

# 宁德时代 (300750)

## 技术迭代引领行业，盈利与规模共振向上

2026年03月22日

买入 (维持)

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  
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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	362,013	423,702	640,333	774,153	864,553
同比 (%)	(9.70)	17.04	51.13	20.90	11.68
归母净利润 (百万元)	50,745	72,201	94,035	116,766	142,839
同比 (%)	15.01	42.28	30.24	24.17	22.33
EPS-最新摊薄 (元/股)	11.12	15.82	20.60	25.58	31.30
P/E (现价&最新摊薄)	37.14	26.11	20.04	16.14	13.20

### 投资要点

■ **动力单车带电量提升+储能爆发，行业需求持续向上，龙头份额高位提升。**我们预计26年全球动力与储能电池需求约2716GWh，同比+32%，其中动力端1692GWh，同比+19.3%，受益于单车带电量提升+商用车持续高增；储能全球爆发，当前碳酸锂价格影响有限，全年预计1024GWh，同比+60%。27年全球动储需求有望维持20%+增长，2030年有望超5000GWh。动力端，宁德时代份额持续提升，25年全球份额超39.2%，同比提升1.2pct，其中欧洲份额提升至45%+，26年受益于国内车型高端化，预计全球份额有望进一步提升至40%。储能端，25年公司产能受限，增速放缓，但26年120GWh大电芯产能已释放，预计储能出货量有望实现翻番增长至250GWh+，份额有望回升至30%。因此预计公司26年排产增长40%+至1.1TWh，出货量900-1000GWh，且公司26年底产能有望达1.4TWh，27年仍可维持20-30%增长。

■ **龙头盈利韧性强，26年领先优势进一步扩大。**26年电池成本上涨，碳酸锂价格15万/吨情况下，叠加中游材料加工费上涨，行业平均电池成本相较于25年中上涨7分/wh左右。宁德相较于友商，成本传导顺畅，特别是海外市场，同时公司在采购端优势明显，总体成本幅度远低于友商，且公司在上游资源端布局全面（洛阳钼业近25%持股比例、江西10万吨锂矿有望复产），一定程度上对冲成本上涨。因此动力端，预计动力电池单wh利润8-9分/wh；储能端，海外市场预计单wh利润维持稳定为0.1元/wh+，国内市场考虑份额提升单位利润下降，但公司电柜和系统占比有望提升，一定程度对冲，总体预计储能单wh利润微降至7-8分/wh。此外，25年公司锂电材料、矿端、其他业务利润提升明显，预计26年在资源价格高位下，利润有望再提升。

■ **新产品和新技术布局领先，换电、固态、钠电等稳步推进。**换电方面，公司全生态签约合作伙伴，牵手多家车企，25年与一汽、长安、北汽、奇瑞、广汽五大车企发布10款巧克力换电新车型，26年换电范围将进一步扩大。固态方面，公司已将全固态电池研发团队扩充至超1000人，目前主攻硫化物路线，25年60Ah车规级电芯实现下线，26年预计建成gwh级量产线，我们预计27年出货有望接近1GWh，30年实现大规模量产。此外，宁德推出钠新电池品牌，在储能端具备宽温和高循环寿命运行优势，在动力端无负极技术加持下能量密度提升空间大，且规模化降本空间大，预计26年钠离子电池出货有望达10GWh，30年出货有望突破100GWh。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司26-28年归母净利润分别为940/1168/1428亿元（维持原预测值），同比+30%/+24%/+22%，对应PE分别为20/16/13倍，基于公司全球电池龙头地位，给予26年30x，对应目标价618元，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**电动车销量不及预期，原材料价格不稳定、影响利润空间，政策不确定性风险，下游需求低于预期风险，市场竞争加剧。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	413.00
一年最低/最高价	209.11/424.36
市净率(倍)	5.59
流通A股市值(百万元)	1,757,991.84
总市值(百万元)	1,884,877.88

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	73.87
资产负债率(% LF)	61.94
总股本(百万股)	4,563.87
流通A股(百万股)	4,256.64

### 相关研究

《宁德时代(300750): 2025 年年报点评: 盈利与出货双升, 扩产提速锚定26 年高增长》

2026-03-10

《宁德时代(300750): 盈利韧性强, 份额提升, 龙头地位稳固》

2026-01-29

## 内容目录

<b>1. 量：销量持续高增，龙头份额稳定</b>	<b>5</b>
1.1. 动力：国内份额稳定，欧洲销量加速	5
1.2. 储能：全球需求广阔，出货增速领先	11
1.3. 远期：动力空间约 7TWh+，储能空间约 5TWh+	15
<b>2. 价：原材料涨幅少，成本顺价快</b>	<b>22</b>
2.1. 成本全方位领先，涨价影响有限	22
2.2. 储能新订单价格传导快，车企承担成本上涨压力	24
<b>3. 利：供应链布局完善，盈利优势有望扩大</b>	<b>26</b>
3.1. 盈利维持稳定，领先优势扩大	26
3.2. 单位盈利稳定，26 年业绩预计 900 亿+	29
<b>4. 发力储能及换电合作，推进固态及钠电池发展</b>	<b>30</b>
4.1. 拓展储能系统，补足电子电力短板	30
4.2. 押注换电提升竞争力，构筑全领域生态链	31
4.3. 全固态主攻硫化物，推出钠新电池品牌	33
<b>5. 盈利预测与估值</b>	<b>34</b>
5.1. 盈利预测	34
5.2. 估值与投资建议	36
<b>6. 风险提示</b>	<b>36</b>

## 图表目录

图 1: 2022-2025 年国内电动车销量及 YoY .....	5
图 2: 2026 年国内电动车补贴政策 .....	5
图 3: 2022-2025 年国内乘用车电动化率 .....	5
图 4: 2022-2025 年国内新能源车单车带电量及 YoY .....	5
图 5: 国内本土新能源乘用车销量及电池需求预测 .....	6
图 6: 国内本土新能源乘用车电池竞争格局 (GWh) .....	6
图 7: 国内本土新能源乘用车销量价格带分布 .....	7
图 8: 宁德时代在不同价格带份额变化 .....	7
图 9: 国内乘用车宁德时代供应份额变化 .....	7
图 10: 宁德时代国内乘用车客户份额变化 .....	7
图 11: 国内新能源货车销量及电池需求预测 .....	8
图 12: 国内新能源货车电池竞争格局 (GWh) .....	9
图 13: 欧洲电动车补贴政策变化 .....	9
图 14: 海外新能源乘用车销量及电池需求预测 .....	10
图 15: 美国动力电池厂份额变化 .....	11
图 16: 欧洲动力电池厂份额变化 .....	11
图 17: 全球储能装机需求 .....	12
图 18: 2024 年全球储能电池竞争格局 .....	13
图 19: 2025 年全球储能电池竞争格局 .....	13
图 20: 全球主流厂商储能电池出货量 .....	13
图 21: 宁德时代产能规划 (GWh) .....	14
图 22: 宁德时代 2024-2027 年出货量预测 .....	15
图 23: 电动车远期空间预测 .....	15
图 24: 储能远期空间预测 .....	17
图 25: 工程作业车远期空间预测 .....	18
图 26: 消费锂电远期空间预测 .....	19
图 27: 船舶远期空间预测 .....	20
图 28: 飞机远期空间预测 .....	21
图 29: 宁德各领域远期空间占比 .....	22
图 30: 宁德与二线厂商成本对比 .....	22
图 31: 材料涨价对成本影响测算 .....	23
图 32: 碳酸锂价格对应铁锂电芯售价弹性测算 (中游材料中性价格) .....	24
图 33: 碳酸锂价格对于储能 irr 弹性测算 (甘肃为例) .....	25
图 34: 对乘用车单车成本影响 .....	26
图 35: 对电动重卡单车成本影响 .....	26
图 36: 宁德时代与二线厂商盈利对比 .....	26
图 37: 宁德合作公司及产能 .....	27
图 38: 宁德电池折旧测算 (全公司口径) .....	28
图 39: 宁德时代 2024-2027 年单位盈利预测 .....	29
图 40: 储能系统集成商盈利水平 .....	30
图 41: 宁德储能系统项目 .....	30
图 42: 宁德换电合作方 .....	31

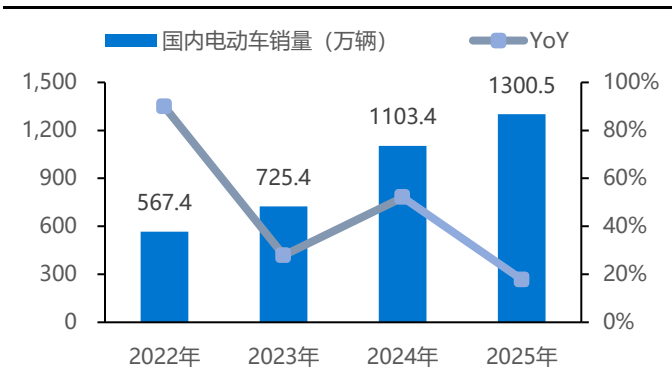
图 43: 宁德换电盈利测算.....	32
图 44: 凝聚态电池产品性能.....	33
图 45: 自生成负极创新设计.....	33
图 46: 第一代钠离子电池.....	34
图 47: 第二代钠离子电池.....	34
图 48: 宁德时代分业务营收及利润拆分.....	35
图 49: 可比公司估值表（截至 2026 年 3 月 20 日）.....	36

## 1. 量：销量持续高增，龙头份额稳定

### 1.1. 动力：国内份额稳定，欧洲销量加速

26 年国内电动车补贴延续，我们预计本土新能源车销量 1460 万辆，同比+5.2%。26 年电动车补贴延续，补贴标准与车价挂钩、向中高端车型倾斜，报废更新环节新能源车补贴为车价的 12%（上限 2 万元）、燃油车为 10%（上限 1.5 万元），置换更新环节新能源车补贴为车价的 8%（上限 1.5 万元）、燃油车为 6%（上限 1.3 万元）。政策补贴下，我们预计 26 年国内新能源车销量为 1460 万辆，同比+5.2%。26 年 1-2 月，国内新能源车销量约为 158.7 万辆，同比-7.2%。随着 4 月新车密集上市，预计销量增速有望转正。

图1：2022-2025 年国内电动车销量及 YoY



数据来源：中汽协，东吴证券研究所

图2：2026 年国内电动车补贴政策

2026 年报废更新政策		核心变化
旧车要求	仅要求登记在本人名下的乘用车	放宽旧车门槛
旧车具体范围	未区分燃料类型、排放标准或注册年份	定向淘汰老旧车辆转向普惠式报废更新
新车类型	新能源乘用车（须在免购置税目录） 2.0L 及以下燃油乘用车	保持一致
新能源车补贴	车价×12%，最高 2 万元	高价车补贴受限，低价车补贴
燃油车补贴	车价×10%，最高 1.5 万元	下降
2026 年置换更新政策		核心变化
旧车要求	仅要求登记在本人名下	对登记时间要求更模糊
新车类型	新能源乘用车（须在免购置税目录） 2.0L 及以下燃油乘用车	明确排量与目录限制
新能源车补贴	车价×8%，最高 1.5 万元	高价车补贴受限，低价车补贴
燃油车补贴	车价×6%，最高 1.3 万元	下降

数据来源：商务部，东吴证券研究所

我们预计 26 年国内新能源车电动化率 56%，同比+2pct，单车带电量为 48KWh，同比+5.7%，插电车型单车带电量增速高于纯电车型。2022-2025 年国内新能源车电动化率逐年稳步提升，25 年本土电动化率达 53.9%，单车带电量 46 KWh。我们预计 2026 年电动化率 56%，同比+2pct，单车带电量 48.4 KWh，同比+5%。其中纯电车型单车带电量为 56.9KWh，同比+0.89%，插电车型单车带电量 33.9KWh，同比+20%。

图3：2022-2025 年国内乘用车电动化率

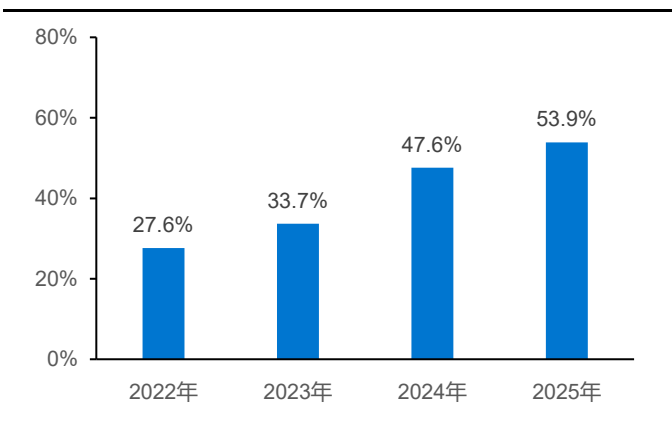
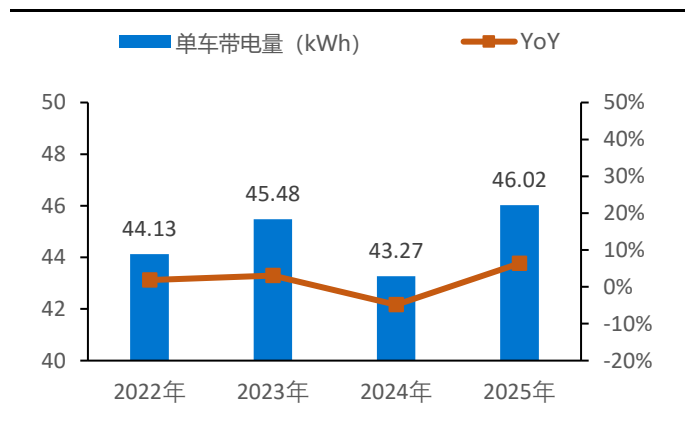


图4：2022-2025 年国内新能源车单车带电量及 YoY



数据来源：中汽协，东吴证券研究所

数据来源：商务部，东吴证券研究所

图5：国内本土新能源乘用车销量及电池需求预测

	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E
国内：本土新能源乘用车销量 (万辆)	1103.4	1300.4	1365.4	1459.4	1560.1	1668.1
YoY	39%	18%	5.0%	6.9%	6.9%	6.9%
国内：电动乘用车电池装机需求 (Gwh)	472.3	596.0	660.2	711.5	766.9	826.6
YoY	33%	26%	10.8%	7.8%	7.8%	7.8%
平均单车带电量 (kwh)	42.8	45.8	48.4	48.8	49.2	49.6
国内：纯电动销量 (万辆)	631.1	811.6	857.0	925.6	999.7	1079.6
单车电池容量 (kwh)	55.9	56.4	56.9	57.1	57.3	57.5
纯电动需求量 (Gwh)	352.6	457.9	487.8	528.7	573.0	621.0
国内：插电式销量 (万辆)	472.3	488.8	508.4	533.8	560.5	588.5
-占比	42.81%	38%	37%	37%	36%	35%
单车电池容量 (kwh)	25.3	28.3	33.9	34.3	34.6	34.9
插电式动力需求量 (Gwh)	119.7	138.1	172.4	182.8	193.9	205.6
国内乘用车销量 (万辆, 本土)	2,262	2,407	2,431	2,455	2,479	2,504
-国内乘用车电动化率	49%	54%	56%	59%	63%	67%

数据来源：中汽协，中国汽车动力电池产业创新联盟，东吴证券研究所预测

国内新能源乘用车电池竞争格局方面，宁德时代在高端市场遥遥领先，同时逐步下沉部分低端市场。2025 年宁德份额 42%，同比-1pct。比亚迪销量增速放缓，份额下降 2pct；部分二线企业份额略微提升，如国轩高科，欣旺达，车企内部电池企业如极电、因湃。宁德在价格带 20 万以上的份额遥遥领先，25 年占比 60%，但较 24 年下降 7-8pct，主要客户小米、理想等拓展二供。10-20 万价格带宁德份额相对稳定，占比 20-30%；10 万以内价格带车型，25 年销量占比同比大幅提升 5pct，且宁德份额同比提升 7pct 至 22%。

图6：国内本土新能源乘用车电池竞争格局 (GWh)

	2023		2024		2025	
	出货量	份额	出货量	份额	出货量	份额
宁德时代	141	43%	201	43%	242	42%
比亚迪	100	30%	132	28%	150	26%
中创新航	27	8%	34	7%	43	7%
国轩高科	13	4%	19	4%	31	5%
欣旺达	6	2%	14	3%	22	4%
蜂巢能源	8	2%	14	3%	18	3%
正力新能	4	1%	9	2%	14	2%
亿纬锂能	9	3%	12	2%	13	2%
LG 化学	7	2%	7	2%	11	2%

瑞浦兰钧	4	1%	9	2%	9	2%
衢州极电	0	0%	5	1%	9	1%
因湃电池	0	0%	2	0%	5	1%
多氟多	2	1%	2	1%	4	1%
耀宁新能源	0	0%	2	0%	3	1%
楚能新能源	0	0%	0	0%	3	1%

数据来源：SNE，中国汽车动力电池产业创新联盟，东吴证券研究所

图7：国内本土新能源乘用车销量价格带分布

占比	2023	2024	2025
10万以下	16%	17%	22%
10-15万	31%	33%	31%
15-20万	15%	11%	14%
20-30万	23%	23%	21%
30万以上	15%	15%	12%

数据来源：崔东树公众号，东吴证券研究所

图8：宁德在不同价格带份额变化

占比	2023	2024	2025
10万以下	11%	15%	22%
10-15万	37%	24%	24%
15-20万	27%	39%	28%
20-30万	64%	72%	60%
30万以上	71%	73%	66%

数据来源：乘联会，公司公告，东吴证券研究所

从宁德时代国内乘用车电池供应结构看，中国一汽、上汽大众、一汽大众由宁德 100% 供应，25 年占赛力斯份额 96.7%，长安、合众、理想 25 年供应率均增至 80% 以上。宁德国内乘用车客户结构看，前五大客户为吉利、特斯拉、小米、长安、赛力斯，近两年随着车企格局变化，吉利、小米、长安、赛力斯的份额持续提升，其中，25 年在小米的份额同比增长 6pct，在特斯拉份额同比下降 4.9pct。

图9：国内乘用车宁德时代供应份额变化

	2023 年	2024 年	2025 年
中国一汽	100.0%	100.0%	100.0%
上汽大众	100.0%	100.0%	100.0%
一汽大众	100.0%	100.0%	100.0%
赛力斯汽车	99.9%	97.8%	96.7%
长安汽车	64.1%	74.5%	82.7%
合众新能源	36.5%	64.7%	82.3%
理想汽车	97.6%	79.0%	81.5%
华晨宝马	98.6%	89.0%	75.2%
小米汽车	0.0%	88.4%	73.9%
特斯拉	80.6%	82.4%	70.8%
蔚来汽车	86.6%	64.8%	59.9%
吉利汽车	68.3%	53.2%	59.0%
东风汽车	42.3%	79.3%	58.5%
奇瑞汽车	10.9%	65.8%	58.4%

图10：宁德时代国内乘用车客户份额变化

	2023 年	2024 年	2025 年
吉利汽车	11.4%	11.9%	15.5%
特斯拉	21.8%	17.0%	12.1%
小米汽车	0.0%	5.7%	11.7%
长安汽车	4.9%	6.9%	10.2%
赛力斯汽车	0.0%	8.1%	9.1%
理想汽车	10.8%	8.4%	6.9%
蔚来汽车	8.4%	6.9%	6.7%
奇瑞汽车	0.2%	4.9%	5.6%
上海汽车	4.9%	3.7%	3.0%
北汽麦格纳	0.5%	2.6%	2.8%
东风汽车	1.6%	1.4%	2.0%
广汽乘用车	6.7%	2.1%	2.0%
中国一汽	1.1%	2.3%	1.7%
上汽大众	4.9%	4.0%	1.6%

上海汽车	98.3%	85.7%	55.3%
上汽通用	96.9%	85.8%	42.9%
长城汽车	25.1%	37.9%	26.8%
北京奔驰	5.8%	9.4%	26.3%
广汽乘用车	32.4%	19.7%	25.5%
零跑汽车	1.2%	0.0%	5.3%

数据来源：GGII，东吴证券研究所

长城汽车	1.3%	1.9%	1.5%
北汽新能源	0.1%	0.5%	1.3%
华晨宝马	5.1%	3.2%	1.2%
一汽大众	4.4%	2.5%	0.8%
上汽通用	2.7%	2.2%	0.6%
零跑汽车	0.1%	0.0%	0.5%

数据来源：GGII，东吴证券研究所

国内商用车销量方面，我们预计 26 年电动货车销量为 89.6 万辆，同比+30.1%，电动重卡销量为 34.6 万辆，同比+50%。在购置税减半和以旧换新政策驱动下，25 年电动重卡增长迅速，销量为 23.1 万辆，同比+181%，我们预计 26 年电动重卡销量有望维持高增，达 34.6 万辆，同比+50%。电动化率方面，25 年国内重卡电动化率为 29%，同比+19pct，单车带电量 410.5KWh，同比+8%，我们预计 26 年重卡电动化趋势持续推进，电动化率预计达 43%，同比+14pct，单车带电量为 431KWh，同比+5%。

图11：国内新能源货车销量及电池需求预测

	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E
国内：电动货车销量(万辆)	49.7	68.9	89.6	105.8	117.7	127.4
YoY	52%	39%	30.10%	18.10%	11.20%	8.20%
电动重卡(销量)	8.2	23.1	34.6	39.8	41.8	43.9
-本土重卡销量(万辆)	84.5	79.6	80.4	81.2	82	82.8
-重卡电动化率	10%	29%	43%	49%	51%	53%
-其他电动货车销量(万辆)	41.5	45.8	55	66	75.9	83.4
-本土其他货车销量(万辆)	174	201.9	203.9	206	208	210.1
-电动化率	24%	23%	27%	32%	36%	40%
单车电池容量(kwh)	105	183.1	210.7	217.5	218	222.5
-重卡单车(kwh)	380	410.5	431	452.6	475.2	499
-其他电动货车单车(kwh)	74.6	68.5	71.9	75.5	76.3	77
国内：货车电池需求量(Gwh)	52.2	126.2	188.8	230.1	256.6	283.4
YoY	104%	142%	49.70%	21.80%	11.50%	10.40%

数据来源：GGII，东吴证券研究所

新能源商用车竞争格局方面，宁德时代份额维持龙头地位。2025 年宁德份额为 56%，同比-12pct，但仍然维持龙头地位，份额远远领先其他企业；亿纬锂能、比亚迪、中创新航新能源货车电池份额增长，分别为 11%、7%、6%，同比+1pct、3pct、2pct；其他企业

逐渐布局新能源货车供应，如瑞浦兰钧、远景储能、徐工弗迪，25 年份额分别为 5%、2%、2%，同比+1pct、+2pct、+2pct。

图12：国内新能源货车电池竞争格局（GWh）

企业名称	2023 销量	2023 占比	2024 销量	2024 占比	2025 销量	2025 占比
宁德时代	17	69%	36	68%	70	56%
亿纬锂能	2	8%	5	10%	14	11%
比亚迪	0	1%	2	4%	9	7%
中创新航	0	0%	2	4%	8	6%
国轩高科	2	10%	3	5%	7	6%
瑞浦兰钧	0	0%	2	4%	7	5%
远景储能	0	0%	0	0%	3	2%
徐工弗迪	0	0%	0	0%	3	2%
三一红象	0	0%	1	1%	2	1%
安驰新能源	0	1%	0	1%	0	0%
赣锋锂电	0	0%	0	0%	0	0%
孚能科技	0	0%	0	0%	0	0%
力神	0	1%	0	0%	0	0%
盟固利	0	2%	1	1%	0	0%
蜂巢能源	0	0%	1	2%	0	0%

数据来源：GGII，东吴证券研究所

海外乘用车方面，欧洲各国出台政策有望推进电动车销量持续增长。英国重启并扩容 Electric Car Grant (ECG)，最高补贴约£3,750，并将资金延续至 28/29 财年；德国政府正讨论推出面向低中收入家庭的定向补贴（约€3k - €4k），若 26 年落地，有望提升 BEV 换购与注册量；法国确认 26 年继续执行生态奖金，并有调升空间（预计约€5,700）；意大利进一步强化强刺激政策，私人购车补贴普遍落在数千至一万欧元级，并与报废旧车挂钩；西班牙计划推出 Auto+新计划并大幅扩充预算（约€8 亿级）。

图13：欧洲电动车补贴政策变化

国家	2026 年电动车补贴/激励政策概况
英国	2025 - 2026 年重启并扩容 Electric Car Grant (ECG)，最高£3,750（面向价格较低车型）；补贴项目资金延长至 2028/29 财年；同步扩大家庭/公共充电设施投资，对城镇家庭购车具有实质刺激。
德国	政府讨论推出面向低中收入家庭的定向购车补贴（媒体预计€3,000 - €4,000），并加强电价稳定与充电基础设施建设；若 2026 年正式落地，将显著推升 BEV 注册量与换购需求。
法国	2026 年继续执行生态奖金（ecological bonus），补贴可能上调至约€5,700；补贴需满足环保评分、成本和重量门槛，并偏向欧盟/法国本土生产的车型。
挪威	进入全面退坡期：2026 年起下调 VAT 免税上限（从 NOK500k→NOK300k），并计划 2027 年取消免税；示范“成熟市场逐步退出补贴”的路线。

意大利	2025 - 2026 年推出大规模 BEV 激励：私人购车可获数千至上万欧元补贴（通常与报废旧车绑定）；部分预算向小微企业与商用车倾斜，总体属于强刺激型政策。
荷兰	2026 年继续开放商用/重卡零排放采购补贴（AanZET 等），为重卡加氢站提供 2200 万欧元补贴；乘用车方面公司车税优惠 2026 年开始明显退坡，但仍保留部分企业购车支持。
西班牙	将在 2026 年推出新的 Auto+ 计划，预算大幅提升（约 €800m），优先用于清理 MOVES 积压申请，并强化公共充电建设与产业链扶持，释放滞后需求。
瑞典	计划恢复“气候/电动车补贴（climate bonus）”，主要面向私人用户与低密度地区；但受行政流程影响，实际兑现可能在 2026Q1 - Q2 才开始执行。

数据来源：各国政府官网，东吴证券研究所

我们预计 26 年海外新能源乘用车销量为 883 万辆，同比+24%，欧洲和其他国家贡献主要增量。由于欧洲国家如德国、瑞典出台电动车补贴政策，东南亚、拉美、中东等新兴地区推出税收减免、补贴、本土化支持政策，且电动化率基数低，我们预计 26 年海外新能源乘用车销量为 883 万辆，同比+24%，27-29 年维持 20% 以上增速。其中，预计欧洲销量为 512 万辆，同比+30%，其他国家销量 221 万辆，同比+38%。受政策退潮影响，我们预计 26 年美国电动车销量 150 万辆，同比-4%。电动化率方面，我们预计 26 年欧洲及其他国家电动化率提升，分别为 33%、8.7%，同比+8pct、+2.2pct，美国电动化率为 9%，同比-1pct。

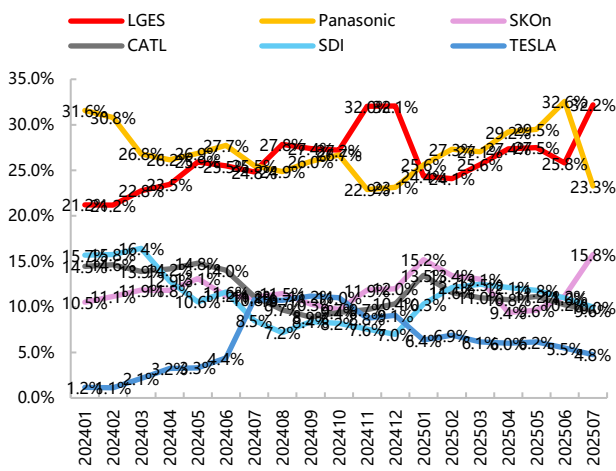
图14：海外新能源乘用车销量及电池需求预测

	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E
海外：新能源乘用车销量 (万辆)	559	710	883	1104	1348	1646
YoY	10%	27%	24%	25%	22%	22%
欧洲新能源车销量 (万辆)	295	394	512	615	738	885
YoY	2%	33%	30%	20%	20%	20%
欧洲乘用车销量 (万辆)	1,540	1,555	1,570	1,586	1,602	1,618
欧洲电动化率	19%	25%	33%	39%	46%	55%
美国	161	156	150	198	247	309
YoY	10%	-3%	-4%	32%	25%	25%
美国乘用车销量(万辆)	1,598	1,598	1,598	1,598	1,598	1,598
美国电动化率	10%	10%	9%	12%	15%	19%
其他国家	103	160	221	292	363	452
YoY	38%	56%	37.90%	32.10%	24.50%	24.40%
其他国家乘用车销量 (万辆)	2407.5	2479.7	2554.1	2630.7	2709.6	2790.9
其他国家电动化率	4.30%	6.50%	8.70%	11.10%	13.40%	16.20%
海外：乘用车动力电池装机需求 (GWh)	325.8	409.8	498.6	618.9	759.2	931.4
海外平均单车带电量 (kwh)	58.3	57.7	56.5	56	56.3	56.6

数据来源：Marklines，东吴证券研究所预测

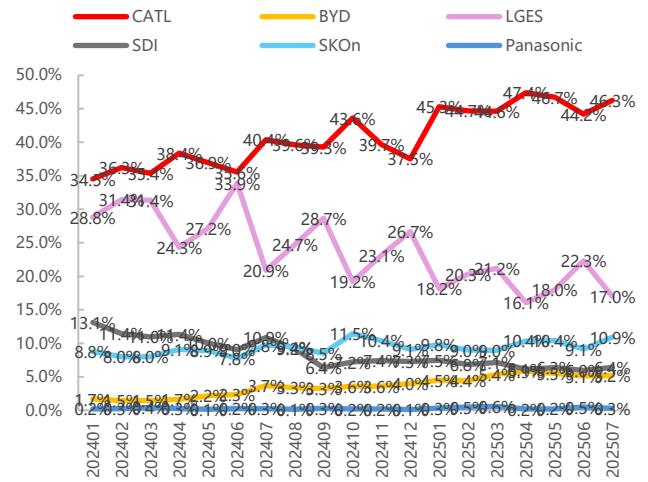
海外电动车份额方面，宁德时代欧洲份额持续提升，美国份额短期下滑。25 年 1-7 月，宁德时代在欧洲市场份额达 45.54%，较 24 年+7pct，随着宁德在欧洲市场持续扩张，我们预计市占率有望提升至 45-50%。25 年 1-7 月，宁德时代在美国市场份额 11.04%，较 24 年减少 1pct；LG 新能源、松下、SK On、SDI 美国份额提升，分别为 27%/28%/12%/11%，同比+0.5pct/+1pct/+1pct/+1pct。

图15：美国动力电池厂份额变化



数据来源：SNE，东吴证券研究所

图16：欧洲动力电池厂份额变化



数据来源：SNE，东吴证券研究所

我们预计 2026 全球电动车销量 2343 万辆，同比+12%，全球动力电池实际需求 1692GWh，同比+19.3%。国内方面，补贴政策延续、单车带电量提升及重卡电动化有望超预期等因素推动下，我们预计 26 年国内电动车销量可达 1460 万辆，同比+5.2%，动力电池实际需求 860GWh，同比+17%。海外方面，欧洲政策加码及新兴市场电动化率广阔，我们预计 2026 年海外电动车销量 883 万辆，同比+24%，动力电池实际需求 499 GWh，同比增长 21.7%。

## 1.2. 储能：全球需求广阔，出货增速领先

我们预计 26 年全球储能电池需求超 1000gwh，同增 60%。在新能源强制配储、AI 算力用电增长、可再生能源渗透率提升等因素推动下，我们预计 26 年全球储能电池需求 1024GWh，同增 60%。我们预计 27-29 年全球储能装机需求增速均超 20%，系全球能源转型持续推进、新能源并网刚需增长、主要经济体政策与市场化机制落地及 AI 数据中心带来新增用电需求等。分区域看，26 年中国储能电池需求 432GWh，同比+51%，占比 42%。欧洲及其他地区储能电池需求迅速增长，预计 26 年分别为 157、261GWh，

同比+70%、+94%，占比 15%、25%。美国受 AIDC 数据中心配储需求驱动，预计 26 年储能电池需求 174GWh，同比+36%，占比 17%。

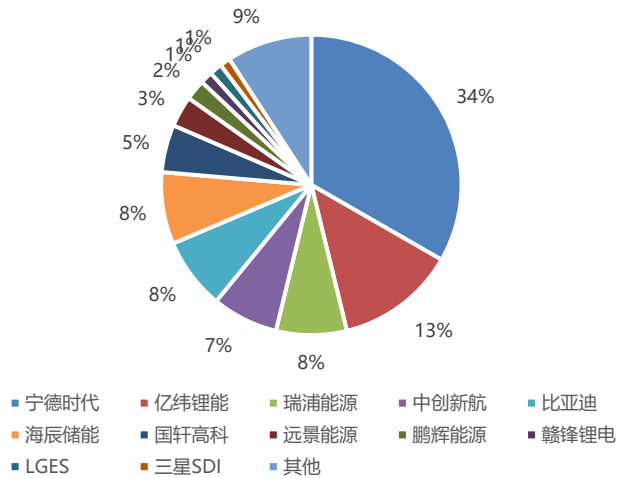
图17：全球储能装机需求

全球市场	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
<b>全球储能装机需求 (Gwh)</b>	<b>211.9</b>	<b>361.2</b>	<b>611</b>	<b>812.1</b>	<b>1036.7</b>	<b>1261.7</b>	<b>1529.2</b>
-储能装机增速	67%	70%	86%	33%	28%	22%	21%
<b>-放大比例</b>	<b>155%</b>	<b>177%</b>	<b>168%</b>	<b>165%</b>	<b>157%</b>	<b>155%</b>	<b>150%</b>
<b>全球储能出货量 (Gwh)</b>	<b>329</b>	<b>641</b>	<b>1024</b>	<b>1340</b>	<b>1630</b>	<b>1959</b>	<b>2300</b>
-储能出货增速	61%	95%	60%	31%	22%	20%	17%
<b>其中储能出货量：分区域</b>							
<b>美国 (Gwh)</b>	<b>88</b>	<b>128</b>	<b>174</b>	<b>213</b>	<b>257</b>	<b>327</b>	<b>435</b>
-增速	49%	46%	36%	22%	21%	27%	33%
-占比	27%	20%	17%	16%	16%	17%	19%
<b>中国 (Gwh)</b>	<b>144</b>	<b>286</b>	<b>432</b>	<b>536</b>	<b>590</b>	<b>656</b>	<b>734</b>
-增速	86%	98%	51%	24%	10%	11%	12%
-占比	44%	45%	42%	40%	36%	33%	32%
<b>欧洲 (Gwh)</b>	<b>44</b>	<b>92</b>	<b>157</b>	<b>222</b>	<b>276</b>	<b>331</b>	<b>391</b>
-增速	39%	111%	70%	41%	24%	20%	18%
-占比	13%	14%	15%	17%	17%	17%	17%
<b>其他地区 (Gwh)</b>	<b>53</b>	<b>134</b>	<b>261</b>	<b>368</b>	<b>507</b>	<b>646</b>	<b>741</b>
-增速	46%	153%	94%	41%	38%	27%	15%
-占比	16%	21%	25%	27%	31%	33%	32%

数据来源：EIA，东吴证券研究所预测

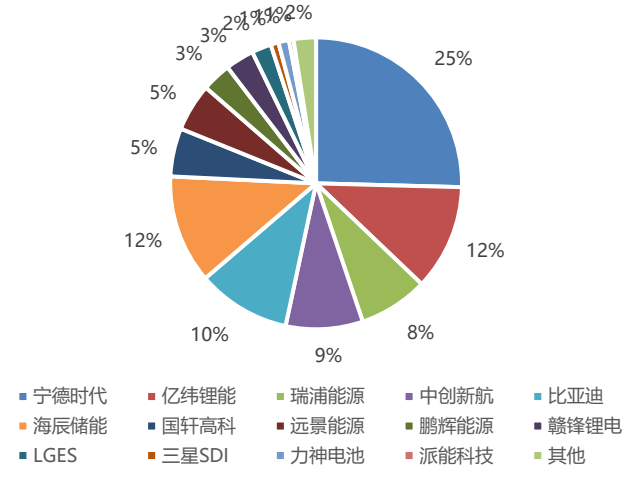
全球储能电池竞争格局方面，宁德时代 25 年份额降低，预计 26 年份额有望修复。25 年，宁德储能电池份额为 25%，同比-9pct。二线厂商及部分新兴厂商份额提升较快，亿纬锂能、瑞浦兰钧、中创新航、比亚迪、海辰储能、国轩高科、远景能源 25 年份额为 12%/8%/9%/10%/12%/5%/5%，同比-1pct/+0pct/+1pct/+3pct/+4pct/+0pct/+2pct。随着 26 年宁德储能扩产加速，份额有望强势回归。

图18：2024 年全球储能电池竞争格局



数据来源：鑫椏锂电，东吴证券研究所

图19：2025 年全球储能电池竞争格局



数据来源：鑫椏锂电，东吴证券研究所

**储能扩产加速，宁德时代出货增速领先。**26 年宁德时代储能电池出货预计达 280GWh，同比增长约 87%，增速显著高于行业平均水平。随着济宁二期 120GWh 产能逐步投产、国内产能布局推进及核心客户订单放量，宁德时代在产能释放速度、规模优势及交付稳定性方面持续领先，有望在 26 年实现储能市场份额的明显修复与提升。

图20：全球主流厂商储能电池出货量

GWh	2023 年	2024 年	2025 年	同比	2026 年 E	同比
宁德时代	69	93	150	51%	280	87%
比亚迪	25	30	55	67%	90	64%
亿纬锂能	26	51	78	53%	130	67%
中创新航	8	25	45	80%	70	56%
瑞浦兰钧	15	22	45	104%	65	44%
厦门海辰	18	34	65	79%	100	54%
湖北储能		20	70	250%	120	71%
国轩高科		19	30	59%	45	50%
欣旺达		2	12	500%	20	67%
鹏辉能源		9	25	178%	50	100%
远景能源		11	30	173%	40	33%
派能科技		2	4	153%	8	100%
南都电源		3	8	168%	8	0%
赣锋锂电		8	30	275%	40	33%
LG		5	10	122%	20	100%
三星		4	5	35%	7	40%
主流厂商合计		336	641	91%	1,093	71%

数据来源：EIA，东吴证券研究所预测

图21：宁德时代产能规划（GWh）

持股	基地	规划产能	2020有效	2021有效	2022有效	2023有效	2024有效	2025有效	2026有效	2027有效
独资	福建宁德	320	51	81	120	140	160	180	260	260
	江苏溧阳	220	5	18	44	67	72	112	157	202
	江西宜春	50			20	30	40	50	50	50
	青海西宁	50	2	5	14	15	15	15	15	15
	四川宜宾	240			61	80	120	150	200	240
	贵州贵阳	60				20	30	30	30	30
	河南洛阳	120						15	90	120
	山东济宁	160						20	110	145
	广东肇庆	150				20	25	25	50	50
	福建厦门	150				12	15	30	60	110
	福建泉州	60								0
	福建罗源	40								20
	山东东营	40								40
	江苏盐城	20								0
	云南昆明	20								10
	德国图林根	14				4	10	14	14	14
	匈牙利	100							20	40
	西班牙	50								
	印尼	15							7	15
	美国	50								
	<b>合计</b>	<b>1929</b>	<b>58</b>	<b>104</b>	<b>259</b>	<b>388</b>	<b>487</b>	<b>641</b>	<b>1063</b>	<b>1361</b>
合资	时代一汽（一期）	20			5	10	20	20	20	20
	时代一汽（二期）	20					5	10	10	10
	时代吉利（一期）	15			5	14	14	14	14	14
	时代吉利（二期）	15							3	10
	时代长安（一期）	30						10	30	30
	时代长安（二期）	25								10
	时代北汽	15							5	15
	时代广汽	10			7	9	9	9	9	9
	时代上汽	36	7	28	20	28	32	32	32	32
	东风时代	10			7	9	9	9	9	9
	<b>合计</b>	<b>196</b>	<b>7</b>	<b>28</b>	<b>44</b>	<b>70</b>	<b>89</b>	<b>104</b>	<b>132</b>	<b>159</b>
	<b>独资+合资合计</b>	<b>2125</b>	<b>65</b>	<b>132</b>	<b>302</b>	<b>457</b>	<b>576</b>	<b>745</b>	<b>1195</b>	<b>1520</b>

数据来源：公司公告，东吴证券研究所预测

总结：我们预计宁德 26 年电池销量 912GWh，27 年 1128GWh，增量来自储能和商用车。预计宁德时代 26 年电池销量 912GWh，同比+41%，其中动力销量 632GWh，

同比+27%，国内乘用车销量 334GWh，国内商用车销量 160GWh，海外销量 138GWh，预计 26 年储能系统销量 280GWh，同比+87%，其中国内储能销量 130GWh，国外储能销量 150GWh。我们预计 26 年宁德排产 1.1TWh，同比+40-50%。

图22：宁德时代 2024-2027 年出货量预测

	2024 年	2025 年	2026 年 E	2027 年 E
<b>动力电池系统</b>				
销量 (gwh)	381	496.5	631.95	749.81
YoY	19%	30%	27%	19%
国内 (gwh)	310	390	494	580
国内乘用车 (gwh)	250	290	334	364
-三元 (gwh)	135	129	133	138
-铁锂 (gwh)	115	161	200	225
国内商用车 (gwh)	60	100	160	216
海外 (gwh)	71	107	138	170
-三元 (gwh)	70	101	129	153
-铁锂 (gwh)	1	5	10	17
<b>储能系统</b>				
销量 (GWh)	93	150	280	378
YoY	35%	61%	87%	35%
国内储能 (GWh)	35	65	130	191
海外储能 (GWh)	58	85	150	188
<b>合计</b>				
电池销量(gwh)	474	646.5	912	1,127.80
YoY	22%	36%	41%	24%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所预测

### 1.3. 远期：动力空间约 7TWh+，储能空间约 5TWh+

我们预计全球电动车远期空间 9313 万辆，装机量 7005GWh。我们预计 2030 年，全球新能源车销量 4182 万辆，乘用车单车带电量 61.9KWh，对应电池需求 3TWh+。完全电动化水平下，预计 2060 年全球新能源车销量 9300 万辆+，乘用车单车带电量 66.9KWh，对应电池需求 7TWh+。我们预计 2030-2060 年全球新能源车销量 CAGR 约为 2.7%，主要由于全球碳中和目标持续推进、主要经济体推出电动化补贴政策、新能源车经济性持续提升、充电与能源配套不断完善，支撑新能源车销量长期增长。

图23：电动车远期空间预测

	2025	2030E	远期
国内新能源乘用车销量 (不含出口, 万辆)	1154	1849	2600

<b>YoY</b>	<b>10%</b>	<b>9%</b>	
国内电动化率 (不含出口)	44%	61%	87%
国内单车带电量 (KWh)	40.4	43.9	50
欧洲新能源乘用车销量 (万辆)	405.1	731.6	1700
<b>YoY</b>	<b>30%</b>	<b>10%</b>	
欧洲电动化率	25%	40%	85%
美国新能源乘用车销量 (万辆)	252.8	759.1	1700
<b>YoY</b>	<b>40%</b>	<b>10%</b>	
美国电动化率	15%	39%	85%
其他国家新能源乘用车销量 (万辆)	147.6	482.2	2400
<b>YoY</b>	<b>39%</b>	<b>28%</b>	
其他国家电动化率	6%	18%	80%
海外单车带电量 (kWh)	59.5	68.2	70
海外装机需求 (GWh)	479.2	1345.1	6265
<b>全球新能源乘用车销量 (万辆)</b>	<b>1,960</b>	<b>3,822</b>	<b>8,400</b>
<b>YoY</b>	<b>19%</b>	<b>11%</b>	
<b>全球乘用车电动化率</b>	<b>24%</b>	<b>40%</b>	<b>82%</b>
<b>全球单车带电量 (KWh)</b>	<b>52.8</b>	<b>61.9</b>	<b>66.9</b>
<b>全球乘用车电池装机需求 (GWh)</b>	<b>1,034</b>	<b>2,366</b>	<b>5,620</b>
国内新能源商用车销量 (不含出口, 万辆)	69	275	403
<b>YoY</b>	<b>45%</b>	<b>29%</b>	
国内电动化率 (不含出口)	14.92%	53.30%	78.25%
国内单车带电量 (KWh)	109	113	115
国内商用车电池装机需求 (GWh)	113	479	732
欧洲新能源乘商用车销量 (万辆)	11.8	47.8	146
<b>YoY</b>	<b>52%</b>	<b>20%</b>	<b>0%</b>
欧洲电动化率	6%	23%	76%
欧洲单车带电量 (KWh)	77.3	83.7	91.8
欧洲商用车电池装机需求 (GWh)	9.1	40	134
美国新能源商用车销量 (万辆)	2	13.6	36
<b>YoY</b>	<b>300%</b>	<b>33%</b>	<b>0%</b>
美国电动化率	4%	23%	61%
美国单车带电量 (KWh)	850	684.9	538.9
美国商用车电池装机需求 (GWh)	17	92.9	194
其他国家新能源商用车销量 (万辆)	8	24	326
<b>YoY</b>	<b>16%</b>	<b>25%</b>	
其他国家电动化率	2%	5%	64%
其他国家单车带电量 (KWh)	140.5	224.5	91.8
其他国家商用车电池装机需求 (GWh)	11	50	322
<b>全球新能源商用车销量 (万辆)</b>	<b>90</b>	<b>360</b>	<b>913</b>
<b>全球商用车电动化率</b>	<b>9%</b>	<b>28%</b>	<b>70%</b>
<b>全球商用车电池装机需求 (GWh)</b>	<b>149</b>	<b>663</b>	<b>1385</b>
<b>全球新能源车销量 (万辆)</b>	<b>2050</b>	<b>4182</b>	<b>9313</b>
<b>全球新能源车电池装机需求 (GWh)</b>	<b>1184</b>	<b>3029</b>	<b>7005</b>

数据来源：公司公告，东吴证券研究所预测

我们预计 30 年储能出货量 2351GWh，远期为 5000GWh，26-30 年复合增速预计维持 30%左右。我们预计 26 年全球储能出货量 1024GWh，增速为 60%，其中国内增速升至 51%，海外增速升至 67%。由于全球能源转型持续深化、风光装机高增带来刚性配储需求、国内外政策与电力市场化机制不断完善、AI 数据中心等新场景快速放量，我们预计 26-30 年全球储能维持 20-60%增速，其中国内增速 10-51%，海外增速 24-67%，30 年储能出货量预计约 2351GWh，终局对应装机需求约 5000GWh。

图24：储能远期空间预测

全球市场	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
<b>1.光伏合计</b>									
新增光伏装机 (Gw)	18.4	43.4	67.6	112.5	170.6	224.2	271.8	326.6	389.7
合计当年新增储能 (Gwh)	36.48	92.3	166.15	301.68	502.5	708.39	907.72	1,101.67	1,330.38
-增速	87%	153%	80%	82%	67%	41%	28%	21%	21%
<b>2.风电</b>									
新增风电装机 (Gw)	89	134	142	165	177	188	200	207	215
合计当年新增储能 (Gwh)	1.33	3.05	5.25	10.97	13.6	17.08	21.3	25.96	31.35
-增速	285.79%	129.87%	72.37%	108.81%	24.03%	25.55%	24.75%	21.83%	20.78%
储能累计装机 (Gw)	0.6	2.1	5	11.5	19	27.3	36.6	47	58.5
<b>3.其他储能需求</b>									
工商业等其他储能 (Gwh)	2	4	8	12	21	31	40	51	66
基站服务等备用储能 (Gwh)	18.2	21.7	25.3	29.5	32.6	36.2	40.2	44.8	50
<b>储能需求合计</b>									
全球储能装机需求 (Gwh)	61.5	126.8	211.9	361.2	582.7	812.1	1036.8	1261.7	1529.2
-储能装机增速	46%	106%	67%	70%	61%	39%	28%	22%	21%
-放大比例	206%	161%	155%	177%	176%	167%	157%	155%	154%
全球储能出货量 (Gwh)	127	204	329	641	1,024	1,357	1,630	1,959	2,351
-储能出货增速	104%	61%	61%	95%	60%	33%	20%	20%	20%
<b>其中储能出货量：分区域</b>									
<b>中国 (Gwh)</b>	39	77	144	286	432	536	590	656	734
-增速	112%	99%	86%	98%	51%	24%	10%	11%	12%
-占比	31%	38%	44%	45%	42%	40%	36%	33%	31%
<b>海外 (Gwh)</b>	88	127	185	355	592	821	1040	1303	1617
-增速	101%	45%	46%	92%	67%	39%	27%	25%	24%
-占比	69%	62%	56%	55%	58%	60%	64%	67%	69%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所预测

我们预计工程作业车 2030 年需求 263GWh, 同比+24%, 远期需求空间约 900GWh, 主要系矿山、港口、园区、非道路机械电动化加速推进、政策强制新能源化与无人化改造、运营经济性显著提升以及海外新兴市场需求放量。工程作业车、船舶、短途飞机电动化, 远期预计可带来 1000GWh 增量需求, 其中主力为工程作业车 (约 900GWh)。预计 2030 年工程机械全球需求 263GWh, 同比+24%, 其中国内需求 74GWh, 同比+12%, 海外需求 189GWh, 同比+29%; 预计远期工程机械全球需求 895GWh, 其中国内需求 173GWh, 海外需求 722GWh。

图25: 工程作业车远期空间预测

工程机械	2025E	2030E	远期
<b>全球(GWh)</b>	<b>65</b>	<b>263</b>	<b>895</b>
同比增速	40%	24%	-
<b>中国(GWh)</b>	<b>33</b>	<b>74</b>	<b>173</b>
同比增速	23%	12%	-
叉车 (GWh)	23	36	45
销量 (万辆)	122	135	150
电动销量 (万辆)	90	120	150
电动化渗透率	74%	89%	100%
带电量 (KWh)	25	30	30
高空升降平台 (GWh)	5	6	6
销量 (万辆)	21	24	25
电动销量 (万辆)	21	24	25
电动化渗透率	96%	100%	100%
带电量 (KWh)	25	25	25
挖机 (GWh)	1	14	66
销量 (万辆)	21	24	50
电动销量 (万辆)	1	11	40
电动化渗透率	3%	45%	79%
平均带电量 (KWh)	114	134	166
装载机 (GWh)	2	8	36
销量 (万辆)	11	13	20
电动销量 (万辆)	1.1	3.3	13.2
电动化渗透率	10%	26%	66%
平均带电量 (KWh)	232	249	275
其他 (GWh)	3	10	20
同比增速	30%	30%	-
<b>海外(GWh)</b>	<b>31</b>	<b>189</b>	<b>722</b>
同比增速	65%	29%	-
叉车 (GWh)	9	35	55
电动销量 (万辆)	37	115	183
电动化渗透率	25%	70%	100%
带电量 (KWh)	25	30	30

高空升降平台 (GWh)	11	18	19
电动销量 (万辆)	45	71	75
电动化渗透率	70%	100%	100%
带电量 (KWh)	25	25	25
挖机 (GWh)	0	54	330
电动销量 (万辆)	0	41	198
电动化渗透率	0%	30%	70%
带电量 (KWh)	114	134	166
装载机 (GWh)	6	54	218
电动销量 (万辆)	2	22	79
电动化渗透率	4%	30%	70%
带电量 (KWh)	232	249	275
其他 (GWh)	5	29	100
同比增速	150%	30%	-

数据来源：公司公告，东吴证券研究所预测

我们预计 30 年消费全球需求预计 113GWh。26-30 年复合增速预计维持 3-5%。预计 26 年全球消费需求预计 96GWh，维持 5% 增速，其中国内增速预计 9%，海外增速预计 1%，26-30 年全球消费维持 3-5% 左右增速，其中国内增速 3-9%，海外增速 1-4%，30 年全球需求预计 113GWh。

图26：消费锂电远期空间预测

消费锂电	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
<b>全球</b>	<b>95</b>	<b>91</b>	<b>96</b>	<b>101</b>	<b>105</b>	<b>109</b>	<b>113</b>
同比增速	-10%	-4%	5%	5%	4%	4%	3%
手机 (GWh)	18	17	19	20	20	21	22
同比增速	-11%	-2%	6%	6%	4%	4%	4%
销量 (百万台)	1206	1170	1229	1290	1329	1368	1410
带电量 (mAh)	4000	4040	4080	4121	4162	4204	4246
笔电 (GWh)	12	11	12	13	13	14	14
同比增速	-22%	-8%	9%	8%	4%	4%	3%
销量 (百万台)	186	163	176	189	194	200	204
带电量 (wh)	62	65	66	66	67	68	68
平板 (GWh)	5	4	5	5	5	5	5
同比增速	-1%	-10%	7%	6%	3%	3%	3%
销量 (百万台)	163	142	151	158	161	164	168
带电量 (mAh)	8160	8405	8489	8574	8659	8746	8834
可穿戴 (GWh)	8	8	10	12	14	16	18
同比增速	-5%	8%	16%	21%	21%	14%	11%
销量 (百万台)	492	504	580	667	767	843	911
带电量 (wh)	16	16	16	17	18	19	19

海外	48	45	45	46	47	49	51
同比增速	1%	-7%	1%	3%	2%	4%	3%
占比	50%	49%	47%	46%	45%	45%	45%
国内	47	47	51	55	58	60	62
同比增速	-19%	-1%	9%	7%	6%	4%	3%
占比	50%	51%	53%	54%	55%	55%	55%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所预测

我们预计船舶远期增量需求 39GWh。我们预计 2026 年全球船舶需求 3GWh，同比+50%，其中国内需求 1.1GWh，同比+41%，海外需求 2GWh，同比+55%。我们预计远期全球船舶需求 39GWh，其中国内需求 17.9GWh，海外需求 21.3GWh，主要系全球航运绿色低碳转型加速、国内外新能源船舶政策强制推广与补贴落地、内河及近岸船舶电动化经济性显著提升、充换电基础设施逐步完善等。

图27：船舶远期空间预测

船舶	2024	2025	2026E	远期
<b>全球船舶需求 (GWh)</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>39</b>
同比增速	73%	54%	50%	-
国内船舶需求 (GWh)	0.5	0.7	1.1	17.9
同比增速	57%	41%	41%	-
内河船舶 (GWh)	0.1	0.2	0.2	14.7
中国内河船舶交付量 (艘)	400	400	400	1000
电动渗透率	10%	13%	16%	80%
电动内河船舶销量 (艘)	40	52	64	800
纯电比例	10%	11%	14%	70%
纯电单船带电量 (KWh)	15000	15000	16000	25000
插混单船带电量 (KWh)	1700	1800	1800	3000
游艇 (GWh)	0.4	0.6	0.8	3.2
中国游艇交付量 (艘)	2396	2635	2899	5000
电动渗透率	26%	30%	34%	70%
电动游艇船舶销量 (艘)	623	791	986	3500
纯电比例	70%	70%	80%	90%
纯电单船带电量 (KWh)	900	1000	1000	1000
插混单船带电量 (KWh)	90	100	100	100
海外船舶需求 (GWh)	0.8	1.3	2	21.3
同比增速	85%	62%	55%	-
短途船舶 (GWh)	0	0.1	0.1	8.6
海外短途船舶交付量 (艘)	267	267	267	667
海外交付量占比	40%	40%	40%	40%
电动化率	5%	7%	10%	70%
电动船舶销量 (艘)	13	19	27	467
纯电比例	10%	11%	14%	70%
纯电单船带电量 (KWh)	15000	15000	16000	25000

插混单船带电量 (KWh)	1700	1800	1800	3000
游艇 (GWh)	0.8	1.2	1.9	12.7
海外游艇交付量 (艘)	9583	10542	11596	20000
海外交付量占比	80%	80%	80%	80%
电动渗透率	12%	16%	20%	70%
电动游艇船舶销量 (艘)	1150	1687	2319	14000
纯电比例	70%	70%	80%	90%
纯电单船带电量 (KWh)	900	1000	1000	1000
插混单船带电量 (KWh)	90	100	100	100

数据来源：公司公告，东吴证券研究所预测

我们预计飞机远期增量需求接近 100GWh。我们预计 2026 年全球 eVTOL 需求 1.4GWh，同比+95%，国内 eVTOL 销量 0.2 万辆，对应需求 0.3GWh。我们预计 2030 年全球 eVTOL 需求 10.6GWh，同比+96%，其中国内需求 2.1GWh；预计 2050 年全球 eVTOL 需求 98.4GWh，其中国内需求 19.7GWh，主要系国内外低空空域开放与适航政策逐渐落地、高能量密度电池技术持续突破、整机成本与运营经济性不断改善等支撑 eVTOL 中长期需求。

图28：飞机远期空间预测

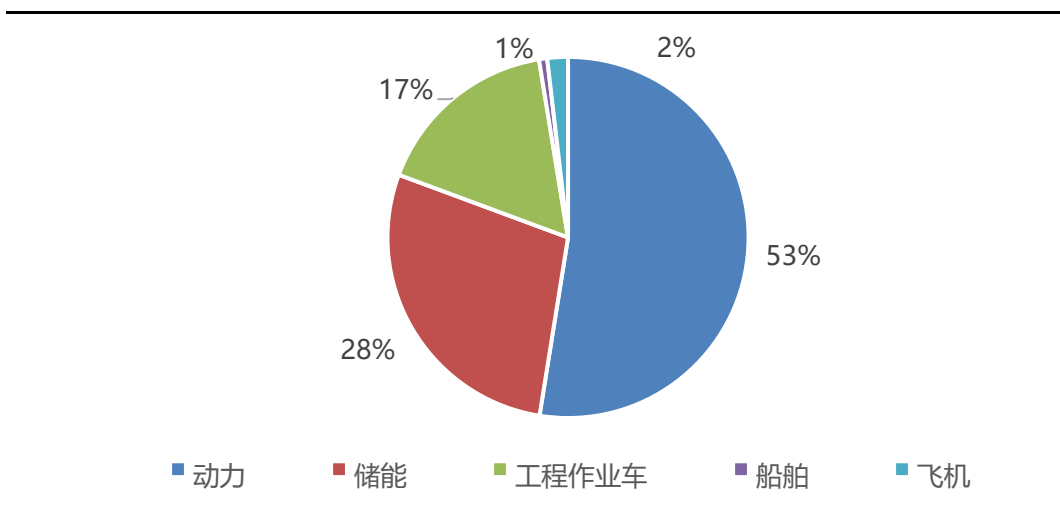
飞机	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2050E
全球 eVTOL (GWh)	0.7	1.4	1.9	3.6	5.4	10.6	98.4
同比增速		95%	32%	96%	48%	96%	-
<b>1.国内出行需求</b>							
40KM 以上 200km 以下公共出行需求 (亿单)	50	55	61	67	73	81	214
eVTOL 渗透率 (%)	0.01%	0.02%	0.03%	0.06%	0.10%	0.19%	1.00%
eVTOL 出行需求 (亿单)	0	0	0	0	0.1	0.2	2.1
单日飞行次数 (次)	2	2	3	3	4	4	6
eVTOL 需求量 (万辆)	0.1	0.1	0.2	0.4	0.5	1	9.8
带电量 (KWh)	200	200	200	200	200	200	200
<b>2.国内游览需求</b>							
全国低空游览航线 (条)	20	27	36	49	66	90	400
每条需求	10	10	10	10	10	10	10
空中游览需求 (万辆)	0.02	0.03	0.04	0.05	0.07	0.09	0.4
带电量 (KWh)	40	40	40	40	40	40	40
<b>国内 eVTOL 需求 (万辆)</b>	<b>0.1</b>	<b>0.2</b>	<b>0.2</b>	<b>0.4</b>	<b>0.6</b>	<b>1.1</b>	<b>10.2</b>
<b>国内 eVTOL (GWh)</b>	<b>0.1</b>	<b>0.3</b>	<b>0.4</b>	<b>0.7</b>	<b>1.1</b>	<b>2.1</b>	<b>19.7</b>
中国占比	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
<b>全球 eVTOL (GWh)</b>	<b>0.7</b>	<b>1.4</b>	<b>1.9</b>	<b>3.6</b>	<b>5.4</b>	<b>10.6</b>	<b>98.4</b>
全球短途飞机 (GWh)	0	0	0	0.063	0.161	0.332	24.643
同比增速							-
客机数量 (万辆)	2.9	2.9	3	3.1	3.2	3.3	4.9

混动渗透率 (%)	0.20%	0.50%	1.00%	50.00%
混动数量 (万辆)	0.006	0.016	0.033	2.464
混动带电量 (KWh)	1000	1000	1000	1000

数据来源：公司公告，东吴证券研究所预测

**总结：远期全球锂电需求 12TWh，我们预计宁德时代电池空间可达约 5TWh，其中动力、储能、工程作业车、船舶领域占比分别为 53%、28%、17%、1%、2%，预计宁德时代在动力全球市占率可达 40%，储能市占率 30%，其他领域市占率 40%。**

图29：宁德各领域远期空间占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所预测

## 2. 价：原材料涨幅少，成本顺价快

### 2.1. 成本全方位领先，涨价影响有限

**宁德与二线厂商成本对比：全方位领先。**同等铁锂电芯，宁德生产的 Bom 成本低 2 分/wh，制造成本低 1 分/wh（不考虑折旧差异）。宁德能量密度高，对应材料单耗低 2-5%，采购价格低 5-10%，25 年底材料企业对二线电池涨价落地，宁德尚未落地，涨价有难度，反映出其强大的供应链议价能力。宁德良率基本 97-98%，比二线企业高 2-3pct，且同等产品宁德定价高 5-10%。因此，宁德时代在原材料上涨周期中能够有效缓冲成本压力，当原材料价格上涨时，宁德时代可以比竞争对手涨得更少甚至不涨。

图30：宁德与二线厂商成本对比

磷酸铁锂	2026：铁锂（宁德）					2026：铁锂（二线）				
	单位用量	单位	单位价格	单位成本	单位成本	单位用量	单位	单位价格	单位成本	单位成本

电芯原材料成本	(万)	(元/wh)	占比	(万)	(元/wh)	占比				
正极材料	2178	t	4.77	0.09	37%	2243	t	4.94	0.1	38%
-正极加工费	2178	t	0.55	0.01	4%	2243	t	0.6	0.01	5%
-磷酸铁	2178	t	1.1	0.02	9%	2243	t	1.1	0.02	8%
正极集流体 (铝箔)	343	t	3.55	0.01	4%	353	t	3.65	0.01	4%
-铝箔加工费	347	t	1.6	0	2%	357	t	1.7	0.01	2%
-铝价	347	t	2	0.01	2%	357	t	2	0.01	2%
负极活性物质 (石墨)	931	t	1.65	0.01	6%	959	t	1.7	0.01	6%
负极集流体 (铜箔)	539	t	11.7	0.06	23%	555	t	11.8	0.06	22%
-铜箔加工费	545	t	1.7	0.01	3%	561	t	1.8	0.01	3%
-铜价	545	t	10	0.05	19%	561	t	10	0.05	19%
电解液	1268	t	2.72	0.03	12%	1306	t	2.84	0.03	13%
-六氟磷酸铁锂	152	t	12	0.02	7%	157	t	13	0.02	7%
隔膜 (湿法涂覆)	1735	万 m2	0.95	0.01	6%	1787	万 m2	1	0.02	6%
壳体&辊压膜及其他	1	套	0	0.02	8%	1	套	0	0.02	8%
电芯材料成本合计(元/wh)			0.25		100%			0.26		100%
碳酸锂 (正极+电解液含量)	561	t	13	0.07	29%	578	t	13.5	0.08	30%
电费	3,000	万 kwh	0.4	0.01		3,500	万 kwh	0.4	0.01	
人工	60	人	10	0.01		75	人	10	0.01	
折旧(元/wh)	1	亿		0.02		1	亿		0.01	
其他				0.01					0.01	
电芯材料制造成本合计(元/wh)			0.05					0.04		
合格率			98.00%					95.00%		
产能利用率			100.00%					100.00%		
电芯成本合计 (元/wh) , 不含税)			0.301					0.318		
电芯毛利率			20%					12%		
电芯售价 (含税, 元/wh)			0.408					0.403		

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

原材料涨价，宁德理论成本上涨 7 分/wh，涨幅低于二线。25 年中低点，铁锂电芯成本 0.23 元/wh（不含税），其中 BOM 成本 0.19 元/wh；26 年对于宁德实质性涨价影响比较大的是碳酸锂、电解液、铜，按照碳酸锂 15 万（成本上涨 5 分），六氟 12 万（成本上涨 1 分），铜箔 11.7 万/吨（成本上涨 1 分），测算对应电芯成本 0.3 元/wh，其中 BOM 成本 0.26 元/wh，上涨 7 分（不含税），而二线电池企业成本上涨更高。

图31：材料涨价对成本影响测算

磷酸铁锂	2025：铁锂				2026：铁锂（中性涨价）			
	单位用量	单位	单位价格	单位成本	单位价格	上涨	单位成本	上涨
电芯原材料成本			(万)	(元/wh)	(万)	(万/吨)	(元/wh)	(元/wh)
正极材料	2200	t	2.9	0.06	5.3	2.31	0.1	0.04
-正极加工费	2200	t	1.5	0.03	1.65	0.15	0.03	0
-碳酸锂 (正极+电解液含量)	566	t	6	0.03	15	9	0.08	0.05
铝箔	350	t	3.3	0.01	3.55	0.25	0.01	0
-铝箔加工费	350	t	1.5	0	1.6	0.1	0	0

-铝价	350	t	1.8	0.01	2	0.2	0.01	0
铜箔	550	t	9.5	0.05	11.7	2.2	0.06	0.01
-铜箔加工费	550	t	1.5	0.01	1.7	0.2	0.01	0
-铜价	550	t	8	0.04	10	2	0.05	0.01
电解液	1274	t	1.8	0.02	2.72	0.92	0.03	0.01
-六氟磷酸铁锂	153	t	6	0.01	12	6	0.02	0.01
主要材料合计成本 (元/wh)	0.13			0.2			0.07	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所预测

## 2.2. 储能新订单价格传导快，车企承担成本上涨压力

**定价机制：碳酸锂定价锚定期货和现货当月均价，传导较快。** 锂矿包销合同、碳酸锂长协均锁量不锁价，价格随行就市，参考期货和现货价格，月度定价，叠加产业链库存底，价格传导快，电池企业碳酸锂采购价明显提升。碳酸锂价格每上涨 1 万对应电芯成本上涨 0.6 分/wh，17 万碳酸锂对应电芯价格 0.4 元/wh 左右，上涨 30%：碳酸锂价格从 25 年底部 6 万上涨至当前 15 万元/吨水平，叠加其他材料价格小幅上涨，电池成本上涨 7 分/wh（不含税），若按照 12% 的电芯毛利率，电池售价为 0.38 元/wh，上涨近 0.1 元/wh。

图32：碳酸锂价格对应铁锂电芯售价弹性测算（中游材料中性价格）

	电芯企业毛利率				
	0.384	8%	10%	12%	15%
碳酸锂价格（万/吨）	6	0.32	0.32	0.33	0.34
	7	0.32	0.33	0.34	0.34
	8	0.33	0.34	0.34	0.35
	9	0.34	0.34	0.35	0.36
	10	0.34	0.35	0.35	0.36
	11	0.35	0.35	0.36	0.37
	12	0.35	0.36	0.37	0.38
	13	0.36	0.37	0.37	0.38
	14	0.36	0.37	0.38	0.39
	15	0.37	0.38	0.38	0.39
	16	0.38	0.38	0.39	0.40
	17	0.38	0.39	0.40	0.41
	18	0.39	0.39	0.40	0.41
	19	0.39	0.40	0.41	0.42
	20	0.40	0.41	0.41	0.42
	21	0.40	0.41	0.42	0.43
22	0.41	0.42	0.43	0.44	
23	0.42	0.42	0.43	0.44	

数据来源：SMM，东吴证券研究所

新订单价格传导快，老订单占比低，影响有限。储能电芯新订单可及时传导碳酸锂涨价，最新价格接近 4 分/wh，但老订单（如 25Q4 签订的合同）尚未传导涨价，仍在谈判，宁德作为龙头，话语权强，价格传导顺畅，且老订单规模较小，预计影响有限。价格方面，电池价格每涨 2 分，对应 irr 下降 1pct，国内储能项目平均收益率 8-10%。考虑其他材料上涨，碳酸锂价格超过 15 万/吨，一定比例项目受影响（电芯价格+8 分，irr 下降 4pct）；超过 20 万/吨，较大比例项目受到影响（电芯价格+0.12 元，irr 下降 6pct）。我们对碳酸锂价格判断，12 万产业链上中下游均可获得合理利润，储能业主和系统集成商均可接受；15 万是分界点，国内中等偏下项目收益率开始受影响，若超过 20 万，较大比例项目将延期，预计碳酸锂价格中枢 15 万/吨，阶段性突破 15-20 万/吨。

图33：碳酸锂价格对于储能 irr 弹性测算（甘肃为例）

储能电站 irr		储能电站年运行天数						
	8.60%	270	280	290	300	310	320	330
电芯价格（元/wh）	0.26	9.4%	10.3%	11.2%	12.1%	13.0%	13.8%	14.7%
	0.27	8.7%	9.6%	10.5%	11.4%	12.2%	13.1%	13.9%
	0.28	8.1%	8.9%	9.8%	10.6%	11.5%	12.3%	13.2%
	0.29	7.4%	8.3%	9.1%	10.0%	10.8%	11.6%	12.4%
	0.3	6.8%	7.7%	8.5%	9.3%	10.1%	10.9%	11.7%
	0.31	6.2%	7.0%	7.9%	8.7%	9.5%	10.3%	11.0%
	0.32	5.7%	6.5%	7.3%	8.1%	8.8%	9.6%	10.4%
	0.33	5.1%	5.9%	6.7%	7.5%	8.2%	9.0%	9.8%
	0.34	4.6%	5.4%	6.1%	6.9%	7.7%	8.4%	9.2%
	<b>0.35</b>	<b>4.1%</b>	<b>4.8%</b>	<b>5.6%</b>	<b>6.4%</b>	<b>7.1%</b>	<b>7.9%</b>	<b>8.6%</b>
	0.36	3.6%	4.3%	5.1%	5.8%	6.6%	7.3%	8.0%
	0.37	3.1%	3.9%	4.6%	5.3%	6.1%	6.8%	7.5%
	0.38	2.6%	3.4%	4.1%	4.9%	5.6%	6.3%	7.0%
	0.39	2.2%	2.9%	3.7%	4.4%	5.1%	5.8%	6.5%
	<b>0.4</b>	<b>1.8%</b>	<b>2.5%</b>	<b>3.2%</b>	<b>3.9%</b>	<b>4.6%</b>	<b>5.3%</b>	<b>6.0%</b>
	0.41	0.3%	1.0%	1.7%	2.3%	3.0%	3.7%	4.3%
	0.42	0.3%	1.0%	1.7%	2.3%	3.0%	3.7%	4.3%
0.43	0.3%	1.0%	1.7%	2.3%	3.0%	3.7%	4.3%	
0.44	0.3%	1.0%	1.7%	2.3%	3.0%	3.7%	4.3%	

数据来源：SMM，东吴证券研究所

面对原材料价格上涨，宁德时代能够将成本压力顺畅传导至下游，最终由车企承担大部分成本增量。电池企业与车企采用金属联动定价方式：基本 1-3 个月调整一次，因此电池企业向车企顺价较及时和顺畅。车企承担大部分成本上涨，盈利受挤压：对于插

电车型，单车带电量 20kwh，碳酸锂价格上涨 10 万，对应单车成本上涨 1000 元+；对于纯电车型，单车带电量 60kwh，碳酸锂价格上涨 10 万，对应单车成本上涨 3000 元+；对于重卡，单车带电量 400kwh，碳酸锂上涨 10 万，对应单车成本上涨 2 万+。**26 年整体车市竞争仍激烈，成本上涨部分仍由车企承担。**另外，铜（单车 80kg，成本上涨 1200 元）、铝（单车 200kg，成本上涨 600 元）、存储（成本上涨 1200 元），合计影响 3k 元，而经济型车型，此前单车利润基本为 0.2-0.3 万元/辆，车企盈利压力大增。另外，购置税优惠退坡（单车少 5k）、以旧换新补贴结构性调整（中低端车单车少小几千），预计传导到消费者。

图34：对乘用车单车成本影响

	纯电	插电
单车带电量 (kwh)	60	20
碳酸锂价格 (万/吨)	6	6
情景一		
电池 Pack 售价 (元/wh)	0.5	0.5
电池单车成本 (万/辆, 含税)	3	1
情景二		
碳酸锂价格 (万/吨)	16	16
电池 Pack 售价 (元/wh)	0.56	0.56
电池单车成本 (万/辆, 含税)	3.33	1.11
成本上升 (万/辆)	0.33	0.11

数据来源：SMM，公司公告，东吴证券研究所

图35：对电动重卡单车成本影响

	重卡	轻卡
单车带电量 (kwh)	400	100
碳酸锂价格 (万/吨)	6	6
情景一		
电池 Pack 售价 (元/wh)	0.5	0.5
电池单车成本 (万/辆, 含税)	20	5
情景二		
碳酸锂价格 (万/吨)	16	16
电池 Pack 售价 (元/wh)	0.56	0.56
电池单车成本 (万/辆, 含税)	22.2	5.55
成本上升 (万/辆)	2.2	0.55

数据来源：SMM，公司公告，东吴证券研究所

### 3. 利：供应链布局完善，盈利优势有望扩大

#### 3.1. 盈利维持稳定，领先优势扩大

宁德与二线厂商的盈利差距维持，此轮涨价后可能扩大。我们预计 26 年宁德电池盈利基本维持 8-9 分/wh，二线头部盈利 2 分/wh，且宁德质保金足额计提 3.5%、折旧加速计，实际领先幅度更明显。此轮原材料涨价，宁德采购价涨幅小和慢，并且向下游顺价，宁德议价能力强，实际涨幅高于二线企业，盈利差距可能扩大。

图36：宁德时代与二线厂商盈利对比

代表公司	单位	2019	2020	2021	2022	2023	2023	2023	2023	2024	2024	2024	2024	2025	2025	2025
		A	A	A	A	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3

宁德时代	出货 (GWh)	40	47	133	289	76	94	100	120	95	110	123	146	122	148	167	
	单价 (元/Wh)	1.08	1	0.89	1.1	1.16	1.07	1.04	0.83	0.79	0.77	0.74	0.69	0.67	0.65	0.64	
	单位净利 (元/Wh)	0.13	0.1	0.08	0.07	0.09	0.1	0.09	0.12	0.09	0.1	0.12	0.08	0.09	0.09	0.09	
亿纬锂能	出货 (GWh)	2.4	4.3	12.8	30.3	9.3	12.4	14.6	18.2	13.5	21	21.9	24.3	22.8	27.3	34.59	
	单价 (元/Wh)	0.83	0.87	0.88	1.03	1.15	0.89	0.8	0.67	0.6	0.52	0.5	0.54	0.52	0.52	0.47	
	单位净利 (元/Wh)	0.03	0.03	0.03	0.01	0.03	0.03	0.04	0.03	0.02	0.01	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	
国轩高科	出货 (GWh)	-	9	15.8	26.8	9	11	11	14	12	15	16	18	18	22	23	
	单价 (元/Wh)	-	0.79	0.7	0.94	0.89	0.79	0.67	0.77	0.71	0.7	0.59	0.64	0.57	0.52	0.48	
	单位净利 (元/Wh)	-	0.02	0	-0.02	0	0	0	0	0.01	0.01	0.01	0.02	0	0.01	0	
欣旺达 (动储)	出货 (GWh)	0.3	1.3	3.5	12.1	2.2	2.8	3	3.8	3.9	4.4	6.8	10.2	6.8	9.3	11	
	单价 (元/Wh)	0.88	0.74	0.94	1.18	1.19	1.16	1.04	0.85	0.78	0.89	0.66	0.55	0.55	0.6	0.6	
	单位净利 (元/Wh)	-	-	-0.28	-0.98	-0.16	-0.08	-0.08	-0.2	-0.11	-0.1	-0.07	-0.02	-0.08	-0.06	-0.04	
欣旺达 (锂电)	收入 (亿元)	-	24.3	41.5	48.5	10.5	13	15	10	15	16.6	16	13.5	17	20	24	
	净利率	-	17%	18%	9%	8%	11%	15%	15%	14%	20%	17%	15%	13%	12%	12%	
	净利润 (亿元)	-	4.09	7.35	4.37	0.84	1.4	2.25	1.5	2.1	3.32	2.72	2	2.21	2.4	2.8	
珠海冠宇	消费收入 (亿元)	51.7	67.4	99	101	22	29	30	28	24	26	30	23	21	31	37	
	出货 (万只)	19,90	26,68	37,37	31,91		6,286	8,800	9,050	9,000	7,800	9,000	10,85	10,47	8,000	12,00	13,50
	净利率	8%	14%	12%	5%	-1%	13%	10%	7%	6%	7%	10%	9%	1%	4%	6%	
蔚蓝锂芯	出货 (亿只)	1.4	2.4	3.9	3.1	0.3	0.5	0.6	0.8	0.8	1	1.2	1.5	1.3	1.8	1.8	
	单位净利 (元/颗)	0.78	1.13	1.36	0.83	-1	0.1	0.3	0.4	0.43	0.5	0.22	0.73	0.38	0.6	0.62	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

宁德时代供应链布局完善，投资收益大增可对冲成本上涨。产业链布局完善、投资收益贡献明显利润。截至 25 年 12 月，宁德时代间接持股洛阳钼业近 25%，预计 25-26 年贡献 44 亿/70 亿投资收益；斯诺威有望 26Q2 复产，当年贡献 5 万吨产量，按照碳酸锂价格 15 万/吨，对应可贡献 30 亿利润。此外，公司持有 13.54%天华新能，合计 26 年资源端有望新增 60 亿+利润。另外公司对中游材料掌控加强，如铁锂环节（持股富临，子公司邦普投产 45 万吨）。

图37：宁德合作公司及产能

资源	合作公司	合作形式	股权	产能
锂	龙蟠科技	宜春龙蟠时代	30%	4万吨电池级碳酸锂/年
	天华新能	合资成立天宜锂业	25%	7.5万吨电池级氢氧化锂/年
	斯诺威矿业	控股	100%	锂精矿 24.37万吨/年 (规划)
	天华时代	参股	25%	6万吨电池级氢氧化锂/年
	四川能投	战略合作	-	锂精矿产能约 18万吨, 锂盐产能为 4.5万吨/年
	宜春时代矿业	子公司	65%	氧化锂资源量 265万吨, 生产规模可达 20万吨碳酸锂每年
	天府矿业等	合资成立四川康德	40%	选矿、矿物洗选加工等
	中国宝武	战略合作	-	二期项目顺利后碳酸锂产能将达到 1.7万吨/年, 电池级碳酸锂 9600吨/年
	玻利维亚政府	竞标	-	两座工厂合计 3.5万吨碳酸锂/年
	邦普循环	控股子公司	-	2025年规划再生钴产能 2万吨
钴	洛阳钼业	参股	25%	25年计划产量钴 10-12万吨, 24年钴产量为 11.42万吨
	蓝天金属	子公司控股	80%	3.6万镍金属当量/年
	北美镍业	认购参股	21%	Maniitsoq 项目金属镍 195万吨
	青山控股、格林美等	合建印尼红土镍矿	-	5万吨镍/年
镍	印尼国有矿业公司 ANTAM	项目合作	-	14.2万吨镍/年
	与印尼电池公司 IBC			
	青山控股	参股	-	30万吨高冰镍供应/年
磷	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
	贵州省政府	合资成立贵州时代	68%	拥有大坪磷矿项目采矿许可证

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

宁德折旧逐步减少，且预计负债蓄水池大。宁德后续年度资本开支 400-500 亿，设备折旧年限 5 年左右，24 年单 wh 折旧为 4 分，25 年预计下降至 3.4 分，后续预计小幅下降，整体降至 2 分/wh。此外公司截至 25Q3 预计负债 858 亿，其中质保金超 400 亿。

图38：宁德电池折旧测算（全公司口径）

年份	新增固定资产原值 (亿元)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
2019	79.9	16	16	16	14.6						
2020	52.5	10.5	10.5	10.5	10.5	9.6					
2021	201.6	3.4	40.3	40.3	40.3	40.3	37				
2022	394.2		6.6	78.8	78.8	78.8	78.8	72.3			
2023	266.4			4.4	53.3	53.3	53.3	53.3	48.8		
2024E	311.8				5.2	62.4	62.4	62.4	62.4	57.2	
2025E	410					6.8	82	82	82	82	75.2
2026E	541.8						9	108.4	108.4	108.4	108.4
2027E	412.8							6.9	82.6	82.6	82.6
2028E	436.2								7.3	87.2	87.2
2029E	488.2									8.1	97.6
2030E	533										8.9

设备固定资产合计 (亿元)	45.8	58.5	119.6	211	251.2	322.5	385.1	391.4	425.5	459.9
产量 (GWh)	162.3	325	389	516	740	1036	1261.6	1512.4	1808	2147.6
单 wh 折旧 (元)	0.028	0.018	0.031	0.041	0.034	0.031	0.031	0.026	0.024	0.021

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3.2. 单位盈利稳定，26 年业绩预计 900 亿+

公司单位盈利相对稳定，我们预计 2026 年业绩 900 亿+。动力方面，我们预计 26、27 年公司动力电池单位净利分别为 0.075、0.076 元/wh，贡献利润 560、670 亿元，同比 +60%、+57%。储能方面，我们预计公司 26、27 年储能系统单位净利分别为 0.069、0.068 元/wh，贡献利润 180、239 亿元，同比 +70%、+33%。

图39：宁德时代 2024-2027 年单位盈利预测

	2024 年	2025 年	2026 年 E	2027 年 E
<b>动力电池系统</b>				
均价 (含税, 元/wh)	0.75	0.7	0.75	0.73
-降价幅度	-25%	-6%	6%	-2%
国内 (含税, 元/wh)	0.68	0.63	0.67	0.66
国内乘用车 (含税, 元/wh)	0.69	0.63	0.69	0.69
-三元 (含税, 元/wh)	0.78	0.73	0.8	0.8
-铁锂 (含税, 元/wh)	0.58	0.55	0.62	0.62
国内商用车 (含税, 元/wh)	0.65	0.62	0.62	0.62
海外 (含税, 元/wh)	1.06	0.99	1.03	0.98
-三元 (含税, 元/wh)	1.06	1	1.05	1
-铁锂 (含税, 元/wh)	0.83	0.79	0.84	0.79
毛利率	23.94%	22.84%	21.12%	21.12%
国内毛利率	22.00%	21.10%	19.00%	19.00%
海外毛利率	29.40%	27.00%	26.00%	26.00%
单位净利 (元/wh)	0.092	0.081	0.075	0.076
国内单位净利 (元/wh)	0.074	0.063	0.056	0.058
海外单位净利 (元/wh)	0.174	0.145	0.141	0.137
<b>储能系统</b>				
均价 (含税, 元/wh)	0.7	0.59	0.63	0.62
-降价幅度	-29%	-15%	7%	-2%
毛利率	26.84%	26.00%	22.34%	22.05%
国内储能	20.00%	20.00%	17.00%	17.00%
海外储能	29.40%	28.50%	25.00%	25.00%
单位净利 (元/wh)	0.101	0.082	0.069	0.068
国内单位净利 (元/wh)	0.047	0.037	0.031	0.033

海外单位净利 (元/wh)	0.134	0.116	0.101	0.104
合计				
均价 (元/wh, 含税)	0.74	0.68	0.71	0.69
合计毛利 (百万)	75,955	90,883	122,988	148,009
均毛利 (元/wh, 含税)	0.16	0.14	0.13	0.13

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 4. 发力储能及换电合作，推进固态及钠电池发展

### 4.1. 拓展储能系统，补足电子电力短板

储能系统势在必行，补足电子电力短板。公司向下游衍生做储能系统的必要性体现在：1) 储能电池标准化，系统集成商定义标准（如大电芯容量），竞争更加激烈；2) 国内系统集成商出海成趋势，挤压宁德海外客户份额，压制电芯盈利；3) 储能系统盈利高于电芯，特别是海外市场（系统单 wh 利润 0.2 元/wh）。宁德 24 年开始发力储能系统，已经获得项目，但相较于阳光，电力电子能力和渠道方面仍有很大提升空间。

图40：储能系统集成商盈利水平

2025年	国内			海外			合计		
	出货量 GWh	单位盈利 元/wh	利润 亿	出货量 GWh	单位盈利 元/wh	利润 亿	出货量 GWh	单位盈利 元/wh	利润 亿
阳光电源	8	0.01	0.8	34	0.31	105.4	42	0.25	146
海博思创	22	0.035	7.7	1	0.15	1.5	23	0.04	9.2
非美地区			美国			合计			
阿特斯	5	0.18	9	3	0.25	7.5	8	0.21	15
2026年	国内			海外			合计		
	出货量 GWh	单位盈利 元/wh	利润 亿	出货量 GWh	单位盈利 元/wh	利润 亿	出货量 GWh	单位盈利 元/wh	利润 亿
阳光电源	15	0.02	3	50	0.28	140	65	0.22	193
海博思创	38	0.04	15	4	0.15	6	42	0.05	21.2
非美地区			美国			合计			
阿特斯	11	0.15	17	5	0.25	11.13	16	0.17	25.6

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图41：宁德储能系统项目

时间	国家 / 地区	项目名称	项目规模	项目概况
2024 年 10 月	智利 (南美阿塔卡马沙漠)	Oasis de Atacama (阿塔卡马绿洲) 四期	1.25GWh	与西班牙开发商 Grenergy 签约, 提供 EnerX 储能系统; 适配海拔 4000 米环境, 配套 2GW 光伏, 项目总体规划 11GWh/2GW, 总投资 23 亿美元
2025 年 3 月	澳大利亚	EnerQB 长时储能项目	3GW/24GWh	与 Quinbrook 合作, 全球首款 8 小时锂电储能系统; 分阶段部署, 首阶段 760MW/3096MWh, 2026 年底前交付部分容量
2025 年 7 月	印尼 (新加坡印尼廖内群岛光储一体化项目)	印尼 (新加坡印尼廖内群岛光储一体化项目)	2.2GWh	与新加坡 Vanda RE 签约, 占项目总储能 4.4GWh 的 50%; 配套 2GW 光伏, 2027 年完工, 属印尼 - 新加坡绿色经济走廊重点工程
2025 年 12 月	印尼 (新加坡合作项目)	印尼廖内群岛光储项目	4GWh	与新加坡 Vena Energy 签约, 供应 EnerX 系统; 适配岛屿场景, 建成后每年向新加坡输 2.6 太瓦时清洁电力, 占其年用电量约 6%
2025 年 11 月	日本	日本电网级储能项目	2.4GWh	与丸红电力零售、Sun Village 签署 MoU 联合开发; 此前还与 AI.net LLC 达成 1GWh 储能系统供应协议, 累计在日布局达 3.4GWh
2025 年	美国得克萨斯州	德州储能项目	550MW/1100MWh	供应储能系统, 2025 年 Q4 启动运营, 用于电网调峰与稳定供电

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

#### 4.2. 押注换电提升竞争力, 构筑全领域生态链

**押注换电提升低端市场竞争力, 构建全领域生态链。** 宁德全生态签约合作伙伴, 牵手多家车企, 26 年换电车型范围扩大。宁德时代 24 年与长安、广汽、北汽、五菱、一汽等 5 家车企展开合作, 推出首批 10 款换电车型。25 年与一汽、长安、北汽、奇瑞、广汽五大车企另发布 10 款巧克力换电新车型, 26 年换电范围将进一步扩大。此外, 公司与中石化签署了框架协议, 2025 年联合建设不少于 500 座换电站, 此外公司与蔚来、滴滴等上下游企业合作, 并入股蔚来电池管理公司。

图42: 宁德换电合作方

合作企业	签约时间	合作内容
北汽	2024.06	双方及宁德时代全资子公司时代电服的合作将围绕换电车型与换电块开发、换电块流通和电池相关数据管理、换电站区域合作等方面展开。双方及时代骐骥还将在重卡换电业务相关车型及其配套的电池销售、租赁等方面开展合作。
长安	2024.11	长安汽车、宁德时代、时代电服于在重庆举行换电项目三方合作协议签约仪式，宣布新一代巧克力换电首款车型长安欧尚 520 和新一代巧克力换电站同时进入量产上市阶段。
优信	2024.12	共同开发车电分离在线交易平台和电池商城，推动换电网络建设，推进换电标准化，实现换电业态全面升级，为消费者提供全面二手车状态检测、认证与评级服务
中信金租	2024.12	时代电服与中信金租将在融资租赁领域展开合作，深度挖掘巧克力换电生态全价值链金融需求，通过资源共享、信息互通与人才交流，共同探索创新合作模式，实现互利共赢
中华联合财险	2024.12	时代电服与中华联合财险签约，基于车电分离模式的独特性与用户的实际需求，整合双方优势资源，通过跨领域协同创新，量身定制契合换电业务全流程的风险管理与保险服务解决方案
红旗	2024.12	宁德时代、时代电服、长安汽车三方充分利用各自的技术专长和市场资源，全面覆盖红旗品牌巧克力换电车型的市场推广、换电服务以及换电电池的高效运营等核心业务，以实现合作效益最大化
上汽	2025.01	上汽集团选定宁德时代为首选伙伴。双方将整合彼此的优势资源，上汽集团持续深耕换电车型的开发与销售，宁德时代则主导换电块的开发和迭代工作，携手推动换电生态进一步走向普及，为消费者带来更便捷的电动出行体验
滴滴出行	2025.01	成立换电合资公司。换电合资公司将依托双方的技术优势和运营能力强强联合，从网约车场景切入，为众多新能源车提供高效换电服务。
蔚来	2025.03	宁德时代将支持蔚来换电网络的发展，蔚来公司旗下 firefly 萤火虫品牌后续开发的新车型将适时导入宁德时代巧克力换电标准和网络。双方换电网络将采用“双网并行”模式，共同为换电车主提供更加便捷高效的换电体验
中国石化	2025.04	共同建设覆盖全国的换电生态网络，今年将建设不少于 500 座换电站，长期目标是扩展至 10000 座。中国石化凭借遍布全国的加油站场地资源与能源基建能力，共同推动换电站建设及运营。
广汽	2025.04	广汽集团作为首家与巧克力换电生态合作的车企，将在更多旗下车型引入巧克力标准，并在换电站建设、电池银行业务、换电车型营销推广及退役电池梯次利用等多领域与宁德时代展开全面合作

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

宁德时代电池以 BAAS 模式缴月租金，预计 6-7 年可回本。宁德时代 25 年完成 30 城 1000 站计划，26 年计划 3000 座，中期规划建设 1 万座换电站，假设 2030 年完成，则每年投资预计可控制在 50 亿左右，整体开支可控。考虑电池以 BAAS 模式缴月租金，若考虑电池折旧，中性预期下可 6-7 年回本。

图43：宁德换电盈利测算

换电站盈利测算			
换电站投资额 (万元)	200	月租金 (元/辆)	469
换电站投资 (万元)	150	单站单日服务车辆	40
土建施工 (万元)	15	单站覆盖车辆	200
变压器 (万元)	25	单车换电频率 (天/次)	5
其他 (万元)	10	服务费 (元/KWh)	0.4

电池储备投入 (万元)	42	最大充电功率 (KW)	120
电池数量 (个)	20	年度工作天数	365
电池带电量 (KWh)	42	电费 (元/KWh)	0.6
电池单价 (元/wh)	0.5	收入合计 (万元/年)	162
合计	242	电池折旧成本 (万元/年)	42
换电站成本测算		成本合计 (万元/年)	110
换电站运营成本 (万元/年)	38	利润合计 (万元/年)	52
换电站折旧额 (万元)	18	所得税	25%
电费 (万元)	29	净利合计 (万元/年)	39

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 4.3. 全固态主攻硫化物，推出钠新电池品牌

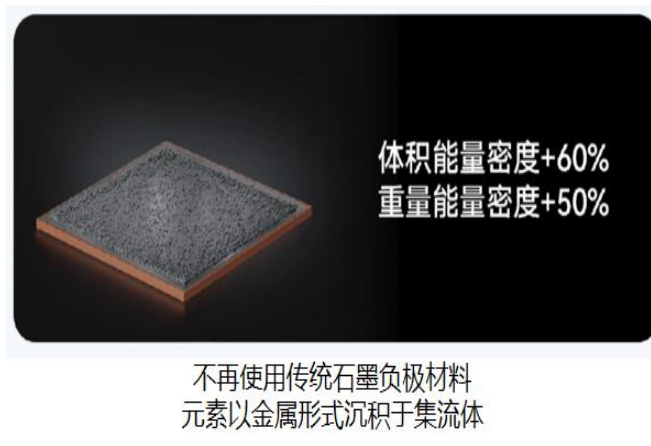
**固态：推出凝聚态电池，全固态主攻硫化物，目标 27 年小批量量产。**宁德时代 23 年 4 月推出凝聚态电池，能量密度可高达 500Wh/kg，并具备优秀的充放电性能，24 年已具备车规级量产能力，同时进行航空级合作开发，已成功试飞 4 吨级民用电动飞机，8 吨级飞机预计 27-28 年发布。宁德时代在全固态电池已投入 7-8 年的时间进行研究，布局最具潜力的硫化物全固态电解质。宁德时代已将全固态电池研发团队扩充至超 1000 人，目前主攻硫化物路线，25 年 60Ah 车规级电芯实现下线，26 年预计建成 gwh 级量产线，我们预计 27 年出货有望接近 1GWh，30 年出货有望突破 50-100GWh。

图44：凝聚态电池产品性能



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图45：自生成负极创新设计

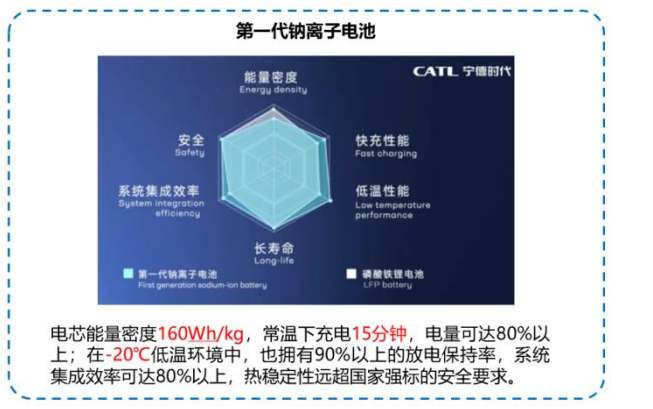


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**推出钠新电池品牌，26 年大规模应用。**宁德时代在供应商大会称，2026 年将在换电、乘用车、商用车、储能等领域大规模应用钠电池，有望形成“钠锂双星闪耀”的新趋势。我们预计公司 26 年钠离子电池出货有望达 10GWh，30 年出货有望突破 100GWh。

25年4月21日，宁德时代发布第二代钠离子电池，命名为“钠新”品牌，推出两款产品：①钠新-乘用车动力电池：纯电续航超500km，混动续航超200km，于25年12月正式量产；②钠新-24V重卡启驻一体蓄电池：使用寿命突破8年，全生命周期成本相比铅酸降低61%，于25年6月份正式量产，与一汽解放同时推进。

图46：第一代钠离子电池



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图47：第二代钠离子电池



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 5. 盈利预测与估值

### 5.1. 盈利预测

我们预计公司2026-2028年总营收分别为6403/7742/8646亿元，同比增速分别为+51%/+21%/+12%，毛利率分别为23.8%/23.8%/25.5%，归母净利润分别为940/1168/1428亿元，同比增长+30%/+24%/+22%，分业务来看：

**动力电池系统：**未来三年国内政策支持高端乘用车渗透率持续提升，商用车与海外动力电池需求保持强劲。我们预计2026-2028年收入分别4527/5314/5855亿元，同比+43%/+17%/+10%，毛利率分别为21.95%/21.85%/+23.65%，净利润分别为560/670/846亿元，同比+60%/+57%/+59%，公司动力业务未来盈利依然稳健。

**储能系统：**储能业务全球开花，进入高增周期。我们预计2026-2028年收入分别为1383/1828/2134亿元，同比+121%/+32%/+17%，毛利率分别为23%/22%/25%，净利润分别为180/239/324亿元，同比+70%/+33%/+36%，公司储能业务未来盈利持续向好。

**锂电材料：**未来三年锂电材料进入上行周期，宁德顺价能力明显。我们预计2026-2028年收入分别为241/289/347亿元，同比+10%/+20%/+20%，毛利率分别为27%/27%/27%，净利润分别为40/49/60亿元，同比+6%/+22%/+22%，锂电材料业务未来盈利韧性强，保持利润空间。

**电池矿产资源：宁德产业链布局完善。**我们预计 2026–2028 年收入分别为 66/106/85 亿元，同比+11%/+60%/-20%，毛利率分别为 50%/50%/40%，净利润分别为 24/39/24 亿元，同比+1009%/+61%/-38%，预期自有矿产复工、投资收益稳定，未来矿产业务盈利可观。

**其他：**我们预计 2026–2028 年其他业务收入分别为 186/205/225 亿元，同比+10%/+10%/+10%，毛利率分别为 65%/70%/75%，净利润分别为 92/111/132，同比-6%/+20%/+19%。

图48：宁德时代分业务营收及利润拆分

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>动力电池系统</b>					
收入 (百万)	253,041	316,506	452,722	531,357	585,466
YOY	-11%	25%	43%	17%	10%
毛利率	23.94%	23.84%	21.95%	21.85%	23.65%
净利润 (百万)	35,214	45,747	56,023	66,950	84,625
YOY	9%	30%	22%	20%	26%
-收入占比	69%	63%	60%	57%	59%
<b>储能系统</b>					
收入 (百万)	57,290	62,440	138,257	182,778	213,360
YOY	-4%	9%	121%	32%	17%
毛利率	26.84%	26.71%	22.70%	22.39%	24.52%
净利润 (百万)	9,393	10,562	17,996	23,872	32,432
YOY	31%	12%	70%	33%	36%
-收入占比	19%	15%	19%	20%	23%
<b>锂电材料</b>					
收入 (百万)	28,700	21,861	24,108	28,930	34,715
YOY	-15%	-24%	10%	20%	20%
毛利率	10.51%	27.27%	27.00%	27.00%	27.00%
净利润 (百万)	699	3,803	4,030	4,927	6,018
YOY	66%	444%	6%	22%	22%
-收入占比	1%	5%	4%	4%	4%
<b>电池矿产资源</b>					
收入 (百万)	5,493	5,978	6,637	10,619	8,496
YOY	-29%	9%	11%	60%	-20%
毛利率	8.53%	11.25%	50.00%	50.00%	40.00%
净利润 (百万)	41	219	2,422	3,909	2,423
YOY	-94%	434%	1009%	61%	-38%
-收入占比	0%	0%	3%	3%	2%
<b>其他</b>					
收入 (百万)	17,488	16,917	18,608	20,469	22,516

YOY	21%	10%	10%	10%	10%
<b>毛利率</b>	<b>51.77%</b>	<b>74.20%</b>	<b>65.00%</b>	<b>70.00%</b>	<b>75.00%</b>

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 5.2. 估值与投资建议

我们选取行业可比公司比亚迪、亿纬锂能、欣旺达、蔚蓝锂芯、派能科技、珠海冠宇，对宁德时代进行横向估值比较。结合动力电池需求持续增长、储能需求高速增长以及政策补贴支持，我们预计公司 2026 - 2028 年归母净利润分别 940/1168/1428 亿元，同比分别+30%/+24%/+22%，对应 PE 分别为 20/16/13 倍。从相对估值法看，2026 年可比公司平均 PE 约在 22x，考虑公司成本顺价快、供应链布局完善、盈利稳定，给予 2026 年 30x PE，目标价 618 元/股，维持“买入”评级。

图49：可比公司估值表（截至 2026 年 3 月 20 日）

证券代码	名称	总市值 (亿元)	股价 (元)	归母净利润 (亿元)			PE			评级	来源
				2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E		
002594.SZ	比亚迪	9,393	103	350	450	563	27	21	17	买入	东吴
300014.SZ	亿纬锂能	1,468	71	45	83	111	33	18	13	买入	东吴
300207.SZ	欣旺达	506	27	14	30	41	36	17	12	买入	东吴
002245.SZ	蔚蓝锂芯	197	17	7	10	13	28	20	15	买入	东吴
688063.SH	派能科技	205	83	1	5	8	205	41	26	买入	东吴
688772.SH	珠海冠宇	183	16	7	10	15	26	18	12	买入	东吴
可比公司均值				71	98	125	59	22	16	-	-
300750.SZ	宁德时代	18,849	413	722	940	1,168	26	20	16	买入	东吴

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：宁德时代、比亚迪、亿纬锂能、欣旺达、蔚蓝锂芯、派能科技、珠海冠宇盈利预测为东吴测算

## 6. 风险提示

**电动车销量不及预期：**新能源汽车市场增长受宏观经济、消费者接受度及基础设施完善程度等多重因素影响，若终端销量增长放缓或低于预期，将直接导致动力电池订单减少，公司可能面临产能利用率下滑及库存积压的风险，进而影响经营业绩。

**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。

**政策不确定性风险：**新能源汽车行业高度依赖国家政策支持，如购置税优惠、补贴

退坡、双积分政策调整等。若未来政策变动超预期，或地方扶持力度减弱，将会抑制终端消费需求，对电池企业的出货量和盈利水平造成冲击。

**下游需求低于预期风险：**受技术迭代、替代能源发展及消费者偏好变化等因素影响，若整体市场需求增长不及预期，行业可能陷入过度竞争，引发价格战，压缩公司利润空间。同时，需求疲软将削弱公司议价能力，加大成本传导难度。

**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。

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)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	<b>638,482</b>	<b>782,329</b>	<b>951,208</b>	<b>1,098,675</b>	<b>营业总收入</b>	<b>423,702</b>	<b>640,333</b>	<b>774,153</b>	<b>864,553</b>
货币资金及交易性金融资产	392,506	421,136	521,379	628,287	营业成本(含金融类)	312,383	487,662	589,690	644,121
经营性应收款项	135,271	223,369	268,961	298,744	税金及附加	2,832	3,650	4,258	4,755
存货	94,526	118,166	139,960	149,892	销售费用	3,735	4,995	5,806	6,052
合同资产	375	640	774	865	管理费用	11,667	16,649	19,354	20,749
其他流动资产	15,802	19,019	20,134	20,887	研发费用	22,147	31,376	35,611	38,905
<b>非流动资产</b>	<b>336,346</b>	<b>341,689</b>	<b>343,966</b>	<b>343,179</b>	财务费用	(7,940)	(4,610)	(5,044)	(6,548)
长期股权投资	64,884	64,884	64,884	64,884	加:其他收益	10,600	12,807	13,935	14,697
固定资产及使用权资产	149,670	146,987	141,265	132,502	投资净收益	7,971	10,886	11,999	11,239
在建工程	29,733	37,733	45,733	53,733	公允价值变动	974	0	0	0
无形资产	15,264	15,239	15,189	15,114	减值损失	(9,079)	(5,650)	(5,599)	(5,548)
商誉	837	887	937	987	资产处置收益	175	64	77	86
长期待摊费用	4,961	4,961	4,961	4,961	<b>营业利润</b>	<b>89,519</b>	<b>118,717</b>	<b>144,891</b>	<b>176,994</b>
其他非流动资产	70,997	70,997	70,997	70,997	营业外净收支	8	(400)	(450)	(300)
<b>资产总计</b>	<b>974,828</b>	<b>1,124,017</b>	<b>1,295,174</b>	<b>1,441,854</b>	<b>利润总额</b>	<b>89,527</b>	<b>118,317</b>	<b>144,441</b>	<b>176,694</b>
<b>流动负债</b>	<b>399,626</b>	<b>489,057</b>	<b>582,701</b>	<b>634,560</b>	减:所得税	12,740	18,280	20,222	24,737
短期借款及一年内到期的非流动负债	35,173	35,173	35,173	35,173	<b>净利润</b>	<b>76,786</b>	<b>100,037</b>	<b>124,219</b>	<b>151,957</b>
经营性应付款项	263,606	325,108	393,127	429,414	减:少数股东损益	4,585	6,002	7,453	9,117
合同负债	49,233	48,025	58,061	64,841	<b>归属母公司净利润</b>	<b>72,201</b>	<b>94,035</b>	<b>116,766</b>	<b>142,839</b>
其他流动负债	51,614	80,751	96,340	105,132	每股收益-最新股本摊薄(元)	15.82	20.60	25.58	31.30
非流动负债	204,175	204,175	204,175	204,175	EBIT	81,587	113,707	139,397	170,146
长期借款	78,235	78,235	78,235	78,235	EBITDA	108,523	148,415	177,169	210,984
应付债券	3,443	3,443	3,443	3,443	毛利率(%)	26.27	23.84	23.83	25.50
租赁负债	2,805	2,805	2,805	2,805	归母净利率(%)	17.04	14.69	15.08	16.52
其他非流动负债	119,692	119,692	119,692	119,692	收入增长率(%)	17.04	51.13	20.90	11.68
<b>负债合计</b>	<b>603,801</b>	<b>693,233</b>	<b>786,877</b>	<b>838,736</b>	归母净利润增长率(%)	42.28	30.24	24.17	22.33
归属母公司股东权益	337,108	390,864	460,924	546,627					
少数股东权益	33,919	39,921	47,374	56,491					
<b>所有者权益合计</b>	<b>371,026</b>	<b>430,785</b>	<b>508,298</b>	<b>603,119</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>974,828</b>	<b>1,124,017</b>	<b>1,295,174</b>	<b>1,441,854</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	133,220	99,296	176,262	193,956	每股净资产(元)	73.87	85.64	100.99	119.77
投资活动现金流	(94,476)	(30,000)	(28,923)	(29,524)	最新发行在外股份(百万股)	4,564	4,564	4,564	4,564
筹资活动现金流	(6,310)	(38,002)	(47,094)	(57,524)	ROIC(%)	15.54	18.47	20.35	21.67
现金净增加额	29,770	28,629	100,244	106,908	ROE-摊薄(%)	21.42	24.06	25.33	26.13
折旧和摊销	26,937	34,707	37,772	40,837	资产负债率(%)	61.94	61.67	60.75	58.17
资本开支	(42,133)	(40,886)	(40,923)	(40,764)	P/E(现价&最新股本摊薄)	26.11	20.04	16.14	13.20
营运资本变动	33,134	(30,937)	19,910	6,252	P/B(现价)	5.59	4.82	4.09	3.45

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>