仅供内部参考，请勿外传！



# 2020-2024 年锂电池行业深度复盘

——从基本面到股票定价

动力锂电

评级：增持


| 姓名 | 电话 | 邮箱 | 登记编号 |
|---|---|---|---|
| 徐强(分析师) | 010-83939805 | xuqiang@gtht.com | S0880517040002 |
| 牟俊宇(分析师) | 0755-23976610 | moujunyu@gtht.com | S0880521080003 |
| 余玫翰(分析师) | 021-23185617 | yumeihan@gtht.com | S0880525040090 |
| 李依雯(分析师) | 021-23183948 | liyiwen@gtht.com | S0880526080005 |


**本报告导读：**

**从需求、供给与股票走势等方面复盘 2020 年至 2024 年锂电池行业市场情况，分析产业周期与锂电池行业定价的关系，以期为当下及未来的锂电行业投资提供参考。**

**投资要点：**

- **投资建议：**我们认为，从 2020 年至 2024 年锂电池行业紧缺到过剩的完整周期看，估值启动与回落往往领先供需关系。鉴于当前市场对 2027 年行业可能增速放缓的担忧，部分龙头板块估值已回落历史较低水平，业绩增速与估值适配度高，已经具备良好配置价值。推荐标的：宁德时代、亿纬锂能、中创新航、阳光电源。
- **2020-2024 年锂电需求经历 "政策培育—技术升级—需求爆发—增速放缓" 四个阶段。**2009 年 1 月，我国启动“十城千辆节能与新能源汽车示范推广应用工程”，通过财政补贴推动新能源汽车在公交、出租、公务、市政、邮政等领域的示范运行，新能源汽车产业发展拉开序幕。2016 年 12 月，《关于调整新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》印发，要求在规定补贴退坡的基础上，从整车能耗、续驶里程、电池性能、安全要求等方面提高财政补贴准入门槛，推动新能源产业技术升级。2020 年，随着国内新能源车型矩阵逐步完善，平价代步、长续航家用、高端智能三类产品覆盖消费者多层次需求，新能源终端购车需求进入规模爆发期。2022 年，碳酸锂价格持续暴涨引发市场对需求持续性的担忧，新能源汽车销量增速相较于 2021 年有所回落，增速预期见顶。进入 2024 年，新能源汽车销量增速企稳，储能需求逐步起量，锂电池需求增长斜率逐步企稳，基本面迎来新的机遇。
- **2020-2024 年锂电供给加速扩张，从紧缺走向结构性过剩。**随着下游新能源汽车市场的爆发式增长，锂电池行业进入产能扩张高峰期，2021-2023 年国内扩产项目总投资规模均超 3000 亿元。进入 2023 年，伴随下游需求增速放缓，叠加前期大规模扩产的产能陆续释放，行业逐步进入产能过剩阶段。2024 年，国内锂电池新增规划产能约 590GWh，同比下降 60%；投资总额超 1800 亿元，同比下降 68%，资本开支显著收缩。
- **2020-2024 年股价经历高成长溢价、估值收缩和分化修复三个阶段。**2020 年新能源车销量快速爬升，市场给予锂电池行业高成长溢价，宁德时代 PE-TTM 从 2020 年 3 月的 54 倍飙升至 2021 年最高点的 287 倍。随着 2022 年市场提前反应增速见顶供需关系反转，板块进入估值收缩期，至 2023 年宁德时代 PE-TTM 到 2023 年底 15 倍的历史极端分位。进入 2024 年，国内汽车以旧换新政策加码新能源补贴刺激国内新能源销量，业绩带动估值修复。从复盘上看，板块启动往往领先供需关系和业绩报表，基金持仓经历从抱团到撤离再到结构调仓，增配高度集中于宁德时代等具备业绩兑现度的行业龙头。
- **风险提示：**动储需求不及预期，产业竞争加剧

**相关报告**

动力锂电《【国泰海通电新】动力电池数据库 260818》2026.08.20
动力锂电《【国泰海通电新】新能源汽车数据库 260817》2026.08.17
动力锂电《【国泰海通电新】动力电池数据库 260717》2026.07.17
动力锂电《【国泰海通电新】新能源汽车数据库 260715》2026.07.15
动力锂电《【国泰海通电新】新能源汽车数据库 260621》2026.06.21

仅供内部参考，请勿外传！



# 目录

1. 锂电需求复盘：从爆发式增长到增速见顶 ..... 3
1.1. 2009-2013 年 新能源车行业培育伊始 ..... 3
1.2. 2014-2019 年 新能源车补贴政策调整推动行业技术升级 ..... 3
1.3. 2020-2021 年 新能源车产品力提升驱动需求爆发 ..... 4
1.4. 2022-2024 年 新能源车销量增速出现放缓 ..... 4
2. 供给加速扩张：从紧缺到结构性过剩 ..... 7
3. 估值：供需格局与估值、股价的匹配关系 ..... 9
3.1. 股价经历高成长溢价、估值收缩和分化修复三个阶段 ..... 9
3.1.1. 2020-2021 年 高成长溢价期 ..... 9
3.1.2. 2022-2023 年 估值收缩期 ..... 10
3.1.3. 2024 年 分化修复期 ..... 10
3.2. 估值与供需的映射关系 ..... 11
3.3. 估值驱动因素的切换 ..... 11
3.4. 基金持仓数据分析：从抱团到撤离再到结构调仓 ..... 12
4. 投资建议 ..... 13
5. 风险提示 ..... 14

仅供内部参考，请勿外传！



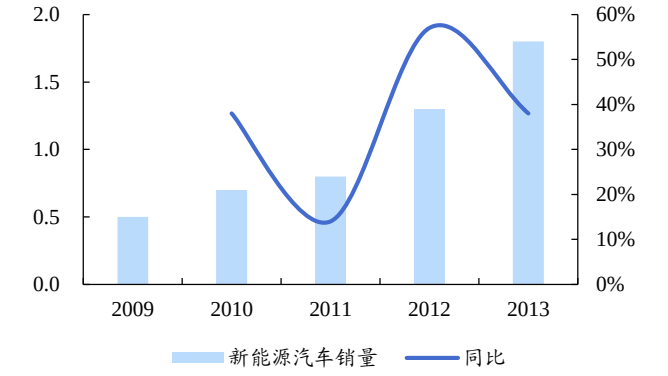
# 1. 锂电需求复盘：从爆发式增长到增速见顶

**锂电池需求爆发始于新能源车的大发展。**锂电池通常默认指锂离子电池，即依靠锂离子在正负极之间可逆嵌入/脱嵌实现充放电的可充电电池。新能源汽车用电动机替代了发动机、用减速器替代了变速箱、用电池替代了油箱用于能源的储存，实现了对传统燃油汽车动力系统的颠覆，带来锂电池的需求爆发。

## 1.1. 2009-2013 年 新能源车行业培育伊始

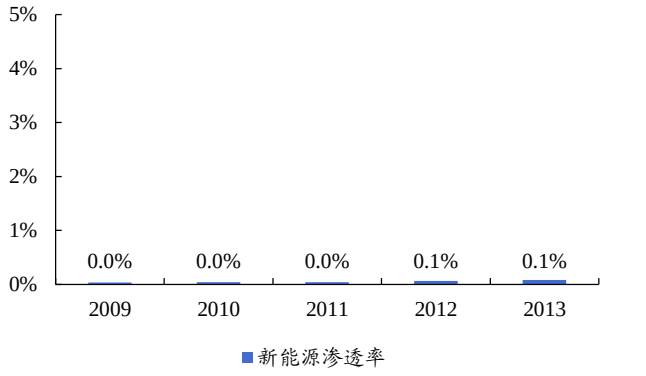
**新能源汽车初步探索。**1）2009 年 1 月，科技部、财政部、发改委、工信部共同启动“十城千辆节能与新能源汽车示范推广应用工程”，计划在 3 年左右时间内，每年选择 10 个城市，每个城市推广 1000 辆新能源汽车用于公交、出租、公务、市政、邮政等领域的示范运行，通过财政补贴推动新能源汽车应用，目标到 2012 年使全国新能源汽车运营规模达到汽车市场份额的 10%，新能源汽车产业发展拉开序幕。2）2013 年 9 月，工信部等部委发布《关于继续开展新能源汽车推广应用工作的通知》，提出在京津冀、长三角、珠三角等细颗粒物治理任务较重的区域，选择积极性较高的特大城市或城市群实施新能源汽车的应用与推广，新能源汽车推广从“试点城市”走向“全国铺开”。

**图1：2009-2013 年我国新能源汽车销量（万辆）**




资料来源：中汽协，国泰海通证券研究

**图2：2009 年我国开启电动化从 0 到 1**




资料来源：中汽协，国泰海通证券研究

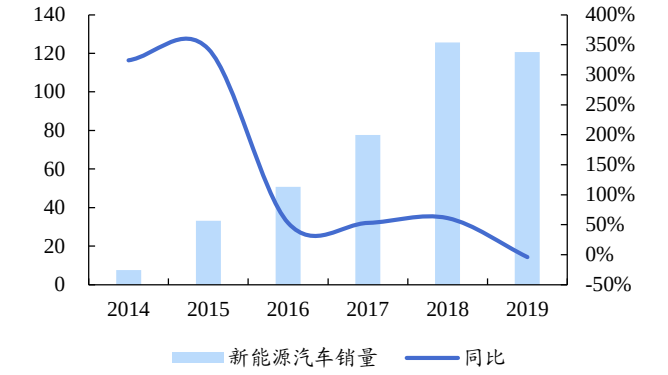
## 1.2. 2014-2019 年 新能源车补贴政策调整推动行业技术升级

**新能源汽车产品技术要求全面提高。**1）2014 年 5 月 24 日，习近平主席在上汽集团考察谈到：“发展新能源汽车是我国从汽车大国迈向汽车强国的必由之路。”同年，7 月 14 日，国务院印发《关于加快新能源汽车推广应用的指导意见》，对纯电动汽车、插电式（含增程式）混合动力汽车和燃料电池汽车 2014 年 9 月 1 日至 2017 年 12 月 31 日免征车辆购置税。2）2016 年 12 月 29 日，财政部、科技部、发改委和工信部发布《关于调整新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，建立常态化补贴退坡机制，明确 2017-2018 年补贴标准在 2016 年基础上下降 20%，2019-2020 年在此前基础上再下降 20%。相较于此前补贴政策不同的是，《通知》在规定补贴退坡的基础上，规定从 2017 年 1 月 1 日起，提高新能源汽车推荐车型目录门槛并动态调整，从整车能耗、续驶里程、电池性能、安全要求等方面提高财政补贴准入门槛。3）随着众多车企纷纷加大对新能源汽车的投入和推广，新能源汽车私人市场兴起，行业进入高速增长期。4）进入 2019 年，由于 2019 年补贴标准在 2018 年基础上平均退坡 50%，退坡幅度较大，当年我国新能源汽车实现销量 120.6 万辆，同比下滑 4%，出现自 2009 年以来首次年度负增长。

仅供内部参考，请勿外传！

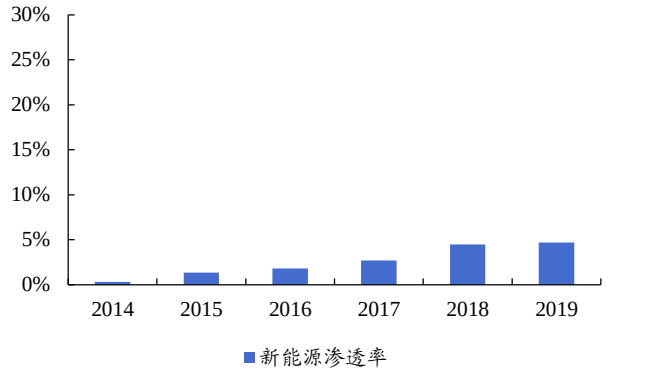


图3：2014-2019 年我国新能源汽车销量（万辆）




资料来源：中汽协，国泰海通证券研究

图4：2014-2019 年我国新能源汽车渗透率在 5%以下

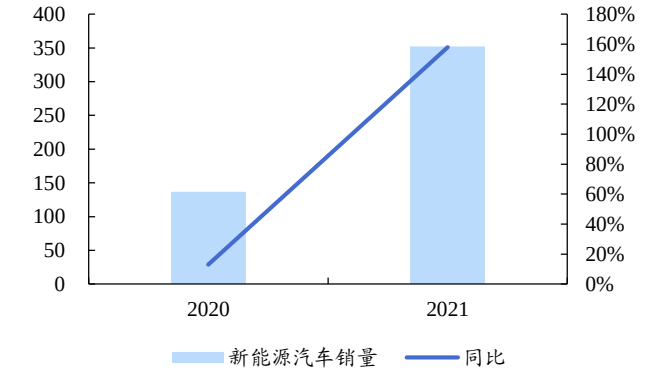



资料来源：中汽协，国泰海通证券研究

## 1.3. 2020-2021 年 新能源车产品力提升驱动需求爆发

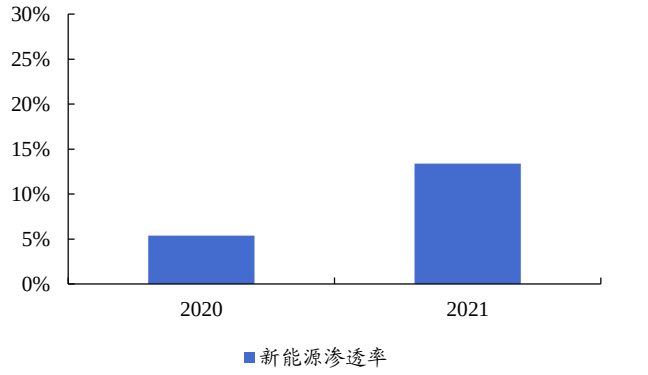
**供给创造需求，新能源车需求爆发。**经过 2016-2019 年连续阶梯补贴退坡、逐年收紧技术门槛的倒逼，新能源行业动力电池技术、制造工艺完成成熟迭代，新能源车型矩阵逐步完善，平价代步、长续航家用、高端智能三类产品同步落地，覆盖下沉市场短途通勤、多成员家庭出行、高端智能品质消费等多层次需求，共同驱动新能源终端购车需求持续释放。尽管受到疫情、缺芯等因素影响，2020-2021 年我国新能源汽车销量依然保持了高增长态势。2021 年，我国新能源汽车需求进一步释放，销量达到 352.1 万辆，同比增长 157.5%；渗透率达到 13.4%，首次突破两位数。同期，我国动力电池需求持续增长，实现销量 186GWh，同比增长 182.3%。

图5：2020-2021 年我国新能源汽车销量（万辆）




资料来源：中汽协，国泰海通证券研究

图6：2021 年我国新能源汽车渗透率首次突破 10%




资料来源：中汽协，国泰海通证券研究

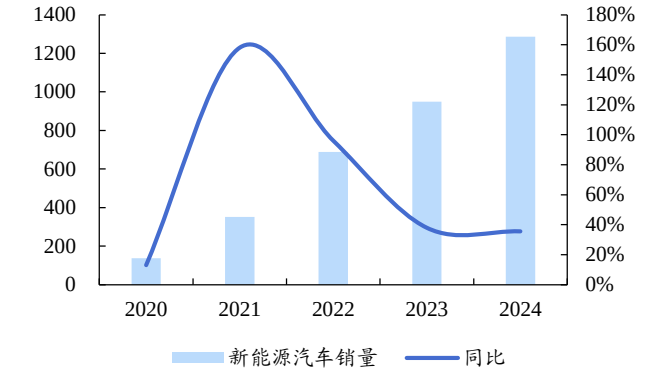
## 1.4. 2022-2024 年 新能源车销量增速出现放缓

**2022 年销量增速出现拐点，增速预期见顶。**2022 年，我国新能源汽车销量达到 688.7 万辆，同比增长 96%，增长斜率相较于 2021 年 157.5%的增速出现一定程度放缓；同期，渗透率达到 25.64%，较 2021 年渗透率提升 12.24%。

仅供内部参考，请勿外传！

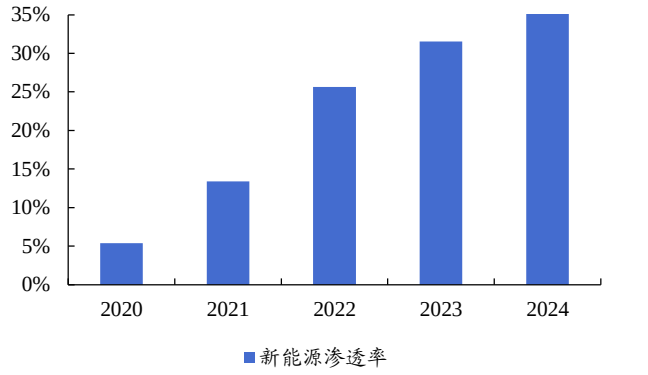


图7：2020-2024 年我国新能源汽车销量（万辆）




资料来源：中汽协，国泰海通证券研究

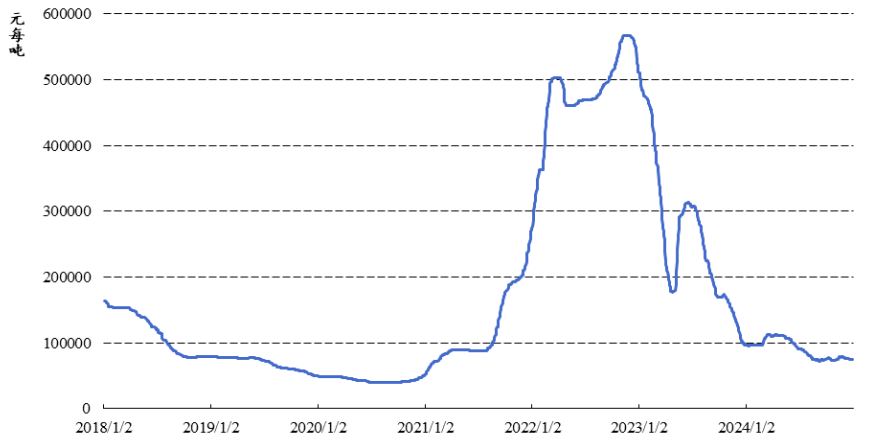
图8：2020-2024 年我国新能源汽车渗透率




资料来源：中汽协，国泰海通证券研究

**碳酸锂价格上涨引发对未来需求的担忧。**2021 年，碳酸锂价格由年初 5.3 万元/吨涨至年底 27.5 万元/吨，涨幅达到 418.9%。进入 2022 年，碳酸锂持续上涨，由年初 27.8 万元/吨涨至年底最高 56.7 万元/吨，区间最大涨幅 104%。受到原材料价格暴涨和材料价格联动滞后的影响，电池龙头宁德时代 2022 年第一季度实现归母净利润 14.93 亿元，同比下滑 23.6%，大幅低于市场预期。随着 2022 年第二季度起，电池企业开始对下游实施价格联动，整车企业利润承压，2022 年全年业绩相较于 2021 年亏损大幅扩大。

图9：碳酸锂价格由 2021 年初的 5 万元/吨一度上涨至 2022 年 56.7 万元/吨




数据来源：SMM，国泰海通证券研究

表1：2021-2022 年部分电池及整车上市公司营业收入和归母净利润

| 上市公司 | 营业收入（亿元） | | 归母净利润（亿元） | |
|---|---|---|---|---|
| | 2021 年 | 2022 年 | 2021 年 | 2022 年 |
| 宁德时代 | 1303.56 | 3285.94 | 159.31 | 307.29 |
| 比亚迪 | 2161.42 | 4240.61 | 30.45 | 166.22 |
| 亿纬锂能 | 169.00 | 363.04 | 29.06 | 35.09 |
| 理想汽车 | 270.10 | 452.87 | -3.21 | -20.12 |
| 蔚来汽车 | 361.36 | 492.69 | -105.72 | -145.59 |
| 小鹏汽车 | 209.88 | 268.55 | -48.63 | -91.39 |
| 宁德时代 | 1303.56 | 3285.94 | 159.31 | 307.29 |
| 比亚迪 | 2161.42 | 4240.61 | 30.45 | 166.22 |
| 亿纬锂能 | 169.00 | 363.04 | 29.06 | 35.09 |

数据来源：上市公司年报，Wind，国泰海通证券研究
备注：比亚迪电池自供盈利能力好于新能源整车企业

仅供内部参考，请勿外传！



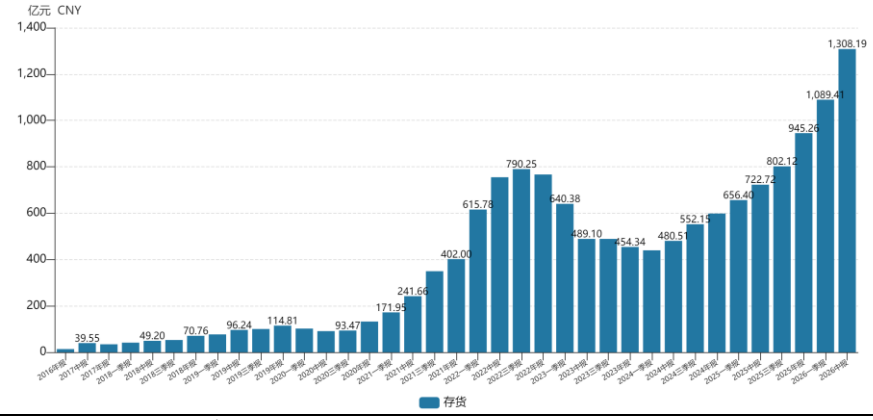
**锂电产业出现砍单，去库周期放大行业压力。**随着我国新能源汽车销售规模的扩大以及 2022 年底新能源汽车国家购置补贴退出，动力赛道需求增速有所放缓，进入 2022 年 11 月，锂电产业出现砍单，动力赛道需求增速的预期明显回落。同时，由于碳酸锂等原材料扩产价格进入下行周期，各环节开启去库周期，更减少上游电池企业和材料企业的需求，2023 年开始锂电行业进入量增利减的下行周期。

**表2：2023 年宁德时代电池 20%的产量增速慢于 35%的销量增速（单位：GWh）**

| 宁德时代 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 |
|---|---|---|---|---|---|
| 产量 | 46.84 | 162.30 | 325.00 | 389.00 | 516.00 |
| yoy | 9.42% | 213.87% | 100.20% | 19.69% | 32.65% |
| 销量 | 51.71 | 133.41 | 289.00 | 390.00 | 475.00 |
| yoy | 14.36% | 184.82% | 116.60% | 34.95% | 21.79% |
| 库存 | 14.17 | 40.19 | 70.00 | 70.00 | 106.00 |

数据来源：上市公司年报，Wind，国泰海通证券研究

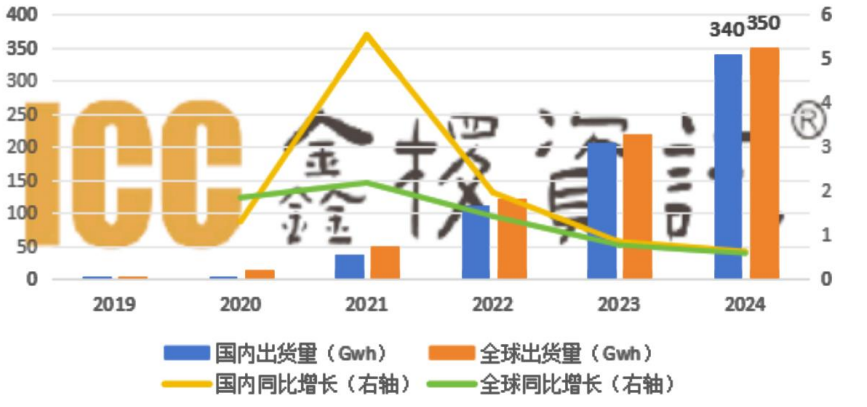
**图10：2022 年 Q3 之后宁德时代账面存货有所下滑**




数据来源：Wind，国泰海通证券研究

**进入 2024 年，锂电池需求增长斜率逐步企稳。**2024 年我国新能源汽车实现销量 1286.6 万辆，同比增长 35.5%，与 2023 年 37.9%的增速相当。据 ICC 鑫椤资讯统计，2024 年国内储能电芯出货量 340Gwh，同比增长 63.5%。据中国动力电池联盟数据，2023-2024 年，我国动力和其他电池合计累计产量分别达到 778.1/1096.8 GWh，分别同比增长 42.5%/41.0%。新能源汽车销量增速企稳，储能需求逐步起量，新能源基本面迎来新的机遇。

**图11：2019-2024 年全球储能电芯出货量变化(GWh)**




数据来源：鑫椤锂电，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

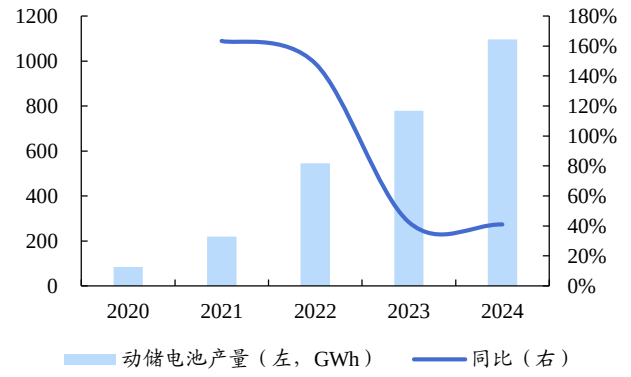


## 2. 供给加速扩张：从紧缺到结构性过剩

**2020 年起锂电池行业进入产能扩张周期。**随着下游新能源汽车市场的爆发式增长，锂电池行业进入产能扩张高峰期，2021-2023 年国内扩产项目总投资规模均超 3000 亿元。与此同时，百亿级大规模项目占比持续提升，2020 年至 2023 年 5 月，国内锂电产业投资额超百亿元的项目达 163 个，占比超五分之一，其中绝大多数为电池项目。在行业高速扩产的背景下，截至 2023 年末，国内锂电池规划总产能已突破 1TWh。

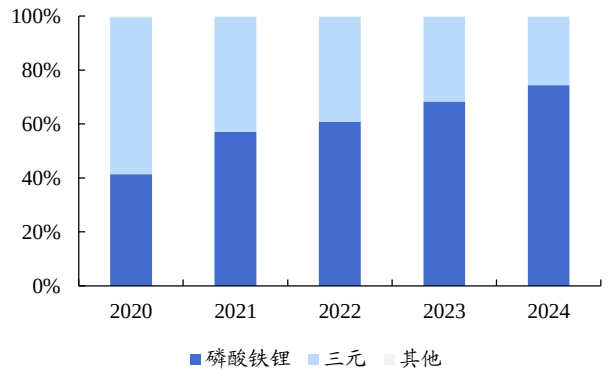
**电池产量快速增长，铁锂占比逐步提升。**伴随产能建设加速推进，2021-2022 年国内锂电池产量高速增长，分别达 83.4GWh/219.7GWh，连续两年实现翻倍以上增长。2023 年后，受需求增速回落、行业产能过剩影响，产量增速有所放缓，2023-2024 年国内锂电池产量分别为 778.1GWh/1096.8GWh，增速降至约 40%。2020-2024 年的五年间，行业产量规模由不足 100GWh 扩张至突破 1000GWh，CAGR 达 90.4%。技术路线上，随着终端入门级新能源车型的投放，市场从三元主导逐步演变为铁锂主导的格局。磷酸铁锂电池凭借其低成本、高安全性等优势，市场占比持续提升，从 2021 年的 41%升至 2024 年的 74.4%。

**图 12：2020-2024 年我国动储电池产量**




资料来源：中国汽车动力电池产业创新联盟，国泰海通证券研究

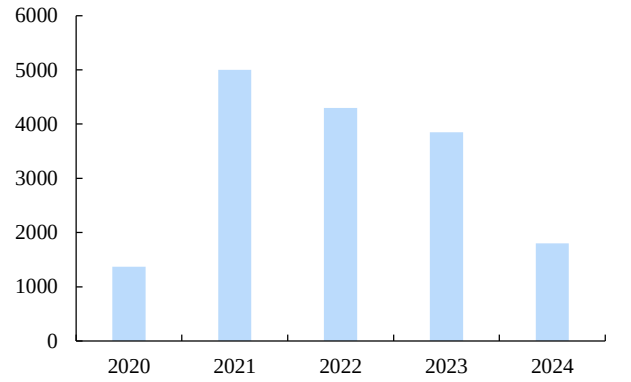
**图 13：2020-2024 年动储电池技术路线占比**




资料来源：中国汽车动力电池产业创新联盟，国泰海通证券研究

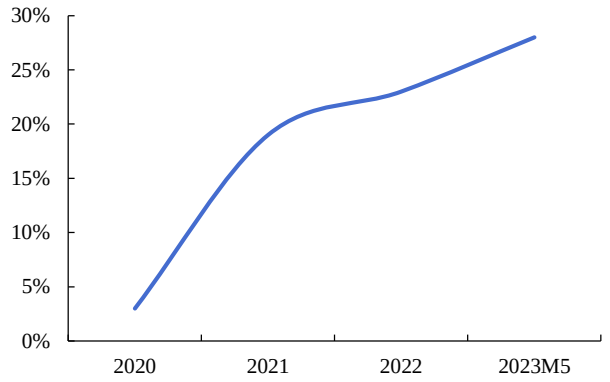
**2024 年行业资本开支显著收缩。**进入 2024 年，受供给过剩影响，锂电池行业资本开支大幅收缩，产能扩张节奏明显放缓。2024 年国内锂电池新增规划项目约 60 个，同比下降 37%；规划产能约 590GWh，同比下降 60%；投资总额超 1800 亿元，同比下降 68%。

**图 14：2020-2024 年锂电池投扩产项目总投资规模（亿元）**




资料来源：高工锂电，国泰海通证券研究

**图 15：2020-2023 年 5 月我国锂电百亿投资项目数量占比**




资料来源：高工产研，国泰海通证券研究

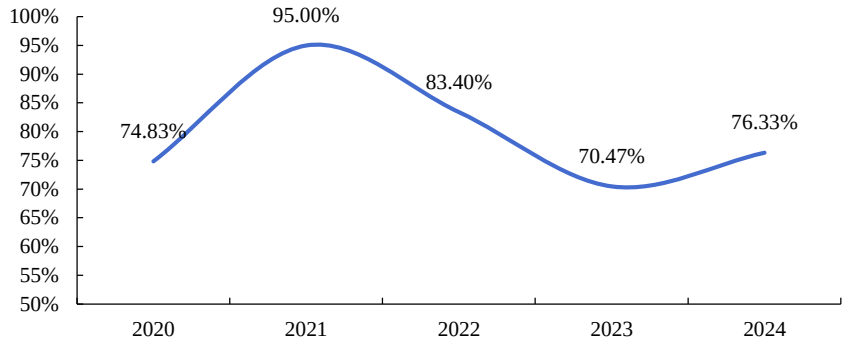
仅供内部参考，请勿外传！



**产能集中释放叠加需求增速放缓，行业进入产能过剩周期。**2021 年，随着下游需求高景气，行业整体处于供不应求状态，头部企业基本实现满产。以行业龙头宁德时代为例，2021 年其产能利用率达 95%，同比提升 20pct。2022-2023 年，伴随下游需求增速放缓，叠加前期大规模扩产的产能陆续释放，行业逐步进入产能过剩阶段。2022 年行业整体产能利用率下滑至 76%，2023 年进一步降至 50%，行业内部分化显著，头部企业凭借技术与成本优势仍能维持 50%以上的产能利用率，三线及以下电池企业产能利用率则不足 30%，低端产能持续出清。锂电产业链进入全面过剩，企业盈利普遍承压。除宁德时代等少数龙头仍能保持盈利增长外，中上游材料环节企业盈利均出现显著下滑，部分甚至陷入亏损。

**2024 年行业从供过于求逐步转向供需平衡。**供给端，行业产能扩张节奏放缓，去库存成效显著。24Q1 头部电池企业库存同比普遍下降 10-20%，动力电池库存由 3 月的 28.9GWh 回落至 6 月的 5.69GWh，降幅达 80.3%。需求端，两轮以旧换新政策拉动新能源车需求回暖，同时储能领域需求加速释放，2024 年国内锂电池销量达 126.6GWh，同比增长 42.4%，销量增速高于产量增速。供需两端同步改善，带动产能利用率显著回升。2024H1 行业整体开工率由 2023 年的不足 50%提升 61%，Q3 起头部电池企业上调排产，备战“金九银十”与年末补库，9 月排产环比大增 36%。行业逐步走出供过于求格局，转向供需平衡状态，产能利用率持续修复。以龙头宁德时代为例，2024 年其产能利用率回升至 76.33%，同比提升 6pct。

**图16：2020-2024 年宁德时代产能利用率**




数据来源：公司年报，国泰海通证券研究

**表3：2020-2024 年锂电产业链各环节企业归母净利润（亿元）及同比增速（%）**

| 环节 | 企业 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 电池 | 宁德时代 | 55.83 | 159.31 | 307.29 | 441.21 | 507.45 |
| | | *+22%* | *+185%* | *+93%* | *+44%* | *+15%* |
| 铁锂正极 | 湖南裕能 | 0.39 | 11.84 | 30.07 | 15.81 | 5.94 |
| | | *-29%* | *+2923%* | *+154%* | *-47%* | *-62%* |
| | 德方纳米 | -0.28 | 8.01 | 23.80 | -16.36 | -13.38 |
| | | *-128%* | *+2919%* | *+188%* | *-169%* | *+18%* |
| 三元正极 | 容百科技 | 2.13 | 9.11 | 13.53 | 5.81 | 2.96 |
| | | *+144%* | *+328%* | *+49%* | *-57%* | *-49%* |
| 负极 | 贝特瑞 | 4.95 | 14.41 | 23.09 | 16.54 | 9.30 |
| | | *-26%* | *+191%* | *+60%* | *-28%* | *-44%* |
| 隔膜 | 恩捷股份 | 11.16 | 27.18 | 40.00 | 25.27 | -5.56 |
| | | *+31%* | *+144%* | *+47%* | *-37%* | *-122%* |
| 电解液 | 天赐股份 | 0.01 | 0.00 | 0.01 | 0.01 | 0.03 |
| | | *+37%* | *-69%* | *+58%* | *+125%* | *+184%* |

资料来源：Wind，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！



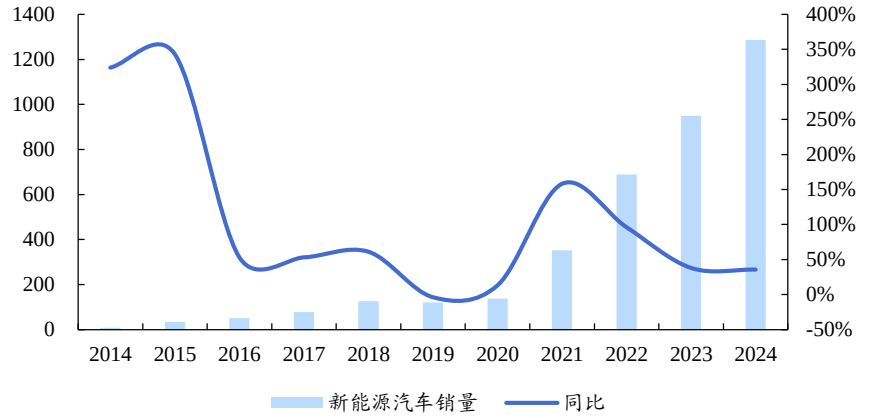
# 3. 估值：供需格局与估值、股价的匹配关系

## 3.1. 股价经历高成长溢价、估值收缩和分化修复三个阶段

### 3.1.1. 2020-2021 年 高成长溢价期

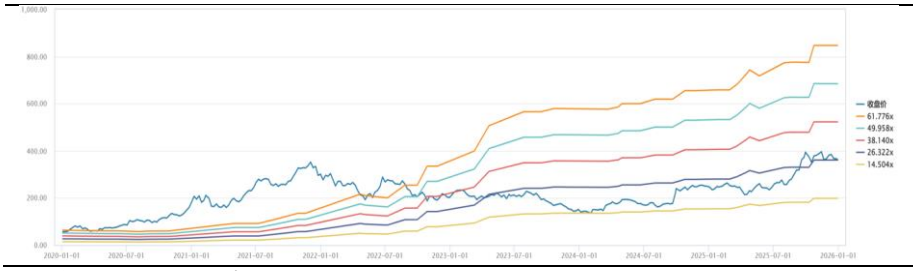
**新能源车销量快速爬升，市场给予锂电池行业高成长溢价。**申万锂电池指数（857371）指数 2020 年涨幅高达 174.36%，2021 年 40.76%，宁德时代 PE（TTM）从 2020 年 1 月的 53 倍飙升至 2021 年的 216 倍，市场给予极高成长溢价，主要原因为：1）渗透率从 0 到 1 的爆发，到 2020 年新能源车渗透率为 5.4%，2021 年到 13.4%。2）高增长下产能紧缺，2020 年宁德时代的产能利用率 74.8%，2021 年高达 95%，随着高产能利用率，各大电池厂纷纷扩产。3)基金抱团。2020 年 Q1 锂电池板块基金持仓比例为 10.14%，到 Q4 升至 14.69%。

**图17：2020 年开始，新能源汽车销量进入加速上升期（万辆）**



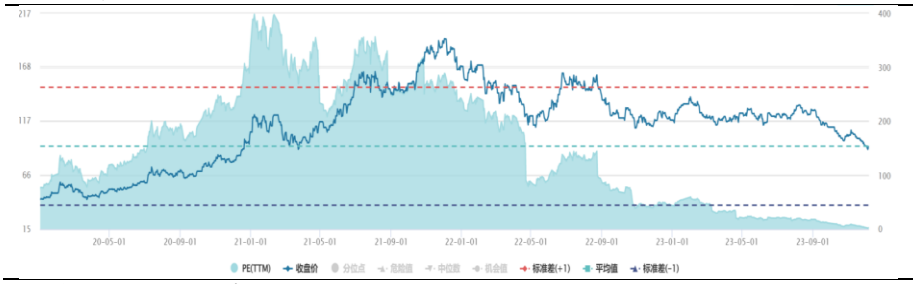

数据来源：Wind，国泰海通证券研究

**图18：宁德时代 PE-BAND**



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

**图19：宁德时代 PE-TTM**



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！



**图20：申万锂电池指数**




数据来源：Wind，国泰海通证券研究

### 3.1.2. 2022-2023 年 估值收缩期

**市场提前反应增速见顶供需关系反转，进入估值收缩期。**申万锂电池指数 2022 年跌 28.92%，2023 年跌 30.58%。宁德时代 PE-TTM 从最高 216 倍回落到 2023 年底 15 倍的历史极端分位。从基本面上看，1）宁德时代产能利用率从 2021 年产能利用率 95%，2023 年到 70.47%，产能过剩显现。2）价格战持续升级，2022 年磷酸铁锂电芯价格 0.9 元/Wh，2023 年中降至 0.6 元/Wh。3）盈利下修。2022 年底，各个电池厂对 2023 年的目标出货信心足，但随着 2023 年的去库，以及需求不及预期，各个电池厂的目标完成率低，同期 2020-2021 年规划的产能开始释放，盈利开始下修。

**表4：2022-2023 年磷酸铁锂电芯价格**

| 时间节点 | 磷酸铁锂电芯价格 | 产业链状态 |
|---|---|---|
| 2022 年底 | 约 0.9 元/Wh | 供不应求，扩产狂奔 |
| 2023 年中 | 约 0.6 元/Wh | 产能集中释放，价格急坠 |
| 2023 年底 | 约 0.45 元/Wh | 全行业亏损面扩大 |

资料来源：陇珈咨询，国泰海通证券研究

### 3.1.3. 2024 年 分化修复期

**锂电池产能消化+国内以旧换新需求带动，锂电池从供过于求向供需平衡转变。**锂电池指数 2024 年涨幅为 46.24%，我们认为，主要系：1）国家于 2024 年 4 月和 7 月分别发布《汽车以旧换新补贴实施细则》和《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》，加码新能源补贴刺激国内新能源销量，2024 年我国新能源汽车销量达到 1286.6 万辆，同比增长 35.5%，与 2023 年 37.9%增速相当。2）2023 年底，宁德时代 PE-TTM 仅为 15 倍，位于历史极端分位，与同期行业增速 30%不匹配，随着 2024 年 Q1 宁德时代单位盈利保持稳定，行业龙头率先走出过剩局面（产能利用率升至 76.33%）。3）2024 年 9 月开始 A 股进入牛市，整体市场估值上移。

**表5：锂电池板块盈利能力**

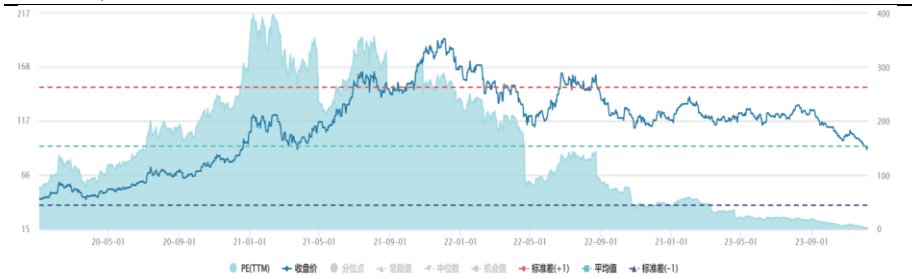
| | 2023 年 | 2024 年 | 2025 年 |
|---|---|---|---|
| **营业收入(亿元)** | 6,499.35 | 6,306.81 | 7,536.27 |
| **yoy** | 26.42% | -2.96% | 19.49% |
| **归属母公司净利润(亿元)** | 510.29 | 594.47 | 833.69 |
| **yoy** | 28.59% | 16.50% | 40.24% |
| **市盈率 PE** | 23.58 | 23.19 | 32.93 |

资料来源：Wind，国泰海通证券研究
备注：头部锂电池企业加总

仅供内部参考，请勿外传！



**图21：宁德时代 PE-TTM**

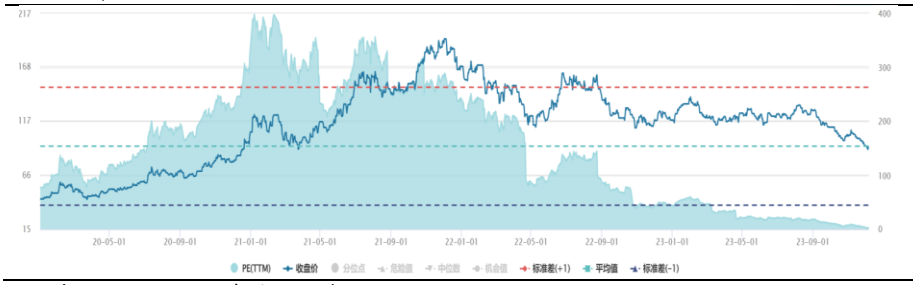


数据来源：Wind，国泰海通证券研究

## 3.2. 估值与供需的映射关系

**估值回落领先供需关系。**股价通常在供需关系反转前或是产能利用率见顶前 6-12 个月反应，2021 年和 2022 年行业需求仍旺盛，供小于求且在 2022 年产能利用率见顶，但是 2021 年底股价见顶。自 2023 年开始行业进入去库阶段，进入杀估值和盈利下修阶段，直至 2024 年初宁德时代估值 15 倍左右见底，并维持在 15-20 倍之间。

**图22：宁德时代 PE-TTM**



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

**价格回落领先业绩报表 1-2 个季度。**我们认为，底层来自 M1 长协结算机制、高价存货逐步结转、产能利用率缓冲、长协订单调价窗口四重因素。行业普遍采用 M1（上月均价）长协定价模式。产能利用率上，价格刚下行初期，企业为摊薄折旧，会维持较高排产、保障出货规模，规模效应可以阶段性对冲一部分产品降价带来的毛利损失；当价格持续下行，订单收缩、产能利用率开始回落，单位产品分摊的折旧、人工等固定成本抬升，盈利压力才会完整暴露，这一过程也存在季度级别的滞后。市场现货价格更多反映散单报价，而电池厂大部分收入来自车企、储能大客的年度/季度长协。价格下行阶段，散单价格率先暴跌，长协订单按合同周期逐步调价，企业收入结构里高占比的长协订单不会立刻跟随散单现货，带来盈利端的时间滞后效应。

## 3.3. 估值驱动因素的切换

**锂电池从成长股走向成长周期股，供需关系影响 PE。**2020-2021 年新能源乘用车渗透率从 2020 年的 5.4%到 2021 年的 14.4%，渗透率低且加速提升，市场用 PEG 估值给予锂电池高成长溢价，PE（TTM）在 100 倍朝上。2022-2023 年，虽然 2022 年行业仍火热，积极扩产，但股价会提前 6-12 月反应供需关系反转和产能利用率见顶，2021 年股价见顶。但由于 2022 年市场需求仍旺盛，股价仍维持在高位震荡，但当 2023 年行业供需反转甚至大底时，杀估值明显。同时，原材料价格（碳酸锂）走势对行业股价[illegible]年行业进入磨底阶段，杀估值仍出现，但幅度有限，盈利[illegible]程度，股价开始向上。

**关注新技术引动行情。**我们发现在新技术有突破期，或者[illegible]情时，往往新技术会引发行情。2022 年由于高锂价，钠

仅供内部参考，请勿外传！



虽然技术直至 2026 年仍在量产前期，但 2022 年由于提前预知了未来的行业趋势，引发了钠电行情。2022 年下半年复合铜箔有大行情，催化是 2022 年 7 月宝明科技公告 60 亿投建复合铜箔，是 A 股第一个大规模产能规划公告，引爆市场关注度。2022Q3-Q4，尤其 10-11 月板块高潮；英联股份连续涨停，宝明科技、双星新材、东威科技、万顺新材集体大涨，大量跨界公司发公告布局复合铜箔，市场博弈“0-1 量产突破”。2023 年仍有脉冲式行情，但直至 2026 年复合铜箔仍未量产。2024 年 5 月，工信部启动 60 亿元全固态电池重大研发专项，预期 2025 年 9 月做中期验收，这也是引发 2024 年和 2025 年阶段性固态电池行情的重要两个节点，行业预期 2027 年小批量量产，2030 年大批量量产。

**表6：2020-2026 年锂电池板块股价驱动因素的切换**

| 时期 | 核心驱动 | 估值锚定 |
|---|---|---|
| 2020-2021 | 渗透率提升+订单增速 | PEG（成长溢价） |
| 2022-2023 | 产能利用率+价格走势 | PB/PS（资产价值） |
| 2024-2026H1 | 盈利修复+供需反转 | PE（业绩兑现） |

资料来源：国泰海通证券研究

## 3.4. 基金持仓数据分析：从抱团到撤离再到结构调仓

**2020-2021 年：景气兑现下抱团建仓，估值透支后阶段性降配。**2020 年，随着多项利好政策密集出台，锂电池赛道中长期成长逻辑逐步清晰；伴随下游新能源车产销回暖、中游排产修复，产业景气由“预期修复”走向“基本面兑现”。基金以“买入成长”为主线，前瞻性建仓宁德时代、亿纬锂能、国轩高科等行业龙头，20Q4 锂电池板块基金持股比例升至 14.7%的阶段高点。进入 2021 年，行业景气度持续向好，下游需求加速释放，带动锂电池板块股价大幅上涨，申万锂电池指数涨幅达 40.76%，基金持股比例整体保持相对稳定。2021 年 Q4 季度出于对 2022 年行业需求增速放缓和估值透支的担忧，叠加缺乏超预期催化，机构阶段性降配，基金持股比例有所回落，在 21Q4 降至 12.4%。

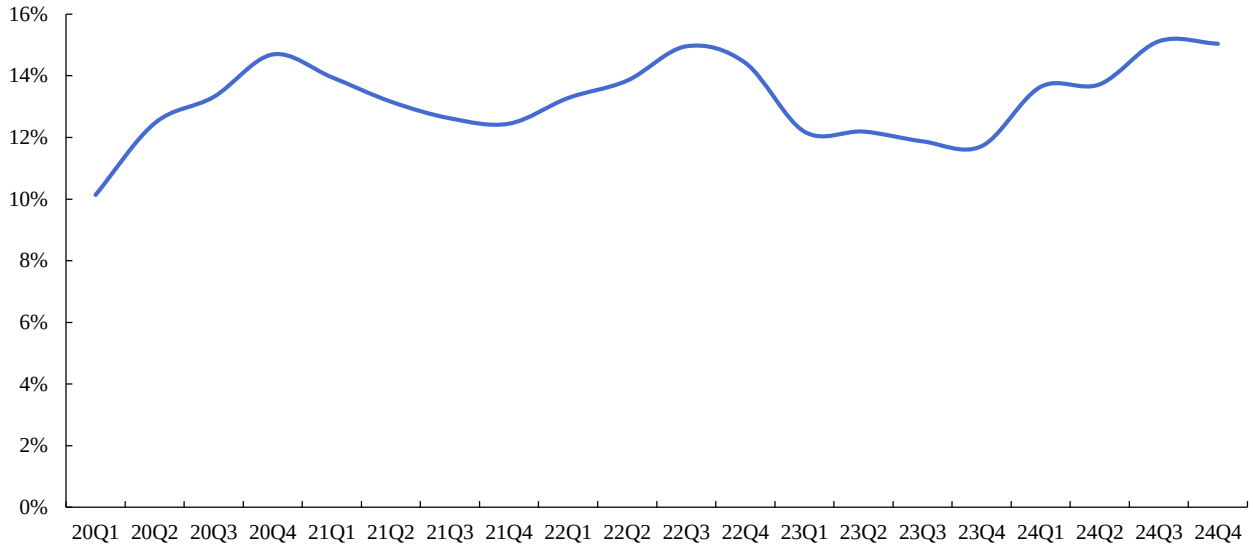
**2022-2023 年：车储共振集中增配，供给过剩趋势减仓。**2022 年 2 月 24 日，俄乌战争爆发，受地缘冲突催化，欧洲户储需求迎来爆发，鹏辉能源、派能科技等户储核心标的业绩超预期增长，获基金集中增持。4 月底，受上海疫后复产、购置税减半等因素驱动，下游新能源车市场需求持续旺盛，乘联会在 8 月将全年新能源乘用车销量预期由 550 万辆上调至 600 万辆。22Q3 板块整体基金持股比例升至 15%的阶段性高点。2022 年末至 2023 年，行业供需格局逐步转向过剩。前期大规模扩产形成的产能集中释放，叠加需求增速回落，锂电池行业整体产能利用率大幅下滑，行业进入结构性过剩阶段，产业链价格与盈利全面承压，锂电池板块被持续减仓，基金持股比例于 23Q4 回落至 11.7%。

**2024 年：出清见底景气修复，持仓回升向龙头收敛。**经过 2023 年的价格下行与去库周期后，2024 年行业库存、资本开支降至历史中枢水平，产业链价格逼近成本线，板块估值处于历史底部区间，产业出清接近尾声，基本面逐步迎来拐点。需求端方面，2024 年国内汽车两次以旧换新政策刺激新能源车需求恢复，另一方面，2024 年全球储能电芯出货规模达 314.7GWh，同比增长 60%，储能逐步成为行业新增长引擎。叠加低空经济、固态电池等新技术催化，行业景气预期持续修复。同时，伴随产业出清与需求回升，行业竞争格局渐趋明朗，龙头企业盈利确定性显著增强，本轮基金增配高度集中于宁德时代等行业龙头。23Q4-24Q4，锂电池板块基金持股比例回升至 15%，其中宁德时代的基金持股比例在 24Q4 达到 16.5%的高点。

仅供内部参考，请勿外传！



图23：2020-2024 年各季度锂电池板块基金持股比例（仅统计基金前十大持仓）




资料来源：Wind，国泰海通证券研究

表7：2020-2024 年各季度锂电池企业基金持股比例（仅统计基金前十大持仓）

| | 20Q1 | 20Q2 | 20Q3 | 20Q4 | 21Q1 | 21Q2 | 21Q3 | 21Q4 | 22Q1 | 22Q2 | 22Q3 | 22Q4 | 23Q1 | 23Q2 | 23Q3 | 23Q4 | 24Q1 | 24Q2 | 24Q3 | 24Q4 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 宁德时代 | 9.3% | 11.7% | 13.5% | 15.0% | 14.2% | 13.1% | 13.2% | 12.8% | 14.1% | 13.6% | 13.8% | 13.6% | 13.0% | 13.2% | 13.0% | 12.8% | 15.0% | 14.6% | 16.4% | 16.5% |
| 亿纬锂能 | 18.7% | 21.2% | 19.6% | 21.8% | 20.2% | 21.1% | 16.4% | 20.1% | 17.7% | 20.7% | 21.9% | 22.5% | 18.0% | 18.9% | 17.5% | 16.7% | 17.1% | 20.4% | 17.4% | 14.9% |
| 国轩高科 | 0.8% | 3.8% | 1.0% | 7.8% | 8.1% | 4.0% | 1.7% | 1.5% | 0.7% | 3.7% | 2.7% | 2.3% | 2.8% | 2.2% | 1.9% | 2.2% | 3.6% | 3.0% | 2.3% | 1.9% |
| 鹏辉能源 | 3.4% | 2.3% | 0.0% | 0.5% | 0.7% | 3.4% | 0.1% | 8.2% | 13.7% | 18.5% | 28.0% | 25.2% | 8.3% | 5.4% | 2.9% | 2.8% | 0.2% | 0.0% | 0.0% | 0.2% |
| 欣旺达 | 9.3% | 9.0% | 14.7% | 13.1% | 11.4% | 12.2% | 16.0% | 16.0% | 9.3% | 10.1% | 10.3% | 8.9% | 6.8% | 4.7% | 6.4% | 3.2% | 3.6% | 5.1% | 7.5% | 6.1% |
| 孚能科技 | - | - | 4.9% | 8.2% | 0.2% | 0.1% | 0.0% | 0.2% | 0.0% | 0.0% | 0.5% | 1.3% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.1% |
| 派能科技 | - | - | - | 2.6% | 2.2% | 2.6% | 0.0% | 1.2% | 0.6% | 19.1% | 34.8% | 27.1% | 7.9% | 1.5% | 0.7% | 0.9% | 0.3% | 0.0% | 0.2% | 0.1% |
| 珠海冠宇 | - | - | - | - | - | - | - | 1.1% | 9.8% | 13.7% | 0.1% | 0.1% | 0.5% | 1.1% | 1.6% | 10.5% | 3.9% | 5.5% | 6.5% | 4.8% |
| 豪鹏科技 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | 0.0% | 0.4% | 3.7% | 0.5% | 0.2% | 2.8% | 2.3% | 6.3% | 6.3% | 9.0% |

资料来源：Wind，国泰海通证券研究

## 4. 投资建议

**我们认为，**从 2020 年至 2024 年锂电池行业紧缺到过剩的完整周期看，估值启动与回落往往领先供需关系。鉴于当前市场对 2027 年行业可能增速放缓的担忧，部分龙头板块估值已回落历史较低水平，业绩增速与估值适配度高，已经具备良好配置价值。推荐标的：宁德时代、亿纬锂能、中创新航、阳光电源。

表8：投资建议一览表

| 代码 | 公司 | 收盘价 | EPS | | | PE | | | 评级 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 2026.09.11 | 2025A | 2026E | 2027E | 2025A | 2026E | 2027E | |
| 300750.SZ | 宁德时代 | 330.51 | 15.82 | 20.76 | 27.40 | 23.21 | 15.92 | 12.06 | 增持 |
| 300014.SZ | 亿纬锂能 | 48.60 | 1.99 | 3.12 | 4.10 | 32.99 | 15.58 | 11.85 | 增持 |
| 3931.HK | 中创新航 | 16.92 | 0.87 | 1.55 | 2.78 | 27.25 | 10.92 | 6.09 | 增持 |
| 300274.SZ | 阳光电源 | 84.40 | 6.49 | 6.55 | 8.75 | 26.34 | 12.89 | 9.65 | 增持 |

数据来源：Wind，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！



## 5. 风险提示

**动储需求不及预期。**2026 年国内外宏观经济环境复杂，增长压力加大，若全球经济动能进一步低迷，则可能导致新能源车需求下降。同时，储能需求受到峰谷电价差和碳酸锂等材料价格的影响较大，若储能经济性受到影响，则可能导致储能需求下降。

**行业竞争加剧。**新能源锂电行业仍在扩张期，若行业在扩产中出现供给过剩，则可能面临产业盈利能力下降的风险。

仅供内部参考，请勿外传！



本公司是本报告所述容百科技(688005),派能科技(688063),珠海冠宇(688772)的做市券商。本报告系本公司分析师根据容百科技(688005),派能科技(688063),珠海冠宇(688772)公开信息所做的独立判断。

仅供内部参考，请勿外传！



## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

**分析师声明**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

**免责声明**

本报告仅供国泰海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）授权客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰海通证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

**评级说明**

**投资建议的比较标准**

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

| | 评级 | 说明 |
|---|---|---|
| 股票投资评级 | 增持 | 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上 |
| | 谨慎增持 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 5%～10%之间 |
| | 中性 | 相对沪深 300 指数涨幅介于-5%～5% |
| | 减持 | 相对沪深 300 指数下跌 5%以上 |
| | 无评级 | 对于个股未来市场表现与基准指数相比无明确观点 |
| 行业投资评级 | 增持 | 明显强于沪深 300 指数 |
| | 中性 | 基本与沪深 300 指数持平 |
| | 减持 | 明显弱于沪深 300 指数 |

**国泰海通证券研究所**

地址 上海市黄浦区中山南路 888 号 邮编 200011 电话 （021）38676666