

宁德时代 (300750)

麒麟千里，神行逐电，破浪无疆

买入 (维持)

2024年08月05日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001
021-60199793
zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证书: S0600517120002
021-60199793
ruanqy@dwzq.com.cn

证券分析师 岳斯瑶

执业证书: S0600522090009
yuesy@dwzq.com.cn

证券分析师 朱家佟

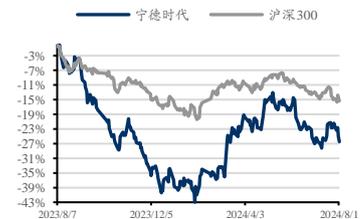
执业证书: S0600524080002
zhujt@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	328594	400917	386572	452566	535941
同比 (%)	152.07	22.01	(3.58)	17.07	18.42
归母净利润 (百万元)	30729	44121	50204	60513	72820
同比 (%)	92.89	43.58	13.79	20.53	20.34
EPS-最新摊薄 (元/股)	6.99	10.03	11.41	13.76	16.55
P/E (现价&最新摊薄)	25.35	17.66	15.52	12.87	10.70

投资要点

- **电动化大有可为，终局需求超 11TWh，仍有 10 倍空间。**目前全球新能源汽车渗透率仅 20%，储能仍处于发展初期阶段，我们测算 24 年全球新能源车销量 1609 万辆，仍维持 20% 增长，受插电占比提升影响，全球动力电池增速略低于 20%，而储能电池需求保持近 50% 增长，锂电池整体需求增长 24% 至 1.1TWh，海外 26 年迎来新车周期，储能需求持续强劲，25-26 年增速预计提升至 25-30%，27-30 年维持 20% 左右，30 年需求预计增长至近 4.0TWh。我们认为锂电池远期仍有较大空间，考虑工程机械、机器人、飞机船舶等新兴领域，终局电动化假设下，锂电池需求预计超 11TWh，行业仍有 10 倍空间，锂电厂商在电动化、智能化等领域大有可为。
- **宁德时代全球优势强化，25 年 H2 起份额再提升。**动力方面，宁德时代 24 年全球份额稳定于 37%，国内份额 45-50%，海外份额升至 27%，随着神行、麒麟等新品开启放量，国内份额后续预计稳定，欧洲新车型 25H2 推出，宁德时代新定点份额 40%+，且海外产能加速建设，美国技术授权方式 26 年投产，全球份额有望提升至 40%。储能方面，宁德时代 24 年全球份额 40%，美国地区份额 50%，独供 tesla 的 megapack，随着储能电池性能要求逐步提升，宁德时代凭借突出的安全性、全周期成本和售后优势，储能竞争力持续强化，远期市占率预计 40-50%。整体看，宁德时代 24 年动储出货预计 480GWh，同增 23%，30 年出货预计超 1.5TWh。
- **单位盈利稳定超预期，长期竞争力始终维持。**海外定价模式可维持，壁垒高盈利水平好，国内电池价格已见底，跌破部分二线现金成本，整体电池价格下探空间较小，而宁德时代盈利维持 0.1 元/Wh，与国内二三线差距维持，与海外电池厂差距扩大，体现公司极强的成本、技术和规模优势，以及高海外占比的差异化结构。随着 24H2-25 年新增产能预期减少，行业供需将有所改善，龙头产品技术持续创新，24 年麒麟、神行等差异化新品放量，具备差异化盈利水平，超级拉线迭代升级，26 年单 wh 折旧减少，盈利能力具备持续性。远期看，宁德时代引领行业技术发展，持续大额研发投入，全面布局新材料、新技术和新制造，陆续落地打造差异化竞争，长期竞争力始终维持。此外，由于采取严谨的会计处理，包括质保金计提、返利计提、折旧年限和存货减值计提等，宁德时代的表观净利润被低估，经营活动净现金流一直远大于净利润，净现比常年维持 30-40% 水平，后续现金流质量预计持续改善。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计 24-26 年归母净利润 502/605/728 亿元，同增 14%/21%/20%，对应 PE 为 16/13/11x，基于公司全球电池龙头地位，给予 24 年 25x，对应目标价 285 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧超预期，原材料价格波动风险，海外政策变化风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	177.09
一年最低/最高价	140.40/251.33
市净率(倍)	3.97
流通 A 股市值(百万元)	689,739.78
总市值(百万元)	778,984.77

基础数据

每股净资产(元,LF)	44.61
资产负债率(% ,LF)	69.26
总股本(百万股)	4,398.81
流通 A 股(百万股)	3,894.85

相关研究

- 《宁德时代(300750): 2024 年半年报点评: 盈利能力亮眼, 海外储能高增》
2024-07-27
- 《宁德时代(300750): 2024 年一季度报点评: 业绩持续超预期, 龙头尽显风范》
2024-04-16

内容目录

1. 电动化大有可为，终局需求超 11TWh，仍有 10 倍空间	7
1.1. 锂电空间：电动化仍大有可为，终局需求超 11TWh	7
1.2. 乘用车：终局电动化 8400 万辆，对应电池需求 5.6TWh	8
1.3. 储能：终局非化石能源消费占比 80%，对应电池需求 3-4TWh	9
1.4. 新兴领域：工程机械+机器人贡献增量，远期需求超 1TWh	11
1.5. 总结：电动化大有可为，终局需求超 11TWh，仍有 10 倍空间	12
2. 全球龙头地位稳固，海外市占率快速提升	13
2.1. 宁德时代：全球竞争优势强化，海外市占率快速增长	13
2.2. 动力：宁德时代全球份额 37.5%，后续市占率稳中有升	13
2.3. 国内市场：宁德时代份额 46%，24 年预计维持 45-50%	14
2.3.1. 配套关系：车企供应商多样化，热门车型稳定国内份额	15
2.3.2. 产品结构：神行+麒麟新品放量，装机比例逐步提升	18
2.3.3. 国内总结：神行麒麟新品放量，国内份额维持 45-50%	21
2.4. 欧洲市场：宁德时代份额 35%，超越 LGES，跃升市占率第一	23
2.4.1. 欧洲 24-25 年销量偏弱，26 年新车型推出后，预计重回高增长	24
2.4.2. 欧洲准入-证书：ECE R100.03 已生效，对动力电池安全性要求趋严	26
2.4.3. 欧洲准入-零碳：25 年实现核心运营碳中和，35 年实现价值链碳中和	27
2.4.4. 欧洲总结：新车型定点要求提升，宁德时代竞争优势突出，26 年新车型推出后，份额预计升至 40-50%	28
2.5. 美国市场：宁德时代份额 15%，短期份额或略有下降	30
2.5.1. 美国销量：纯电车型延后推出，加大混动及插混规划	30
2.5.2. 美国市场：IRA 法案要求本土化，后续通过技术授权突破	31
2.5.3. 海外建厂：LRS 模式轻资产运行，重点针对美国市场	32
2.5.4. 美国总结：技术授权模式突破后，份额有望从 15%进一步提升	33
2.6. 其他市场：宁德时代份额 33%，市占率实现快速提升	34
2.7. 动力总结：全球龙头地位稳固，后续份额有望升至 40%	34
2.8. 储能：中美主力市场持续发力，新兴市场多点开花	36
2.9. 电芯&系统：宁德时代一致性更高，全周期成本优势突出	38
2.10. 储能总结：产品竞争力历久弥新，远期市占率预计 40-50%	39
2.11. 总结：24-25 年出货增速 20-25%，30 年预计出货超 1.6TWh	40
3. 龙头全方位领先优势，超额盈利预计可维持	41
3.1. 龙头具备盈利优势，与二三线差距维持，与海外电池厂差距扩大	41
3.2. 电池供需：新增产能投产进度放缓，25 年利用率进一步改善	43
3.3. 成本端：龙头具备极强优势，比二线低 0.05-0.06 元/Wh	44
3.4. 产品结构端：龙头海外占比高，比国内盈利高 0.05-0.1 元/Wh	47
3.5. 总结：龙头整体盈利可维持近 0.10 元/Wh，合计电池利润维持稳定	48
4. 引领行业技术发展，长期竞争力始终维持	49
4.1. 短中期：新技术新应用全面爆发，宁德时代引领行业发展	49
4.2. 长期：宁德时代推出凝聚态电池，布局硫化物全固态路线	49
4.3. 极限制造：实现 PPB 级别高安全，超级拉线全面领先	50
4.4. 技术研发：宁德时代研发投入遥遥领先，AI 赋能打造计算平台	51
4.5. 总结：宁德时代技术布局全面领先，长期竞争力始终维持	52

5. 会计处理审慎严谨，质保金+返利+折旧未来反哺利润	53
5.1. 财务：公司业绩持续超预期，盈利水平表现亮眼	53
5.2. 质保金：宁德计提审慎，海外宽松，预期反哺利润	54
5.3. 返利留存：对核心车企计提返利，留存部分转为未分配利润	54
5.4. 折旧：转固高峰期后，折旧逐年减少，开始释放利润	55
5.5. 总结：会计处理审慎严谨，现金流远大于净利润	56
6. 投资建议&风险提示	57
6.1. 尚处 PEG 估值范式内，当前估值 16-17X 低于 25%增速	57
6.2. 公司维持稳定增长，不确定性逐渐消除，估值有望修复	57
6.3. 稳定 15-20%增长下，高分红+高 ROE 预期有望拔高估值	58
6.4. 提高分红率，增强股价稳定回报预期	59
6.5. 打造 C 端品牌力，增加产品溢价，提高竞争壁垒	59
6.6. 远期：30 年出货超 1.6TWh，单 wh 利润维持 0.085 元，乐观情况下，电池利润有望较 24 年有 3 倍增长空间	60
6.7. 投资建议	61
6.8. 风险提示	61

图表目录

图 1:	全球锂电池需求测算 (GWh)	7
图 2:	2024 年全球锂电池分领域需求及占比 (GWh, %)	8
图 3:	远期终局全球锂电池分领域需求及占比 (GWh, %)	8
图 4:	2014-2024H1 年全球分地区新能源车渗透率 (万辆, %)	8
图 5:	2021-2030 年全球分地区新能源车销量预测 (万辆)	8
图 6:	全球乘用车销量测算 (万辆, %)	9
图 7:	2021-2030 年全球分类型储能装机预测 (GWh)	10
图 8:	2021-2030 年全球分地区储能装机预测 (GWh)	10
图 9:	全球储能装机需求测算 (万辆, %)	10
图 10:	新兴领域全球锂电池需求测算 (GWh)	11
图 11:	宁德时代全球市占率变化	13
图 12:	全球动力电池厂份额变化	14
图 13:	宁德时代全球动力份额变化	14
图 14:	国内动力电池厂份额变化	14
图 15:	宁德时代配套国内车企份额变化	14
图 16:	宁德时代配套自主车企份额变化	16
图 17:	宁德时代配套新势力车企份额变化	16
图 18:	宁德时代配套客车份额变化	17
图 19:	宁德时代配套专用车份额变化	17
图 20:	国内车企装机量份额变化 (图例中百分比为宁德时代配套比例)	17
图 21:	宁德时代神行+麒麟电池目前主要搭载车型	18
图 22:	神行 plus 电池性能指标和技术路线	19
图 23:	神行 plus 电池产品 VS 二三线电池厂电池产品	19
图 24:	麒麟电池性能指标和技术路线	20
图 25:	麒麟电池产品 VS 二三线电池厂电池产品	20
图 26:	磐石电池性能指标和技术路线	20
图 27:	宁德时代滑板底盘客户拓展	20
图 28:	宁德时代推出骐骥换电品牌	21
图 29:	宁德时代推出天行电池品牌	21
图 30:	欧洲动力电池厂份额变化	23
图 31:	欧洲 E-mark 准入认证迭代时间	27
图 32:	宁德时代电池无热扩散技术	27
图 33:	《欧洲新电池法》梳理	27
图 34:	宁德时代零碳战略	27
图 35:	宁德时代欧洲动力出货测算 (GWh, %)	29
图 36:	美国动力电池厂份额变化	30
图 37:	IRA 法案介绍	32
图 38:	IRA 法案中 FEOC 定义	32
图 39:	宁德时代 LRS 模式介绍	32
图 40:	宁德时代技术授权进度	32
图 41:	海外电池厂盈利水平 (剔除 IRA 补贴)	33
图 42:	海外电池厂发展战略	33

图 43:	其他地区动力电池厂份额变化.....	34
图 44:	国内月度储能并网量 (MWh)	36
图 45:	美国月度大储装机 (MWh)	36
图 46:	国内储能电池及储能系统价格走势 (元/Wh)	37
图 47:	国内与海外储能系统价格走势 (元/Wh)	37
图 48:	宁德时代储能产品矩阵	38
图 49:	宁德时代储能客户拓展	38
图 50:	宁德时代天恒储能系统	39
图 51:	天恒储能系统 VS 二三线电池厂储能产品	39
图 52:	国内三元电芯及铁锂电芯均价变化 (含税, 元/Wh).....	41
图 53:	欧洲 2023 年动力电池竞争格局	43
图 54:	美国 2023 年动力电池竞争格局	43
图 55:	电池全行业供需平衡表	44
图 56:	电池盈利产能供需平衡表	44
图 57:	不同库存管理策略区别	47
图 58:	宁德时代存货及存货水平变化情况 (亿元, %)	47
图 59:	宁德时代电池新技术与海外对比	49
图 60:	宁德时代电池制造工艺步骤和极限制造标准.....	51
图 61:	LGES 召回事件梳理	51
图 62:	宁德时代 AI 云计算平台助力材料体系研发	51
图 63:	未来技术趋势发展特点分析.....	52
图 64:	宁德时代季度营业收入变化 (亿元)	53
图 65:	宁德时代季度盈利水平变化.....	53
图 66:	宁德时代季度归母净利润变化 (亿元)	53
图 67:	宁德时代季度费用率变化	53
图 68:	宁德时代返利计提的会计处理情况	55
图 69:	宁德时代未经抵销的递延所得税资产 (亿元)	55
图 70:	宁德时代经营活动现金流与净现比 (亿元, %)	56
图 71:	宁德时代 PE-BAND.....	57
图 72:	海外主流 to C 端公司估值体系(截止 8 月 1 号)	58
图 73:	宁德时代 ROE 水平远远领先竞争对手, 且有稳步提升态势(%).....	58
图 74:	宁德时代股利支付率及股息率	59
图 75:	宁德时代现金流情况良好	59
图 76:	宁德时代 to C 端宣传	60
图 77:	宁德时代 to C 端战略动态	60
表 1:	全球乘用车电动化空间测算.....	9
表 2:	全球储能装机需求空间测算.....	11
表 3:	全球电动化合计空间 (GWh)	12
表 4:	宁德时代配套特斯拉中国份额变化.....	15
表 5:	宁德时代配套合资车企份额变化.....	15
表 6:	宁德时代神行+麒麟电池配套量变化.....	18
表 7:	宁德时代产品 VS 二三线电池厂产品	22

表 8:	宁德时代国内份额及出货量测算 (动力)	22
表 9:	欧洲碳排放标准考核	24
表 10:	欧洲车企电动化目标及新车计划	25
表 11:	欧洲 2024 年销量月度预测 (万辆)	26
表 12:	欧洲 2021-2030 年销量年度预测 (万辆)	26
表 13:	电池厂欧洲地区产能规划 (GWh)	28
表 14:	宁德时代欧洲份额及出货量测算 (动力)	29
表 15:	美国车企电动化及新车型规划	31
表 16:	美国 2021-2030 年销量年度预测 (万辆)	31
表 17:	宁德时代美国份额及出货量测算 (动力)	33
表 18:	宁德时代全球份额及出货量测算 (动力)	35
表 19:	宁德时代全球储能份额变化 (产量口径)	37
表 20:	宁德时代全球份额及出货量测算 (储能)	39
表 21:	宁德时代-业绩拆分	40
表 22:	宁德时代与二线电池企业盈利水平差异	42
表 23:	海外电池厂季度经营情况	43
表 24:	主流电池企业产能、产能利用率、盈利情况	44
表 25:	宁德时代与二线电池企业电池成本差异测算	45
表 26:	宁德时代上游资源布局	45
表 27:	宁德时代供应链培养	46
表 28:	海外与国内盈利差异测算 (碳酸锂价格 8 万元/吨)	48
表 29:	宁德时代分不同产品盈利预测	48
表 30:	固态电池产业化情况	50
表 31:	宁德时代与二线/海外电池厂质保金计提情况	54
表 32:	宁德时代单 wh 折旧测算	55
表 33:	宁德时代与二线/海外电池厂经营活动现金流对比 (亿元)	56
表 34:	24/25 年与行业内其他环节主流公司估值对比 (截止 24 年 8 月 1 日)	58
表 35:	宁德时代远期空间测算	60
表 36:	主流电池厂估值表 (截止 24 年 8 月 1 日)	61

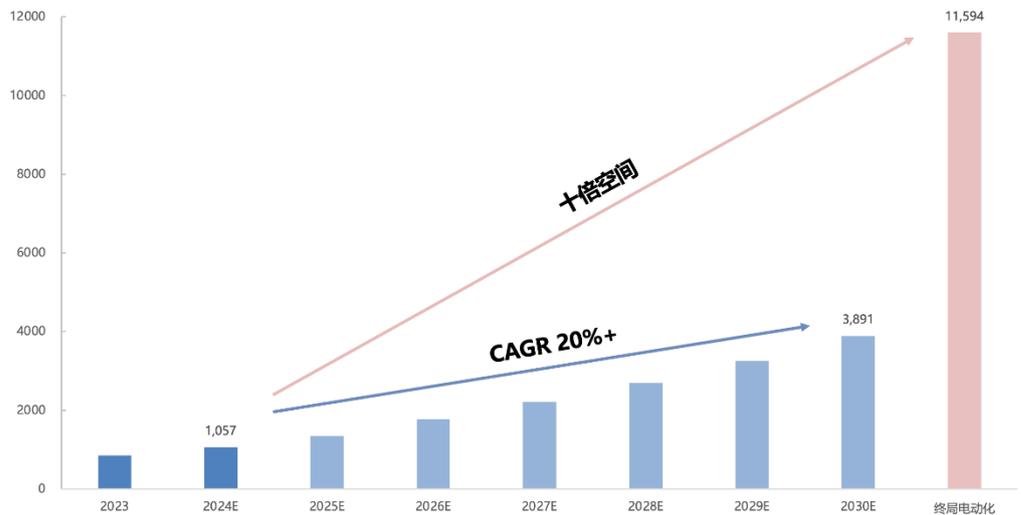
1. 电动化大有可为，终局需求超 11TWh，仍有 10 倍空间

核心假设：终局电动化情况中，我们假设电动化率乘用车 80%，商用车 70%，储能 80%，工程机械 50%，飞机船舶 30%、机器人 100%。

1.1. 锂电空间：电动化仍大有可为，终局需求超 11TWh

全球锂电池 24 年需求近 1.1TWh，近年来维持 20-25% 增长，新兴领域渗透率较低，远期仍有 10 倍空间。目前全球新能源汽车渗透率仅 20% 左右，储能仍处于发展初期阶段，我们预计 24 年锂电池需求超 1.1TWh，增速 24%，25-26 年增速 25-30%，27-30 年维持 20% 左右，30 年需求预计增长至近 4.0TWh。我们认为锂电池远期仍有较大空间，终局电动化假设下，锂电池需求预计超 11TWh，行业仍有 10 倍空间。

图1：全球锂电池需求测算（GWh）

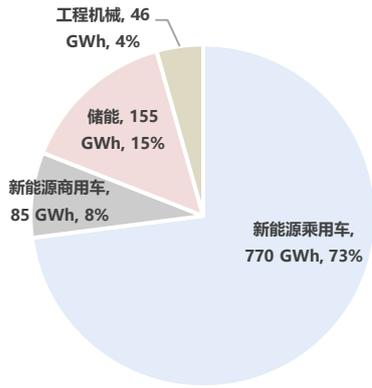


数据来源：Marlines, GGII, 东吴证券研究所

注：本报告中锂电池需求不包含消费领域，仅针对宁德时代产品应用市场

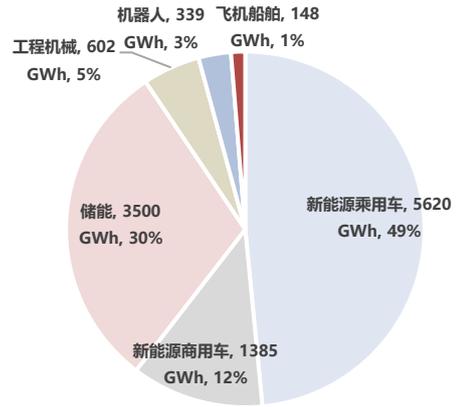
结构端看，动力储能仍为需求主体，终局占比 90%，储能占比提升明显，新兴领域贡献占比约 10%。24 年看，动力储能需求占比 96%，其中新能源乘用车装机需求 770GWh，占比 73%，新能源商用车装机需求 85GWh，占比 8%，储能装机需求 155GWh，占比 15%。终局看，动力储能仍为需求主体，占比 90%，储能占比提升明显，其中新能源乘用车装机需求 5.6TWh，占比下降至 49%，新能源商用车装机需求 1.4TWh，占比 12%，储能装机需求 3.5TWh，占比提升至 30%，新兴领域贡献占比 10%，其中工程机械需求 0.6TWh，占比 5%，机器人需求 0.3TWh，占比 3%，飞机船舶需求 0.1TWh，占比 1%。

图2: 2024 年全球锂电池分领域需求及占比 (GWh, %)



数据来源: Marlines, GGII, 东吴证券研究所

图3: 远期终局全球锂电池分领域需求及占比 (GWh, %)

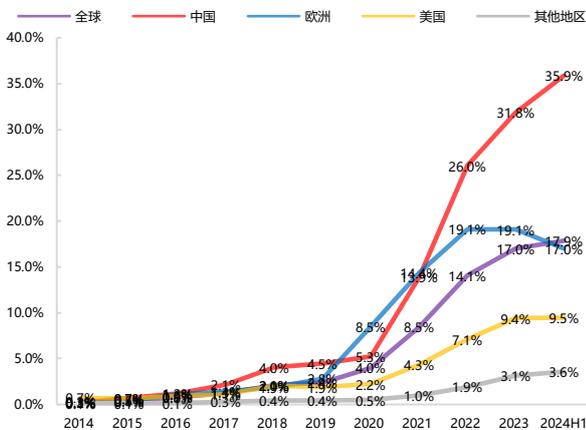


数据来源: Marlines, GGII, 东吴证券研究所注:

1.2. 乘用车: 终局电动化 8400 万辆, 对应电池需求 5.6TWh

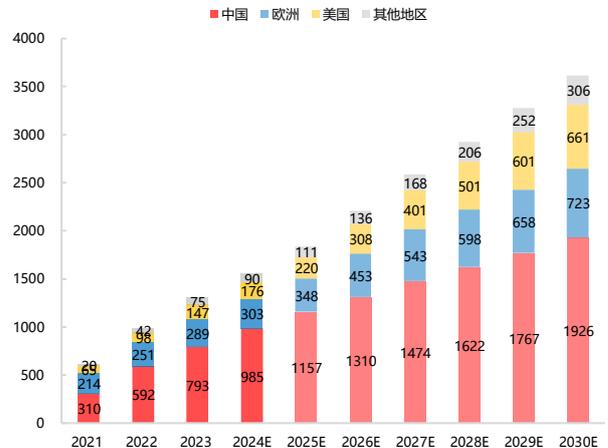
24 年乘用车国内本土超预期, 出口及海外低于预期, 全球仍维持 20% 增长, 海外 26 年新车周期, 预计重回增长。乘用车方面, 我们预计 24 年中国销量 25% 增长至 1174 万辆, 其中本土市场受益于混动超预期 (占比提升至 43%+), 预计增长 26% 至 1030 万辆, 而出口由于关税提升下修至 140 万辆, 增长 20%, 预计 25 年增长 18% 至 1400 万辆, 整体渗透率提升至近 50%; 欧美 24 年需求偏弱, 欧洲预计持平微增, 25H2 新平台推出, 预计 26 年重回 20-30% 增长; 美国 24 年预计 15% 增长, 政策尚有不不确定性, 但电动化率低、产业趋势不变; 其他国家补贴退坡, 24 年增速下降, 预计全年 20% 增长。因此我们预计全球 24 年乘用车 20% 增长, 25 年降速, 26 年重回 20%, 26-30 年维持 10-20% 增长, 30 年销量预计达 3600 万辆。

图4: 2014-2024H1 年全球分地区新能源车渗透率 (万辆, %)



数据来源: Marlines, GGII, 东吴证券研究所

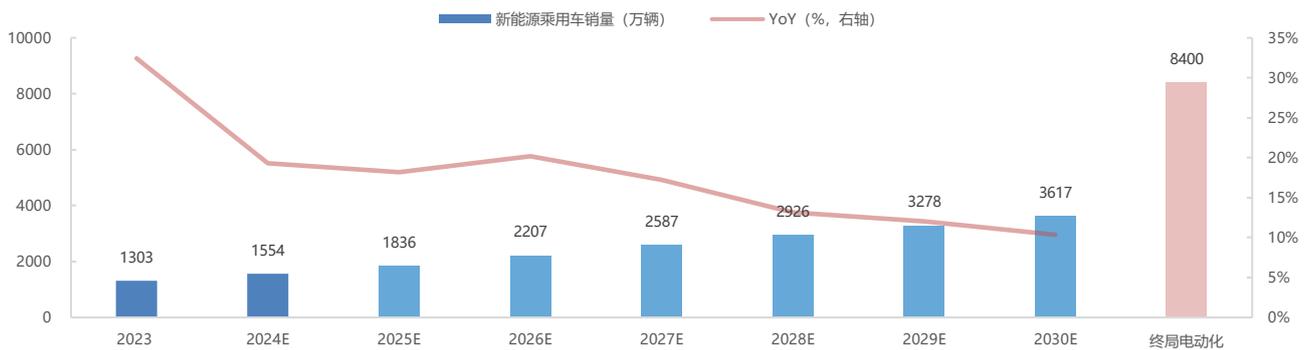
图5: 2021-2030 年全球分地区新能源车销量预测 (万辆)



数据来源: Marlines, GGII, 东吴证券研究所

终局电动化水平下，全球乘用车预计销 8400 万辆，渗透率超 80%，对应电池需求 5.6TWh，仍有近 7 倍空间。24 年看，全球新能源乘用车预计销 1554 万辆，渗透率 20%，对应电池装机需求 790GWh；远期看，30 年全球新能源乘用车预计销 3617 万辆，渗透率 39%，对应电池装机需求 2.1TWh；终局电动化水平下，全球乘用车预计销超 1 亿辆，其中新能源乘用车预计销 8400 万辆，渗透率 82%，对应电池装机需求 5.6TWh，仍有超 7 倍空间。

图6: 全球乘用车销量测算 (万辆, %)



数据来源: Marklines, 东吴证券研究所

表1: 全球乘用车电动化空间测算

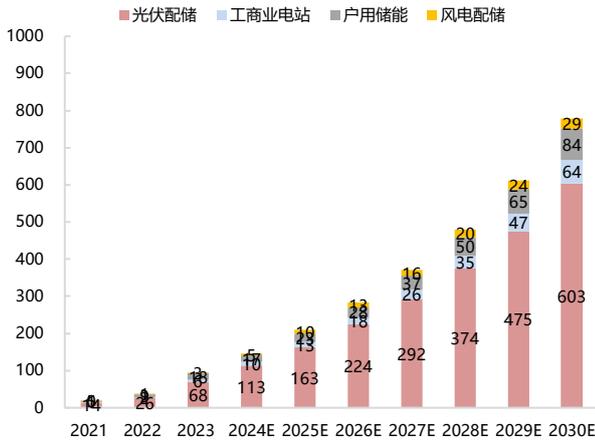
单位 (万辆)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	终局电动化
全球: 新能源乘用车销量 (万辆)	1303	1554	1836	2207	2587	2926	3278	3617	8400
YoY	32%	20%	18%	20%	17%	13%	12%	10%	132%
全球电动化率 (% , 右轴)	17%	20%	23%	27%	30%	33%	36%	39%	80%
全球: 动力电池装机需求 (GWh)	684	790	934	1152	1387	1616	1863	2102	5620

数据来源: Marklines, 东吴证券研究所

1.3. 储能: 终局非化石能源消费占比 80%，对应电池需求 3-4TWh

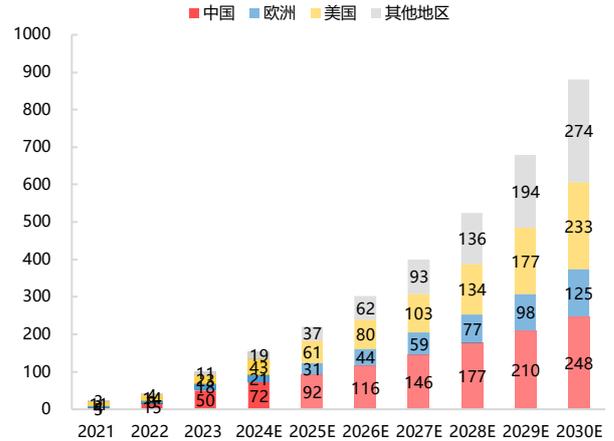
24 年全球储能装机需求 155GWh，同增 53%，海外大储维持较高景气，欧洲户储增速恢复。分应用看，24 年全球光伏配储占主要需求，叠加工商业、户用、风电等领域，新能源配储装机需求合计 155GWh，同增 53%。分地区看，美国装机需求 43GWh，同增 90%，并网问题逐步缓解，大项目陆续开始交付；欧洲装机需求 21GWh，增速降至 17%；中国装机需求 72GWh，同增 43%，增速放缓。海外大储维持较高景气，欧洲户储增速恢复，24-25 年全球储能增速预计维持 40%+，25-30 年复合增速预计维持 30%+，30 年全球储能装机需求近 880GWh。

图7: 2021-2030 年全球分类型储能装机预测 (GWh)



数据来源: Marlines, GGII, 东吴证券研究所

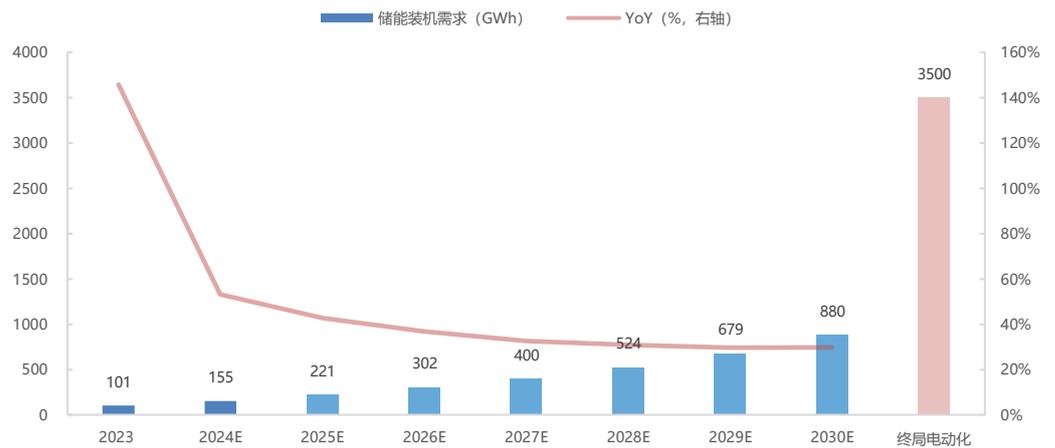
图8: 2021-2030 年全球分地区储能装机预测 (GWh)



数据来源: Marlines, GGII, 东吴证券研究所

终局看, 非化石能源消费占比 80%, 年均新增光伏 1500GW, 对应储能电池需求 3-4TWh, 仍有 15-20 倍空间。24 年看, 全球新增光伏 525GW, 光伏发电占比 6.1%, 新能源配储装机需求 155GWh; 远期看, 30 年全球新增光伏 1347GW, 光伏发电占比 20.2%, 新能源配储装机需求 880GWh; 终局水平下, 全球能源结构转型完成, 非化石能源消费占比 80%, 年均新增光伏 1500GW, 光伏发电占比增至 52.3%, 叠加 AI 的配储需求, 储能装机需求 3-4TWh, 仍有 15-20 倍空间。

图9: 全球储能装机需求测算 (万辆, %)



数据来源: Marlines, 东吴证券研究所

表2: 全球储能装机需求空间测算

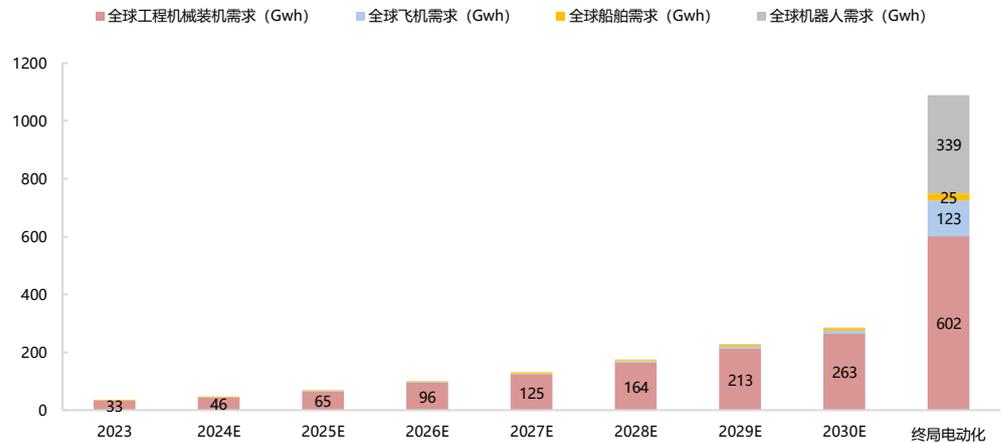
单位 (GWh)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	终局电动化
光伏占发电总量的比例	4.9%	6.1%	7.8%	9.8%	12.0%	14.4%	17.2%	20.2%	52.3%
光伏存量 (GW)	1247	1657	2182	2796	3515	4356	5356	6507	37300
光伏新增 (GW)	410	525	614	719	841	1000	1151	1347	1500
存量配储比	0.2%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.0%
增量配储比	11%	12%	14%	16%	18%	20%	22%	24%	50%
配储小时 (h)	2.1	2.1	2.3	2.6	2.7	2.8	2.9	3	4
储能装机需求 (GWh)	101	155	221	302	400	524	679	880	3500
YoY (%，右轴)	100%	42%	42%	33%	31%	30%	30%	30%	267%

数据来源: Marlines, 东吴证券研究所

1.4. 新兴领域: 工程机械+机器人贡献增量, 远期需求超 1TWh

除动储市场外, 工程机械、飞机船舶和机器人等领域贡献增量, 远期需求合计超 1TWh。24 年看, 全球工程机械、飞机船舶和机器人等新兴领域装机需求 47GWh, 同增 38%, 其中工程机械 (含专用车) 呈现高增长, 其余领域占比较小, 机器人远期贡献增量。终局看, 我们预计新兴领域需求超 1TWh, 其中工程机械需求 602GWh, 机器人需求 339GWh, 飞机船舶需求 148GWh, 合计仍有 20 倍空间。

图10: 新兴领域全球锂电池需求测算 (GWh)



数据来源: Marlines, GGII, 东吴证券研究所 注: 新兴领域包括工程机械部分

1.5. 总结：电动化大有可为，终局需求超 11TWh，仍有 10 倍空间

24 年电池需求约 1.1TWh，终局电动化需求超 11TWh，电动化大有可为，仍有 10 倍空间。我们测算 24 年全球电池需求 1057GWh，增速 24%，25-26 年增速提升至 25-30%，27-30 年维持 20%左右增长，30 年需求预计增长至近 4.0TWh，远期电动化需求超 11TWh，仍有 10 倍空间，锂电厂商在电动化、智能化等领域仍大有可为。

表3: 全球电动化合计空间 (GWh)

	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	终局电动化
全球新能源乘用车装机需求 (gwh)	668	770	911	1,126	1,358	1,583	1,827	2,062	5,620
增速	39%	15%	18%	24%	21%	17%	15%	13%	173%
全球新能源商用车装机需求(GWh)	47	85	149	245	319	410	522	663	1,385
增速	12%	81%	75%	64%	30%	29%	27%	27%	109%
全球储能装机需求 (Gwh)	101	155	221	302	400	524	679	880	3,500
增速	146%	53%	43%	37%	33%	31%	30%	30%	264%
全球工程机械装机需求 (Gwh)	33	46	65	96	125	164	213	263	602
增速	27%	39%	41%	48%	30%	31%	30%	23%	129%
全球飞机需求 (Gwh)			1	1	2	4	6	11	123
增速				100%	36%	93%	52%	97%	1026%
全球船舶需求 (Gwh)	1	1	2	3	4	6	7	9	25
增速		0%	100%	50%	33%	50%	17%	29%	178%
全球机器人需求 (Gwh)	0	0	0	0	0	1	1	3	339
增速				142%	141%	101%	104%	111%	11447%
总装机需求 (Gwh)	850	1,057	1,349	1,773	2,208	2,692	3,254	3,891	11,594
增速	63%	24%	28%	31%	24%	22%	21%	20%	198%
对应实际出货 (Gwh)	1,076	1,349	1,728	2,268	2,825	3,445	4,165	4,983	11,594
增速	47%	25%	28%	31%	25%	22%	21%	20%	133%

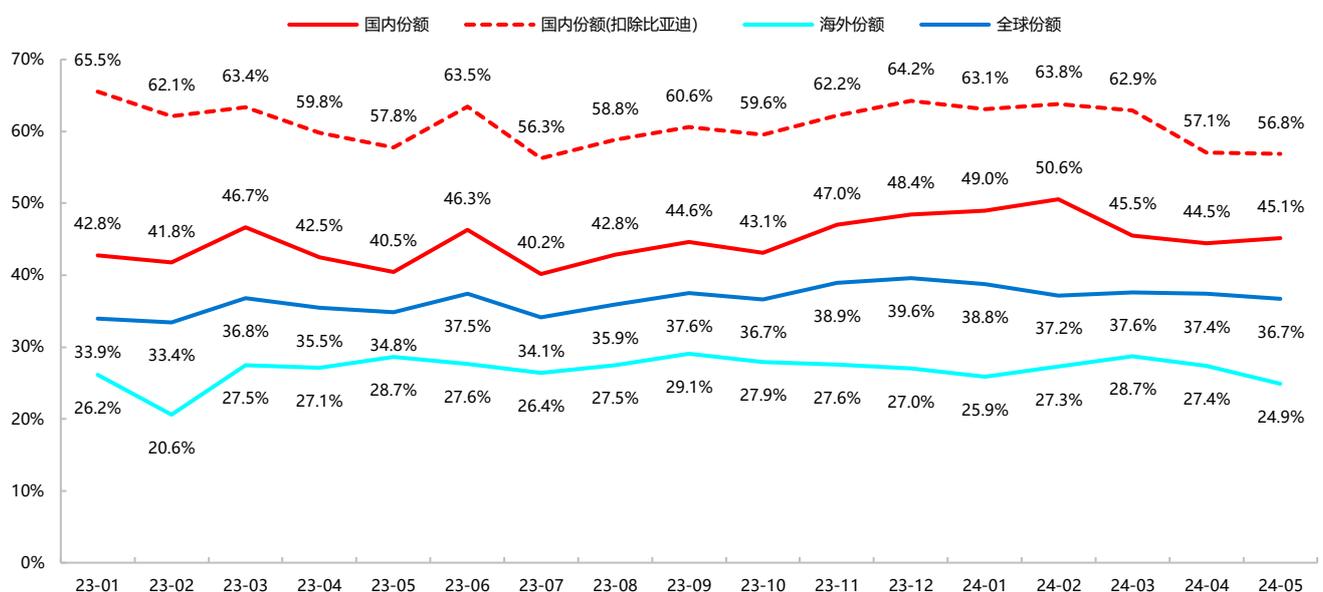
数据来源: Marlines, GGII, 东吴证券研究所

2. 全球龙头地位稳固，海外市占率快速提升

2.1. 宁德时代：全球竞争优势强化，海外市占率快速增长

宁德时代全球竞争优势强化，24年全球份额稳定于37%，国内份额维持45-50%，海外份额升至27%，25年H2后预计进一步提升。从市占率看，24年宁德时代动力份额稳定于37%，储能份额稳定于40%，未来预计呈现稳中有升的态势。国内看，虽车企电池供应商多样化，二三供应商份额提升，但宁德时代通过神行、麒麟新产品的放量，在热门车型中维持较高份额，国内后续份额可维持稳定45-50%；海外看，欧洲新定点份额已获40%+，25年H2开始起量，且海外产能加速建设，美国技术授权方式26年投产，全球份额有望提升至40%。

图11: 宁德时代全球市占率变化

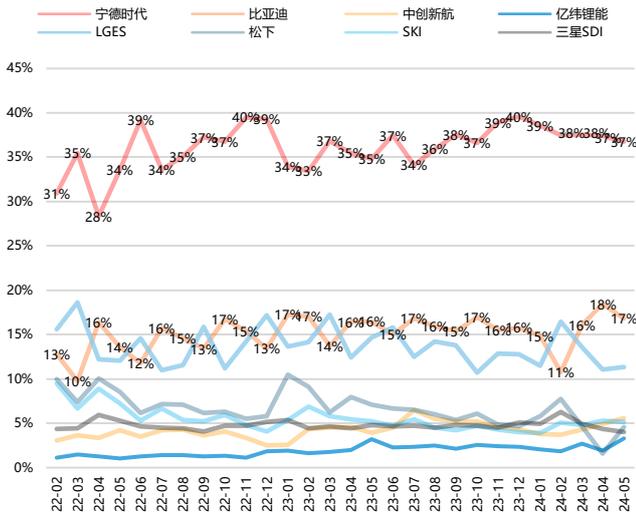


数据来源: SNE, 东吴证券研究所

2.2. 动力：宁德时代全球份额 37.5%，后续市占率稳中有升

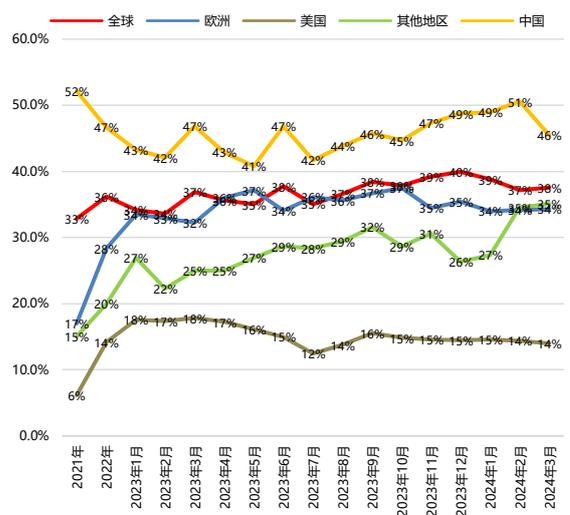
从全球动力市场看，宁德时代 1-5 月全球份额 37.5%，同增 2.4pct，海外市占率 26.9%，跃升全球第一。24 年 1-5 月宁德时代装机 107.0GWh，全球份额 37.5%，同增 2.4pct，比亚迪 /LGES/ 三星 SDI/SK on/ 松下 / 中创新航全球份额为 15.7%/12.6%/4.8%/4.9%/4.7%/4.6%，同比-0.3/-2.0/+0.1/-0.8/-3.2/+0.5pct，其中宁德时代全球份额稳中有升，LGES、SK on 和松下份额下滑较多，我们预计 24 年宁德时代市占率维持 37%左右，全球龙头地位稳固。

图12: 全球动力电池厂份额变化



数据来源: SNE, 东吴证券研究所

图13: 宁德时代全球动力电池份额变化

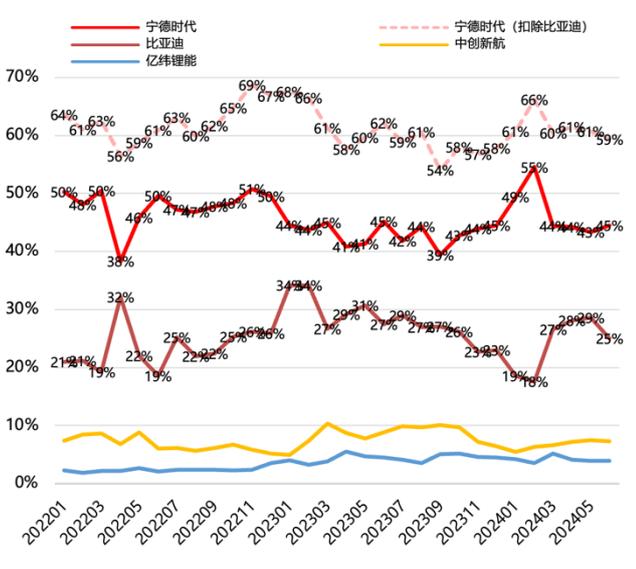


数据来源: SNE, 东吴证券研究所

2.3. 国内市场: 宁德时代份额 46%, 24 年预计维持 45-50%

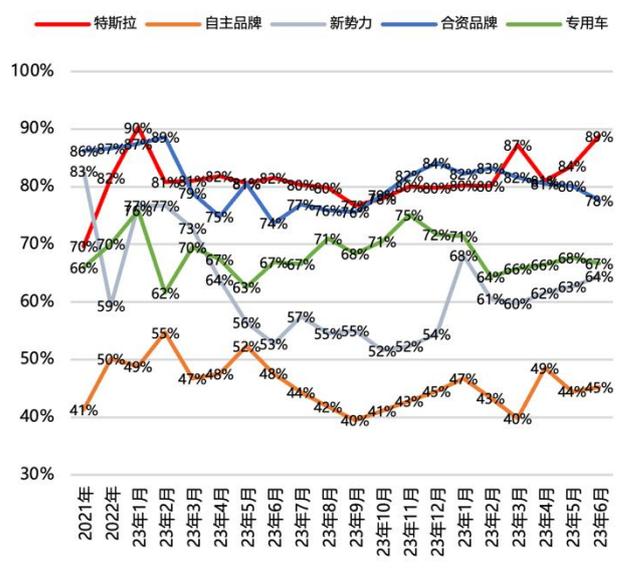
从国内细分市场看, 宁德时代1-6月国内份额 46.4%, 同比提升 3.0pct, 后续预计维持 45-50%。24 年 1-6 月, 宁德时代国内市场份额 46.4%, 同比提升 3.0pct, 比亚迪国内市场份额 25.1%, 同比下降 4.8pct, 中创新航/亿纬锂能/国轩高科/蜂巢能源/欣旺达国内市场份额为 6.9%/4.2%/3.6%/3.1%/3.0%, 同比-1.4/-0.14/-0.4/+1.7/+0.5pct。国内车企动力电池供应商多样化, 二三供应商份额提升, 但宁德时代在热门车型中维持较高份额, 后续通过神行、麒麟、骐骥、磐石、天行等新产品的放量, 国内 24 年份额可维持 45-50%。

图14: 国内动力电池厂份额变化



数据来源: SNE, GGII, 东吴证券研究所

图15: 宁德时代配套国内车企份额变化



数据来源: SNE, GGII, 东吴证券研究所

2.3.1. 配套关系：车企供应商多样化，热门车型稳定国内份额

对国内配套情况进行拆解后，我们发现车企供应商仍呈现多样化，二三供份额提升，但赛力斯/理想/小米等热门新车型龙头份额高，24年专用车+热门新车型销量占比持续提升，是宁德时代国内份额维持稳定的核心原因。

在特斯拉和合资车企中，配套情况相对稳定，宁德时代24年份额均提升2pct左右。

1) 特斯拉中国看，宁德时代24年1-6月实现份额84.2%，相比23年全年上升3.6pct。LG新能源份额15.8%，相比23年全年下降3.6pct；2) 合资车企看，宁德时代24年1-6月实现份额80.6%，相比23年全年上升1.5pct。其中华晨宝马/上汽大众/一汽大众/上汽通用/北京奔驰份额93.9%/100%/100%/95.8%/5.5%，相比23年全年变化-4.7/0.0/0.0/-1.1/-0.2pct，宁德时代在合资品牌中占据极强优势。

表4：宁德时代配套特斯拉中国份额变化

汽车企业	年份	电池企业	2021	2022	2023	2024					汇总	变化	
			全年	全年	全年	1	2	3	4	5			6
特斯拉		宁德时代	69.7%	81.6%	80.6%	80.3%	80.1%	87.2%	81.0%	83.7%	88.8%	84.2%	3.6pct
		LG新能源	30.3%	18.4%	19.4%	19.7%	19.9%	12.8%	19.0%	16.3%	11.2%	15.8%	-3.6pct

数据来源：GGII，东吴证券研究所

表5：宁德时代配套合资车企份额变化

汽车企业	年份	电池企业	2021	2022	2023	2024					汇总	变化	
			全年	全年	全年	1	2	3	4	5			6
华晨宝马		宁德时代	100.0%	100.0%	98.6%	96.4%	97.3%	96.6%	95.0%	94.8%	87.1%	93.9%	-4.7pct
		亿纬锂能	0.0%	0.0%	1.4%	3.6%	2.7%	3.4%	5.0%	5.2%	12.9%	6.1%	4.7pct
上汽大众		宁德时代	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	0.0pct
一汽大众		宁德时代	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	0.0pct
上汽通用		宁德时代	79.6%	93.9%	96.9%	99.6%	99.5%	97.8%	98.0%	92.3%	88.6%	95.8%	-1.1pct
		其他	20.4%	6.1%	3.1%	0.4%	0.5%	2.2%	2.0%	7.7%	11.4%	4.2%	1.1pct
北京奔驰		孚能科技	2.6%	45.7%	77.1%	96.2%	94.8%	96.4%	91.8%	94.1%	87.1%	93.4%	16.3pct
		宁德时代	75.9%	18.5%	5.8%	3.8%	5.2%	3.6%	8.2%	5.9%	6.3%	5.5%	-0.2pct
		SKI	21.6%	35.8%	17.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.5%	1.1%	-16.1pct
其他		宁德时代	58.8%	62.7%	45.4%	44.2%	43.0%	55.0%	52.3%	59.9%	55.5%	53.4%	8.1pct
		其他	41.2%	37.3%	54.6%	55.8%	57.0%	45.0%	47.7%	40.1%	44.5%	46.6%	-8.1pct
合计		宁德时代	86.3%	86.7%	79.1%	82.3%	83.3%	81.6%	80.6%	80.2%	77.6%	80.6%	1.5pct
		其他	13.7%	13.3%	20.9%	17.7%	16.7%	18.4%	19.4%	19.8%	22.4%	19.4%	-1.5pct

数据来源：GGII，东吴证券研究所

在自主车企和新势力车企中，虽然供应商多样化趋势明显，但赛力斯/理想/极氪/小米销量占比提升，宁德时代配套份额较高，24年自主车企份额稳定，新势力份额提升4.7pct。1) 自主车企看，宁德时代24年1-6月实现份额44.9%，相比23年下降0.3pct，市占率基本稳定。其中吉利汽车/广汽乘用车/长安汽车/上汽通用五菱/长城汽车/东风汽

车/奇瑞汽车/上海汽车份额 59.3%/16.8%/68.5%/3.5%/32.1%/27.5%/69.6%/89.7%，相比 23 年变化-9.1/-15.6/+4.4/-5.5/+7.1/-20.3/+58.7/-8.6pct；2) **新势力车企看**，宁德时代 24 年 1-6 月实现份额 63.1%，相比 23 年上升 5.1pct。其中小米汽车份额 79.5%，理想汽车/蔚来汽车/赛力斯汽车/小鹏汽车/合众新能源/零跑汽车份额 82.7%/69.1%/98.4%/2.0%/52.9%/0.1%，相比 23 年变化-14.9/-17.5/-1.5/-10.8/+16.4/-1.1pct。

图16: 宁德时代配套自主车企份额变化

年份	电池企业	2021 全年	2022 全年	2023 全年	1	2	3	4	5	6	汇总	变化
吉利汽车	宁德时代	86.3%	82.8%	68.8%	60.2%	55.7%	51.1%	52.7%	61.7%	60.4%	69.8%	5.1pct
	蜂巢能源	0.0%	0.0%	4.0%	9.6%	10.1%	12.0%	8.6%	6.7%	8.6%	9.0%	5.1pct
	亿纬锂能	0.0%	0.0%	0.2%	13.2%	17.3%	16.1%	10.5%	11.1%	9.4%	12.4%	12.2pct
	国轩高科	3.4%	7.6%	5.1%	6.2%	9.7%	7.1%	6.8%	6.5%	6.8%	6.9%	-0.9pct
	中创新航	6.1%	3.8%	9.4%	1.9%	1.6%	7.1%	6.7%	8.1%	11.0%	6.7%	-2.8pct
	欣旺达	0.1%	5.3%	10.8%	9.5%	3.4%	3.8%	3.8%	4.0%	4.0%	5.2%	-5.1pct
	其他	3.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	0.5%	1.8%	0.1%	0.5%	0.5pct
	亿纬锂能	0.0%	6.3%	14.6%	21.4%	29.9%	56.3%	42.1%	33.6%	39.7%	38.8%	23.7pct
	中创新航	68.8%	59.4%	48.8%	51.4%	28.0%	11.5%	28.9%	32.5%	26.0%	26.0%	-17.3pct
	宁德时代	13.4%	43.1%	32.4%	22.9%	24.6%	13.3%	11.7%	15.8%	18.1%	16.8%	25.9pct
广汽乘用车	宁德时代	0.0%	0.0%	0.0%	11.7%	7.4%	5.0%	6.0%	5.6%	4.9%	6.6%	6.6pct
	蜂巢能源	18.0%	11.2%	6.4%	7.8%	5.4%	9.2%	6.0%	4.3%	6.6%	6.7%	0.2pct
	其他	0.1%	0.1%	3.3%	4.9%	4.7%	4.6%	9.2%	7.2%	6.6%	5.7%	2.4pct
	宁德时代	40.1%	63.7%	64.1%	77.2%	67.9%	67.2%	73.6%	60.7%	61.5%	68.8%	4.4pct
	中创新航	37.0%	12.2%	23.7%	18.8%	25.5%	25.7%	21.2%	33.0%	32.3%	26.1%	2.4pct
	国轩高科	18.6%	20.4%	8.9%	1.8%	2.3%	4.5%	1.5%	4.5%	4.8%	3.8%	-5.6pct
	亿纬锂能	0.0%	0.0%	0.3%	1.7%	3.8%	2.4%	1.5%	1.7%	1.3%	1.9%	1.6pct
	欣旺达	0.0%	1.0%	1.8%	0.5%	0.4%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	-2.8pct
	其他	9.4%	1.8%	3.0%	0.5%	0.4%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	-2.8pct
	瑞浦三药	0.0%	0.0%	0.0%	31.2%	42.6%	53.3%	28.2%	35.3%	41.4%	38.8%	38.3pct
上汽通用五菱	宁德时代	33.2%	34.0%	33.9%	25.3%	30.5%	17.7%	47.9%	13.4%	25.3%	28.8%	-8.1pct
	蜂巢能源	1.6%	8.3%	7.4%	5.2%	3.6%	21.3%	7.9%	18.4%	16.0%	12.8%	5.6pct
	欣旺达	0.0%	0.0%	10.2%	18.0%	3.9%	0.5%	2.1%	3.6%	1.5%	5.2%	-5.0pct
	宁德时代	10.6%	15.0%	9.1%	8.3%	7.8%	2.1%	1.7%	1.1%	1.7%	3.5%	-5.5pct
	正力新能	0.0%	0.0%	0.0%	4.7%	1.4%	2.2%	10.1%	25.8%	12.3%	10.4%	10.4pct
	其他	11.8%	12.7%	4.5%	3.1%	4.1%	1.4%	0.8%	1.1%	0.5%	1.7%	-2.8pct
	欣旺达	42.7%	29.4%	34.9%	3.6%	4.0%	1.4%	1.4%	1.2%	1.2%	2.0%	-32.8pct
	蜂巢能源	44.2%	47.2%	48.9%	62.5%	60.2%	56.5%	57.3%	55.0%	61.4%	58.8%	9.9pct
	宁德时代	45.5%	41.8%	25.1%	21.6%	23.5%	25.2%	27.2%	32.5%	32.1%	32.1%	7.1pct
	其他	10.2%	4.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0pct
长城汽车	宁德时代	78.8%	82.5%	47.8%	47.4%	37.4%	45.2%	20.7%	22.0%	24.9%	27.5%	20.3pct
	欣旺达	0.0%	25.0%	22.8%	23.5%	25.2%	32.7%	32.5%	38.8%	32.1%	32.1%	13.3pct
	蜂巢能源	0.0%	0.1%	0.9%	4.0%	4.2%	18.9%	16.7%	16.6%	12.7%	13.7%	12.8pct
	中创新航	0.0%	0.0%	1.1%	2.9%	15.7%	11.3%	10.5%	13.2%	13.7%	11.8%	10.2pct
	孚能科技	0.0%	0.0%	7.8%	11.1%	12.3%	7.4%	2.5%	2.2%	1.7%	4.1%	-3.2pct
	其他	21.2%	22.8%	20.1%	11.2%	10.3%	5.1%	5.0%	5.4%	4.8%	7.2%	-17.0pct
	宁德时代	6.9%	8.2%	10.9%	37.4%	43.3%	58.0%	81.3%	75.6%	65.7%	69.6%	58.1pct
	国轩高科	26.4%	42.9%	32.6%	21.3%	20.7%	17.9%	7.6%	12.3%	15.9%	13.9%	-18.9pct
	蜂巢多	36.6%	38.1%	35.1%	22.0%	23.1%	6.3%	5.3%	6.2%	5.6%	8.0%	-27.1pct
	比亚迪	0.0%	0.0%	0.0%	7.5%	7.9%	4.6%	5.3%	5.2%	5.4%	5.8%	5.4pct
奇瑞汽车	宁德时代	0.0%	4.5%	6.4%	3.0%	3.8%	0.4%	0.2%	0.2%	2.1%	-4.3pct	
	亿纬锂能	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	0.4%	0.4%	0.1%	0.8%	0.3pct
	其他	28.1%	6.3%	14.9%	7.9%	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	-14.8pct
	宁德时代	93.0%	98.8%	98.8%	89.5%	88.5%	91.4%	93.1%	91.2%	89.2%	89.7%	-8.3pct
	瑞浦三药	0.0%	0.0%	10.1%	10.1%	8.6%	6.0%	5.6%	4.4%	7.3%	7.3pct	
	其他	7.0%	1.7%	1.7%	0.3%	1.0%	0.0%	0.8%	3.2%	9.3%	9.0%	1.3pct
	宁德时代	39.4%	32.2%	31.7%	29.6%	22.2%	33.4%	44.9%	23.1%	40.6%	36.7%	3.0pct
	其他	60.6%	67.8%	68.0%	70.4%	67.3%	61.6%	55.1%	70.9%	59.4%	63.3%	-5.0pct
	宁德时代	41.8%	50.2%	45.1%	46.2%	43.3%	39.3%	48.5%	44.5%	45.2%	44.9%	-0.3pct
	其他	58.7%	49.8%	54.9%	53.8%	56.7%	60.2%	51.5%	55.5%	54.8%	55.1%	0.3pct

数据来源: GGII, 东吴证券研究所

图17: 宁德时代配套新势力车企份额变化

年份	电池企业	2021 全年	2022 全年	2023 全年	1	2	3	4	5	6	汇总	变化
理想汽车	宁德时代	100.0%	100.0%	97.6%	93.7%	90.3%	84.1%	78.9%	78.3%	76.1%	82.7%	-14.9pct
	欣旺达	0.0%	0.0%	0.3%	2.7%	7.3%	14.2%	19.1%	20.4%	23.3%	15.5%	15.2pct
	蜂巢能源	0.0%	0.0%	2.1%	3.6%	2.4%	1.7%	2.0%	1.3%	0.6%	1.8%	-0.3pct
	其他	95.3%	0.5%	0.1%	0.0%	0.1%	2.1%	3.0%	2.6%	1.5%	1.6%	1.5pct
蔚来汽车	宁德时代	100.0%	100.0%	86.6%	85.9%	84.4%	54.8%	71.5%	70.1%	61.8%	69.1%	-17.5pct
	中创新航	0.0%	0.0%	13.4%	14.1%	15.6%	45.2%	28.5%	29.9%	38.2%	30.9%	-17.5pct
	宁德时代	4.7%	99.5%	99.9%	100.0%	99.9%	97.9%	97.0%	97.4%	98.5%	98.4%	-1.5pct
	其他	95.3%	0.5%	0.1%	0.0%	0.1%	2.1%	3.0%	2.6%	1.5%	1.6%	1.5pct
赛力斯汽车	宁德时代	4.2%	38.9%	49.8%	58.7%	65.4%	71.1%	59.8%	62.5%	60.5%	62.9%	13.2pct
	中创新航	15.2%	39.0%	23.3%	29.0%	25.1%	22.8%	27.7%	23.6%	23.3%	25.2%	1.9pct
	欣旺达	0.0%	0.2%	12.5%	4.4%	2.9%	5.5%	11.8%	13.6%	16.1%	9.6%	-2.8pct
	宁德时代	80.6%	21.8%	12.9%	7.1%	6.1%	0.4%	0.6%	0.2%	0.0%	2.0%	-10.8pct
小鹏汽车	亿纬锂能	0.0%	1.7%	40.3%	42.4%	54.7%	7.3%	8.1%	2.4%	6.6%	31.2%	-9.1pct
	宁德时代	50.0%	66.8%	36.5%	54.4%	36.2%	25.9%	41.1%	62.2%	85.2%	52.9%	16.4pct
	国轩高科	0.0%	0.0%	2.5%	2.5%	8.8%	11.8%	10.1%	1.7%	0.0%	4.6%	2.2pct
	蜂巢能源	2.5%	6.4%	7.2%	0.4%	0.2%	24.8%	21.1%	27.1%	5.7%	6.8%	-0.4pct
合众新能源	正力新能	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	27.1%	17.0%	5.0%	0.1%	3.5%	3.5pct	
	其他	47.5%	25.1%	13.5%	0.3%	0.2%	3.0%	2.6%	1.6%	2.4%	1.1%	-12.4pct
	中创新航	16.7%	29.9%	25.7%	24.5%	24.4%	31.4%	39.3%	36.7%	39.3%	34.0%	8.3pct
	正力新能	0.0%	0.0%	0.0%	12.7%	12.5%	31.1%	30.1%	34.4%	13.2%	23.3%	23.3pct
零跑汽车	国轩高科	30.1%	20.7%	12.8%	23.1%	25.9%	17.1%	15.3%	17.2%	13.8%	17.7%	4.9pct
	蜂巢能源	2.4%	30.5%	35.1%	33.2%	29.4%	1.7%	0.6%	0.7%	1.4%	8.5%	-26.6pct
	欣旺达	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	17.9%	11.1%	10.2%	13.6%	10.0%	10.0pct
	瑞浦三药	0.0%	0.0%	0.0%	6.0%	7.2%	0.8%	3.7%	0.7%	18.7%	6.5%	6.5pct
小米汽车	宁德时代	49.1%	3.6%	1.2%	0.4%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	-1.1pct
	其他	1.7%	15.3%	25.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-25.3pct
	宁德时代											
	比亚迪											
合计	宁德时代	82.8%	59.4%	58.0%	68.1%	60.6%	59.8%	61.6%	62.6%	64.4%	63.1%	5.1pct
	其他	17.2%	40.6%	42.0%	31.9%	39.4%	40.2%	38.4%	37.4%	35.6%	36.9%	-5.1pct

数据来源: GGII, 东吴证券研究所

在客车和专用车中，宁德时代客车份额 85%+，24 年进一步提升 3.5pct，24 年专用车装机大幅增长，同增 150%+，宁德时代份额下降 2.5pct。1) **客车看**，宁德时代 24 年 1-6 月实现份额 86.3%，相比 23 年上升 3.5pct。其中宇通客车/金龙客车/中通客车份额 100%/96.3%/99.3%，相比 23 年变化+0.3/-0.9/-0.6pct，不含比亚迪合计份额 95.1%，相比 23 年+8.2pct，总合计份额 86.3%，相比 23 年+3.5pct。2) **专用车看**，宁德时代 24 年 1-6 月实现份额 67.0%，相比 23 年下降 2.5pct。其中吉利商用车/三一汽车/徐工汽车/东风汽车份额 63.3%/23.3%/94.2%/84.1%/69.1%，相比 23 年-2.9/-25.0/-3.9/+41.8/-2.1pct。亿纬锂能 24 年 1-5 月实现专用车份额 11.5%，相比 23 年提升 3.1pct，份额提升明显。

图18: 宁德时代配套客车份额变化

年份	企业	2021			2022			2023			2024						汇总	变化
		全年	全年	全年	1	2	3	4	5	6	1	2	3	4	5	6		
宇通客车	宁德时代	93.7%	98.4%	99.7%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	0.3pct	
	亿纬锂能	0.3%	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0pct	
金龙汽车	宁德时代	93.4%	92.2%	97.1%	99.7%	100.0%	99.0%	86.4%	99.2%	99.6%	96.3%						-0.9pct	
	蜂巢能源	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	13.6%	0.5%	0.0%							3.4pct	
中通客车	宁德时代	92.8%	99.7%	99.8%	100.0%	100.0%	100.0%	93.4%	100.0%	100.0%	99.3%						-0.6pct	
	蜂巢锂电	0.0%	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	6.6%	0.0%	0.0%	0.7%						0.6pct	
其他	宁德时代	69.5%	82.4%	78.4%	93.4%	93.4%	91.6%	91.2%	92.5%	79.4%	91.4%						13.0pct	
	亿纬锂能	14.6%	9.4%	6.2%	4.6%	5.9%	7.7%	5.3%	6.6%	12.2%	6.2%						0.0pct	
合计(不含比亚迪)	宁德时代	81.9%	88.5%	86.9%	96.4%	96.1%	96.0%	92.5%	96.5%	94.0%	95.1%						8.2pct	
	亿纬锂能	7.1%	5.4%	3.6%	2.5%	3.5%	3.4%	2.3%	2.9%	3.5%	2.8%						-0.7pct	
其他	宁德时代	73.5%	83.9%	82.8%	91.3%	93.4%	81.3%	81.4%	85.5%	86.7%	86.3%						3.5pct	
	比亚迪	10.5%	5.2%	6.9%	5.3%	2.8%	15.3%	12.3%	11.4%	7.7%	9.3%						2.4pct	
合计	宁德时代	6.4%	5.2%	3.4%	2.3%	3.4%	2.9%	2.0%	2.6%	3.2%	2.6%						-0.8pct	
	其他	9.7%	5.7%	7.0%	1.1%	0.4%	0.5%	4.3%	0.5%	2.3%	1.8%						-5.1pct	

数据来源: GGII, 东吴证券研究所

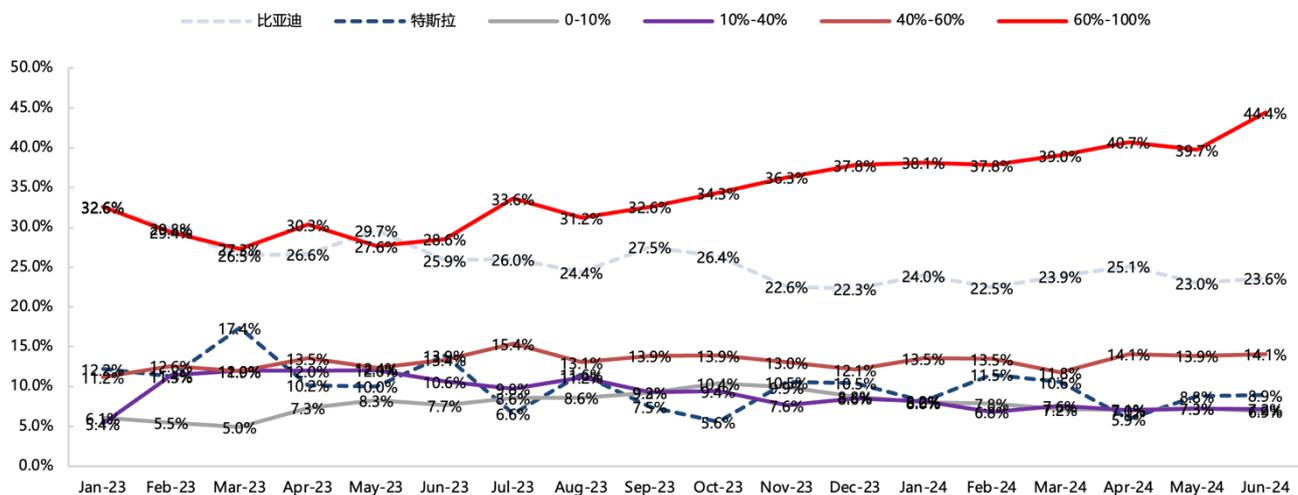
图19: 宁德时代配套专用车份额变化

年份	企业	2021			2022			2023			2024						汇总	变化
		全年	全年	全年	1	2	3	4	5	6	1	2	3	4	5	6		
吉利商用车	宁德时代	41.6%	53.3%	66.2%	67.6%	60.9%	63.5%	64.7%	60.6%	62.3%	63.3%							-2.9pct
	亿纬锂能	34.2%	29.0%	4.7%	22.3%	23.8%	15.8%	17.1%	16.6%	16.1%	17.7%							13.0pct
三一汽车	宁德时代	18.6%	44.9%	50.4%	61.1%	76.2%	75.0%	64.5%	57.7%	75.2%	68.9%							18.5pct
	蜂巢能源	0.0%	0.1%	0.3%	0.7%	0.1%	0.2%	10.3%	4.9%	3.4%	3.6%							3.4pct
徐工汽车	宁德时代	96.0%	95.1%	98.1%	97.2%	98.8%	94.6%	97.3%	93.6%	90.5%	94.2%							-3.9pct
	其他	4.0%	4.9%	1.9%	2.8%	1.2%	5.4%	2.7%	6.4%	9.5%	5.8%							3.9pct
东风汽车	宁德时代	36.8%	41.7%	42.3%	80.7%	84.2%	85.1%	84.1%	81.0%	87.4%	84.1%							41.8pct
	亿纬锂能	23.6%	34.8%	27.4%	5.3%	8.5%	10.3%	8.1%	9.5%	3.0%	8.1%							-19.3pct
其他	宁德时代	70.9%	74.3%	71.2%	72.6%	65.7%	67.4%	67.8%	69.0%	71.3%	69.1%							12.1pct
	蜂巢能源	0.4%	0.9%	0.4%	0.6%	1.1%	2.7%	5.5%	5.2%	3.5%	3.6%							3.2pct
合计	宁德时代	66.0%	70.1%	69.5%	71.4%	64.3%	65.8%	66.5%	67.7%	66.6%	67.0%							-2.5pct
	亿纬锂能	7.8%	7.9%	8.3%	10.7%	14.9%	11.7%	10.7%	9.4%	12.9%	11.5%							3.1pct
其他	宁德时代	0.5%	3.8%	3.4%	2.9%	5.6%	4.4%	3.5%	3.2%	2.9%	3.6%							0.2pct
	蜂巢能源	2.9%	1.1%	1.2%	4.2%	5.1%	4.7%	2.5%	2.9%	2.4%	3.4%							2.2pct
合计	宁德时代	15.3%	9.3%	7.7%	5.3%	4.1%	4.9%	5.3%	6.2%	5.5%	5.4%							-2.3pct

数据来源: GGII, 东吴证券研究所

综合结果来看, 国内车企电池供应商多样化, 二三供应商份额提升, 但热门车型中龙头份额高, 稳定宁德国内市场份额。宁德时代的市占率为车企配套份额和车企装机量占比的综合结果, 从车企配套份额来看, 24年1-6月供应商进一步多样化, 二三供应商份额略有提升, 从车企装机量占比来看, 按宁德配套份额为基准, 24年1-6月比亚迪(配套 0%)/特斯拉(配套 83%)/(配套 0-10%)/(配套 10%-40%)/(配套 40%-60%)/(配套 60%-100%)的车企装机占比为 23.5%/8.7%/7.2%/7.3%/13.4%/39.9%, 相比 23 年变化-2.5/-1.7/-1.0/-2.6/+0.2/+7.6pct, 配套 60-100%的车企装机占比持续提升, 消费者对宁德时代产品的认可提升, 随着神行、麒麟等新品的放量, 宁德时代 24 年国内份额可维持 45-50%。

图20: 国内车企装机量份额变化 (图例中百分比为宁德时代配套比例)



数据来源: GGII, 东吴证券研究所

2.3.2. 产品结构：神行+麒麟新品放量，装机比例逐步提升

从产品结构看，神行+麒麟电池新品3月放量，装机占比逐渐提升，强化宁德时代国内竞争力。宁德时代神行电池目前配套极氪001、AION Y Plus、极狐-阿尔法 T5、红旗 E-QM5、星纪元 ET/ES 等车型，24年1-6月累计装机3.1GWh，占比国内铁锂装机6.7%，随着后续小米 su7 Pro、阿维塔、岚图、哪吒等搭载神行装车，我们预计神行全年装机10-15GWh左右；麒麟电池目前配套极氪001/009、理想 mega 以及小米 su7 等车型，24年1-6月累计装机5.7GWh，占比国内三元装机12.1%，我们预计麒麟全年装机15GWh左右。我们预计宁德时代24年神行+麒麟等新品占比国内出货量30%+，国内产品竞争力逐渐强化。

图21：宁德时代神行+麒麟电池目前主要搭载车型



数据来源：GGII，东吴证券研究所

表6：宁德时代神行+麒麟电池配套量变化

GWh	1月	2月	3月	4月	5月	6月	累计
神行电池							
Aion Y Plus			0.26	0.13	0.33	0.33	1.10
极氪001			0.12	0.23	0.26	0.48	1.09
极狐-阿尔法 T5			0.06	0.09	0.14	0.18	0.48
红旗 E-QM5			0.03	0.11	0.04	0.12	0.30
星纪元 ES	0.01	0.01	0.01	0.02	0.02	0.02	0.10
星纪元 ET						0.00	0.00
神行合计	0.01	0.01	0.49	0.58	0.79	1.14	3.07
铁锂合计	6.48	3.88	8.59	7.57	9.12	10.40	46.03
占比	0.15%	0.14%	5.69%	7.68%	8.70%	10.94%	6.66%
麒麟电池							
极氪001			0.40	0.84	0.95	0.72	2.91
小米 su7	0.00		0.02	0.55	0.62	0.87	2.06
理想 mega	0.01	0.04	0.35	0.12	0.07	0.06	0.64
极氪009			0.02	0.01	0.02	0.04	0.09
麒麟合计	0.01	0.04	0.79	1.51	1.64	1.70	5.69
三元合计	8.67	4.65	7.30	7.76	9.10	9.69	47.16
占比	0.08%	0.90%	10.86%	19.48%	18.07%	17.51%	12.07%

数据来源：GGII，东吴证券研究所

注：神行电池中仅统计铁锂版本，M3P、三元版本暂未统计；出货和装机之间有时间差

神行电池主打平价快充，是全球首款铁锂 4C 超充技术方案，10 分钟实现 20-80%SoC 补能，可覆盖低温和长续航场景。2023 年 8 月，宁德时代发布神行 4C 超充电池，充电 10min 补能 400 公里，续航超 700 公里，于 2023 年 12 月大规模量产交付。2024 年 4 月，宁德时代发布神行 plus 电池，兼顾 1000 公里续航和 4C 超充，充电 10min 补能 600 公里，基于 CTP3.0 技术，体积能量密度达 205Wh/kg。神行电池为宁德时代打造的超高性价比快充产品，定位 10-20 万元车型，具备平价走量属性，后续预计进一步推出神行增混版、神行低温版等产品，打造平价快充超强系列产品，与国内二线电池厂差距进一步扩大。

图22: 神行 plus 电池性能指标和技术路线



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

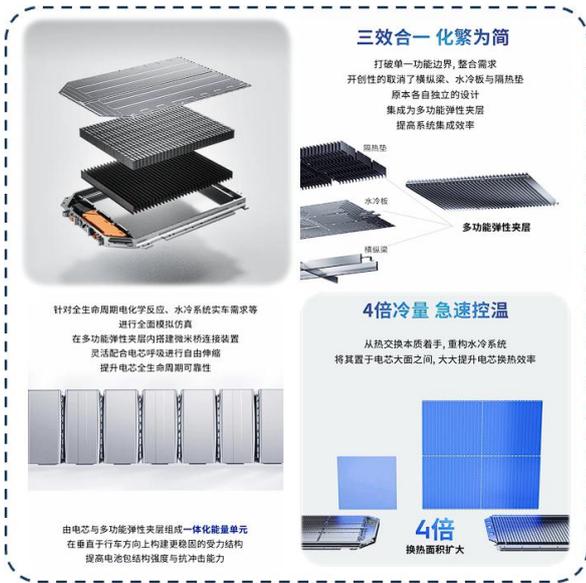
图23: 神行 plus 电池产品 VS 二三线电池厂电池产品

企业	产品	能量密度 (wh/kg)	快充性能	续航里程 (km)
宁德时代	神行电池	205 (系统)	4C	1000
比亚迪	刀片电池	170 (系统)	3C	736
瑞浦兰钧	问顶电池	170 (系统)	3C	650
国轩高科	启晨电池	190 (系统)	3-4C	605
亿纬锂能	方形叠片	160 (系统)	3C	650
中创新航	One-Stop	160 (系统)	3C	600
蜂巢能源	龙鳞甲电池	180 (系统)	2.2C	800
欣旺达	欣星驰电池	140 (系统)	6C	550

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

麒麟电池主打高端属性，为第三代 CTP 产品，体积利用率全球最高，主要搭载中高端车型。2022 年 6 月，宁德时代发布 CTP3.0 技术-麒麟电池，系统集成度创全球新高，体积利用率突破 72%，能量密度可达 255Wh/kg，续航超 1000 公里，于 2023 年 Q1 实现量产。麒麟电池结构设计巧妙，将横纵梁、水冷板与隔热垫集成为多功能弹性夹层，并采取电芯倒置设计，兼具顶级能量密度、安全性和快充能力。麒麟电池为宁德时代打造的高端产品，定位 30 万及以上车型，产品具备更高价值量，可获得亮眼的超额利润，并已具备大量专利保护，二线及海外电池厂难以跟进。

图24: 麒麟电池性能指标和技术路线



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图25: 麒麟电池产品 VS 二三线电池厂电池产品

企业	产品	能量密度 (wh/kg)	快充性能	续航里程 (km)
宁德时代	麒麟电池	330 (电芯) 255 (系统)	6C	1000+
LG新能源	NCMA软包	290 (电芯)	2C	800
三星	P6方形	300 (电芯)	3C	800
松下	4680	270 (电芯)	4C	600
SK on	软包	300 (电芯)	2C	800
Tesla	4680	232.5 (系统)	4-6C	600
中创新航	One-Stop	300 (电芯) 240 (系统)	3C	1000
孚能科技	SPS软包	330 (电芯)	2C	1000
亿纬锂能	Omniceil	265 (电芯) 200 (系统)	6C	600
欣旺达	欣星耀电池	265 (电芯) 200 (系统)	6C	750
蜂巢能源	龙鳞甲电池	260 (电芯) 200 (系统)	3C	800
国轩高科	G刻电池	285 (电芯) 220 (系统)	5C	1000

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

磐石底盘为一体化智能底盘, 推动上下车体解耦设计, 进一步增强产业链话语权。2024年4月, 宁德时代发布滑板底盘磐石底盘, 通过CIIC一体化智能底盘和CTC技术创新, 实现120km/正面碰撞不爆炸、不起火, 从架构设计上大幅提升底盘安全性能, 并且全面支持5C超充。滑板底盘两大核心上下车体解耦, 可以独立进行开发, 多车企共享底盘研发成本, 大大缩短了整车开发周期, 让跨界玩家或规模较小的车企实现盈利。此外滑板底盘以电池为核心构建, 进一步增强宁德时代的产业链话语权。磐石底盘目前已完成冬测和夏测, 公司预计24年H2实现量产, 首发搭载阿维塔车型。

图26: 磐石电池性能指标和技术路线



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

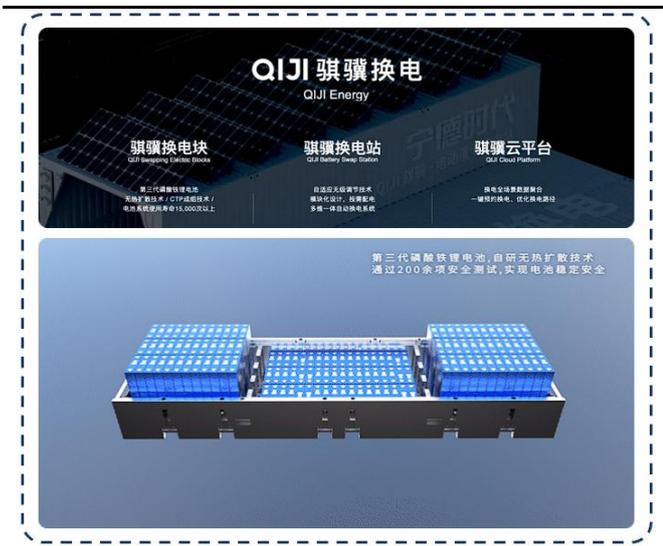
图27: 宁德时代滑板底盘客户拓展

动力客户	时间	进展
阿维塔	24年4月	宁德时代发布磐石底盘, 宣布首发搭载阿维塔, 24年实现量产
哪吒汽车	23年1月	时代智能与哪吒汽车签约, 将在CIIC一体化智能底盘项目上开展合作, 首款搭载CIIC的车型最快将于24年底面世。
北汽集团	24年6月	在新一代智能底盘方面, 双方将针对下一代纯电动平台CIIC滑板底盘项目开展深度合作, 共同开展滑板底盘架构、系统、工艺、成本、性能平衡研究, 结合“场景定义汽车、智能化、个性化”等需求打造产品。
江汽集团	24年1月	双方将建立联合研发团队, 对新技术、新产品进行联合开发和推广应用, 共同推动导入CIIC滑板底盘技术, 确定CIIC滑板底盘适用车型, 并根据需要制定合作方案和开发计划。
Vinfast	22年10月	宁德时代与VinFast宣布签订全球战略合作谅解备忘录, 双方将在CIIC滑板底盘等项目上开展合作, 帮助VinFast快速打开全球市场。

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

宁德时代实现换电快充双路线布局，商用车份额预计维持 65-70%。2023 年 6 月，宁德时代发布骐骥换电，为自研一站式重卡底盘换电解决方案，通过单块电池 171kWh 的模块化设计，用户可以自由选择 1-3 块的电池数量，按需配电，依托超长寿命技术和高效换电服务，结合车电分离的商业模式，每年单车可节约 3-6 万元，大大降低重卡运输的成本。2024 年 7 月，宁德时代发布天行电池，为物流车配送提供全场景的系列解决方案，发布全球首款 4C 的“天行 L-超充版”和 500km 续航“天行 L-长续航版”，实现发布即量产，目前已和福田、吉利、东风、一汽解放、江淮汽车、庆铃汽车等在内的 13 家车企的 21 款车型达成合作。宁德时代 24 年 1-6 月国内专用车份额达 67.0%，目前已实现换电快充双路线布局，产品力具备领先优势，后续份额预计维持 65-70%。此外，24 年专用车电动化实现突破，1-6 月装机量同增 150%+，占比总动力提升 4pct，助力宁德时代国内动力总份额维持 45-50%。

图28: 宁德时代推出骐骥换电品牌



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图29: 宁德时代推出天行电池品牌



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

2.3.3. 国内总结：神行麒麟新品放量，国内份额维持 45-50%

宁德时代引领产品持续迭代，与二线电池厂差距维持。短期车企降本压力较大，二线电池厂商依靠磷酸铁锂、中镍高压电池实现快速放量，主要为稳定供应链安全和增强议价能力，但宁德时代的产品性能优势突出，三元、铁锂、CTP 产品均形成跨代领先，仍为车企首要选择，预计长期占据主要份额。长期看，宁德时代加速材料体系创新和系统结构创新，新技术进步加速落地，凝聚态、锰铁锂、钠离子电池等实现差异化竞争，且 CTP3.0、CTC、AB 成组等系统结构创新进一步降本，宁德时代与二线电池厂技术领先优势始终维持。

表7: 宁德时代产品 VS 二三线电池厂产品

参数对比	宁德时代	国内二线电池厂	国内三线电池厂	海外电池厂
电芯产品	高镍、中镍高电压、神行	中镍高电压、铁锂	铁锂	高镍
电池包	麒麟电池	跟进 CTP 路线	布局较少	布局较少
能量密度	330 (电芯) 255 (系统)	280 (电芯) 220 (系统)	260 (电芯)	300 (电芯)
循环性能	3-4 千次	2-3 千次	2-3 千次	2-3 千次
倍率性能	6C	4C	2-3C	2-3C
安全性	无热扩散	无热扩散	-	-
单体失效率	ppb	ppm	ppm	ppm
新技术	M3P、复合集流体、钠离子电池	跟进新技术	-	4680
横向扩拓	滑板底盘、换电	-	-	-
固态电池	凝聚态、硫化物	半固态	-	硫化物、氧化物

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

神行麒麟新品放量, 国内竞争优势强化, 24 年份额维持 45-50%, 出货预计 263GWh, 同增 23%。国内看, 虽然车企电池供应商多样化, 二三供营商份额提升, 但宁德时代通过神行、麒麟新产品的放量, 国内竞争优势强化, 在热门车型中维持较高份额, 后续份额可维持 45-50%, 中性条件下, 我们预计宁德时代 24 年国内出货 263GWh, 同增 23%。

表8: 宁德时代国内份额及出货量测算 (动力)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
国内新能源车销量合计 (含出口, 万辆)	687	950	1,184	1,401	1,598	1,816	2,026	2,246	2,494
yoy	95%	38%	25%	18%	14%	14%	12%	11%	11%
国内电动化率	25.6%	31.6%	38.6%	45.2%	51.0%	57.4%	63.4%	69.6%	76.5%
国内平均单车带电量 (kwh)	46.6	46.9	46.0	46.3	46.3	46.9	47.8	49.0	50.3
国内: 动力电池装机需求 (Gwh)	289	389	479	569	644	734	826	926	1,038
yoy	94%	35%	23%	19%	13%	14%	13%	12%	12%
国内: 动力电池实际需求 (Gwh)	389	475	584	694	786	895	1,008	1,129	1,266
yoy	101%	22%	23%	19%	13%	14%	13%	12%	12%
比亚迪销量假设① (悲观, 万辆)	187	302	360	420	480	545	608	674	748
份额占比	27%	32%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
宁德时代国内份额	50%	45%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
宁德时代出货量 (Gwh)	195	214	292	347	393	448	504	565	633
yoy	90%	10%	36%	19%	13%	14%	13%	12%	12%
比亚迪销量假设② (中性偏悲观, 万辆)	187	302	380	485	562	581	648	719	798
份额占比	27%	32%	32%	32%	32%	32%	32%	32%	32%
宁德时代国内份额	50%	45%	47%	48%	48%	48%	48%	48%	48%
宁德时代出货量 (Gwh)	195	214	275	330	373	425	479	536	602
yoy	90%	10%	28%	20%	13%	14%	13%	12%	12%
比亚迪销量假设③ (中性偏乐观, 万辆)	187	302	400	490	559	635	709	786	873
份额占比	27%	32%	34%	35%	35%	35%	35%	35%	35%

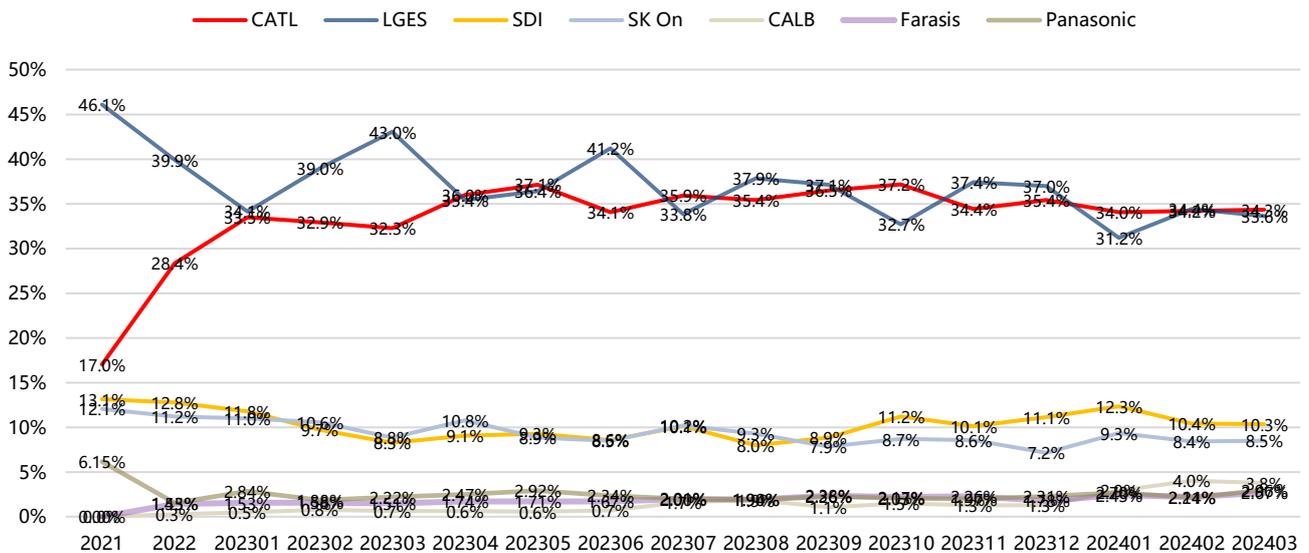
宁德时代国内份额	50%	45%	45%	45%	45%	45%	45%	45%	45%
宁德时代出货量 (Gwh)	195	214	263	312	354	403	453	508	570
yoy	90%	10%	23%	19%	13%	14%	13%	12%	12%
比亚迪销量假设④ (乐观, 万辆)	187	302	420	518	591	672	750	831	923
份额占比	27%	32%	35%	37%	37%	37%	37%	37%	37%
宁德时代国内份额	50%	45%	43%	43%	43%	43%	43%	43%	43%
宁德时代出货量 (Gwh)	195	214	251	295	334	381	428	480	538
yoy	90%	10%	17%	18%	13%	14%	13%	12%	12%

数据来源：公司官网，东吴证券研究所
注：假设条件指比亚迪销量情况

2.4. 欧洲市场：宁德时代份额 35%，超越 LGES，跃升市占率第一

从欧洲细分市场看，宁德时代 1-3 月欧洲份额 34.2%，同增 1.5pct，超越 LG 新能源，跃升欧洲市占率第一。24 年 1-3 月，宁德时代欧洲装机 12.2GWh，欧洲份额 34.2%，同增 1.5pct，LGES/三星 SDI/SK on/中创新航/松下/孚能科技欧洲市场份额为 33.2%/10.9%/8.7%/3.6%/2.6%/2.5%，同比-6.7/+1.4/-1.1/+2.9/+0.4/+0.9pct，其中宁德时代份额稳步提升，中创新航、三星 SDI、比亚迪、孚能科技、松下份额提升，LGES 份额下降较多，SK on 份额略有下降。新一轮定点中，欧洲车企对电池的安全性、回收、碳足迹等提出更多要求，宁德时代新一轮定点份额已获 40%+，本土化产能建设加快，但欧洲新能源车销量 24-25 年偏弱，因此预计 26 年新车型推出后，宁德时代份额有望提升至 40-50%，并进一步支撑全球份额的提升。

图30：欧洲动力电池厂份额变化



数据来源：SNE，东吴证券研究所

2.4.1. 欧洲 24-25 年销量偏弱，26 年新车型推出后，预计重回高增长

我们测算为满足 25 年碳排考核，欧盟电动化率需达到近 30%，对应当年电动车销量 350 万辆+，增长 30%左右，但是车企会通过购买积分等方式规避，预计 25 年销量 10-20%增长。2020-2022 年欧盟汽车销量持续走低，2023 年有所恢复，销量同比增 14% 至 1050 万辆，预计未来有望继续小幅增长。我们测算，2025 年未达到欧盟整体考核目标 93.6g/km，则当年电动化率需达到 30%，对应电动车销量超 350 万辆，叠加欧洲其他地区销量，合计电动车销量预计可达 400 万辆，增长 30%，但是车企可通过购买积分等方式规避（超标部分单车罚款 95 欧元/g），预计 25 年销量 10-20%增长。

表9：欧洲碳排放标准考核

	2018			2022			2025E			2030E (新标准)		
	销量 (万辆)	占比	碳排放 (g/km)	销量 (万辆)	占比	碳排放 (g/km)	销量 (万辆)	占比	碳排放 (g/km)	销量 (万辆)	占比	碳排放 (g/km)
柴油	563	36.1%	121.5	183	19.4%	145.0	202	17.0%	136.7	103	7.5%	130.0
-其中: 48v	16	2.9%	103.7	37	20.0%	127.1	51	25.0%	120.7	26	25.0%	114.8
-其中: 普通	547	97.1%	122.0	146	80.0%	149.5	152	75.0%	142.0	78	75.0%	135.1
汽车	942	60.4%	123.4	515	54.5%	133.9	601	50.5%	126.2	345	25.0%	120.0
-其中: 48v	27	2.9%	105.3	103	20.0%	117.3	150	25.0%	111.5	86	25.0%	106.0
-其中: 普通	915	97.1%	123.9	412	80.0%	138.0	451	75.0%	131.1	258	75.0%	124.7
新能源车合计	32	2.1%	19.0	216	22.9%	14.4	349	29.3%	10.3	887	64.3%	9.8
纯电动	19	1.2%	0.0	127	13.5%	0.0	245	20.5%	0.0	621	45.0%	0.0
氢燃料	0	0.0%	0.0	0	0.0%	0.0	0	0.0%	0.0	0	0.0%	0.0
插电	13	0.9%	46.0	89	9.5%	35.0	105	8.8%	34.3	266	19.3%	32.6
其他合计	22	1.4%	117.1	30	3.2%	121.9	38	3.2%	114.3	44	3.2%	108.7
LPG	16	1.1%	121.0	24	2.6%	122.2	31	2.6%	116.1	36	2.6%	110.4
NG	5	0.3%	104.0	2	0.2%	105.5	2	0.2%	100.2	3	0.2%	95.3
E85	0	0.0%	123.3	4	0.4%	127.7	5	0.4%	109.2	5	0.4%	103.9
合计	1,560	99.9%	120.4	944	100.0%	108.3	1,191	100.0%	93.6	1,378	100.0%	49.5
考核标准 (g/km)						95.0			93.6			49.5

数据来源：Marklines，东吴证券研究所

欧洲车企在 21-22 年均转向电动化，目标多为 30 年电动化率达到 50%。目前奔驰由于此前目标过于激进，推迟 5 年至 2030 年达到电动化率 50%，其余车企基本不变；由于欧洲需求疲软，且面临特斯拉、中国车企竞争压力，短期欧洲车企从此前激进规划回归更务实的态度。

25-26 年欧洲车企新平台密集推出，26 年销量预计明显向上。24 年以欧洲为主的海外需求疲软，且面临特斯拉、中国车企竞争压力，25-26 年为新一轮新车周期，Stellantis 率先推新，大众、现代起亚、雷诺日产、宝马及奔驰将于 25 年 H2 推出纯电新平台及新车型，我们预计 26 年销量将明显向上。

表10: 欧洲车企电动化目标及新车计划

车企	电动化目标	平台	推出时间	新车型
大众集团	2021年提出的2030年计划: 2026年将在新平台生产纯电动车, 到2030年时纯电动车占比达到50%, 到2040年时旗下产品实现零排放, 到2050年时实现碳中和目标。	PPE平台	2024年	奥迪 Q6 e-tron: 中型 SUV, 基于 PPE 平台, 搭载 800v, 23 年 9 月发布, 24 年上市奥迪 A6 e-tron: 中型轿车, 基于 PPE 平台, 有望 24 年发布保时捷 Macan
	2023年12月, 奥迪新任 CEO 格诺特·杜尔纳表示, 短期内将继续推广内燃机、插电式混合动力汽车, 纯电动汽车推出的速度放缓, 到2026年推出20款新车型, 其中一半将是纯电动车型。	MEB+平台	2025年	重点改善了续航里程、充电效率、座舱空间等部分。续航里程升级至700km, 充电功率提升至175-200kw。且在改平台打造2.5万欧元入门级车型。车型包括 ID2 all 概念车型、ID. GTI 概念车
		SSP平台	2026年	覆盖大众的旗下所有品牌和所有级别车型的机电一体化平台架构, 化繁为简, 可将旗下所有电动车差异缩小60%。大众 Trinity 或为该平台首款车型。
Stellantis	2022年发布“Dare Forward 2030”战略规划中, Stellantis 集团将碳排放目标放在首位, 表示2030年集团将减少50%的碳排放, 生产500万辆电动车, 并计划于2038年实现净零碳排放。	STLA Small	2023年7月	主攻城市通勤车, 电池容量37~82kWh, 续航上限500km水平; 标致3008、5008等
		STLA Large	2024年1月	主攻高档轿车, 电池容量87~104kWh, 续航上限700km水平
		STLA Medium	2023年7月	主攻四驱性能车和肌肉车, 电池容量101~118kWh, 续航上限800km水平
		STLA Frame		主攻方向大致是大型勤务车和商用车, 电池容量159~200kWh左右, 续航上限800km水平
现代起亚	22年起亚发布2030年战略规划, 2030年全球销量400万辆, 电动化率50%。其中, 纯电2026年销量80.7万辆, 2030年120万辆。至2027年, 起亚将打造由14款纯电动车型组成的完整阵容。	起亚	2024年	起亚计划到2027年底, 将在全球市场推出15款电动新车, 包括EV1到EV9的9款车型。大型电动车EV6已在欧洲上市2年, EV9年底欧洲上市。小型车EV5、EV3、EV4将于24-25年上市, 其中EV5将于24年中国和韩国上市, 3-4将于25年在欧洲上市。
		现代 IMA	2025年	基于 E-GMP 升级, 可实现底盘、电池、电机标准化, 新架构将适用于所有细分市场的纯电动车, 并提高续航里程。在该平台至上至2030年推出17款新车型。
雷诺日产	2021年, 雷诺电动化目标: 到2025年, 电动乘用车的份额提升到65%; 到2030年, 目标是电动乘用车至少占有90%的份额。	日产	2025年后	23年底, 宣布将在英国桑德兰工厂的EV36Zero中心投资高达30亿英镑生产三款电动汽车(EV)和三座电池超级车, 分别是目前最畅销的日产逍遙客、劲客、新一代Leaf的电动版本。
	2021年, 日产电动化目标: 到2030年, 电动化率50%。并且, 至2026财年, 欧洲市场电驱化车型销量占车型总销量75%以上。	雷诺	2025年	1) 雷诺5 E-Tech 电动车: AmpR Small 平台设计的第一款车型, 起售价2.5万欧元, 25年夏季在法生产; 2) 与大众合作开发价格低于2万欧元的廉价电动车; 3) 原计划依托 Ampere, 在欧发布7款纯电型, 2024年2月雷诺取消 Ampere IPO, 或对进程有所影响。
宝马	2021年, 宝马电动化目标: 至2030年, 纯电动车型将至少占到宝马集团总交付量的50%。其中, 2023年, 纯电销量将占到集团全球年销量的15%, 2024年20%, 2025年达到25%, 2026年达到33%, 到2030年将占据50%。	新世代车型	2025年H2	从2025年下半年开始投产新一代车型, 在随后的两年内将有至少6款新一代车型实现量产, 包括一款运动型多功能车(SAV)和一款BMW 3系所在细分市场的纯电轿车。 新世代车型将采用宝马的第六代eDrive电力驱动系统和新一代锂离子电芯, 在总体成本降低50%的同时, 实现能量密度提升超过20%、续航里程提升30%、充电速度提升多达30%。
戴姆勒	2021年电动化目标: 到2025年电动车销量占比达到50%。到2030年, 奔驰将在纯电友好的市场提供全面电动化的产品阵容。 2024年宣布推迟电动转型计划5年, 到2030年电动车占比50%, 并表示做好了继续生产燃油车的准备。	MMA	2025年	1) 不同于之前的EVA平台(定制化EV平台), MMA是一个电动优先的平台。该平台车型续航里程可以超750km, 百公里耗电量12kwh; 充电15分钟续航400km等。 2) 基于MMA平台打造, 搭载奔驰MB.OS的车型将具备城市领航的能力。 3) 2023年9月慕尼黑车展上, MMA平台首款车型——CLA级准量产概念车全球首发, 量产版本2024年推出 4) 在未来不远的时间内, 全新的MMA平台将诞生出4款车型, 分别是1款四门轿跑车、1款猎跑车、2款SUV

数据来源: Marlines, 东吴证券研究所

我们预计欧洲24-25年销量偏弱, 26年新车型推出后, 预计重回高增长。综合考虑车型周期、政策变化, 我们预计欧洲24年中性销量304万辆, 同增6%, 乐观下有望达到321万辆, 同比增11%。若反补贴调查政策落地, 且对中国车企不利, 或在短期影响欧洲销量增速, 25年增速有望恢复至15%, 26年新车型周期开启后有望恢复30%增速。

表11: 欧洲 2024 年销量月度预测 (万辆)

		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	合计
2022年	销量	14	16	24	14	17	21	15	15	24	21	27	39	250
	同比	33%	39%	12%	0%	3%	-7%	-1%	6%	12%	20%	29%	55%	17%
2023年	销量	15	17	31	19	24	30	22	25	27	24	26	28	288
	同比	3%	13%	27%	26%	39%	40%	44%	65%	11%	13%	-4%	-29%	15%
2024年 (乐观)	销量	19	19	29	21	22	29	24	26	34	28	31	39	321
	同比	27%	10%	-7%	11%	-10%	-4%	8%	3%	27%	19%	18%	39%	11%
2024年 (中性)	销量	19	19	29	21	22	29	22	24	31	26	28	35	304
	同比	27%	10%	-7%	11%	-10%	-4%	-2%	-7%	16%	8%	7%	27%	6%
2024年 (悲观)	销量	19	19	29	21	22	29	19	21	28	23	25	32	288
	同比	27%	10%	-7%	11%	-10%	-4%	-12%	-16%	4%	-2%	-4%	14%	0%

数据来源: Marlines, 东吴证券研究所

表12: 欧洲 2021-2030 年销量年度预测 (万辆)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
欧洲乘用车销量 (万辆)	1466.3	1287.1	1,502	1,547	1,594	1,642	1,691	1,742	1,794	1,848
欧洲电动化率	14.6%	20%	19%	20%	22%	28%	32%	34%	37%	39%
欧洲新能源车销量 (万辆)	214.2	251.0	289	303	348	453	543	598	658	723
YoY	70%	17%	15%	5%	15%	30%	20%	10%	10%	10%

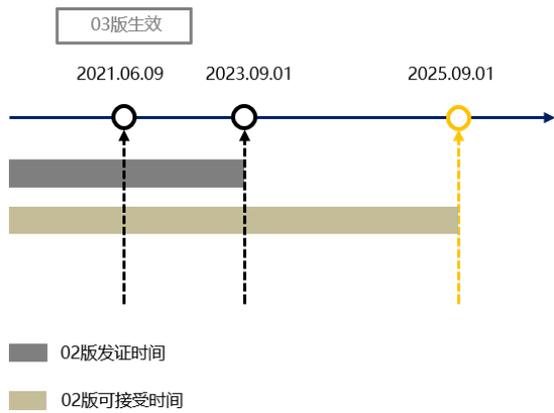
数据来源: Marlines, 东吴证券研究所

2.4.2. 欧洲准入-证书: ECE R100.03 已生效, 对动力电池安全性要求趋严

欧盟 ECE R100.03 已生效, 对动力电池安全性提出高要求。ECE R 是欧洲经济委员会制定的技术质量标准, 只有取得 ECE 认证 (E-mark 认证) 的证书, 产品才可以在欧洲市场合法销售。2023 年 9 月 1 日起, 欧盟动力电池新项目需按照 ECE R100.03 认证, 新增了 5 分钟无热扩散的安全性要求, 但存量项目仍可以沿用 ECE R100.02; 2025 年 9 月 1 日起, 所有存量项目均需按照 ECE R100.03 认证, 对动力电池安全性提出更高的要求。

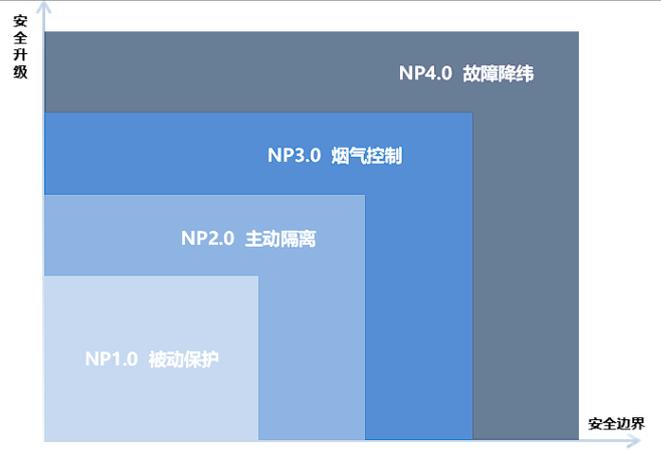
宁德时代构建多级安全防护技术, NP 技术实现电池包无热扩散, 率先获得新法规的准入证书。2020 年 9 月, 宁德时代率先在 811 产品上实现无热扩散 (NP), 目前已开发四代 NP 技术, 其中 NP2.0 方案已实现量产交付, 应用在麒麟电池、滑板底盘等众多产品中。2022 年 5 月, 宁德时代获得全球首张欧洲经济委员会 R100.03 新法规下的准入证书, 并成为全球首家大众汽车测试实验室模组+电芯双认证的电池制造商。而 LGES 软包电池体系保守, 无法满足安全性要求, 频繁引发召回事件, 在欧洲份额持续下滑。

图31: 欧洲 E-mark 准入认证迭代时间



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图32: 宁德时代电池无热扩散技术



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2.4.3. 欧洲准入-零碳: 25年实现核心运营碳中和, 35年实现价值链碳中和

欧洲新电池法对碳足迹和回收提出要求, 国内电池厂已提前布局, 受到影响相对较小。2023年6月, 欧盟发布《新电池法》, 提供强制性的碳足迹声明和标签, 设定最低的回收率以及材料回收目标。国内动力电池企业在2020年已开始从上游的原材料、电芯、系统、回收利用等全产业链布局碳足迹、数字护照, 受到影响预计相对较小。

宁德时代率先布局零碳战略, 到25年实现核心运营碳中和, 35年实现价值链碳中和。2023年4月, 宁德时代发布零碳战略, 宣布2025年工厂将全部为零碳工厂, 2035年生产的电池将全部为零碳电池, 即实现生产制造全过程碳中和。宁德时代目前已建立5家零碳工厂, 推出CREDIT价值链审核计划, 并打造循环经济, 锂电回收规模连续多年全球第一。

图33: 《欧洲新电池法》梳理

法案简介				
自相关时间节点开始, 未来新的电动汽车电池、轻型交通工具电池和容量大于2kWh的工业电池, 必须具备碳足迹声明和标签, 以及数字电池护照才能进入欧盟市场, 并对电池重要原材料的回收比例作出了相关要求				
碳足迹要求				
种类	B	C	D	规定
时间(月)	66	96	120	应在随附技术文档中证明电池生命周期碳足迹低于法规设定阈值
	48	78	102	应加贴电池碳足迹性能等级标签在技术文档申明碳足迹计算合规
	30	60	84	随附技术文档应包含碳足迹声明
A	电动汽车电池			
B	容量超过2kWh的可充电工业电池-完全外储			
C	轻型交通工具电池			
D	容量超过2kWh的可充电工业电池-不完全外储			
碳足迹性能等级与最大阈值				
	A			(可能的激励)
	B			(可能的激励)
	C			最大碳足迹阈值
				取消市场准入
注: 分级数, 阈值多少目前未知				
再生材料使用比例				
时间点前	内容			
2026年7月4日	委员会应通过: 1) 回收量计算和验证方法授权法案; 2) 再生材料声明格式与技术文件的实施法案			
2028年7月4日	随附技术文档包括从各制造商各型号电池的活性材料废物中回收钴、铅、锂、镍数量信息			
2028年12月31日	委员会应根据再生材料可得性评估目标及实现方法调整的必要性, 并酌情提交相关的立法提案			
2031年7月4日	再生成分阈值: 钴16%, 铅85%, 锂6%, 镍6%			
2036年7月4日	再生成分阈值: 钴26%, 铅85%, 锂12%, 镍15%			
注: 从制造和消费废物中回收用于新电池的最低含量				

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图34: 宁德时代零碳战略

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2.4.4. 欧洲总结：新车型定点要求提升，宁德时代竞争优势突出，26年新车型推出后，份额预计升至40-50%

新一轮定点要求全面提升，宁德时代竞争优势强化，本土化产能26年释放。23-25年新车型新一轮定点中，欧洲车企对电池的安全性、回收、碳足迹等提出更多要求，LGES软包产品无法满足要求，宁德时代新一轮定点份额已获40%+，竞争优势强化。此外，欧洲陆续发布《关键原材料法案》和《净零工业法案》，对电池本土化产能比例提出要求，宁德时代的欧洲本土化产能建设加快，25年年底匈牙利一期35GWh投产，进一步强化欧洲供应能力。

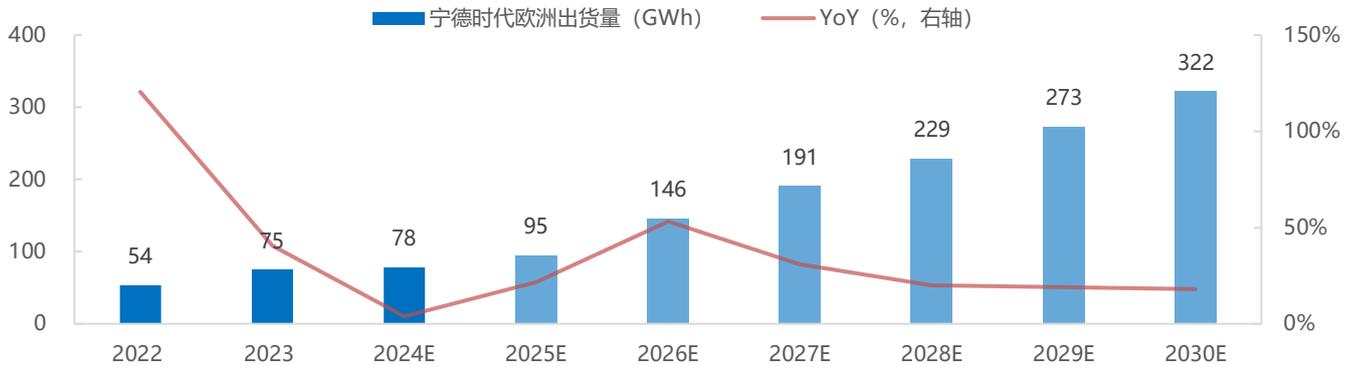
表13: 电池厂欧洲地区产能规划 (GWh)

		产能规划	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
宁德时代	德国	14		5	14	14	14	14	14	14	14
	匈牙利	100					17.5	67.5	100	100	100
	合计	114		5	14	24	31.5	81.5	100	100	100
LG	波兰	90	70	80	90	90	90	90	90	90	90
SKI	匈牙利-第一工厂	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8
	匈牙利-第二工厂	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
	匈牙利-第三工厂	30			30	30	30	30	30	30	30
	合计	48	18	18	48	48	48	48	48	48	48
三星	匈牙利	90	30	40	45	45	50	60	70	80	90
亿纬锂能	匈牙利	30					15	30	30	30	30
Northvolt	瑞典	60		10	20	40	60	60	60	60	60
	瑞典-沃尔沃合资	50					10	20	30	40	50
	德国-大众合资	60					10	20	30	40	50
	合计	170		10	20	40	80	100	120	160	160
ACC	法国	40		13	13	13	20	25	30	35	40
	德国	40 (或暂停)									
	意大利	40 (或暂停)									
	合计	120 (或暂停)		13	13	13	20	25	30	35	40

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

欧洲26年新车型推出后，宁德时代份额预计升至40-50%，助力全球份额迎来大提升。我们预计宁德时代24年欧洲份额35%，出货78GWh，同增4%。整体看，欧洲新能源车销量24-25年偏弱，25-26年开启新车周期，平价铁锂电池开启渗透，电动化率有望步入下一个台阶。此外，海外电池厂暂无铁锂产能，后续难以弥补成本劣势，低温版神行电池有望大放光彩，随着26年新车型推出，宁德时代份额有望提升至40-50%，并进一步支撑全球份额的提升。

图35: 宁德时代欧洲动力出货测算 (GWh, %)



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

表14: 宁德时代欧洲份额及出货量测算 (动力)

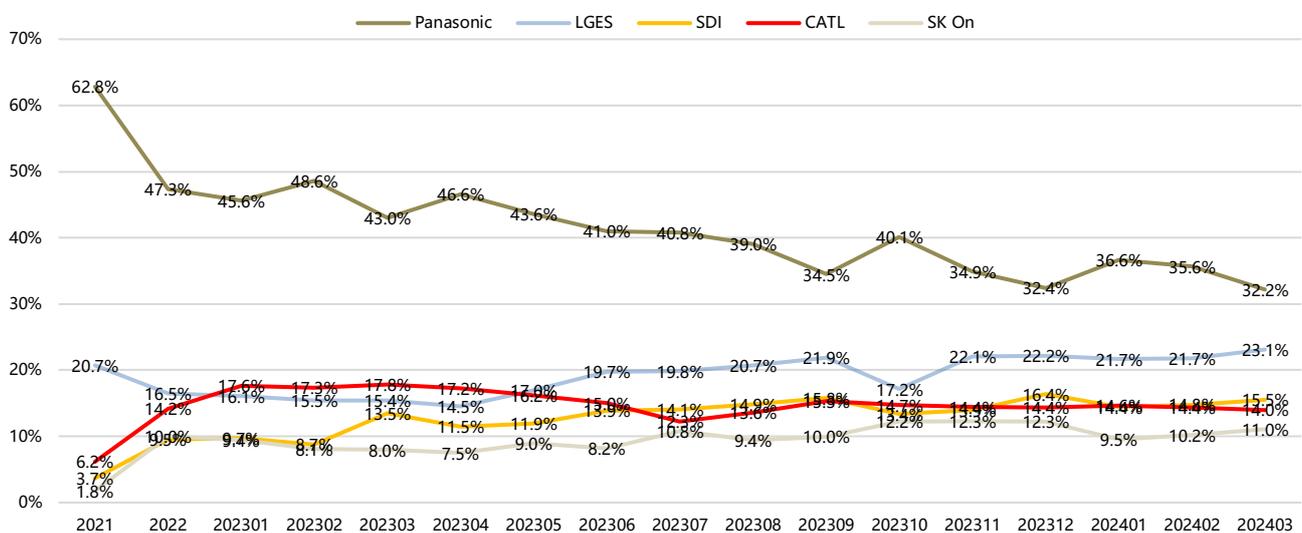
	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
欧洲新能源车销量 (万辆)	251	289	303	348	453	543	598	658	723
yoy	17%	15%	5%	15%	30%	20%	10%	10%	10%
欧洲电动化率	20%	19%	20%	22%	28%	32%	34%	37%	39%
欧洲平均单车带电量 (kwh)	56	61	60	61	63	65	67	69	70
欧洲动力电池装机需求 (Gwh)	140	176	183	211	285	352	400	452	508
yoy	27%	26%	4%	15%	35%	24%	14%	13%	12%
欧洲动力电池实际需求 (Gwh)	189	215	224	257	347	429	488	551	620
yoy	32%	14%	4%	15%	35%	24%	14%	13%	12%
宁德时代欧洲份额	28%	35%	35%	37%	42%	45%	47%	50%	52%
宁德时代出货量 (GWh)	54	75	78	95	146	191	229	273	322
yoy	120%	41%	4%	22%	53%	31%	20%	19%	18%

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

2.5. 美国市场：宁德时代份额 15%，短期份额或略有下降

从美国细分市场看，宁德时代 1-3 月美国份额 14.3%，份额下降 3.3pct，LGES 和三星 SDI 份额快速提升。24 年 1-3 月，宁德时代美国装机 3.6GWh，美国份额 14.3%，同降 3.3pct，松下/LGES/三星 SDI/SK on 美国份额为 34.7%/22.2%/14.9%/10.3%，同比-11.1/+6.6/+4.3/+1.8pct，其中宁德时代受 IRA 法案影响，美国份额略有下降，松下份额大幅下滑，LGES、三星 SDI 份额快速提升，SK on 份额略有提升。受 IRA 法案影响，宁德时代在美份额略有下降，车企将相关配套量转移至其他地区，因此对全球份额影响较小，后续宁德时代预计通过技术授权模式突破，在美份额 26 年后有望回升。

图36: 美国动力电池厂份额变化



数据来源：SNE，东吴证券研究所

2.5.1. 美国销量：纯电车型延后推出，加大混动及插混规划

美国短期电动车销量放缓，本土车企削减支出，规划新车型延期，但电动化率低于 10%，加大混动及插混规划，后续仍有较大空间。美国 24 年电动车销量预计 170 万辆，同增 15-20%，高利率、通货膨胀等因素导致员工成本上升，福特、通用均缩减电动车相关支出，通用、福特、Rivian 等美国本土车企及新势力的新车型延后至 25-26 年推出。纯电车型推出放缓的同时，开始发展 PHEV、HEV 车型，如福特表示将于 30 年前所有燃油车产品线将拥有 HEV、PHEV 动力选项。

表15: 美国车企电动化及新车型规划

车企	品牌	车型	上市时间	定位	类型	预计价格	续航	销量、电动化规划
Lucid	Lucid	Gravity	2024H2	SUV-E	EV	最低10万美元	830km	销量低于预期, 24年1-4月销量2239辆
特斯拉	特斯拉	Roadster	推迟至2025	轿跑-E	EV	订金5万美金	1000km	增量来自: 1) 皮卡交付, 预计24年贡献5-10万辆增量; 2) 新款M3和MY拉动需求, 且德州工厂有新产能
	特斯拉	Model Q	预计2025年	N/A-C	EV	初定2.5万美金		
福特	林肯	Corsair-E	2025年	SUV-C	EV			计划到2030年为旗下所有燃油车型推出混动版本(HEV、PHEV), 推迟部分EV车型的上市、暂停与SK On的合资电池项目等
	林肯	Aviator EV	推迟18个月至2025	SUV-D	EV			
	林肯	Explorer EV	推迟18个月至2025	SUV-D	EV			
	福特	新电动皮卡	2025年	皮卡	EV			
通用	凯迪拉克	Optiq	2024年	SUV-C	EV		608km	通用汽车正在重新制定其新能源汽车战略, 放弃挑战特斯拉在美国电动汽车领域的地位, 并取消电动车近期销售目标, 并且原计划与本田合作的3万美金以下的新车型项目取消。
	凯迪拉克	CT4 EV	2026年	三厢-C	EV			
	凯迪拉克	CT5 EV	2026年	三厢-D	EV			
	别克	EncoreGX EV	2026年	SUV-C	EV			
	GMC	Sierra EV	推迟至2025	皮卡	EV	10.7万美金	600km	
凯迪拉克	Celestiq	2024年	三厢-E	EV	超30万美金	483km		
Rivian	Rivian	R2	2026年H1	SUV	EV	4.5万美元起		Rivian电动皮卡和suv销量亮眼, 24年计划生产8.5万辆, 同比增60%+, 24年6月推出25款R1T和R1S, 计算能力升级。

数据来源: Marlines, 东吴证券研究所

表16: 美国2021-2030年销量年度预测(万辆)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
美国乘用车销量(万辆)	1503.2	1386.9	1,563	1,610	1,658	1,708	1,759	1,812	1,866	1,922
美国电动化率	4.3%	7%	9%	11%	13%	18%	23%	28%	32%	34%
美国新能源车销量(万辆)	65.2	98.0	147	176	220	308	401	501	601	661
YoY	101%	50%	50%	20%	25%	40%	30%	25%	20%	10%

数据来源: Marlines, 东吴证券研究所

2.5.2. 美国市场: IRA法案要求本土化, 后续通过技术授权突破

美国IRA法案落地, 对本土化提出高要求, 宁德时代后续预计通过技术授权突破。22年8月, 美国《通胀削减法案》(IRA)落地, 明确新能源汽车未来10年的财税优惠政策, 给予单车最高7500美元的补贴, 对供应链本土化提出高要求, 并于24年5月完善《外国受关注实体指南》(FEOC)细则。24年2月, 宁德时代通过解除一致行动人协议, 海外产能(无论持股比例)已无FEOC限制, 可在美建全资产能、也可大规模推广技术授权模式, 从而进一步突破美国市场。

图37: IRA 法案介绍

时间	要求	补贴金额
22年8月16日-12月31日	1. 车辆在北美制造 (新增) 2. 单一制造商不超过20万辆。	7500美元 (仍有20万辆门槛限制, 新增车辆北美制造限制)
23年1月1日至4月17日	1. 前20万辆限制取消。 2. 轿车零售价≤5.5万美元。 3. 卡车、货车、SUV售价≤8万美元。 4. 个人申报者年收入≤15万美元, 或联合申报者年收入≤30万美元	7500美元 (取消20万辆门槛限制, 有车辆北美制造限制, 但不考核原材料本土化限制)
23年4月18日后	1. 前20万辆限制取消。 2. 轿车零售价≤5.5万美元。 3. 卡车、货车、SUV售价≤8万美元。 4. 个人申报者年收入≤15万美元, 或联合申报者年收入≤30万美元	1. 符合关键矿物比例要求, 3750美元。 2. 符合电池材料比例要求, 3750美元。(无20万辆门槛限制, 有车辆、原材料北美本土化制造限制)
年度	金属比例要求	电池材料比例要求
2023	40%	50%
2024	50%	60%
2025	60%	60%
2026	70%	70%
2027	80%	80%
2028	80%	90%
2029	80%	100%
2030	80%	100%

数据来源: 白宫官网, 东吴证券研究所

图38: IRA 法案中 FEOC 定义

FEOC	新版变化
	“外国政府”定义包含了国家一级以下的政府, 即省、市等下一级别的政府也算外国政府, 受其持有、控制或管辖权内的企业算FEOC。
FEOC定义	“外国政府”包含高层政治人物, 中国包括: 1) 现任及前任中国中央及地方高级官员; 2) 现任及前任中国共产党及下属实体、委员会的高级官员; 3) 现任及前任中国共产党中央委员会、中央政治局、全国人大、全国政协、省一级共产党委员会成员; 4) 现任省/地方一级政协委员; 及上述四类人员的直系亲属。
关键矿物及电池组件	石墨及电解液中锂盐、添加剂、粘结剂27年前不考核。美国财政部联合国税局5月3日发布税收抵免额度指引终稿, 新增定义部分矿物为 impracticable-to-trace, 包括负极中的石墨、电解液的锂盐和添加剂、粘结剂中含有的关键矿物 (如锂、氟、磷、萤石等), 以上矿物在2027年1月1日前可免除考察FEOC规定, 电池组件本土化考核及FEOC考核不变。
	电池组件及关键矿物本土化考核范围放宽。新增“电池材料”, 定义为“经处理而非制造的”构成电池组件的部分, 包括隔膜基膜、未涂炭的铜箔、电解液中的溶剂等, 不考核本土化。关键矿物考核范围不包括PVDF CMC等粘结剂。

数据来源: 白宫官网, 东吴证券研究所

2.5.3. 海外建厂: LRS 模式轻资产运行, 重点针对美国市场

宁德时代 LRS 模式轻资产运行, 主要面向美国市场, 后续份额有望突破再提升。针对美国市场, 宁德时代推出技术授权 (LRS) 模式, 即许可、授权和服务模式, 宁德时代负责建设电池产线、搭建供应链、调试产线设备和管理制造流程, 工厂资本开支则全部由车企承担, 宁德时代不在合作工厂占有股份, 而是收取专利授权费和服务费。LRS 模式轻资产运行, 帮助主机厂甚至电池厂快速建成电池工厂, 目前已与福特/通用/特斯拉合作, 后续预计推广至欧美其他车企/电池厂, 未来在市场份额有望从 15%再提升。

图39: 宁德时代 LRS 模式介绍



数据来源: 白宫官网, 东吴证券研究所

图40: 宁德时代技术授权进度

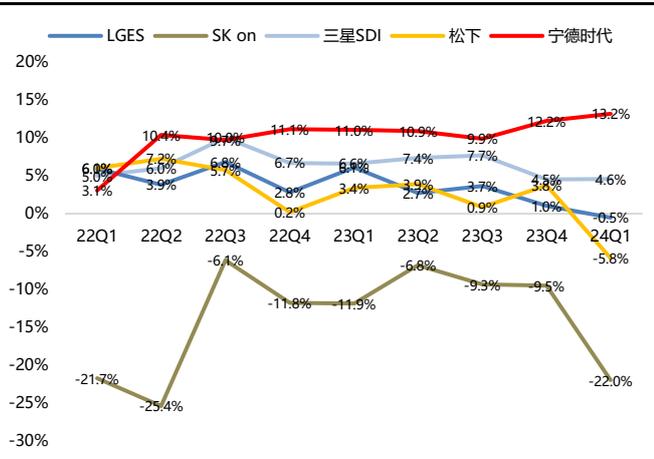
车厂	技术授权进展
福特	23年11月21日, 福特宣布投资调整为20亿美元 (原计划35亿美元), 人员调整为1700名工人 (原计划2500名), 产能调整为20GWh (原计划35GWh), 预计26年投产。
特斯拉	24年2月11日, 彭博社宣布, 特斯拉计划采购宁德的设备, 扩建其美国内华达州斯帕克斯的电池工厂, 宁德时代仅负责帮助安装设备不会参与运营, 为特斯拉的Megapack生产磷酸铁锂电池, 初期产能规划10GWh, 预计25年投产运营。
通用	24年3月28日, 据晚点LatePost报道, 宁德时代正在与通用汽车洽谈技术授权模式的合作, 计划在北美共同建设一座磷酸铁锂动力电池工厂, 可能选址美国或墨西哥, 该工厂的计划年产能不低于宁德时代与福特合作建设的工厂。
stellantis	24年2月, 已与宁德时代签署了初步协议, 该协议或与其位于萨拉戈萨Figueruelas的工厂相关, 该项目旨在建设电池超级工厂, 预计投资超过30亿欧元。

数据来源: 白宫官网, 东吴证券研究所

2.5.4. 美国总结：技术授权模式突破后，份额有望从 15%进一步提升

海外电池厂经营承压，宁德时代优势扩大，技术授权突破后，份额有望从 15%进一步提升。海外电池厂经营承压，Q2 盈利环比向下，LGES Q2 剔除补贴后，营业利润率-4.1%，环比下降 4.6pct，已宣布调整投资节奏，SK on 连续十个季度亏损，称公司已到绝境，将冻结所有高管年薪。24 年看，海外电池厂海外份额、盈利持续下降，all in 风险较大的北美市场，而宁德时代份额、盈利维持稳定，技术授权突破后，未来在美份额有望从 15%再提升。

图41: 海外电池厂盈利水平（剔除 IRA 补贴）



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图42: 海外电池厂发展战略



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

表17: 宁德时代美国份额及出货量测算（动力）

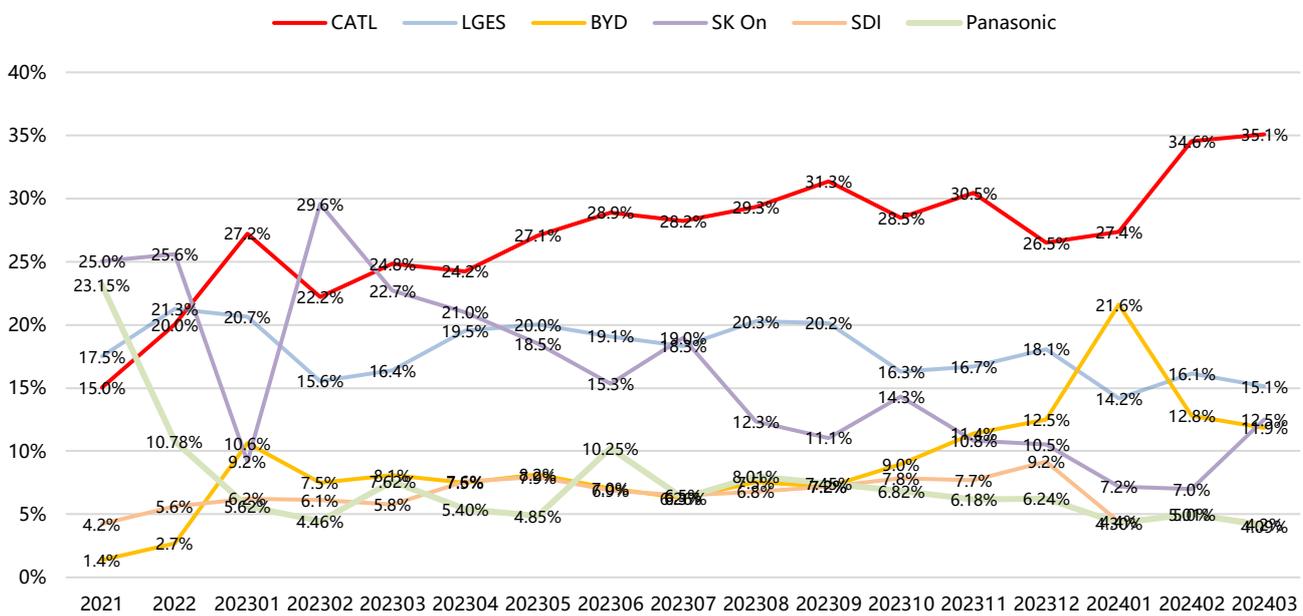
	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
美国新能源车销量（万辆）	98	147	176	220	308	401	501	601	661
YoY	50%	50%	20%	25%	40%	30%	25%	20%	10%
美国电动化率	7%	9%	11%	13%	18%	23%	28%	32%	34%
美国单车带电量 (kwh)	56	61	60	61	63	65	67	69	70
美国动力装机需求 (Gwh)	55	90	107	133	194	260	335	413	464
yoy	63%	64%	19%	25%	45%	34%	29%	23%	12%
美国动力实际需求 (Gwh)	74	109	130	163	236	317	409	504	567
yoy	70%	48%	19%	25%	45%	34%	29%	23%	12%
宁德时代美国份额	14%	15%	13%	12%	15%	20%	22%	25%	27%
宁德时代美国出货 (GWh)	10	17	17	20	35	63	91	125	155
yoy	290%	60%	3%	16%	75%	79%	45%	37%	24%

数据来源：公司官网，东吴证券研究所 注：美国地区存在政策风险，测算结果波动性较大

2.6. 其他市场：宁德时代份额 33%，市占率实现快速提升

从其他地区市场来看，宁德时代 1-3 月其他地区份额 32.6%，同增 8.1pct，海外电池厂份额下降。24 年 1-3 月，宁德时代其他地区装机 5.5GWh，份额 32.6%，同增 8.1pct，LGES/比亚迪/SK on/三星 SDI/松下份额为 15.1%/15.1%/9.3%/4.5%/4.4%，同比-1.9/+6.6/-12.6/-1.5/-1.7pct，其中比亚迪份额快速提升，SK on 份额大幅下滑，LGES、三星 SDI、松下份额略有下降。部分车企将宁德时代美国配套电池转移至其他地区，我们预计宁德时代 24 年其他地区市占率达 35%左右。

图43: 其他地区动力电池厂份额变化



数据来源：SNE，东吴证券研究所

2.7. 动力总结：全球龙头地位稳固，后续份额有望升至 40%

宁德时代全球龙头地位稳固，海外新车型 25H2 推出后，全球份额有望提升至 40%。宁德时代 24 年国内市占率维持 45-50%，欧洲市占率 35%，美国市占率 13%，短期内略有下滑，部分配套量转移，其他地区市占率 35%，宁德时代全球份额可维持 37%，对应动力出货 380GWh+，其中国内/欧洲/美国/其他地区出货 263/78/17/23GWh，占比 69%/21%/5%/6%，合计出口 109GWh，本土化生产 10GWh。海外新车型 25 年 H2 密集推出，宁德时代新定点份额 40%+，且海外产能加速建设，美国技术授权方式 26 年落实，全球份额有望进一步提升至 40%。

表18: 宁德时代全球份额及出货量测算(动力)

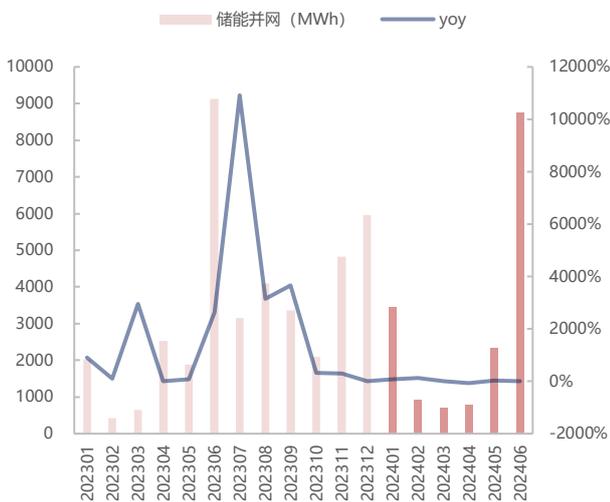
	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
宁德时代国内份额	50%	45%	47%	48%	48%	48%	48%	48%	48%
宁德时代国内出货量 (GWh)	195	214	263	312	354	403	453	508	570
占比	78%	67%	69%	68%	61%	56%	53%	50%	48%
宁德时代欧洲份额	28%	35%	35%	37%	42%	45%	47%	50%	52%
宁德时代欧洲出货量 (GWh)	54	75	78	95	146	191	229	273	322
占比	21%	23%	21%	21%	25%	27%	27%	27%	27%
宁德时代美国份额	14%	15%	13%	12%	15%	20%	22%	25%	27%
宁德时代美国出货量 (GWh)	10	17	17	20	35	63	91	125	155
占比	4%	5%	5%	4%	6%	9%	11%	12%	13%
宁德时代其他地区份额	20%	28%	35%	38%	40%	43%	45%	48%	50%
宁德时代其他地区出货量 (GWh)	6	15	23	31	42	56	75	100	131
占比	3%	5%	6%	7%	7%	8%	9%	10%	11%
全球锂电池总需求 (GWh)	695	873	1028	1236	1547	1875	2209	2583	2971
宁德时代全球份额	36.1%	36.8%	37.1%	37.1%	37.2%	38.0%	38.5%	39.0%	39.7%
宁德时代动力出货量 (GWh)	251	321	382	458	576	713	850	1006	1178
yoy	91%	28%	19%	20%	26%	24%	19%	18%	17%
出口量 (GWh)	54	103	109	132	184	219	251	316	408
yoy	88%	90%	5%	21%	39%	19%	14%	26%	29%
占比总出货	22%	32%	29%	29%	32%	31%	29%	31%	35%
本土化生产 (GWh)	2	4	10	14	39	91.5	145.5	182	200
yoy	-	100%	150%	40%	179%	135%	59%	25%	10%

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

2.8. 储能：中美主力市场持续发力，新兴市场多点开花

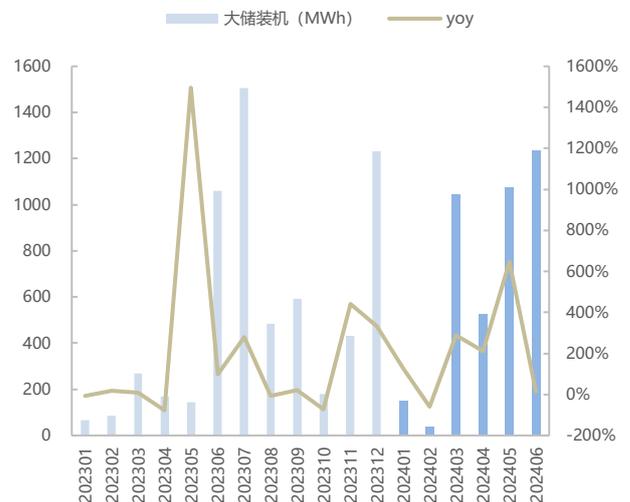
中美储能主力市场维持高增长，新兴市场多点开花增量明显，储备项目多，可支撑25-26年持续高增。大储方面，国内集中式光伏24年装机规模稳定，但受益于配储比例提升及长时储能占比提升32%+，24年国内大储装机预计增长40%至60gwh，25-26年仍可维持20-30%增长；美国FERC出台法规简化流程，并网加速，截至24年6月，美国大储储备项目36GW，其中拟24H2并网规模11GW（同比145%），预计24年美国大储装机35gwh，增108%，25年40%增长至50gwh；欧洲大储开始发力，新兴市场多点开花，24年起量，25-26年并网高峰。户储方面，新兴市场贡献增量，对冲主力市场放缓。整体看，24年全球配储装机150gwh，总体装机180gwh，叠加基站等其他需求，预计储能电池出货量近300gwh，增40%，其中海外市场190GWh。

图44: 国内月度储能并网量 (MWh)



数据来源: EIA, Wood Mackenzie, 东吴证券研究所

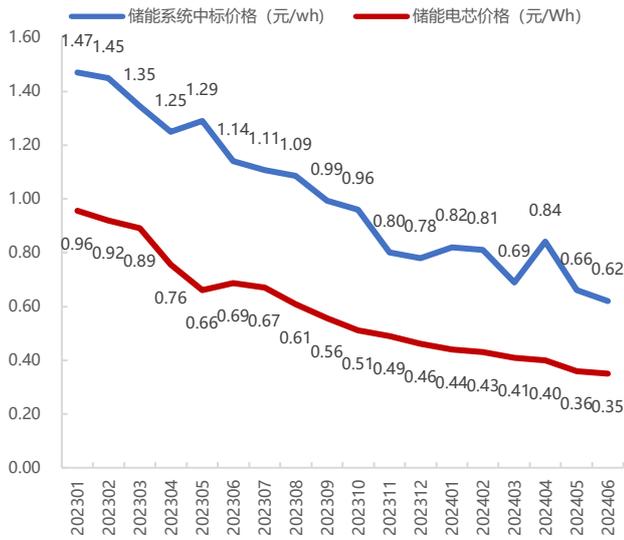
图45: 美国月度大储装机 (MWh)



数据来源: EIA, Wood Mackenzie, 东吴证券研究所

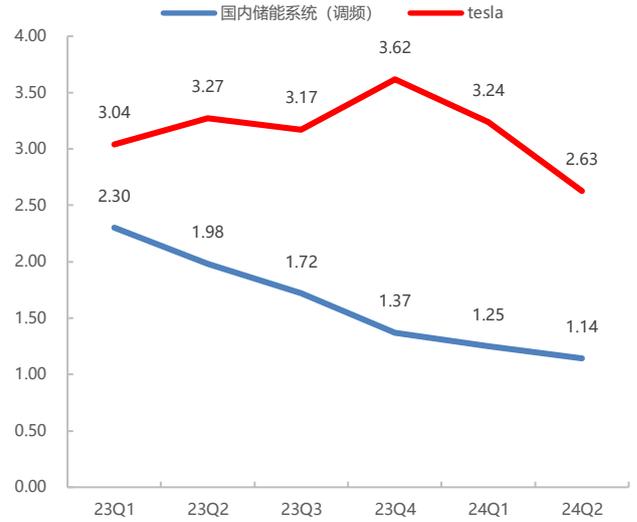
海外市场盈利弹性大，欧美>新兴市场>国内，具备技术和成本壁垒。不同于国内的低价竞争，兼具技术及成本优势企业，才可满足海外储能严格的指标要求，其中包括电芯循环次数、单体失效率，全生命周期成本、运营维修成本等，因此海外市场进入壁垒高，同时系统价格高于国内2-3倍，盈利弹性更大。目前欧美地区铁锂电池基本来自国内厂商，由宁德时代、比亚迪、亿纬锂能、南都电源、海辰储能等厂商供应，而LGES、三星SDI、SKI、松下计划26年量产铁锂电池，但海外电池厂起步较晚，相比国内成熟的产业链，难以具备技术和成本优势。

图46: 国内储能电池及储能系统价格走势 (元/Wh)



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图47: 国内与海外储能系统价格走势 (元/Wh)



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

从全球储能市场看, 宁德时代 24 年全球份额预计 40%, 其中美国地区份额 50%左右。宁德时代 23 年储能电池产量 79GWh, 市占率 35%, 出货 69GWh, 市占率 40%, 24 年 1-6 月储能产量 43.6GWh, 同增 24%, 市占率 35%, 基本维持稳定, 我们预计 24 年全球储能份额维持 40%左右, 其中美国地区份额 50%左右。

表19: 宁德时代全球储能份额变化 (产量口径)

	23 年	23 年份额	24 年 1 月	24 年 2 月	24 年 3 月	24 年 4 月	24 年 5 月	24 年 6 月	单月份额	24 年累计	累计份额
宁德时代	79.1	35%	4.2	3.8	6.8	7.3	10.5	11.0	30%	43.6	35%
LGES	4.2	2%	0.3	0.28	0.3	0.3	0.3	0.4	1%	1.92	2%
比亚迪	21.3	9%	1.3	1	1	1.5	2	2.5	7%	9.3	7%
三星 SDI	4.8	2%	0.15	0.21	0.3	0.3	0.3	0.4	1%	1.55	1%
亿纬锂能	22	10%	2	1.3	3	3.2	4.2	4.6	13%	18.3	15%
国轩高科	8.5	4%	0.5	0.4	0.8	1.2	1.6	2.5	7%	7	6%
松下	1.5	1%	0.05	0.05	0.1	0.1	0.1	0.1	0%	0.3	0%
鹏辉电源	10	4%	0.4	0.01	0.4	0.5	0.6	1.0	3%	2.91	2%
瑞浦兰钧	17	7%	1	1	1.2	1.8	2.4	3.8	10%	11.2	9%
派能科技	2.7	1%	0.05	0.02	0.1	0.1	0.1	0.2	1%	0.45	0%
南都电源	2.3	1%	0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0%	0.5	0%
中天储能	0.8	0%	0.01	0	0	0	0	0.0	0%	0.04	0%
中创新航	6.7	3%	0.5	0.3	1.2	1.2	1.2	3.7	10%	8.1	6%
海辰储能	18	8%	1.6	1	1	1.2	1.6	2.0	5%	8.4	7%
赣锋锂电	5.8	3%	0.4	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5	1%	2.15	2%
其他	24.7	11%	0.69	0.78	0.8	1.2	2.5	3.7	10%	9.72	8%
合计	229.1	100%	13.15	10.55	17.3	20.2	27.8	36.5	100%	125.44	100%

数据来源: 鑫椏锂电, 东吴证券研究所

2.9. 电芯&系统：宁德时代一致性更高，全周期成本优势突出

宁德时代引领储能电池发展，电池产品一致性更高，全周期成本优势突出。宁德时代为储能电池规格的引领者，71173 规格的方形铝壳来源于早期宁德时代与宇通客车的合作，但因客车电池需求紧缩，此款大铁锂电芯转移至储能电池，2020 年宁德时代将大容量电芯更新换代至 271Ah，并随着长寿命电芯技术的成熟，进一步升级为 280Ah，2021 年其他国内电芯厂商才陆续跟进效仿。作为规格的设计者，宁德时代储能电池自然具备一致性、经济性等优势。目前单体失效率已达 ppb 级（十亿分之一），而二线电池厂仅具备 ppm（百万分之一），安全性行业领先。此外产品性能优势突出，循环寿命可达 1.5 万次，电池运营维修成本低，平准化储能成本（LCOS）低，进而提升储能项目的内部收益率（IRR），此外宁德时代提供七星售后保障全球储能全场景应用，进一步提升客户的产品满意度。

图48：宁德时代储能产品矩阵



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

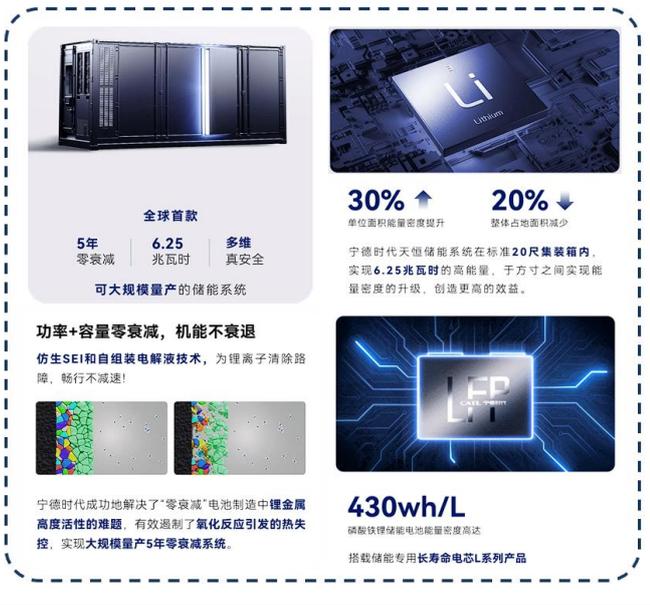
图49：宁德时代储能客户拓展

储能客户	时间	进展
罗尔斯罗伊斯 (Rolls-Royce)	24年6月	宣布达成战略合作，将把宁德时代天恒储能系统引入欧盟和英国市场，目前已集成至罗尔斯罗伊斯的mtu EnergyPack QG解决方案中。去年年底双方就签署了超10GWh存储容量的长期供货协议，并已在欧盟区域完成多个EnerOne产品线项目的交付，签订了多个EnerC+产品线的项目合作。
Tesla	24年4月	特斯拉储能超级工厂签约仪式在上海举行，超级工厂规划生产大型商用储能产品Megapack，单台可存储超过3.9MWh，产能规划1万台，接近40gwh，计划于2025年第一季度投产，目前电池由CATL独供。
Wartsila	23年3月	Wartsila的GridSolv Quantum通过UL 9540A单元级测试，电芯无热扩散，低爆炸风险保持在25%以下，没有燃爆风险，方案采用CATL磷酸铁锂电池。
NextEra, ENEL, Synergy	23年	CATL助力NextEra实现1.8GWh的全球最大光储单体项目并网；CATL为意大利国家电力公司ENEL交付6.4GWh的全球最大储能项目群；CATL为西澳电力公司Synergy供货3.8GWh的欧洲最大独立储能项目。
FlexGen	22年9月	与CATL达成合作协议，将在三年时间内为FlexGen供应10GWh的储能产品，提供集装箱式液冷储能产品EnerC，此前合作已超过2.5GWh。
Fluence	22年9月	犹他州工厂开始生产Fluence Cube，Cube是Fluence公司Gridstack、Sunstack和Edgestack产品的组成部分，使用供应商宁德时代的LFP-280LC铁锂电池模块，工厂产能将从每周75个Cube，增加到每周150个，此举将扩大其在亚洲以外的产能，更好地服务于美国市场。
Powin	20年4月	与CATL签订了主供应协议，主供应量1.85GW，有效期为2019年至2022年，并推出Stack 225、Stack 230（20年质保）、Stack 230P三款储能电池系统产品，首次使用CATL的大型锂离子电池，与电池管理系统和控制软件StackOS相结合。

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

宁德时代在电池优势基础上，持续发力储能系统，其中天恒储能系统打造新标杆，首次突破5年零衰减，单体容量达6.25MWh。2024年4月，宁德时代发布天恒储能系统，搭载储能专用长寿命零衰减电芯L系列产品，通过创新的仿生SEI和自组装电解液技术，实现长达5年的功率和容量零衰减，电池能量密度达430Wh/L，进而在标准20尺集装箱内，实现6.25MWh的高能量储存，单位能量密度提升30%，占地面积减少20%。天恒储能系统具备全生命周期成本优势，现已集成至罗尔斯罗伊斯（Rolls Royce）mtu EnergyPack QG解决方案中，宁德时代提供全方位维护服务，二者共同确保客户享受高效、高安全的能源管理体验。宁德时代持续发力储能系统，后续系统出货占比预计提升，进一步提升储能业务的盈利水平。

图50: 宁德时代天恒储能系统



全球首款
5年零衰减 | 6.25兆瓦时 | 多维真安全
可大规模量产的储能系统

30%↑ 单位面积能量密度提升
20%↓ 整体占地面积减少

宁德时代天恒储能系统在标准20尺集装箱内，实现**6.25兆瓦时**的高能量，于方寸之间实现能量密度的升级，创造更高的效益。

功率+容量零衰减，机能不衰退
仿生SEI和自组装电解液技术，为锂离子清除路障，畅行不减速！

宁德时代成功地解决了“零衰减”电池制造中锂金属高度活性的难题，有效遏制了氧化反应引发的热失控，实现大规模量产5年零衰减系统。

430wh/L
磷酸铁锂储能电池能量密度高达
搭载储能专用长寿命电芯L系列产品

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图51: 天恒储能系统 VS 二三线电池厂储能产品

企业	产品	电芯 (Ah)	能量密度 (wh/L)	容量 (MWh)	失效率
宁德时代	天恒系统	580	430	6.25	ppb
比亚迪	魔方系统	-	430	6.432	ppm
亿纬锂能	Mr.Giant	628	175 (Wh/kg)	5	ppm
瑞浦兰钧	问顶系统	625	430	7.03	ppm
国轩高科	Gotion GRID	314	-	5	ppm
海辰储能	HiTHIUM ∞ Block	1130	400	6	ppm
南都电源	Center L Plus	690	380-440	6	ppm
欣旺达	欣岳系统	625	430	6.5+	ppm

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

2.10. 储能总结：产品竞争力历久弥新，远期市占率预计 40-50%

宁德时代 24 年储能出货 100GWh，同增 45%，其中美国出货 34GWh，配套 tesla 约 35GWh。宁德时代 24 全球市占率预计维持 40%左右，全球储能电池需求约 242GWh，对应储能出货预计 100GWh 左右，同增 45%，其中美国份额预计维持 50%，对应储能出货 34GWh，占比 34%，配套 tesla 预计 35GWh，占比 35%。随着储能电池性能要求逐步提升，宁德时代储能电池凭借突出的全周期成本优势，行业领先的 ppb 级安全性，以高水平的售后保障，预计储能竞争力持续强化，远期市占率预计 40-50%。

表20: 宁德时代全球份额及出货量测算（储能）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
储能电池需求 (GWh)	85	165	242	344	464	605	784	1005	1286
宁德时代份额	55%	42%	41%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
宁德时代储能出货量 (GWh)	47	69	100	138	186	242	314	402	514
yoy	181%	47%	45%	38%	35%	30%	30%	28%	28%
美国储能电池需求 (GWh)	28	37	67	95	123	155	201	261	340
占比	33%	23%	28%	27%	26%	26%	26%	26%	26%
宁德时代份额	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
宁德时代美国储能出货量 (GWh)	14	19	34	47	61	78	100	131	170
占比	30%	27%	34%	34%	33%	32%	32%	33%	33%
配套特斯拉出货量 (GWh)	7	15	35	50	70	95	123	158	202
占比	14%	21%	35%	36%	38%	39%	39%	39%	39%
配套其他客户出货量 (GWh)	40	54	65	88	116	147	190	244	312
占比	86%	79%	65%	64%	62%	61%	61%	61%	61%

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

2.11. 总结：24-25 年出货增速 20-25%，30 年预计出货超 1.6TWh

宁德时代 24 年动储出货预计 480GWh，同增 23%，30 年出货超 1.6TWh。宁德时代 Q2 出货 110GWh，同环比+17%/+16%，Q3 预计出货 124GWh，环增 12%，24 年预计出货 480GWh，同增 23%，25 年预计出货 591GWh，同增 23%。远期看，我们预计宁德的全球动力份额维持 37%，其中国内市场份额维持 50%，海外市场份额升至 30%，30 年实现出货超 1.6TWh。

表21: 宁德时代-业绩拆分

	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E
1.动力电池系统						
收入 (亿元)	533	594	659	796	2590	2956
-环比增长 (%)	-26%	11%	11%	21%	-9%	14%
销量 (gwh)	76.00	85.00	95.66	116.70	379.58	454.14
均价 (含税, 元/wh)	0.79	0.79	0.78	0.77	0.77	0.74
毛利率 (%)	27.50%	26.36%	26.00%	26.50%	27.00%	27.00%
单位利润 (元/wh)	0.086	0.098	0.094	0.092	0.091	0.090
合计利润 (亿元)	66	83	90	107	345	409
2.储能系统						
收入 (亿元)	133	156	166	181	651	821
-环比增长 (%)	-18%	17%	6%	10%	9%	26%
出货量 (gwh)	19.0	25.0	28.0	31.6	100.05	137.1
均价 (含税, 元/wh)	0.79	0.70	0.67	0.65	0.74	0.68
毛利率 (%)	27.5%	30.0%	30.0%	30.0%	29.0%	29.0%
单位利润 (元/wh)	0.09	0.11	0.10	0.09	0.10	0.09
合计利润 (亿元)	16	27	28	30	98	127
3.其他业务						
合计利润 (亿元)	23	14	14	5.0	60	69
-环比增长 (%)	-	-40%	5%	-65%	28%	15%
合计: 营收 (亿元)	798	870	961	1126	3866	4526
-环比	-25%	9%	10%	17%	-4%	17%
电池销售 (gwh)	95.0	110.0	123.7	148.3	479.6	591.2
电池单 wh 利润 (元/wh)	0.086	0.100	0.095	0.092	0.092	0.091
归母净利润 (亿元)	105	124	132	142	502	605
-增长 yoy	7%	13%	27%	9%	14%	21%
-增长 QOQ	-19%	18%	7%	7%	-	-
-净利率	13.2%	14.2%	13.8%	12.6%	13.0%	13.4%

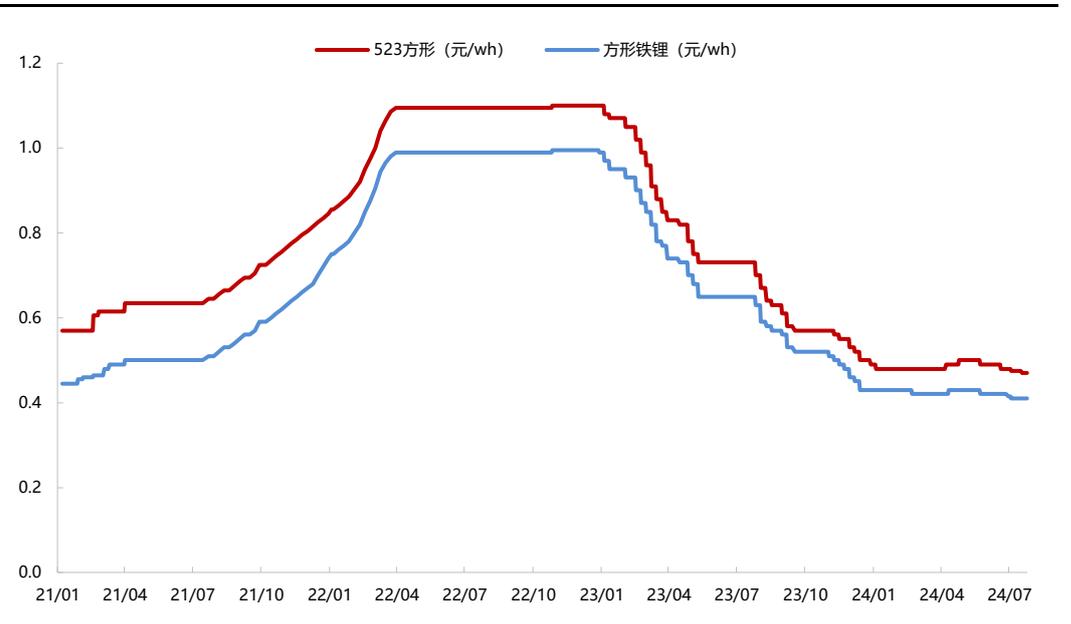
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 龙头全方位领先优势，超额盈利预计可维持

3.1. 龙头具备盈利优势，与二三线差距维持，与海外电池厂差距扩大

原材料价格低位，动储电芯 Q2 已企稳，电池价格底部明确。7 月国内报价来看，523 方形电芯价格维持 0.47 元/wh，方形铁锂电芯价格维持 0.41 元/wh，价格基本稳定，而海外定价较高，三元 pack 仍在 1 元/Wh 以上，龙头产品价格仍有溢价 5-15%，宁德时代预计仍盈利近 0.1 元/wh，亿纬锂能预计盈利 0.02-0.03 元/wh，中创新航、国轩高科预计基本盈亏平衡，其他二三线电池厂或已亏损现金，价格战难以持续，目前基本已触底。

图52: 国内三元电芯及铁锂电芯均价变化 (含税, 元/Wh)



数据来源: 鑫椏锂电, SMM, 东吴证券研究所

价格战底部阶段看，宁德时代盈利维持近 0.1 元/Wh，与国内二三线盈利差距预计维持。宁德时代 H1 单 wh 盈利近 0.1 元，亿纬锂能单 wh 盈利 0.02-0.03 元，国轩高科电芯盈亏平衡，其他电池厂基本处于亏损状态。从成本差异角度看，宁德时代与二线电池企业相比有 0.05-0.06 元/Wh 的成本差异，从产品结构角度看，宁德时代海外占比高，海外市场盈利较国内高 0.1 元/Wh 以上，因此我们预计龙头与二三线盈利差距后续可维持。

表22: 宁德时代与二线电池企业盈利水平差异

公司	项目	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	2023年
宁德时代	收入 (亿)	890	1,002	1,054	1,062	798	870	4,009
	电池收入 (亿)	784	890	897	881	666	749	3,452
	出货量 (gwh)	76	94	100	120	95	110	390
	均价 (含税, 元/wh)	1.16	1.07	1.01	0.83	0.79	0.77	1
	毛利率	20.2%	20.8%	22.3%	28.9%	27.5%	27.1%	23.10%
	单瓦净利 (元/wh)	0.09	0.10	0.09	0.12	0.09	0.10	0.101
亿纬锂能	收入 (亿)	112	118	126	133	93	127	488
	电池收入 (亿)	94	98	103	108	73	101	403
	出货量 (gwh)	9	12	15	18	14	19	54.37
	均价 (含税, 元/wh)	1.15	0.89	0.80	0.67	0.61	0.60	0.88
	毛利率	16.0%	13.4%	17.0%	15.4%	16.0%	16.0%	15.43%
	单瓦净利 (元/wh)	0.03	0.03	0.04	0.03	0.03	0.03	0.032
欣旺达	收入 (亿)	105	118	121	135	110	137	479
	动力收入 (百万)	23	29	28	29	27	39	108
	出货量 (gwh)	2	3	3	4	4	6	12
	均价 (含税, 元/wh)	1.19	1.16	1.04	0.85	0.76	0.73	4.2
	毛利率	10.0%	19.9%	10.0%	4.6%	8.0%	13.0%	11.14%
	单瓦净利 (元/wh)	-0.16	-0.08	-0.08	-0.20	-0.11	-0.05	-0.13
国轩高科	收入 (亿)	72	81	65	98	75	95	316
	动力收入 (亿)	71	77	65	95	74	91	308
	出货量 (gwh)	9	11	11	14	12	15	45
	均价 (含税, 元/wh)	0.89	0.79	0.67	0.77	0.70	0.69	0.77
	毛利率	18.9%	14.0%	20.0%	14.0%	14.0%	14.0%	16.39%
	单瓦利润 (元/wh)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01	0
孚能科技	收入 (亿)	37	32	42	52	29	-	164
	动力收入 (亿)	37	32	42	52	29	33	164
	出货量 (gwh)	3.7	2.7	4.6	5.2	3.5	4.2	16.0
	均价 (含税, 元/wh)	1.14	1.36	1.05	1.12	0.94	0.90	1.17
	毛利率	1.9%	2.9%	5.2%	14.2%	11.9%	3.0%	6.04%
	单瓦利润 (元/wh)	-0.10	-0.17	-0.15	-0.05	-0.05	-0.10	-0.12
派能科技	收入 (亿)	18	7	5	3	4	7	33
	单价 (含税, 元/wh)	2.12	1.99	1.85	1.50	1.74	1.66	1.87
	毛利率	40.2%	32.0%	25.2%	25.0%	25.0%	25.0%	30.62%
	-出货量 (Mmh)	980	406	300	188	250	500	1,875
	-单 wh 利润 (wh/元)	0.51	0.65	-0.01	-0.56	0.06	0.10	0.15

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

宁德时代与海外电池厂盈利差距扩大, 剔除 IRA 补贴后, 海外电池厂 Q1 平均营业利润率-2%, 平均与宁德时代差距近 15%。24 年 Q1 看, 宁德时代/LGES/三星 SDI/松下/SK on 营业利润率 13.0%/2.6%/4.7%/4.9%/-19.7%, 剔除 IRA 补贴后, LGES/三星/松下/SK on 营业利润率分别为-0.5%/4.6%/-5.8%/-22%, 动力电池仍维持微利水平。此外, 海外电池厂退守美国市场, 格局较好, 价格竞争并不激烈, 定价方式稳定, 但盈利水平仍于宁德时代有较大差距, 随着欧美需求短期持续偏弱, 宁德时代与海外电池厂盈利差距预计扩大。

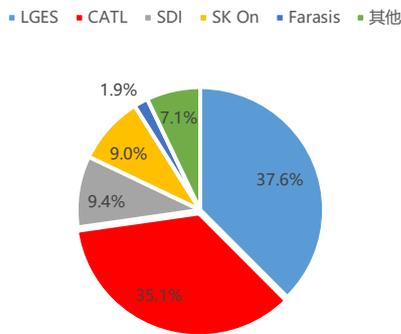
表23: 海外电池厂季度经营情况

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					营业利润(剔除 IRA 补贴, 亿人民币)					营业利润率(剔除 IRA 补贴)				
	23Q1	23Q4	24Q1	同比	环比	23Q1	23Q4	24Q1	同比	环比	23Q1	23Q4	24Q1	同比	环比	23Q1	23Q4	24Q1	同比	环比	23Q1	23Q4	24Q1	同比	环比
宁德时代	890	1062	798	-10%	-25%	98	130	105	7%	-19%	11%	12%	13%	2.1pct	1.0pct	98	130	105	7.00%	-19.00%	11.00%	12.00%	13.00%	2.1pct	1.0pct
LGES	463	479	326	-30%	-29%	34	19	8	-75%	-53%	7%	4%	3%	-4.7pct	-1.3pct	28	4.9	-1.7	-106%	-136%	6%	1.02%	-0.52%	-6.6pct	-1.5pct
三星 SDI	254	276	244	-5%	-8%	17	12	11	-32%	-5%	7%	5%	5%	-1.9pct	0.2pct	17	12	11	-34%	-7%	6.60%	4.50%	4.60%	-2pct	0.06pct
松下	132	115	99	-17%	-8%	4	15	5	20%	-66%	3%	13%	5%	1.5pct	-8.5pct	4.4	4.3	-5.8	-243%	-243%	3.40%	3.80%	-5.80%	-9.2pct	-9.6pct
SK on	175	150	90	-49%	-38%	-18	-1	-18	-4%	-1682%	-10%	-1%	-20%	-9.3pct	-19.0pct	-21	-14	-20	-5.6%	-43%	-12%	-10%	-22%	-10pct	-12pct

数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

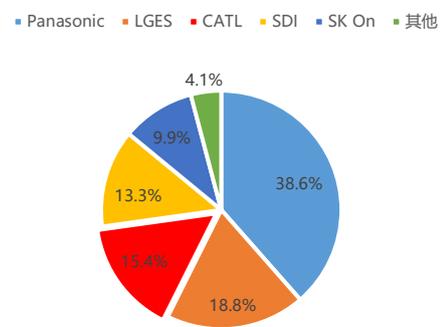
注: 以上货币单位均为人民币, 24/03/31 当期汇率 1 日元=0.04769 人民币, 1 韩元=0.005251 人民币

图53: 欧洲 2023 年动力电池竞争格局



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图54: 美国 2023 年动力电池竞争格局



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

3.2. 电池供需: 新增产能投产进度放缓, 25 年利用率进一步改善

24 年全球电池有效产能预计 1.9TWh, 同比增加 25-30%, 25 年预计增速降至 15-20%, 预计 25H2 开始价格周期向上, 龙头盈利预计进一步恢复。电池企业已开始根据行业需求情况调整产能释放节奏, 新增产能投产进度放缓, 后续扩产集中欧盟, 厂商盈利分化明显, 宁德、比亚迪、三星、lg 为盈利第一梯队, 头部厂商产能利用率显著高于二线企业, 落后产能预计逐步出清, 24H2-25 年行业新增产能较预期减少, 行业供需将有所改善, 产能利用率 25 年预计升至近 75%水平, 价格具备上涨基础, 龙头盈利预计进一步恢复。

表24: 主流电池企业产能、产能利用率、盈利情况

	产能 (gwh)			出货量 (gwh)			产能利用率 (%)			盈利情况	
	2023E 有效	2024E 有效	2025E 有效	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	Q1 扣非 净利润 (亿 元)	盈利水平: 元/wh, 营业 利润率%
宁德时代	552	629	712	390	491	625	71%	78%	88%	94	0.095
LG 新能源	172	210	249	130	170	200	76%	81%	80%	8	3%
比亚迪	200	261	301	175	240	300	88%	92%	100%	38	-
中创新航	73	110	135	42	60	81	58%	55%	60%	-	-
松下	55	86	106	25	52	85	45%	60%	80%	5	5%
三星 SDI	42	51	65	30	45	60	71%	88%	93%	11	5%
亿纬锂能	80	120	170	59	87	114	74%	72%	67%	7	0.025
国轩高科	91	106	126	44	55	70	48%	52%	55%	0.1	0
SKI	72	92	118	58	74	95	80%	80%	80%	-18	-20%
欣旺达	40	60	66	13	18	25	31%	30%	38%	2.8	-0.11
蜂巢能源	30	50	60	8	10	13	27%	20%	22%	-	-
孚能科技	30	50	60	17	23	30	57%	46%	50%	-1.8	-0.05
主流厂商合计	1,436	1,824	2,167	991	1324	1698	69%	73%	78%		

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图55: 电池全行业供需平衡表

	2022年	2023年E	2024年E	2025年E
全行业有效供给 (gwh)	962	1481	1864	2241
需求 (动力+储能, gwh)	821	1079	1323	1652
过剩 (gwh)	140	402	541	589
产能利用率	85%	73%	71%	74%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图56: 电池盈利产能供需平衡表

	2022年	2023年E	2024年E	2025年E
盈利厂商供给 (gwh)	868	1264	1572	1863
需求 (动力+储能, gwh)	821	1079	1323	1652
过剩 (gwh)	46	186	249	211
产能利用率	95%	85%	84%	89%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.3. 成本端: 龙头具备极强优势, 比二线低 0.05-0.06 元/Wh

宁德与二线电池企业盈利差异进一步扩大, 而二线电池企业, 包括海外电池企业盈利趋势向下。预计 24 年盈利差异仍将保持, 主要基于两点: 一是成本领先优势, 二是产品结构好。

- 1) 从成本差异角度看, 宁德与二线电池企业相比有 0.05-0.06 元/Wh 的成本差异。即使做同样的中低端铁锂电池, 宁德时代依然有 0.06 元/Wh 的成本优势, 主要来自几方面: 一是原材料, 用量少及采购价低, 合计可低 0.01 元/Wh; 二是制造成本低 0.01 元/Wh, 包括单线产能大、人工低、折旧少 (虽宁德按照 5 年折旧, 但 19 年前产能已折旧完成, 且单位资本开支低, 总体折旧少); 三是良率高、产能利用率高, 总体可贡献 0.03 元/Wh 成本优势, 且该成本领先优势, 将长期存在, 二线电池企业难赶超。

表25: 宁德时代与二线电池企业电池成本差异测算

磷酸铁锂 电芯原材料成本	二线电池					宁德时代				
	单位用量 (/gwh)	单位	单位价格 (万)	单位成本 (元/wh)	单位成本 占比	单位用量 (/gwh)	单位	单位价格 (万)	单位成本 (元/wh)	单位成本 占比
正极材料	1,959	t	3.7	0.06	11%	1,921	t	3.5	0.06	10%
-正极加工费	1,959	t	0.7	0.01	2%	1,921	t	0.6	0.01	1%
-磷酸铁	1,959	t	1.1	0.02	2%	1,921	t	1.1	0.02	2%
正极导电剂 (AB)	31	t	17.10	0.00	1%	30	t	16.25	0.00	1%
正极黏贴剂 (PVDF)	39	t	25	0.01	1%	38	t	20	0.01	1%
分散剂 (NMP)	8	t	3.80	0.00	0%	8	t	3.61	0.00	0%
正极集流体 (铝箔)	367	t	2.61	0.01	1%	360	t	2.25	0.01	1%
负极活性物质 (石墨)	989	t	2.05	0.02	3%	970	t	2.02	0.02	3%
负极粘结剂 1(SBR)	41	t	19.00	0.01	1%	40	t	18.05	0.01	1%
负极粘结剂 2 (CMC)	41	t	4.65	0.00	0%	40	t	4.42	0.00	0%
负极集流体 (铜箔)	765	t	9.0	0.06	10%	750	t	8.7	0.06	10%
电解液	1,368	t	2.10	0.03	4%	1,341	t	2.00	0.02	4%
隔膜 (干法涂覆)	1,843	万 m2	0.5	0.01	1%	1,807	万 m2	0.5	0.01	1%
壳体&辊压膜及其他	1	套	0.0	0.04	7%	1	套	0.0	0.04	8%
电芯材料成本合计(元/wh)	0.245				46%	0.237				44%
碳酸锂 (正极+电解液含量)	530	t	8.00	0.04	7%	520	t	8.00	0.04	7%
六氟磷酸铁锂	184	t	5.80	0.01	2%	180	t	5.80	0.01	2%
电费	5,000	万 kwh	0.40	0.02		4,000	万 kwh	0.40	0.02	
人工	130	人	10.00	0.01		80	人	10.00	0.01	
折旧(元/wh)	2.20	亿	-	0.05		1.50	亿	-	0.05	
电芯制造成本合计(元/wh)	0.083				82%	0.074				80%
合格率	95.0%					97.0%				
产能利用率	60.0%					70.0%				
电芯成本合计 (元/wh, 不含税)	0.40					0.35				

数据来源: SMM, 东吴证券研究所测算

资源端布局行业领先, 一体化布局逐步完善, 增强供应链稳定性。宁德时代资源端布局行业领先, 锁定国内外优质矿山, 锂镍钴资源全面布局, 国内布局宜春+四川锂矿、湖北+贵州磷矿, 海外布局非洲锂矿、玻利维亚盐湖、印尼红土镍矿、以及非洲铜钴矿, 并与众多原材料成立合资公司, 有效保障未来供应链安全, 掌握对材料企业的极强议价权, 成本优势进一步增强。

表26: 宁德时代上游资源布局

资源	合作公司	合作形式	股权	产能	进展
锂	龙蟠科技	合资成立龙蟠时代	30%	4万吨碳酸锂	24年3月试生产
	天华新能	合资成立天宜锂业	25%	5万吨氢氧化锂, 全资子公司奉新时代10万吨碳酸锂	氢氧化锂5万吨项目顺利达产, 碳酸锂项目一期3万吨项目达产
		合资成立天华时代	25%	天华时代收购 AVZ Minerals 的 Manono 项目 24%股权, 总资源量达到4亿吨, 碳酸锂平均品味1.65%	开发中
	四川能投	战略合作	-	间接持有四川省金川县李家沟锂矿采矿权, 氧化锂资源量50.22万吨, 平均品味1.3%	21年10月签署合作
宜春时代矿业	子公司	65%	拥有江西省宜春县圳口里-奉新县枳下窝陶瓷土探矿权, 氧化锂资源量265万吨, 平均品味0.27%	按计划在日常生产	

	天府矿业等	合资成立四川康德	40%	选矿、矿物洗选加工等	22年2月成立，注册成本20亿元
	四川斯诺威矿业	控股	100%	拥有四川雅江县德扯弄巴锂矿探矿权，氧化锂资源量29.32万吨，品味1.18%	23年3月完成股权变更，抛出64亿元重整计划
	玻利维亚政府	竞标	-	开发盐湖 Uyuni 和 Oruro，建立两个工厂，单工厂年产2.5万吨碳酸锂	23年1月达成协议，投资额已提高至14亿美元
	蓝天金属	参股	邦普时代持股75%	3.6万镍金属当量/年	目前4条RKEF产线运行中
	北美镍业	认购参股	20.89%	Maniitsoq 项目金属镍195万吨	18年4月投资1500万加元参股
镍	青山控股、格林美等	合建印尼红土镍矿	-	5万吨镍/年	18年9月投资项目
	ANTAM、IBI	参股/控股项目	-	共同打造包括镍矿开采和冶炼、电池材料、电池制造和电池回收等在内的动力电池产业链项目	投资总金额不超过59.68亿美元，其中宁德时代计划投资总金额约为39.37亿美元
钴/铜	洛阳铝业	参股(洛阳铝业)	24.68%	拥有TFM以及KFM两座优质的铜钴矿山，铜资源量约3464万吨，钴资源量约525万吨	TFM铜钴矿：洛阳铝业持股80%，规划铜45万吨+钴3.7万吨，已达产 KFM铜钴矿：洛阳铝业持股71.25%，邦普时代持股23.75%，规划铜9万吨+钴3万吨
	湖北宜化	成立合资公司	宁波邦普持股65%	江家墩矿业保有磷矿资源储量1.31亿吨	江家墩矿业具备180万吨/年的磷矿产能
磷	贵州省政府	合资成立贵州时代	67.5%	拥有大坪磷矿项目采矿许可证	申请将探矿权转为采矿权，磷矿产能规划450万吨/年

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

宁德时代主动扶持、培育供应商，原材料供应稳定，议价能力较强，供应链可追溯。
 宁德主动通过参股、合资等方式培养上游供应商，掌控材料核心技术，与主供共成长，推动天赐材料、璞泰来、湖南裕能、容百科技等成长为全球龙头，且陆续扶持起震裕科技、富临精工、长远锂科、凯金新能源等二三供，保证自身话语权。此外，宁德时代持续强化供应链管理，充分利用数字化技术搭建供应链合规溯源体系，进一步确保电池生产的稳定和质量可控，同时满足市场和法规对产品追溯的要求。

表27: 宁德时代供应链培养

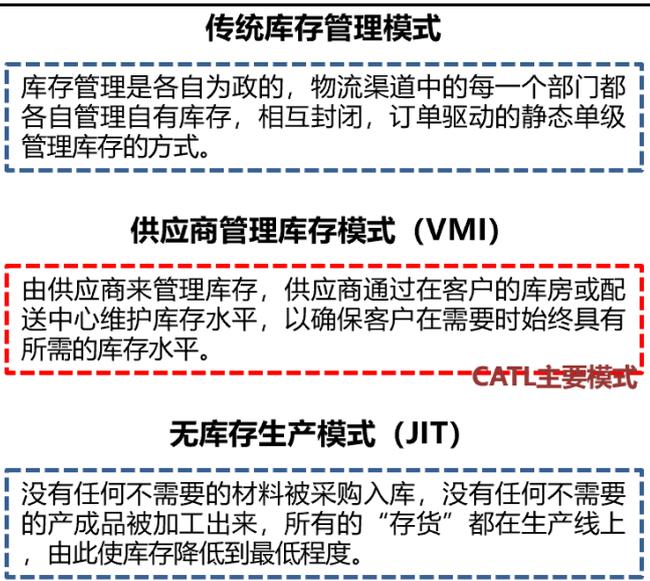
环节	合作公司	合作形式	合作内容
正极	湖南裕能	战略投资 (8.4%股权)	签署磷酸铁锂保供协议
	德方纳米	成立合资公司 (40%股权)	合资成立曲靖磷铁，年产纳米磷酸铁锂2万吨
		合资建厂	宜宾德方时代，年产纳米磷酸铁锂8万吨
	龙蟠科技	参股常州锂源 (7.9%股权)	包销山东锂源新建项目自22年7月起至23年12月31日前的全部产能 (合计约7.5万吨)
	江西升华	战略投资 (23.2%股权)	增资富临精工子公司，认缴出资金额为1.64亿，年产磷酸铁锂14万吨
	宜昌邦普	控股子公司 (64.8%股权)	湖北宜昌项目规划年产磷酸铁36万吨、磷酸铁锂22万吨，23年一期投产，24年全部投产
	宁德邦普	控股子公司 (77.9%股权)	项目一期全部建成并投产，年产磷酸铁前驱体6万吨
	湖南邦普	控股子公司 (64.8%股权)	年产磷酸铁前驱体2万吨
	宜昌邦普	控股子公司 (64.8%股权)	湖北宜昌项目规划年产三元前驱体及材料18万吨，23年一期投产，24年全部投产
	宁德邦普	控股子公司 (77.9%股权)	项目一期全部建成并投产，年产三元前驱体12万吨，三元正极8万吨
湖南邦普	控股子公司 (64.8%股权)	年产三元前驱体8.8万吨	
负极	振华新材	战略合作 (1.5%股权)	参与振华新材的战略配售，并就供应链等内容签订《战略合作协议》
	凯金新能源	战略投资 (3.5%股权)	宁德为第五大股东，对宁德销售占公司50%+
	尚太科技	战略投资 (1.7%股权)	长江农道为第二大股东，直接持股10.5%，对宁德销售占公司70%+
	杉杉股份	参股杉杉锂电 (2.5%股权)	主要业务为负极材料及其炭素材料
隔膜	中科电气	参股贵安新区星城石墨 (35%股权)	年产10万吨锂电池负极材料一体化项目，享受优先采购权
	锦州时代	全资子公司	新负极产能规划40万吨，一期10万吨24年竣工投产
	恩捷股份	合资成立公司 (49%股权)	总投资80亿，建设16条基膜及涂布分切生产线，规划干法隔膜产能16亿平/年
电解液	中材科技	参股中材锂电 (2.1%股权)	隶属中国建材集团，规划产能40亿平
	厚生新能源	战略投资 (1.7%股权)	长江农道直接持股10.9%，已开始向宁德时代供货
电解液	永太科技	参股永太高新 (25%股权)	21年7月，签定5年长约，包括LiPF ₆ 、LIFS和VC，最低采购量2.4万吨，锁定LIFS近全部产

		能
	时代思康	控股子公司 (66%股权) 规划 11 万吨 LIFSI, 其中一期 6 万吨已投产, 贵州时代思康 5 万吨在建
	嘉元科技	参股嘉元时代 (20%股权) 投建 10 万吨铜箔产能
其他	重庆金美	战略投资 (2%股权) 长江晨道直接持股 12.7%, 量产复合集流体产品
	东恒新能源	战略投资 (5.5%股权) 长江晨道直接持股 8.1%, 问鼎投资直接持股 4.2%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

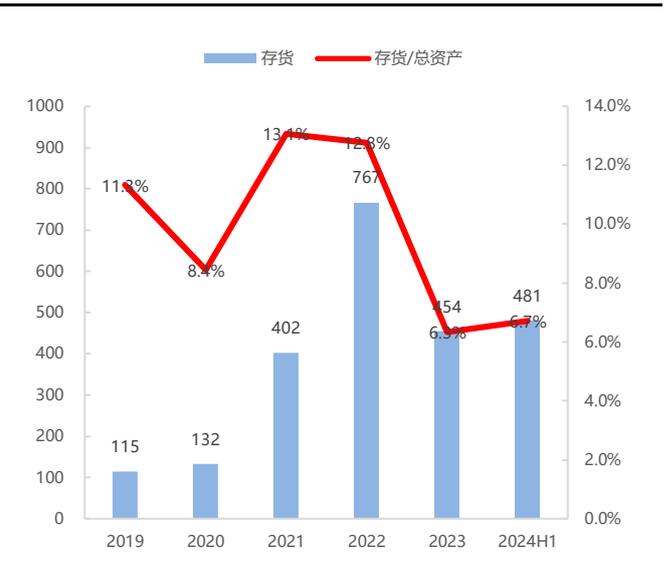
宁德时代存货管理以 VMI 模式为主, 库存水平持续下降, 主动优化库存管理。宁德时代持续优化库存管理, 22 年底库存达 767 亿元, 存货/总资产达 12.8%, 而 23 年年底已将库存降至 454 亿元, 存货/总资产达 6.3%, 24 年 H1 末维持 481 亿元, 存货/总资产维持 6.7%。宁德时代对主要供应商采取了 VMI 模式, 由供应商在靠近宁德时代厂区建立原材料库存, 而宁德时代则与供应商及时反馈材料需求数据, 并直接从供应商库存中提取所需要的材料。VMI 模式可以使宁德时代与供应商共用仓库, 而不必单独设置原材料库存, 降低了宁德时代的供应链管理成本。

图57: 不同库存管理策略区别



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图58: 宁德时代存货及存货水平变化情况 (亿元, %)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.4. 产品结构端: 龙头海外占比高, 比国内盈利高 0.05-0.1 元/Wh

2) 从产品结构看, 海外市场盈利较国内高 0.05-0.1 元/Wh。宁德时代国内主打优质市场, 避开低端产品价格竞争, 预计铁锂单 wh 利润 0.05 元, 三元单 wh 利润 0.08 元。而海外产品定价高, 其中三元 pack 价格超 1 元/Wh, 而成本提升幅度有限, 预计铁锂单 wh 利润仍可维持 0.1 元/Wh 左右, 高镍三元单 Wh 利润 0.15 元/Wh。

表28: 海外与国内盈利差异测算 (碳酸锂价格 8 万元/吨)

	国内: 铁锂	国内: 三元 622	海外: 铁锂	海外: 三元 811
电芯成本 (元/wh, 不含税)	0.35	0.50	0.37	0.55
pack 成本 (元/wh, 不含税)	0.15	0.18	0.16	0.20
成本合计 (元/wh, 不含税)	0.50	0.68	0.53	0.75
价格 (元/wh, 含税)	0.68	0.94	0.77	1.10
毛利率	20%	22%	30%	30%
单 w 毛利 (元/wh)	0.12	0.18	0.20	0.29
费用率	10%	10%	12%	12%
单 wh 利润 (元/wh)	0.05	0.08	0.10	0.15

数据来源: SMM, 东吴证券研究所测算

3.5. 总结: 龙头整体盈利可维持近 0.10 元/Wh, 合计电池利润维持稳定

从宁德时代客户结构拆分看, 由于海外市场支撑, 整体盈利仍可维持 0.09-0.10 元/Wh, 合计电池利润维持稳定。根据我们测算, 宁德时代 23 年动力电池出货 321GWh, 单 Wh 利润 0.1 元/Wh, 24 年预计动力电池增长 18%至 377GWh 左右, 国内客户稳中有升, 单 wh 利润 0.07 元/Wh, 海外客户基本稳定, 平均仍维持 0.12 元/Wh, 对应 24 年单 Wh 利润 0.09-0.10 元/Wh, 下降幅度可控, 盈利水平可维持稳定。远期看, 随着行业产能出清, 竞争格局改善, 我们预计宁德时代盈利维持 0.1 元/Wh, 盈利能力具备稳定性。

表29: 宁德时代分不同产品盈利预测

	出货量(gwh)		单位利润 (元/wh)		合计利润 (亿元)	
	2023	2024E	2023	2024E	2023	2024E
国内车企	125.9	202.4	0.07	0.07	86.2	138.0
-三元	66.8	106.0	0.08	0.08	56.6	89.7
-铁锂	59.1	96.5	0.05	0.05	29.6	48.4
合资车企	33.5	42.4	0.11	0.11	38.1	45.9
-三元	32.5	37.4	0.11	0.11	37.3	42.0
-铁锂	1.0	5.0	0.08	0.08	0.8	3.9
海外车企 (包含特斯拉)	161.6	132.4	0.12	0.12	200.9	160.0
-三元	99.1	79.3	0.15	0.15	148.7	116.6
-铁锂	62.5	53.1	0.08	0.08	52.2	43.5
动力合计	321.0	377.2	0.101	0.091	325.1	344.0
储能	69.0	100.5	0.104	0.096	71.7	96.6
-海外	55.2	86.7	0.11	0.10	63.4	89.6
-国内	13.8	13.8	0.06	0.05	8.3	7.1
电池合计	390.0	477.7	0.102	0.092	396.8	440.6

数据来源: SMM, 东吴证券研究所测算

注: 国内麒麟、神行等新品放量, 盈利能力略有提升; 海外车企包含特斯拉中国。

4. 引领行业技术发展，长期竞争力始终维持

4.1. 短中期：新技术新应用全面爆发，宁德时代引领行业发展

短中期技术发展看，快充电池、低温电池、无热扩散电池、锰基电池、钠离子电池等陆续上市，宁德时代引领行业新技术发展，陆续落地打造差异化竞争，与二线和海外厂商拉开差距。

宁德时代全面布局新材料体系技术，后续提供强劲增长动力。宁德陆续推出神行超充电池、M3P 锰铁锂电池、钠离子电池和凝聚态电池等，覆盖各个细分市场打造差异化竞争格局，相关产品都将于 23-24 年落地，配套供应链和专利布局都已形成坚实壁垒，国内二线多为跟随策略，而海外电池厂在新材料技术布局方面全面落后。

图59：宁德时代电池新技术与海外对比

	宁德时代	海外电池厂
<p>高端动力场景</p> <p>市场：价值量高，欧美主导 技术：追求能量密度极限</p>	<ul style="list-style-type: none"> 高镍三元：领先海外 凝聚态：500Wh/kg+，商业化在即 	<ul style="list-style-type: none"> 高镍三元：布局多年 固态锂电：押注单一路线
<p>中低端动力场景</p> <p>市场：有较为庞大的消费群体基数，市场潜力集中在中国与东南亚与南美等新兴市场，也可渗透欧洲中低端市场</p> <p>技术：价值量不高，不追求能量密度，相反追求性价比，要求物美价廉</p> <p>特点：需求存在差异化格局，对于安全性、低温性能、快充能力等有不同偏好和选择</p>	<ul style="list-style-type: none"> M3P锰铁锂电池 23H2放量 技术特点：能量密度提升至210Wh/kg+，填补高镍与铁锂性能断层瞄准中端市场，低温性能改善，长期Wh成本可低于铁锂； 进展：纯用/混用双线并行，纯用主打经济性年内上车特斯拉，混用主打差异化已落地奇瑞智界车型； 复合集流体技术 铜箔24放量，铝箔已上车 技术特点：能量密度提升5%，长期经济性替代纯金属箔，可显著改善安全性能，非常适用欧洲五分钟无热扩散法规的新产品； 进展：铝箔已上车极氪，铜箔待24年放量，宁德在复合集流体领域有大量专利布局，壁垒较高较难以被海外厂商追赶差距； 神行超充电池 24Q1量产 技术特点：铁锂4C，20-80%SOC十分钟，成本微增主打走量产品，技术领先； 进展：研发多年，24Q1开始放量； 	<ul style="list-style-type: none"> 三元体系 经济性无法满足终端需求，没有差异化技术储备 其他体系暂无布局 根据欧美市场需求一贯贯彻能量密度突破的技术路线，相应材料开发与宁德差距极大，配套供应链和专利布局都已形成坚实壁垒
<p>储能场景</p> <p>市场：全球，覆盖全场景 技术：长循环/高安全/低成本</p>	<ul style="list-style-type: none"> 铁锂电池 铁锂技术领先，储能出货全球排名第一； 钠离子电池 具备量产条件，二代产品开发中 技术特点：正极多技术路线并行，电芯160Wh/kg，-20°C容量90%保持，常温下15min充满80%； 进展：二代产品开发中； <p>钠离子电池在技术成熟后较铁锂具有更低单位成本，低温性能改善，倍率性能更好，在储能赛道有很强渗透潜力</p>	<ul style="list-style-type: none"> 布局，进展缓慢

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

4.2. 长期：宁德时代推出凝聚态电池，布局硫化物全固态路线

长期技术发展看，固态电池为重点布局方向，短期由半固态电池过渡，宁德时代在半固态和全固态技术行业领先，全球龙头地位长期稳固。

半固态：宁德时代推出凝聚态电池，兼具高比能与高安全，可快速实现量产。宁德时代 23 年 4 月推出凝聚态电池，兼具高比能和高安全，并且可以快速实现量产，能量密度可高达 500Wh/kg，并具备优秀的充放电性能，24 年已具备车规级量产能力，同时

进行航空级合作开发，成功试飞 4 吨级民用电动飞机，8 吨级飞机预计 27-28 年发布，而海外电池厂半固态领域暂无量产能力。

全固态：海外电池厂重点布局，宁德时代跟进硫化物路线。海外电池厂重点布局全固态电池，目标 27 年小批量量产，其中丰田-松下强强联手，研发进度相对较快，三星 SDI 自研高端核心技术，产品性能优异。宁德时代自 13 年起申请固态电池相关专利，具有多年技术储备，布局最具潜力的硫化物全固态电解质，如果用技术和制造成熟度作为评价体系（1-9 打分），宁德时代的全固态电池目前处于 4 的水平，目标是 27 年达到 7-8 的水平，实现小批量生产。

表30: 固态电池产业化情况

国家	公司	正负极技术	电解质体系	研发/产能进展
中国	宁德时代	NCM811+硅碳	凝聚态/硫化物	凝聚态电池可以快速实现量产
	丰田	层状氧化物系正极+碳素系负极	硫化物	预计在 2025 年前实现全固态电池小规模量产，并首先搭载于混动车型，2030 年前推出全固态电池电动车型，实现持续的、稳定量的固态电池生产
日本	松下	NCA 正极+合金（硅基）负极	卤化物/硫化物（主打）	松下与日本的主要汽车制造商丰田、日产、本田联手展开了固态电池研发项目，此外松下开发出一种 AI 高科技材料分析手法，并将其预先应用于全固态电池的研发中，在特定的课题上进行确认
	LG 新能源	NCM811 正极+全硅负极	硫化物	计划于 26 年推出 650Wh/L 的聚合物固态电池，28 年推出 750Wh/L 的聚合物固态电池和完成硫化物全固态电池开发，30 年推出超过 900Wh/L 的硫化物固态电池
韩国	三星 SDI	NCA 正极+新型负极	硫化物	2022 年三月，三星宣布一条全固态电池试验线 S-Line 破土动工，当 S-Line 完成后，大规模的试生产将成为可能。三星 SDI 力争在 5-8 年内实现固态电池大规模生产
	SKI	NCM 正极+高含量硅负极	硫化物	计划在 25 年前推出使用镍钴锰和硅/石墨的固态电池，并于 30 年前推出锂金属负极电池。

数据来源：宁德时代发布会，东吴证券研究所

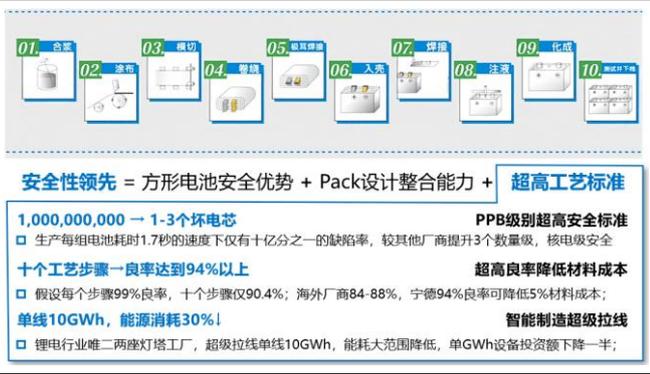
4.3. 极限制造：实现 PPB 级别高安全，超级拉线全面领先

在技术产品迭代中，宁德时代保持极优的质量控制，创建全流程智能检测系统，产线效率良率行业领先，产品缺陷率跨数量级领先，进而打造较高的客户粘性。

宁德时代提出极限制造概念，进一步落地超级拉线。宁德时代提出极限制造，将安全标准由 PPM（百万分之一）提升到 PPB（十亿分之一），与海外电池厂拉开两个数量级差距，极高一致性控制造就电芯极致安全。在此标准下，宁德时代进一步落地超级拉线，单线产能 10GWh，人员数量下降 70%、速度提升 300%、单 GWh 设备投资额降低一半以上，实现竞争力大幅领先。

海外电池厂，部分国内二线电池厂产品质量问题频出。海外电池厂在扩产过程中常遇到良率问题，以产能规模较大的 LGES 最为明显，自 20 年来已出现 10 余次因为安全不合格导致的大规模召回问题，赔偿金额巨大对业务产生了不利影响，SKI 涉及福特 F-150 电池问题，三星 SDI 则与宝马电车召回事件有关，主要由于电池一致性问题所致。

图60: 宁德时代电池制造工艺步骤和极限制造标准



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图61: LGES 召回事件梳理

时间	召回事件
2020年2月	梅赛德斯-奔驰向NHTSA报告了2019款Smart Fortwo的电池安全隐患
2020年10月	现代汽车宣布在全球召回7.7万辆搭载LG电池的KONA电动汽车
2020年11月	LG能源首次召回雪佛兰电动汽车
2020年12月	LG能源宣布在美国召回其部分Resu 10H家用型储能系统产品
2021年2月	现代汽车宣布将从3月29日起二次召回约8.2万辆电动汽车以更换电池系统
2021年3月	LG化学的储能系统 (ESS) 再次因电池存在起火风险而宣布召回
2021年7月	通用汽车决定召回约14.3万辆Bolt车型
2021年8月	LG新能源召回1万套家用储能电池产品
2022年2月	Stellantis在美国召回16741辆Pacifica插电式混合动力汽车
2022年3月	大众汽车召回351辆2021年生产的ID.4车型

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

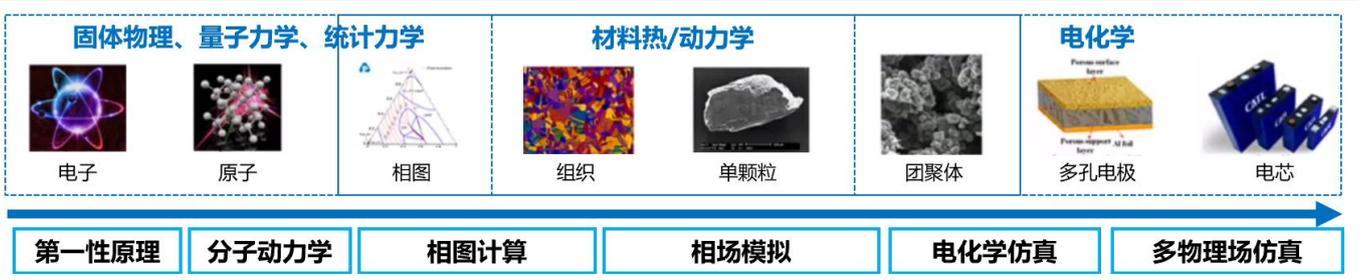
4.4. 技术研发: 宁德时代研发投入遥遥领先, AI 赋能打造计算平台

宁德时代研发持续大额投入, 专利布局广泛且深入, 结合创新性 AI 赋能, 优先锁定技术发展趋势, 保证技术迭代优势持续扩大。

宁德时代研发投入遥遥领先, 专利布局涉足全产业链。电化学研发是长期积累的结果, 属于经验科学, 具有先发积累优势。海外电池厂 18 年前研发投入高于宁德时代, 但宁德时代研发投入规模逐步扩大, 22 年研发费用已达 155 亿元, 3-5 倍于其他电池厂的研发投入, 专利布局广度和深度都是同行无法比拟的, 技术迭代优势持续扩大。

依托大数据和算力优势, 通过计算锁定最佳元素配比。宁德时代研发实力雄厚, 依托数据和算力优势进行材料计算和仿真模拟, 助力锰铁锂等材料体系问题的技术突破及商业化, 云平台助力研发构建技术壁垒, 因此宁德时代相比海外电池厂在研发速度上也有巨大优势。

图62: 宁德时代 AI 云计算平台助力材料体系研发



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

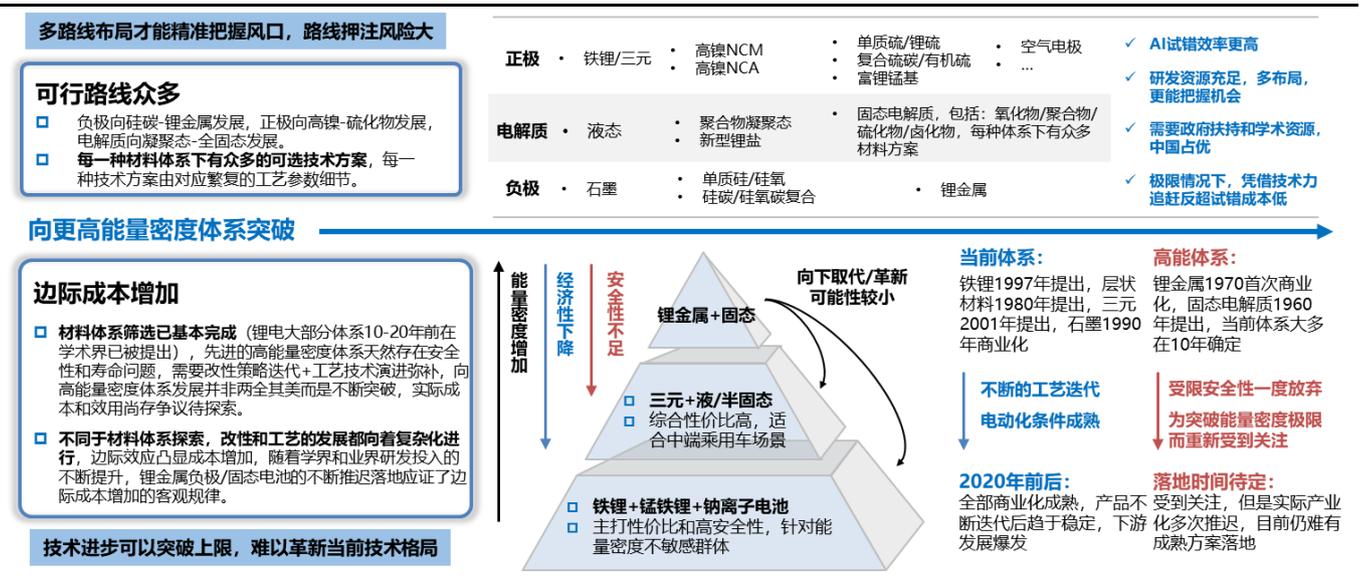
4.5. 总结：宁德时代技术布局全面领先，长期竞争力始终维持

宁德时代技术布局全面且领先，产品技术引领行业发展，产线具备极限制造优势，保证生产效率和良率突出，此外在持续大额研发投入，结合创新性 AI 赋能，优先把握锁定风口，长期竞争力始终维持。

能量密度极限突破是长期演进方向，路线众多需大量研发投入。高能量密度体系仍在快速演变，海外厂商采用押注固态电池的单一路线的策略，而宁德可在 AI 算力支撑下高效验错，大量研发资源支撑下多路线布局，更精准把握下一个材料风口。

高能体系边际成本增加，可以向上突破应用场景极限，但难以向下革新当前技术格局。锂金属/硫正极/固态电解质等新体系均需复杂改性策略和先进工艺支撑，主打更高端市场，宁德当前技术格局领先地位难以被撼动。

图63：未来技术趋势发展特点分析



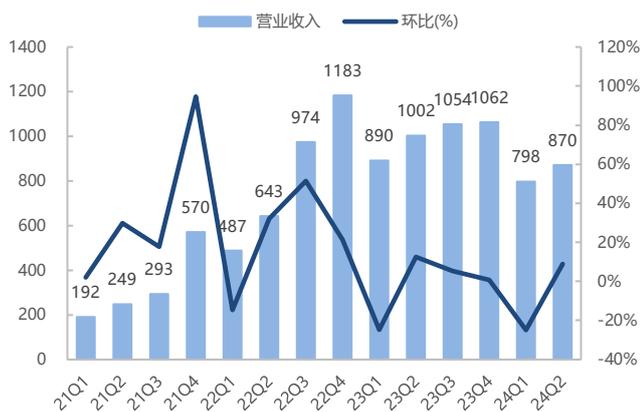
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

5. 会计处理审慎严谨，质保金+返利+折旧未来反哺利润

5.1. 财务：公司业绩持续超预期，盈利水平表现亮眼

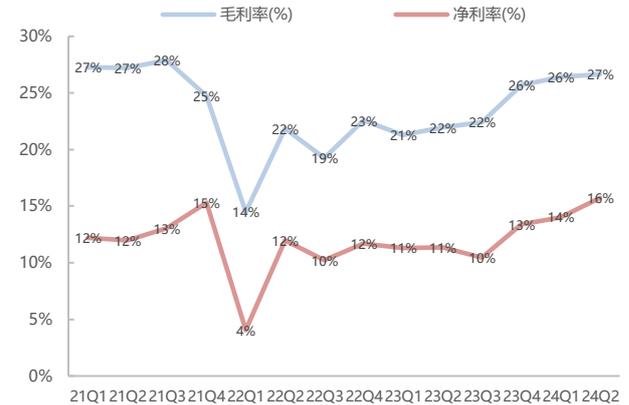
宁德时代业绩持续超预期，盈利水平表现亮眼。宁德时代厚积薄发，18-23 年营业收入 5 年 CAGR 达 68%，归母净利润 5 年 CAGR 达 67%，业绩已连续 8 个季度符合/超市场预期。24 年 H1 营收 1668 亿元，同比-12%，归母净利润 229 亿元，同比+10%，毛利率 26.5%，同比+4.9pct，归母净利率 13.7%，同比+2.8pct，盈利水平持续亮眼，全球龙头风范尽显。24 年看，我们预计全年营收达 3866 亿元，同比持平微增，归母净利润 502 亿元，同增 14%，毛利率 26.2%，同增 3.3pct，归母净利率 13%，同增 2.0pct。此外，宁德时代会计处理严谨，包括对质保金、返利、折旧等的处理方式，带来较高的未经抵销的递延所得税资产，留存部分未来预计反哺利润。

图64：宁德时代季度营业收入变化（亿元）



数据来源：公司公告，Bloomberg，东吴证券研究所

图65：宁德时代季度盈利水平变化



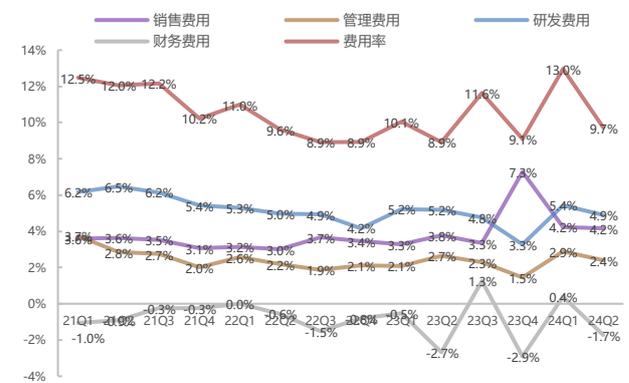
数据来源：公司公告，Bloomberg，东吴证券研究所

图66：宁德时代季度归母净利润变化（亿元）



数据来源：公司公告，Bloomberg，东吴证券研究所

图67：宁德时代季度费用率变化



数据来源：公司公告，Bloomberg，东吴证券研究所

5.2. 质保金：宁德计提审慎，海外宽松，预期反哺利润

宁德时代质保金计提最为严格，海外电池厂质保金基本计提在 1-2% 的水平。宁德时代质保金计提费率 16 年前控制在 5%，16-20 年严格控制 3% 左右，21-23 年质保率提升至 3.5%-4%。国内二线电池厂和海外电池厂质保金计提比率普遍呈现下降趋势，23 年孚能科技计提约 3%，国轩高科、三星 SDI、LGES 约 1-2%，三星 SDI 约 0.5%，整体计提较宽松。

8 年质保期后转回利润，宁德时代预计存在 3% 利润率释放空间，部分海外电池厂或遭侵蚀。质保期结束后，质保金可冲回利润，宁德时代实际计提的质保金远大于当期实际发生费用，23 年当期售后服务实际发生额仅占电池收入的 0.1%，后续该部分计提存在约 3% 的利润率释放空间。海外电池厂计提宽松，LGES 连续两年实际发生售后费用大于计提费用，23 年当期计提率仅 2.2%，实际发生费用占比 2.8%，造成相关利润侵蚀。

表31: 宁德时代与二线/海外电池厂质保金计提情况

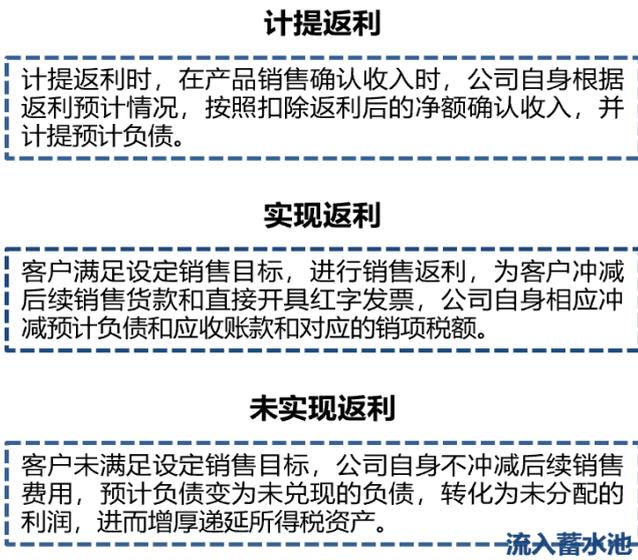
公司	科目	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
宁德时代	当期计提售后服务费/业务销售额	5.1%	3.0%	2.9%	3.0%	3.0%	3.1%	3.5%	3.5%	4.3%
	实际发生额/业务销售额	0.3%	0.1%	0.4%	0.5%	0.2%	0.3%	0.3%	0.6%	0.1%
国轩高科	当期计提售后服务费/业务销售额	6.0%	6.7%	5.2%	2.9%	4.3%	2.4%	1.8%	1.3%	1.2%
	实际发生额/业务销售额	-0.1%	0.9%	2.4%	6.2%	6.3%	2.9%	1.8%	0.8%	0.8%
孚能科技	当期计提售后服务费/业务销售额			2.9%	2.9%	2.8%	2.4%	2.0%	2.7%	2.7%
	实际发生额/业务销售额			0.3%	0.8%	1.0%	3.9%	1.8%	0.3%	0.8%
三星 SDI	当期计提售后服务费/业务销售额	0.8%	4.3%	0.7%	1.9%	3.9%	1.3%	0.5%	1.1%	0.5%
	实际发生额/业务销售额	0.2%	1.5%	0.6%	1.7%	1.2%	2.5%	0.5%	0.7%	0.3%
SKI	当期计提售后服务费/业务销售额				3.5%	3.2%	2.0%	1.7%	1.5%	1.6%
	实际发生额/业务销售额				-1.5%	1.4%	2.2%	0.3%	0.2%	0.4%
LG 新能源	当期计提售后服务费/业务销售额								2.5%	2.2%
	实际发生额/业务销售额								4.9%	2.8%

数据来源：公司公告，Bloomberg，东吴证券研究所

5.3. 返利留存：对核心车企计提返利，留存部分转为未分配利润

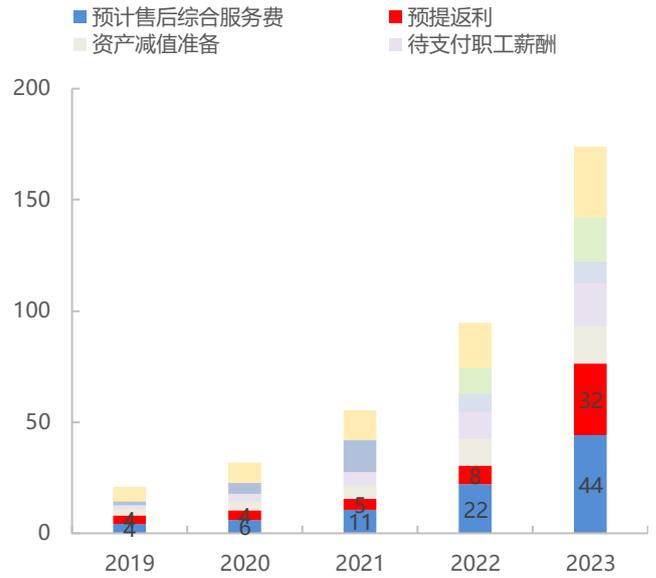
宁德时代对核心车企计提返利，留存部分转为未分配利润。宁德时代为了加强客户合作、促进产品销售，与部分客户通过协商约定一定期间作为销售返利的结算期间，并设定销售目标，累计实现销售目标后按约定给予相应的优惠。宁德时代采用的销售返利包括两种形式，冲减后续销售货款和直接开具红字发票。若客户未完成返利条件，公司不冲减后续销售费用，预计负债变为未兑现的负债，转化为未分配的利润，进而增加递延所得税资产，未来可冲减所得税费用。

图68: 宁德时代返利计提的会计处理情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图69: 宁德时代未经抵销的递延所得税资产（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5.4. 折旧：转固高峰期后，折旧逐年减少，开始释放利润

宁德时代设备折旧5年，转固高峰期过后，开始释放利润。宁德时代折旧相对激进，生产设备折旧约5年，而国内和海外电池厂约8-10年。21-23年为宁德时代的转固高峰期，此外23-24年产能利用率偏低，期间单wh折旧接近0.05元，26-27年起大量产线陆续折旧完毕，我们测算单wh折旧年降约0.01元，产线折旧逐年减少，降低生产成本，开始释放利润，我们测算27年单wh折旧降至0.029元，相比23-24年大幅降低。

表32: 宁德时代单wh折旧测算

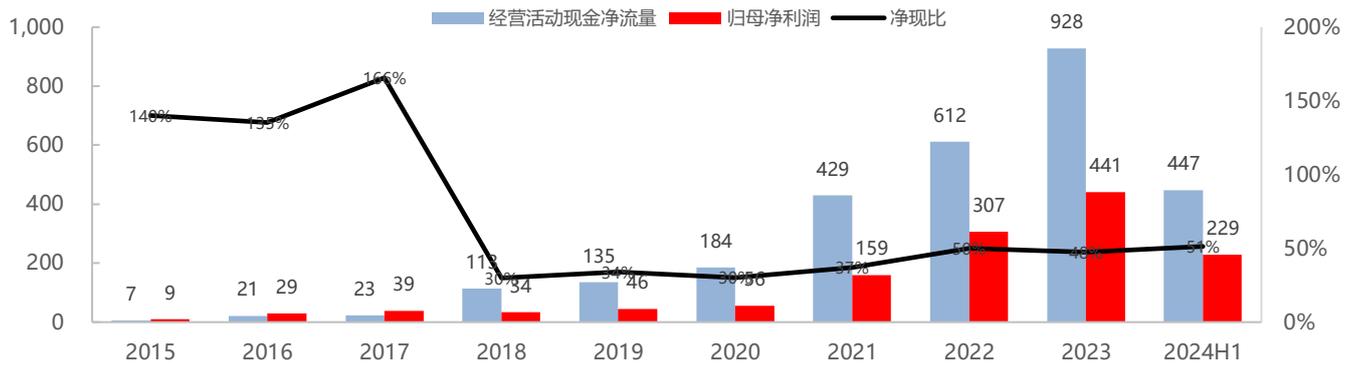
年份	新增设备资产原值 (亿元)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
2019	79.9	1.7	20.0	20.0	20.0	18.3							
2020	52.5		1.1	13.1	13.1	13.1	12.0						
2021	201.6			4.2	50.4	50.4	50.4	46.2					
2022	394.2				8.2	98.5	98.5	98.5	90.3				
2023	266.4					5.5	66.6	66.6	66.6	61.0			
2024E	237.5						4.9	59.4	59.4	59.4	54.4		
2025E	257.9							5.4	64.5	64.5	64.5	58.3	
2026E	264.6								5.5	66.2	66.2	66.2	33.1
2027E	270.1									5.6	67.5	67.5	67.5
2028E	300.3										6.3	75.1	75.1
2029E	235.9											4.9	59.0
2030E	244.0												5.1
设备折旧合计 (亿元)		37.1	40.2	50.0	102.4	183.2	232.5	276.1	286.3	256.7	258.8	272.0	239.7
产量 (GWh)		47.3	51.7	162.3	325.0	389.0	486.0	591.3	731.9	891.2	1068.4	1277.2	1517.2
单wh折旧 (元)		0.078	0.078	0.031	0.032	0.047	0.048	0.047	0.039	0.029	0.024	0.021	0.016

数据来源：公司公告，东吴证券研究所 注：本测算折旧或与公司实际折旧方式有区别，采用加速折旧模式

5.5. 总结：会计处理审慎严谨，现金流远大于净利润

宁德时代采取严谨的会计处理，经营性现金流远大于净利润。由于采取严谨的会计处理，包括质保金计提、返利计提、折旧年限和存货减值计提等，递延所得税资产快速增长，宁德时代的表观净利润被低估。2018年起，公司的经营活动净现金流一直远大于净利润，净现比常年维持 30-40%水平，宁德时代的现金流质量持续改善。

图70: 宁德时代经营活动现金流与净现比 (亿元, %)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表33: 宁德时代与二线/海外电池厂经营活动现金流对比 (亿元)

经营活动现金流 (亿元)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1
宁德时代	6.7	21.1	23.4	113.2	134.7	184.3	429.1	612.1	928.3	283.6
中创新航	-	-	-	-	-5.1	19.4	15.9	21.1	29.0	-
亿纬锂能	0.6	0.5	0.8	4.3	11.4	15.5	18.6	28.6	86.8	-17.5
国轩高科	5.2	12.7	-1.0	-15.6	-6.8	6.8	10.6	8.0	24.2	0.7
LGES	-	-	-	-	-	-	52.5	-32.0	245.0	28.2
SKI	225.3	211.7	133.2	105.8	110.1	171.0	-25.9	22.5	296.0	-55.4
三星 SDI	48.6	-75.4	-15.3	16.0	55.7	116.9	116.6	145.9	116.0	-19.0
松下	252.0	229.4	238.1	250.0	124.0	282.0	300.2	131.3	435.3	126.6

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：SKI 和松下为集团口径

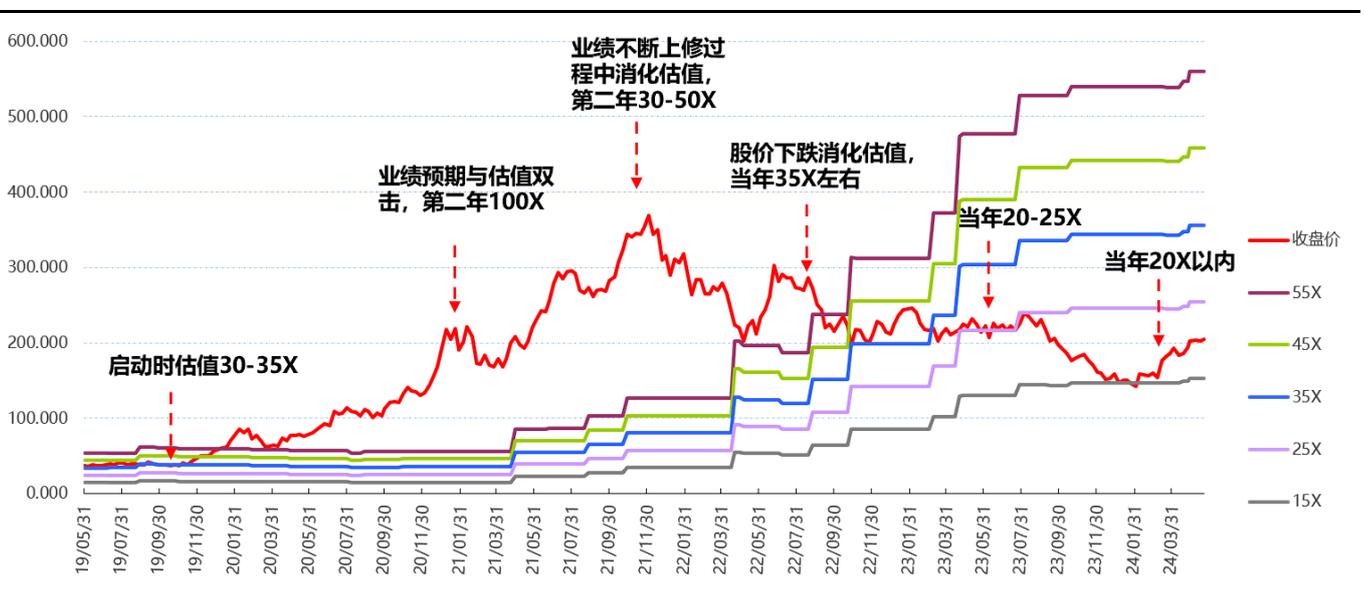
6. 投资建议&风险提示

6.1. 尚处 PEG 估值范式内，当前估值 16-17X 低于 25%增速

20-22 年，电动车处于渗透率提升的快速发展期，奠定了成长股基调，市场基于 PE-PEG 范式为锂电板块估值，最高在 21 年业绩翻倍以上增长时给予 100X 估值。

23-24 年，PE-PEG 估值体系未发生改变，23 年主要由于对 23-24 年增速下滑的担忧消化估值，但未跌破 20X，24 年年初宁德跌至 6000 亿+，主要系对盈利预测的下修，估值维持 20X，当前估值 20X 以内，低于 25%的增速，估值分位处于历史低位。

图71: 宁德时代 PE-BAND



数据来源：SMM，东吴证券研究所测算

6.2. 公司维持稳定增长，不确定性逐渐消除，估值有望修复

PEG=1 隐含的是对未来稳定增长的假设预期，宁德利润增长不确定因素已逐步消除。24 年起宁德 peg 估值持续小于 1，主要受到美国政策等外界因素的压制，市场担忧后续增长的确定性，但目前我们已看到部分不确定因素已逐步消除，1) 盈利端，电池行业价格战已见底，年初市场对宁德时代成本及盈利领先性的担忧已消除，后续 25-26 年起逐步体现的单位折旧降低、质保金冲回等可对冲海外建厂带来成本提升的影响，未来盈利可维持稳定；2) 出货增速端，国内增速放缓，欧洲迎来新车型+政策的拐点，美国大选后对新能源政策也即将靴子落地，且除欧美外，其他海外国家逐步起量，此外储能、商用车等环节均超预期弥补行业增速，预计后续三年可维持 15-20%增速。

宁德时代具备好商业模式+大市场空间+优竞争格局三大要素，可享受一定估值溢

价，合理估值有望维持 20X。电池行业为先发优势行业，龙头壁垒深厚，且行业处于发展中期，远期仍有 10 倍空间，宁德不受价格周期、产品周期影响，每年享受行业 15%+ 增长，ROE 稳定且持续提升，预计可享受一定估值溢价，合理估值有望维持 20X。

表34: 24/25 年与行业内其他环节主流公司估值对比 (截止 24 年 8 月 1 日)

XQ		市值 (亿元)	24 年归母净利润 E (亿元)	25 年归母净利润 E (亿元)	24 年 PE	25 年 PE	ROE (%)	PB
动力 电池	宁德时代	7,931	502	622	15.8	12.8	22%	4.0
	亿纬锂能	771	50	70	15.4	11.0	12%	2.2
消费 电池	珠海冠宇	175	6	10	29.1	17.5	5%	2.8
	豪鹏科技	29	1.7	3.8	17.4	7.7	2%	1.3
汽车	比亚迪	6,696	380	500	17.6	13.4	22%	5.3
	长安汽车	1,234	86	109	14.3	11.4	16%	2.0
	宇通客车	498	30	37	16.6	13.6	13%	4.4

数据来源: SMM, 东吴证券研究所测算

豪鹏科技、长安汽车、宇通客车来自 wind 一致预期, 其他为东吴证券研究所预测

6.3. 稳定 15-20% 增长下, 高分红+高 ROE 预期有望拔高估值

对标海外, 主流的消费、科技公司尽管早已度过高成长阶段, 却依然维持较高的 PE, 主要系较高的分红及稳定的 ROE 水平。在高速发展阶段, 海外公司市值主要由业绩增长驱动, 估值持续消化; 进入成熟期后, 海外公司估值触底回升, 较为稳定的业绩驱动市值增长。

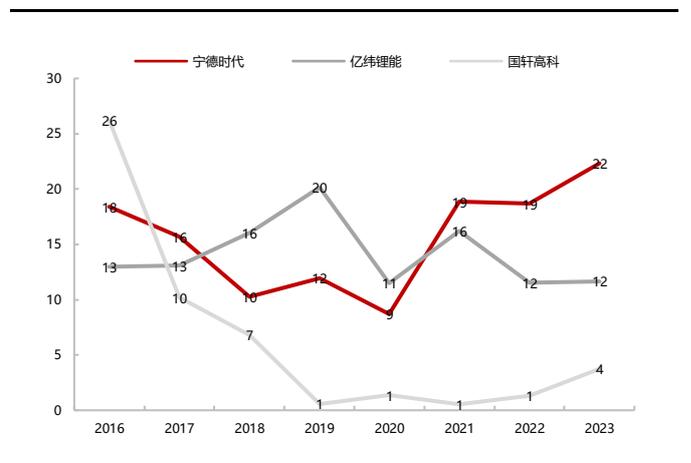
宁德时代逐渐向高 ROE、高分红率的价值成长股靠拢, 估值有望进一步提升。1) 加大 C 端宣传, 通过广告、产品发布会、车企宣传等方式增强公司品牌认知, 不仅仅为普通的制造业公司, 品牌成为后续高且稳定 ROE 的壁垒之一; 2) 加大分红比例, 23 年分红 50%, 股息率 2.8%, 公司现金流非常好, 后续有望维持高分红策略。宁德时代外资估值普遍更高, 内资投资者有望逐步统一认知, 估值提高至 25X。

图72: 海外主流 to C 端公司估值体系(截止 8 月 1 号)

公司	平均PE	净利复合增速	股息率	每股分红率	
可口可乐	27	4%	3%	79%	
餐饮	星巴克	51	3%	2%	87%
	麦当劳	28	7%	2%	62%
家电	大金	12	-4%	0%	3%
	SEB	29	6%	1%	26%
汽车	法拉利	57	16%	1%	47%

数据来源: SMM, 东吴证券研究所测算

图73: 宁德时代 ROE 水平远远领先竞争对手, 且有稳步提升态势(%)



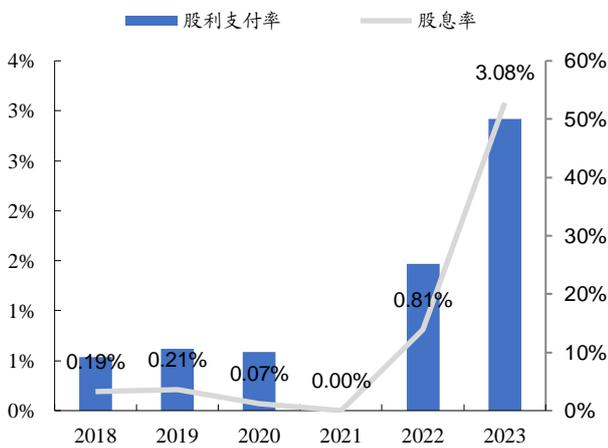
数据来源: SMM, 东吴证券研究所测算

6.4. 提高分红率，增强股价稳定回报预期

公司注重股东回报，23年大幅提升股利支付率，股息率达3%，逐步转向高分红的价值成长股。23年公司拟以23年归母净利润的50%给与股东每10股派发现金分红50.28元，股息率大幅提升。此前公司自身造血主要用于再扩张，后续资本开支放缓，逐步转向高分红的价值成长股，高股息资产能够提供稳定的现金分红，直接对标债券资产提供稳定利息回报，可享受一定估值溢价。

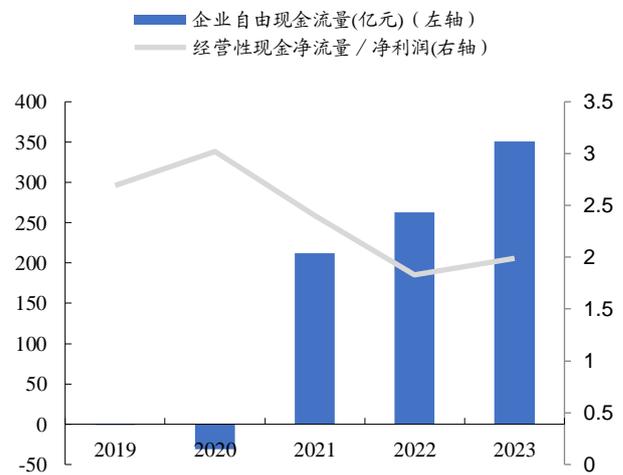
公司经营性现金流常年大幅高于净利润，且后续资本开支放缓，高股息率可维持。公司经营性现金流常年大幅高于净利润，且每年自由现金流量持续增加，具备大额分红的基础，假设26年股利支付率提升至75%，股息率有望进一步提升至5%。

图74: 宁德时代股利支付率及股息率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图75: 宁德时代现金流情况良好



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

6.5. 打造C端品牌力，增加产品溢价，提高竞争壁垒

CATL-Inside 打造C端品牌力，有助从工业品向消费品转换，最终提升产品溢价。在宣传方面，宁德时代已在各地机场、高铁站等交通枢纽投放广告，并开启抖音线上传播，联合车企高管日常互动，全面打造品牌的影响力。根据36氪汽车，宁德计划于24年8月开设首个线下品牌展示门店，全面展示“CATL Inside”车型，预计可以涵盖超20家车企，超50款车型。此外，宁德时代未来将搭建国内最大的超充服务平台、神行车主俱乐部和二手车电池检测平台，全面发力to C端战略，将电池从普通工业品向消费品转换，最终提升产品溢价，提升公司的估值水平。

图76: 宁德时代 to C 端宣传



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图77: 宁德时代 to C 端战略动态

时间	形式	详情
2024年4月25日	线下	宁德时代将搭建国内最大的超充服务平台。宁德时代将携手华为、星星充电、云快充、蜀道新能源等行业内杰出伙伴, 为更多配有神行超充电池的车主提供最便捷, 最实惠的用车体验。
2024年4月25日	线下	宁德时代将推出行业首个神行车主俱乐部, 依托于全球领先的售后服务体系, 宁德时代线下600多家实体店, 覆盖31个省级行政区, 271个地级市, 将为神行车主提供道路救援, 电池检测、维护等全方位服务。
2024年3月27日	线下	宁德时代计划在今年8月开设首个线下品牌展示门店, 选址在成都, 同时打造“新能源生活广场”, 占地面积约1.5万平方米, 这家店的用途是全面展示“CATL Inside”车型, 预计可以涵盖超20家车企, 超50款车型, 展示车辆超150辆。
2024年1月3日	线下	宁德时代与东风集团旗下猛士科技签约, 北京车展亮相的大型SUV猛士917车身上也将印有“CATL Inside”, 这也是首个印有此标识的百万级电动豪车。
2023年下半年	线上	宁德时代的视频号开辟了“宁德小电堂”, 介绍关于动力电池安全等消费者关心的科普知识, 在消费者心中强调“选电车认准宁德时代电池”的观念。抖音已发布视频100+, 获赞186万+, 粉丝量64万+, slogan“选电车认准宁德时代电池”全面铺开。
2023年下半年	线下	北京首都, 上海虹桥, 杭州萧山等地交通枢纽均能看到“充电10分钟, 神行400公里”的广告展示, 将直接向消费者宣传神行电池。

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

6.6. 远期: 30年出货超1.6TWh, 单wh利润维持0.085元, 乐观情况下, 电池利润有望较24年有3倍增长空间

宁德时代2030年出货超1.6TWh, 单wh利润维持0.085元, 乐观情况下, 电池利润有望较2024年有3倍增长空间。电动车及储能仍属于高速成长的行业, 24年行业需求超1.1TWh, 30年预计近4TWh, 宁德龙头优势显著, 维持市场份额稳定, 预计未来5年仍可维持20%左右复合增速, 我们预计公司2024年出货480GWh左右, 单wh利润0.095元, 归母净利润502亿元, 同增14%, 2030出货1.6TWh, 单wh利润维持0.085元, 电池利润有望较2024年有3倍以上增长空间。

表35: 宁德时代远期空间测算

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
宁德时代-动力出货量 (gwh)	242	321	379	453	557	670	787	917	1,051
-增速	107%	33%	18%	19%	23%	20%	17%	16%	15%
价格(含税, 元/wh)	1.10	1.00	0.78	0.77	0.75	0.74	0.72	0.71	0.69
单wh净利润(元/wh)	0.073	0.100	0.094	0.092	0.091	0.091	0.090	0.088	0.086
宁德时代-储能出货量 (gwh)	47	69	100	145	197	260	338	433	554
-增速	181%	47%	45%	45%	36%	32%	30%	28%	28%
价格(含税, 元/wh)	1.08	0.98	0.74	0.71	0.69	0.67	0.66	0.64	0.63
单wh净利润(元/wh)	0.057	0.104	0.096	0.093	0.090	0.089	0.087	0.086	0.084
宁德时代-动储出货量 (gwh)	289	390	479	598	754	931	1,125	1,350	1,606
价格(含税, 元/wh)	1.10	1.00	0.77	0.75	0.73	0.72	0.70	0.69	0.67
-增速	117%	35%	23%	25%	26%	23%	21%	20%	19%
单wh净利润(元/wh)	0.072	0.101	0.095	0.092	0.090	0.091	0.089	0.087	0.085

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

6.7. 投资建议

我们预计 24-26 年归母净利润预期 502/605/728 亿元，同增 14%/21%/20%，对应 PE 为 16/13/11x，基于公司全球电池龙头地位，给予 24 年 25x，对应目标价 285 元，维持“买入”评级。

表36: 主流电池厂估值表（截止 24 年 8 月 1 日）

名称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE			评级
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
比亚迪	6,696	381	461	555	19	15	13	买入
亿纬锂能	771	48	64	80	16	12	10	买入
欣旺达	314	17	21	25	18	15	12	买入
蔚蓝锂芯	98	3	4	5	30	24	21	买入
派能科技	101	4	5	7	27	19	14	买入
珠海冠宇	175	6	10	16	29	17	11	买入
平均值					22	16	13	
宁德时代	7,931	502	605	728	16	13	11	买入

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：选取锂电池 SNE 榜单相关公司比亚迪、亿纬锂能、欣旺达、蔚蓝锂芯、派能科技、珠海冠宇作为可比公司，平均 24 年 PE 22 倍，宁德时代为电池龙头，享受更高估值水平。

6.8. 风险提示

市场竞争加剧：新能源汽车市场迅速发展，市场竞争日趋激烈。动力电池作为新能源汽车核心部件之一，吸引了众多投资者通过产业转型、收购兼并等方式参与市场竞争，各大厂商产能扩大迅速，市场竞争十分激烈，市场平均价格逐年走低，压缩了公司的盈利水平。

原材料价格不稳定，影响利润空间：原材料成本在整体成本中占比较高，原材料价格波动将会直接影响各板块的毛利水平。

投资增速下滑：各板块投资开始逐渐放缓，对行业发展和核心技术的突破有直接影响。

宁德时代三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	449,788	469,506	589,146	726,487	营业总收入	400,917	386,572	452,566	535,941
货币资金及交易性金融资产	264,314	287,087	377,516	476,073	营业成本(含金融类)	309,070	285,383	333,082	393,078
经营性应收款项	128,024	106,028	124,873	150,725	税金及附加	1,696	1,635	1,914	2,267
存货	45,434	62,550	72,092	84,000	销售费用	17,954	17,009	19,460	21,974
合同资产	234	193	226	268	管理费用	8,462	9,664	10,862	12,595
其他流动资产	11,781	13,648	14,438	15,421	研发费用	18,356	19,908	22,176	25,993
非流动资产	267,380	272,254	274,971	275,313	财务费用	(4,928)	(2,812)	(3,903)	(5,583)
长期股权投资	50,028	50,048	50,070	50,094	加:其他收益	6,267	10,824	10,862	10,183
固定资产及使用权资产	115,766	108,481	101,921	92,568	投资净收益	3,189	5,025	5,431	5,895
在建工程	25,012	29,012	31,312	34,934	公允价值变动	46	100	130	150
无形资产	15,676	22,167	27,313	31,376	减值损失	(6,108)	(6,700)	(7,370)	(8,008)
商誉	708	758	808	858	资产处置收益	17	4	5	5
长期待摊费用	4,696	4,994	5,323	5,685	营业利润	53,718	65,038	78,033	93,843
其他非流动资产	55,495	56,795	58,225	59,798	营业外净收支	196	20	200	300
资产总计	717,168	741,760	864,117	1,001,801	利润总额	53,914	65,058	78,233	94,143
流动负债	287,001	251,249	290,234	338,938	减:所得税	7,153	9,889	11,735	14,122
短期借款及一年内到期的非流动负债	22,190	100	100	100	净利润	46,761	55,169	66,498	80,022
经营性应付款项	194,554	179,643	207,844	243,127	减:少数股东损益	2,640	4,965	5,985	7,202
合同负债	23,982	25,684	29,977	35,377	归属母公司净利润	44,121	50,204	60,513	72,820
其他流动负债	46,275	45,822	52,313	60,334	每股收益-最新股本摊薄(元)	10.03	11.41	13.76	16.55
非流动负债	210,284	220,284	241,284	255,384	EBIT	51,183	52,973	65,073	80,035
长期借款	83,449	93,449	104,449	116,549	EBITDA	73,829	79,120	95,209	113,810
应付债券	19,237	19,237	29,237	31,237	毛利率(%)	22.91	26.18	26.40	26.66
租赁负债	283	283	283	283	归母净利率(%)	11.01	12.99	13.37	13.59
其他非流动负债	107,315	107,315	107,315	107,315	收入增长率(%)	22.01	(3.58)	17.07	18.42
负债合计	497,285	471,533	531,518	594,322	归母净利润增长率(%)	43.58	13.79	20.53	20.34
归属母公司股东权益	197,708	243,087	299,473	367,152					
少数股东权益	22,175	27,140	33,125	40,327					
所有者权益合计	219,883	270,227	332,599	407,479					
负债和股东权益	717,168	741,760	864,117	1,001,801					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	92,826	71,466	107,145	124,625	每股净资产(元)	44.94	55.26	68.08	83.46
投资活动现金流	(29,188)	(26,972)	(28,218)	(28,916)	最新发行在外股份(百万股)	4,399	4,399	4,399	4,399
筹资活动现金流	14,716	(22,322)	10,873	2,198	ROIC(%)	14.26	12.34	13.02	13.31
现金净增加额	80,536	22,173	89,800	97,906	ROE-摊薄(%)	22.32	20.65	20.21	19.83
折旧和摊销	22,646	26,147	30,137	33,775	资产负债率(%)	69.34	63.57	61.51	59.33
资本开支	(33,612)	(29,878)	(31,367)	(32,352)	P/E (现价&最新股本摊薄)	17.66	15.52	12.87	10.70
营运资本变动	25,784	(15,607)	4,224	3,823	P/B (现价)	3.94	3.20	2.60	2.12

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

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>