酸锂库存去化明显，正极材料供需呈现结构性趋紧，景气度短期内具备较强支撑。2025 年以来，正极材料头部企业依托技术、资金以及稳定的供应链优势，维持较高开工水平，年内部分企业实现满产甚至超负荷生产，行业需求支撑强劲。但

同时，行业内分化态势显著，大量中小厂商面临产能闲置、开工不足的困境，低端落后产能出清进程仍在持续。在日趋激烈的市场竞争下，生产工艺落后、能耗高、产品性能不达标以及缺乏核心技术与自主创新能力的产能，市场竞争力持续弱化，行业资源加速向具备成本、技术优势的头部企业集中，马太效应持续强化。

表 2 部分上市公司产能利用率情况（单位：%）

企业简称	产品	2026 年上半年	2025 年
湖南裕能	磷酸盐正极材料	95.92	113.76
德方纳米	磷酸盐正极材料	106.12	85.66
当升科技	三元+磷酸盐正极材料	92.14	106.15

数据来源：上市公司年报，大公国际整理

碳酸锂为正极材料的关键原材料，根据鑫椤资讯数据统计，2026 年上半年全国碳酸锂库存总量呈下降态势，库存可用天数同步走低。截至 2026 年 7 月末，全国碳酸锂库存总量约 10.33 万吨，环比下降 21.33%，而月需求量为 15.97 万吨，可用天数降至 19 天左右，国内碳酸锂库存水平去化明显，锂资源供需格局边际趋紧。与此同时，上游锂盐库存收缩逐步向下游传导，根据 SMM 于 2026 年 8 月 13 日发布的市场信息，正极材料行业库存天数由原先的 10 至 11 天降至 7 至 8 天，去库幅度较为明显，行业处于被动去库阶段，供需格局改善且呈现结构性趋紧特征，低端产能仍处于过剩状态。在下游动力、储能需求支撑，叠加上游及正极材料行业自身库存较低的共同作用下，预计下半年正极材料行业供需偏紧格局或将延续。

中国在全球正极材料供给端占据主导地位，但行业内部竞争格局呈现不同演变方向，磷酸铁锂行业集中度下降，低端产能过剩与高端供给不足并存，三元材料头部效应持续强化。磷酸铁锂领域，根据 SMM 数据，2025 年全球磷酸铁锂产量约为 377 万吨，其中中国产量占比约 99%，全球供给高度集中于国内且当年产量增速达 60%。从国内竞争格局看，2025 年磷酸铁锂行业 CR5 为 54.8%，头部集中度较 2024 年有所减弱，湖南裕能、万润新能和德方纳米稳居前三。2026 年上半年，国内磷酸铁锂正极材料总产量约 262.9 万吨，同比增长 67%，延续高速扩张态势，行业 CR5 为 51%。此外，当前磷酸铁锂行业面临的核心矛盾并非总量过剩，而是结构性分化明显，低端常规产能供给过剩、高端有效产能供给不足。三元材料领域，根据 SMM 数据，2025 年全球三元材料总产量达 106.73 万吨，其中中国产量占比为 76.76%，同时海外产量同比负增长，国内产量增速达 19.36%。2026 年上半年，国内三元正极产量 49.3 万吨，占全球产量比重为 80.62%，同比增长 40%。从竞争格局看，国内企业在全球的主导地位稳固，但行业内部竞争激烈，头部效应进一步强化。根据 SMM 统计，2025 年国内三元正极企

业市占率前五大分别为南通瑞翔、巴莫科技、容百科技、广东邦普和五矿新能，部分企业依托高镍产品放量，市占率较上年实现提升，行业 CR5 从 2024 年的 55% 提升至 2025 年的 62%。

三、微观财务映射与经营周期验证

（一）盈利能力与现金流质量：景气传导的微观验证

2025 年下半年以来，锂电行业景气度持续回升，带动正极材料行业盈利迎来修复拐点，但盈利改善呈现结构性特征，企业分层与赛道分化显著。

根据 iFinD 统计数据，2023~2025 年，电池化学品行业营业总收入分别为 4,198.68 亿元、3,316.00 亿元和 4,121.48 亿元，毛利率分别为 14.26%、13.83% 和 14.61%，净利润分别为 152.50 亿元、19.93 亿元和 130.08 亿元。近三年电池化学品行业毛利率窄幅波动，但净利润剧烈震荡，此背离主要是受产品价格周期下行与回升、资产减值计提规模年度间差异以及期间费用刚性等因素共同驱动¹。从行业运行逻辑看，锂电材料企业的经营绩效受行业周期性波动影响显著，受周期力量的传导作用，2024 年行业整体经营业绩承压，2025 年下半年/年末行业景气呈现边际改善，部分细分赛道盈利迎来阶段性拐点。

正极材料方面，从具体样本企业财务数据来看，2023~2025 年，受行业周期波动影响，多数正极材料企业营业收入大幅波动，整体呈现“V”型走势，盈利能力亦呈现波动特征，2024 年受行业前期集中扩产带来供给过剩、产品均价下行、下游需求增速放缓以及车企价格战传导等影响，样本企业营收和盈利普遍下降，产业周期性压力凸显；2025 年，在低效产能逐步出清、下半年储能需求快速提升以及产品价格年中触底回升等带动下，样本企业营收普遍回升，行业利润水平逐步修复，但样本企业毛利率与净利润表现明显分化。头部企业依托一体化布局、规模及优质客户壁垒等优势，抗风险能力更强，盈利修复速度与弹性领先（比如湖南裕能、厦钨新能和当升科技），中小厂商盈利改善滞后，同时本轮景气回升过程中磷酸铁锂赛道企业盈利修复节奏优于三元材料，磷酸铁锂企业因储能需求爆发支撑，普遍实现量利齐增，盈利修复显著（比如湖南裕能盈利修复显著，万润新能、德方纳米、安达科技大幅减亏），而三元材料进入存量博弈与结构优化阶段，盈利承压且分化（比如容百科技业绩连续三年下

¹ 数据来源：同花顺 A 股电池化学品行业，包括正极材料及前驱体、负极材料及石墨加工、电解液与隔膜产业链、电池辅材等企业。

降且 2025 年发生亏损），高端产品布局者盈利较好，低端产品布局者仍承受较大压力。进入 2026 年上半年，正极材料行业景气度持续延续，企业业绩修复态势进一步巩固。除以三元材料为绝对核心产品的容百科技、振华新材外，其他样本企业营收和净利润同比均大幅增长，而容百科技、振华新材业绩也已同比回升，行业整体修复趋势明确。

表 3 正极材料行业典型样本主要盈利指标情况（单位：亿元、%）

企业简称	主要产品	营业收入			毛利率			净利润		
		2025 年	2024 年	2023 年	2025 年	2024 年	2023 年	2025 年	2024 年	2023 年
湖南裕能	磷酸铁锂	346.25	225.99	413.58	9.15	7.85	7.65	12.67	5.90	15.81
厦钨新能	钴酸锂、三元	198.80	132.97	173.11	9.96	9.76	7.99	7.49	4.88	5.29
容百科技	三元	122.67	150.88	226.57	7.41	10.02	8.58	-1.62	3.29	6.28
万润新能	磷酸铁锂	114.92	75.23	121.74	4.82	0.67	0.01	-4.75	-9.06	-15.47
当升科技	三元、磷酸铁锂	103.74	75.93	151.27	12.73	12.38	18.06	6.35	4.73	19.19
五矿新能	三元、磷酸铁锂	93.40	55.39	107.29	7.95	2.95	4.41	2.28	-5.08	-1.24
德方纳米	磷酸铁锂	87.16	76.13	169.73	1.30	-4.64	0.19	-10.87	-16.02	-19.82
安达科技	磷酸铁锂	34.93	15.11	29.64	1.75	-11.07	-4.70	-2.57	-6.80	-6.34
丰元股份	三元、磷酸铁锂	23.27	14.90	27.77	-6.27	-15.12	-0.03	-5.38	-4.46	-4.32
盟固利	三元、钴酸锂	23.21	17.94	23.16	7.99	5.25	7.08	0.26	-0.73	0.56
振华新材	三元	14.28	19.61	68.76	-12.92	-13.43	6.77	-4.32	-5.28	1.03

数据来源：iFinD，大公国际整理

现金流质量方面，从经营性现金流绝对值看，2025 年，样本企业中厦钨新能、容百科技、万润新能、当升科技、盟固利、振华新材呈现经营性现金流净流入且大于净利润的特征，结合收现比数据，上述企业当期回款质量较优质；而湖南裕能和德方纳米表现为较大规模净流出且收现比较低，2025 年两家企业收现比分别为 45%和 64%。

（二）资本开支与资产效率：经营周期的方向判断

2025 年，正极材料企业投资性现金流继续呈现净流出，但流出规模普遍收窄，行业投资整体趋于谨慎。2023~2025 年，电池化学品行业购建长期资产支付的现金分别为 742.44 亿元、578.45 亿元和 448.01 亿元，同期行业投资性现金流持续净流出，规模分别为 779.80 亿元、665.74 亿元和 448.05 亿元，行业投资性现金流虽然呈现净流出，但净流出规模以及购建长期资产的现金支出已逐年下降，经历产能出清阵痛与产业政策引导，新增扩产计划明显收缩，资金投向主要是在建项目刚性续投、产线技术替换、产业链一体化以及出海建厂等。从正极材料企业财务数据看，2023~2025 年，



除德方纳米 2024 年因收回投资导致当期投资性现金流净流入外，其余正极材料样本企业投资性现金流均呈现净流出。2025 年，湖南裕能和当升科技净流出规模较大且同比扩大，其余企业净流出规模同比显著收窄或者处于较低水平，行业投资整体趋谨慎，其中，湖南裕能流出同比增加，资金主要用于上游一体化产能布局与产能扩张等，当升科技净流出同比增加，原因为欧洲项目投资增加以及结构性存款到期赎回减少。

表 4 正极材料行业典型样本资本开支与资产运营效率指标情况（单位：亿元、天）									
公司简称	投资性净现金流			应收账款周转天数			存货周转天数		
	2025 年	2024 年	2023 年	2025 年	2024 年	2023 年	2025 年	2024 年	2023 年
湖南裕能	-21.96	-13.31	-26.22	62.37	79.15	47.75	36.78	35.64	29.67
厦钨新能	-5.96	-9.72	-14.85	57.72	79.14	87.90	93.51	66.60	60.07
容百科技	-2.78	-23.07	-16.92	115.24	99.29	59.85	69.07	49.78	41.97
万润新能	-9.78	-12.74	-29.51	71.69	76.32	49.50	34.54	40.72	46.85
当升科技	-28.33	-7.97	-6.47	87.46	124.25	103.35	78.86	47.43	51.67
五矿新能	-1.82	-8.50	-6.48	132.01	155.64	112.98	58.45	56.32	50.51
德方纳米	-4.07	10.51	-33.46	80.41	91.67	70.52	46.61	41.28	63.52
安达科技	-0.15	-1.32	-6.83	48.36	100.69	78.59	60.17	88.73	100.32
丰元股份	-1.84	-3.13	-4.29	119.30	296.44	128.57	74.10	78.54	59.60
盟固利	-0.42	-0.81	-0.26	155.13	220.68	195.21	105.91	77.26	69.99
振华新材	-2.75	-1.48	-2.57	133.40	189.74	76.83	188.99	204.19	94.44

数据来源：iFinD，大公国际整理

资产效率方面，2023~2025 年，在行业周期作用下，电池化学品行业应收账款和存货周转效率均呈现小幅波动特征，应收账款周转天数分别为 78.61 天、93.40 天和 83.11 天，存货周转天数分别为 91.98 天、101.64 天和 97.39 天。从正极材料样本企业应收账款周转效率来看，头部企业、钴酸锂及磷酸铁锂赛道企业（如湖南裕能、万润新能、当升科技、德方纳米、安达科技）周转效率大多随行业周期同步波动，2025 年受益于行业景气度回升、下游需求回暖，相关企业周转效率同比改善且周转天数均控制在 90 天以内。容百科技因营收大幅下滑叠加历史应收款项积压，五矿新能因 2025 年当期回款表现偏弱，应收账款周转效率处于较低水平；丰元股份、盟固利、振华新材等尾部企业受客户结构偏弱、议价能力不足、账期相对较长等因素影响，应收账款整体周转效率较低，其中 2025 年虽有改善但仍在 119 天以上，资金占用压力较为突出。存货周转效率方面，2025 年，除振华新材周转效率较低外，其余样本周转效率相对较高，尤其是头部企业或者磷酸铁锂赛道企业，湖南裕能、万润新能、德方纳米和安达科技周转天数基本在 60 天以内。

（三）杠杆水平与流动性安全：信用风险的群体底色

正极材料企业资产负债率普遍控制在 70% 以内，整体杠杆率尚可，但多数企业货币资金对短期债务覆盖能力偏弱，存在一定短期偿债压力，此外需重点关注本轮景气回升中企业扩产带来的杠杆水平上行风险。2023~2025 年末，电池化学品行业资产负债率分别为 50.71%、53.20% 和 55.02%，呈逐年小幅抬升态势。从正极材料样本企业数据看，2025 年末，样本企业资产负债率大多控制在 70% 以内，整体杠杆水平尚可。流动性安全层面，当升科技、五矿新能、振华新材流动比率高于 2 倍，且货币资金对短期债务覆盖能力较强，流动性风险相对较低；其余样本企业流动比率处于 0.6 - 1.5 区间，但货币资金/短期债务指标均跌破 0.5 倍，反映行业整体存在一定短期偿债压力。在新一轮景气上行周期中，企业扩产将带来新增资本开支需求，需警惕杠杆水平上行压力，同时关注项目投资回报兑现情况及杠杆可持续性。

表 5 正极材料行业典型样本 2025 年杠杆水平与流动性安全关键指标对比

企业简称	资产负债率（%）	流动比率（倍）	速动比率（倍）	货币资金/短期债务（倍）
湖南裕能	66.89	1.02	0.74	0.21
厦钨新能	56.29	1.26	0.64	0.27
容百科技	64.45	1.19	0.92	0.42
万润新能	73.56	0.80	0.68	0.49
当升科技	31.14	2.55	1.93	1.93
五矿新能	55.13	2.03	1.68	0.75
德方纳米	63.93	0.89	0.65	0.40
安达科技	66.82	0.64	0.37	0.15
丰元股份	68.62	0.67	0.44	0.32
盟固利	50.96	1.43	0.99	0.34
振华新材	39.29	2.38	1.81	1.39

数据来源：iFinD，大公国际整理

四、信用分化与风险主体画像

目前锂电产业链企业正在经历低谷后的恢复阶段，企业信用风险分化较为明显，依据产业链位置、市场地位和创新能力，可将相关企业划分为头部、中间和尾部三个层次，并对其信用风险特征进行研究²。

² 2023 年以来，典型样本企业无新发债，因此本文未对信用利差进行研究分析。

（一）分层视角下的信用风险画像

1. 头部企业：系统稳定器与周期缓冲层

正极材料头部企业凭借规模、技术壁垒、优质客户资源与一体化产业链布局等优势，成为行业信用体系的核心稳定器，其周期风险缓冲能力突出，整体信用风险处于行业低位。正极材料行业市场集中度较高，其中头部企业占据动力电池及储能电池主流订单，深度绑定国内外主流车企、储能运营商，订单可持续性强，有效规避了中小企业面临的订单短缺、客户流失等经营风险。技术端，头部企业持续布局前沿研发，产品良品率、能量密度、安全性能领跑行业，具备明显产品溢价与竞争壁垒，受技术迭代冲击较小。财务维度，龙头盈利抗周期属性更强，行业下行阶段大多能够维持盈利，而行业上行过程中依托高产能利用率与成本技术优势，盈利率先修复，且盈利基本面可支撑企业开展逆周期调整，借助产品技术迭代与产业链布局持续增强市场话语权，此外此类企业通常具备资产运营效率更高（应收账款和存货）、资产结构更稳定等特征。同时资本市场对龙头企业的认可度高，融资渠道多元且具有成本优势，应对行业产能过剩、原材料价格波动等周期性冲击能力更强。从代表性头部企业湖南裕能和厦钨新能数据看，2024 年，在行业深度下行阶段，上述企业毛利率稳中有升，表现出较强韧性，且净利润始终维持正值，细分领域三元材料头部企业当升科技亦呈现此盈利特征。

2. 中间企业：景气敏感层与分化加剧带

中间企业处于行业竞争夹层，是行业景气度的核心敏感主体，也是信用风险分化的主要区间，整体呈现“稳健与风险并存、分化加剧”的信用特征。这类企业具备一定产能规模与技术实力，可承接中端市场订单，拥有稳定的经营基本盘，但缺乏龙头企业的绝对壁垒，市场份额、产品竞争力处于中游水平，业绩高度依赖行业整体景气度，抗周期能力偏弱。行业上行阶段，产能利用率提升、产品盈利修复，企业营收与利润稳步增长，信用状况保持稳定；但行业下行、产能过剩、价格战加剧时，中间企业最先面临订单缩水冲击，盈利韧性不足。行业竞争加剧背景下，优质中间企业可通过技术升级、绑定细分优质客户实现突围，信用资质持续优化，而转型滞后、成本管控薄弱的企业则会逐步陷入盈利困境，信用风险快速攀升。

3. 尾部企业：风险暴露层与出清压力区

尾部企业规模体量小、技术水平薄弱、抗风险能力差，是行业信用风险的集中暴露区域，同时持续面临市场出清的核心压力，整体信用资质脆弱、风险敞口大。这类

企业缺乏核心技术与核心客户资源，产品多为低端同质化产品，在行业价格战中处于显著劣势，缺乏可持续的竞争优势，产能利用率长期偏低，持续处于低效运营状态。经营层面，尾部企业订单稳定性较差，原材料价格波动、行业需求小幅波动即可直接导致营收大幅下滑，更容易陷入营收萎缩、经营亏损的困境。同时此类企业资本市场认可度相对较低，融资渠道狭窄且融资成本相对较高，行业下行周期中易出现融资受阻、资金链断裂的问题。在行业产能结构性过剩、行业监管趋严、技术快速迭代的背景下，尾部企业转型升级难度大，市场出清压力持续攀升，是行业信用违约、经营破产风险的主要爆发主体。

（二）关键风险预警信号清单

宏观和行业层面，需要重点关注以下风险信号。一是终端需求风险信号，受新能源补贴、储能政策调整及下游需求波动影响，行业终端需求若连续两个季度下滑且无企稳趋势，行业整体存货、应收账款周转效率持续走低，产成品库存被动积压，库存风险显著攀升，可视为行业景气度转弱的预警信号。二是供给风险信号，行业景气上行阶段，资本助推行业主体集中激进扩产，产能集中投放易引发供需错配，需重点警惕行业结构性产能过剩风险持续累积。三是原材料风险信号，镍、钴、锂等核心主材对外依存度较高，受全球供给格局、国际贸易局势影响，价格易大幅波动，正极材料企业处于产业链中游，定价传导滞后、议价能力偏弱，行业整体毛利率持续承压，需关注主材价格波动对企业经营的影响。

企业微观层面，需要重点关注以下风险信号。一是盈利风险信号，下游需求疲软导致企业产能利用率持续回落，进而引发营收收缩、盈利大幅下滑甚至亏损，需重点研判企业持续经营与技术迭代能力，同时警惕应收与存货周转恶化引发的资产减值与资金占用问题。二是偿债风险信号，若企业资产负债率高于行业均值，且货币资金对短期债务覆盖倍数持续低于 0.5 倍，表明企业流动性储备不足、债务结构承压，短期债务风险突出，需关注其短期债务偿还风险。三是持续经营风险信号，在行业整体产能扩张、技术研发稳步推进的背景下，若企业资本开支、技术研发投入显著低于行业平均水平，大概率源于企业现金流紧张、投融资能力受限，主动缩减或终止项目投入，这也将直接削弱企业技术壁垒与产能竞争力，对其长期发展潜力与经营可持续性形成制约。

五、行业发展展望

（一）行业景气周期综合判断

综合行业供需格局与企业微观数据判断，当前国内锂电正极材料行业整体处于结构性复苏初期，行业告别 2023~2024 年产能过剩、价格持续下行的萧条探底阶段，呈现“总量复苏、细分分化”的周期特征。需求端层面，新能源汽车持续扩容叠加新型储能装机量高速增长，形成双轮驱动格局，行业整体出货量持续攀升，有效托底行业景气基本盘。供给端层面，本轮景气上行阶段，行业非理性扩产得到有效约束，新增产能投放节奏放缓，叠加碳酸锂库存持续去化，产业链供需格局改善，推动 2025 年下半年以来产品价格、企业产能利用率与盈利逐步修复。微观企业层面，头部正极材料企业产能利用率维持高位，盈利实现“V 型”反转，验证行业复苏基本面，但中小尾部企业、三元赛道企业复苏节奏偏慢。展望未来 3-6 个月，行业结构性复苏景气有望延续，磷酸铁锂凭借储能高需求支撑维持高景气，高端高镍三元材料稳步回暖，而低端同质化产品仍承压。本轮景气上行区别于以往粗放式扩张，行业扩产趋于理性，政策持续整治行业“内卷式”竞争，叠加海外出口管制、碳壁垒等外部约束，行业将以提质增效为核心；短期暂无明确景气下行拐点，潜在扰动因素主要来自新能源汽车终端需求不及预期、上游核心原料价格大幅波动及低端产能集中释放引发的价格回落风险。

（二）行业信用风险展望

未来 3-6 个月，锂电正极材料行业信用风险将呈现整体收敛、分层分化、尾部承压的格局。从整体趋势来看，行业景气复苏带动企业营收、盈利与现金流修复，叠加监管政策引导行业理性扩产、严控低端重复建设，行业系统性产能过剩风险缓释，整体信用风险持续收敛。主体风险分化层面，头部正极材料企业深度绑定优质下游客户，产能利用率与盈利韧性较强，杠杆水平合理，信用资质持续夯实，风险基本可控；中间企业业绩随行业景气度弹性波动，盈利稳定性偏弱，短期偿债压力普遍存在，信用风险小幅波动；尾部企业产品同质化严重，产能利用率偏低、盈利修复节奏较慢，叠加融资受限，信用暴露风险持续偏高。外部环境层面，国内产业政策持续优化行业竞争格局、倒逼落后产能出清，利好行业信用生态改善；但海外贸易壁垒、核心原材料价格波动、行业技术快速迭代等外部因素，仍对企业成本管控、技术储备与合规经营能力形成考验，或将加剧部分抗风险能力偏弱企业的信用波动。

报告声明

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的合法性、真实性、准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议或决策依据。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本报告版权仅为本公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为大公国际，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。