

# 全球电气化的“心脏”

华泰研究

2026年2月13日 | 中国香港

首次覆盖

新能源及动力系统

投资评级(首评):

买入

目标价(港币):

639.79

## 我们和市场的不同:

我们认为宁德时代战略定位始终是一家能源科技公司,而不仅仅是市场归类的电池制造业:

- 1) 科技属性:以高壁垒的电池新技术为矛,以稳固的工程品质为盾;
- 2) 能源属性:借储能切入电力市场和能源供应,以商用车和换电为基拓展用电全场景。

首次覆盖港股给予买入评级和目标价 639.79 港币。

## 一以贯之地强化科技属性

我们认为宁德时代在重大战略和周期判断上表现出卓越的纠偏和择时能力,强化自身和产品的科技属性:

1. 前瞻研究的产品化能力和客户需求的平台化匹配能力。研发自成立以来保持高投入强度,从而让技术迭代成为份额上升的阶梯;
2. 以工程能力巩固始终如一的质量表现。宁德时代良率领先行业,故因电池召回等产生的实际拨备使用金额占收入比例低。累计拨备金额占收入高于行业水平。
3. 基于质量和售后能力构建市场黏性。重视售前和售后市场的客户响应能力,重视 C 端消费者的品牌教育,覆盖除比亚迪外几乎全部车企和产品线,同时欧洲车企众多新车型采用宁德时代电池。

## 商用业务为基,打开未来能源综合体成长空间

宁德时代产品能力迭代和应用场景开发都围绕能源展开,正在从电芯向整体解决方案的能源供应商角色转变,而这种能力的构建需要对于电力系统的深刻认知,以及对于各子系统技术的充分掌握。在更远期的 2030 年代,风光储一体化绿电直连项目、数据中心 UPS 系统、eVTOL 和机器人电池等新商业模式和场景有望成为宁德时代收入增长的主要推动力。伴随公司推出天行电池,聚焦重卡、客车等高负荷应用场景,匹配行业需求快速增长,我们认为今明两年商用车板块有望成为重要增长点。

## 储能行业需求向好,支撑宁德时代高增长

我们认为储能需求增速有持续性。储能凭借高可控性、高调节性优势,有望成为实现“新能源系统平价”的桥梁。新能源渗透率提升背景下,储能配比和储能时长进一步增加,使得储能需求的增长通常快于新能源。我们预测 2025-30 年储能新增装机 CAGR 达到约 40%。

## 估值对标全球制造业明珠

参考锂电行业可比公司 2026E PE Wind 一致预期 27x 及 5%龙头溢价,基于 2026E 923 亿人民币利润预测,给予 2026 年末目标市值 2.92 万亿港币(人民币兑港币汇率 1.13),隐含 2026 年 23x EV/FCF;隐含 25/26/27E 分别 37/28/23x PE,与分别 39%/31%/21%的盈利增速匹配。首次覆盖港股给予买入评级和目标价 639.79 港币。

风险提示:商用电动车渗透率不及预期;储能项目落地不及预期。

刘俊

研究员

SAC No. S0570523110003  
SFC No. AVM464karlliu@htsc.com  
+(852) 3658 6000

边文蛟

研究员

SAC No. S0570518110004  
SFC No. BJSJ399bianwenjiao@htsc.com  
+(86) 755 8277 6411

王嵩

研究员

SAC No. S0570525110001  
SFC No. BLE051alanwang@htsc.com  
+(852) 3658 6000

陈爽\*

研究员

SAC No. S0570524040001

chenshuang@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

杨景文\*

研究员

SAC No. S0570525080002 yangjingwen022663@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

李科毅\*

联系人

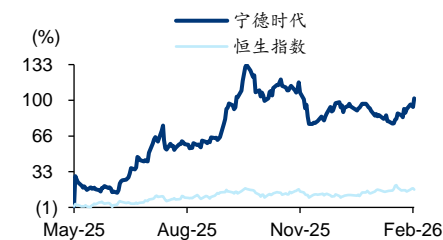
SAC No. S0570125030018

likeyi@htsc.com  
+(86) 10 6321 1166

## 基本数据

收盘价(港币 截至 2 月 12 日)	528.00
市值(港币百万)	2,409,718
6 个月平均日成交额(港币百万)	1,207
52 周价格范围(港币)	291.00-614.00

## 股价走势图



资料来源: S&amp;P

## 经营预测指标与估值

会计年度(人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万)	362,013	416,361	531,941	646,212
+/-%	(9.70)	15.01	27.76	21.48
归属母公司净利润(百万)	50,745	70,534	92,265	111,933
+/-%	15.01	39.00	30.81	21.32
EPS(最新摊薄)	11.12	15.45	20.22	24.53
ROE(%)	22.83	24.53	25.07	24.54
PE(倍)	42.18	30.35	23.20	19.12
PB(倍)	8.36	6.52	5.25	4.24
EV/EBITDA(倍)	19.26	14.94	10.94	8.46
股息率(%)	1.07	0.58	0.73	0.80

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

## 盈利预测

### 利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	400,917	362,013	416,361	531,941	646,212
销售成本	(309,070)	(273,519)	(310,495)	(395,037)	(478,850)
<b>毛利润</b>	<b>91,847</b>	<b>88,494</b>	<b>105,865</b>	<b>136,905</b>	<b>167,363</b>
销售及分销成本	(17,954)	(3,563)	(4,057)	(5,131)	(6,171)
管理费用	(8,462)	(9,690)	(11,658)	(14,362)	(17,273)
其他收入/支出	(20,052)	(20,664)	(24,565)	(30,853)	(36,834)
财务成本净额	4,928	4,132	9,987	9,994	10,021
应占联营公司利润及亏损	3,746	3,743	6,245	7,979	9,693
<b>税前利润</b>	<b>53,914</b>	<b>63,182</b>	<b>87,251</b>	<b>114,133</b>	<b>138,463</b>
税费开支	(7,153)	(9,175)	(12,215)	(15,979)	(19,385)
少数股东损益	(2,640)	(3,262)	(4,502)	(5,889)	(7,145)
<b>归母净利润</b>	<b>44,121</b>	<b>50,745</b>	<b>70,534</b>	<b>92,265</b>	<b>111,933</b>
折旧和摊销	(22,646)	(24,938)	(19,202)	(25,100)	(31,630)
EBITDA	71,685	82,496	100,754	131,021	159,619
EPS (人民币, 基本)	10.03	11.52	15.46	20.22	24.53

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	45,434	59,836	59,665	92,373	91,922
应收账款和票据	65,772	64,266	85,295	105,784	126,342
现金及现金等价物	264,307	303,512	371,816	445,981	541,786
其他流动资产	74,275	82,529	87,471	88,663	93,536
<b>总流动资产</b>	<b>449,788</b>	<b>510,142</b>	<b>604,247</b>	<b>732,800</b>	<b>853,585</b>
固定资产	140,400	142,344	148,308	170,832	187,063
无形资产	15,676	14,420	17,284	19,492	20,483
其他长期资产	111,304	119,752	136,958	157,598	181,708
<b>总长期资产</b>	<b>267,380</b>	<b>276,516</b>	<b>302,549</b>	<b>347,923</b>	<b>389,254</b>
<b>总资产</b>	<b>717,168</b>	<b>786,658</b>	<b>906,796</b>	<b>1,080,723</b>	<b>1,242,839</b>
应付账款	194,554	198,334	247,667	319,770	368,058
短期借款	15,181	19,696	19,696	21,083	38,745
其他负债	77,266	99,142	97,850	120,629	126,568
<b>总流动负债</b>	<b>287,001</b>	<b>317,172</b>	<b>365,214</b>	<b>461,482</b>	<b>533,370</b>
长期债务	83,449	81,238	67,656	59,634	46,421
其他长期债务	126,835	114,792	114,792	114,792	114,792
<b>总长期负债</b>	<b>210,284</b>	<b>196,030</b>	<b>182,448</b>	<b>174,425</b>	<b>161,213</b>
股本	4,399	4,403	4,563	4,563	4,563
储备/其他项目	193,309	242,527	323,544	403,335	499,631
股东权益	197,708	246,930	328,106	407,898	504,194
少数股东权益	22,175	26,526	31,028	36,918	44,062
<b>总权益</b>	<b>219,883</b>	<b>273,456</b>	<b>359,135</b>	<b>444,816</b>	<b>548,256</b>

### 估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	48.51	42.18	30.35	23.20	19.12
PB	10.44	8.36	6.52	5.25	4.24
EV EBITDA	23.05	19.26	14.94	10.94	8.46
股息率 (%)	0.54	1.07	0.58	0.73	0.80
自由现金流收益率 (%)	1.26	2.23	4.23	4.94	5.69

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	71,685	82,496	100,754	131,021	159,619
融资成本	(4,928)	(4,132)	(9,987)	(9,994)	(10,021)
营运资本变动	25,875	15,235	27,376	37,738	27,119
税费	(7,153)	(9,175)	(12,215)	(15,979)	(19,385)
其他	7,347	12,566	(568.00)	(326.15)	101.44
<b>经营活动现金流</b>	<b>92,826</b>	<b>96,990</b>	<b>105,361</b>	<b>142,461</b>	<b>157,434</b>
CAPEX	(33,625)	(31,180)	(26,259)	(48,138)	(47,008)
其他投资活动	4,437	(17,695)	(11,877)	(13,266)	(14,935)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(29,188)</b>	<b>(48,875)</b>	<b>(38,136)</b>	<b>(61,404)</b>	<b>(61,943)</b>
债务增加量	25,115	2,305	(13,582)	(8,022)	(13,213)
权益增加量	1,954	(0.00)	135.58	0.00	0.00
派发股息	(1,594)	(11,086)	(22,141)	(12,473)	(15,638)
其他融资活动现金流	(10,758)	(5,743)	36,667	13,603	29,164
<b>融资活动现金流</b>	<b>14,716</b>	<b>(14,524)</b>	<b>1,080</b>	<b>(6,893)</b>	<b>313.42</b>
现金变动	80,536	31,994	68,304	74,164	95,805
年初现金	157,629	238,165	303,512	371,816	445,981
汇率波动影响	2,181	(1,597)	0.00	0.00	0.00
<b>年末现金</b>	<b>238,165</b>	<b>270,160</b>	<b>371,816</b>	<b>445,981</b>	<b>541,786</b>

### 业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>增长率 (%)</b>					
营业收入	22.01	(9.70)	15.01	27.76	21.48
毛利润	38.02	(3.65)	19.63	29.32	22.25
营业利润	45.89	19.24	36.22	30.81	21.32
净利润	43.58	15.01	39.00	30.81	21.32
EPS	43.58	15.01	39.00	30.81	21.32
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利润率	22.91	24.44	25.43	25.74	25.90
EBITDA	17.88	22.79	24.20	24.63	24.70
净利润率	11.66	14.92	18.02	18.45	18.43
ROE	24.36	22.83	24.53	25.07	24.54
ROA	6.69	6.75	8.33	9.28	9.63
<b>偿债能力 (倍)</b>					
净负债比率 (%)	(38.71)	(50.73)	(63.09)	(68.60)	(72.05)
流动比率	1.57	1.61	1.65	1.59	1.60
速动比率	1.36	1.38	1.45	1.35	1.39

### 营运能力 (天)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产周转率 (次)	0.61	0.48	0.49	0.54	0.56
应收账款周转天数	54.77	63.72	63.72	63.72	63.72
应付账款周转天数	123.22	163.22	163.22	163.22	163.22
存货周转天数	71.11	69.28	69.28	69.28	69.28
现金转换周期	2.66	(30.22)	(30.22)	(30.22)	(30.22)

### 每股指标 (人民币)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EPS	10.03	11.52	15.46	20.22	24.53
每股净资产	44.94	56.08	71.91	89.40	110.50

## 正文目录

核心观点 .....	5
聚焦打造能源科技公司 .....	6
产品与业态创新：持续引领行业技术革新 .....	6
新电池：多元产品序列破局细分市场 .....	6
新材料：多维度创新打造差异化壁垒 .....	8
新结构：结构革新重塑电池性能边界 .....	8
工程能力 .....	9
市场黏性 .....	11
商用业务为基，打开未来能源综合体成长空间 .....	13
构建全场景能源补给生态链 .....	13
从储能掌握电力电子，从钙钛矿把握能源生产 .....	15
交付能源解决方案产品——风光储零碳园区，数据中心 UPS .....	16
储能支撑宁德时代增长 .....	17
114 号文落地，国内独储发展步入正轨 .....	17
我们认为储能需求增速将快于市场预期 .....	18
重新定义平价，储能成为主角，增速快于风光 .....	19
海外已平价，国内预期 27/30 年分别实现用电侧和发电侧光储平价 .....	19
不同于市场认知，我们认为储能电池格局有望好于动力电池 .....	21
储能系统单项目规模持续放大对电芯失效率更敏感，宁德时代有良率优势 .....	21
大储消防事故使得电池安全存在“溢价” .....	21
136 号文改变国内储能逻辑，电芯质量直接影响 IRR，头部电池厂受益 .....	22
何以重估：对标全球制造业明珠的 EV/FCF .....	23
股权结构：创始团队为核心，注重员工激励与股东回报 .....	23
主要业务：聚焦电池赛道，构建全产业链生态 .....	23
H/A 溢价源自不同估值坐标系，对标全球制造业明珠 .....	23
盈利预测 .....	26
目标价 639.79 港币，首次覆盖港股给予买入评级 .....	27
风险提示 .....	28

## 图表目录

图表 1：宁德时代历年研发费用及研发费用率 .....	6
图表 2：宁德时代历年研发人员数量 .....	6
图表 3：宁德时代神行电池、麒麟电池、骁遥电池、钠新电池对比 .....	7
图表 4：宁德时代电动飞机、电动船舶领域布局情况 .....	8
图表 5：宁德时代凝聚态电池 .....	8
图表 6：宁德时代钠新电池 .....	8

图表 7: 宁德时代 CTP 技术 .....	9
图表 8: 宁德时代 AB 电池技术 .....	9
图表 9: 公司产能与产量过去五年翻 10 倍 .....	9
图表 10: 公司实现产能优化, 人均产量 (左轴) 不断提升 .....	9
图表 12: 宁德时代动力电池单价 .....	10
图表 13: 宁德时代动力电池单位毛利及同比变化 .....	10
图表 16: 中国国内电动车电池市场份额 .....	11
图表 18: 宁德是众多海外 OEM 的头号电池供应商 .....	12
图表 19: 宁德时代主要业务 .....	13
图表 20: 宁德时代换电经济性分析 .....	13
图表 21: 商用车月度新能源渗透率累计达到 28% .....	14
图表 22: 商用车电动化逐步扩散到多样化场景 .....	14
图表 23: 南京铁心桥服务区光储充重卡换电示范站 .....	15
图表 24: 鄂尔多斯市时代可再生能源发展有限公司达拉特旗 100 万千瓦工业园区绿色供电项目 .....	16
图表 25: 甘肃容量电价计算公式 .....	17
图表 26: 全球新增新型储能与新能源装机预测 .....	18
图表 27: 新型储能成为全球储能增长的主要增量 .....	18
图表 28: 中国新型储能新增装机 2023 年超过抽蓄成为主要增量 .....	18
图表 29: 国内与海外新增新能源配储比例与储能时长提升测算 .....	20
图表 30: 2030 年主要地区新增新能源配储比例与储能时长测算 .....	20
图表 31: 全球储能增速跑出超越新能源增速的 Alpha .....	20
图表 32: 国内与海外新增新能源配储比例与储能时长提升测算 .....	20
图表 33: 海外新能源装机增速与储能对比 .....	20
图表 34: 国内新能源装机增速与储能对比 .....	20
图表 35: 储能单项目规模大, 对于电芯失效率更敏感 .....	21
图表 36: 储能行业各公司为降低成本而不断放大单体容量和尺寸 .....	21
图表 37: 储能项目 IRR 对于电芯质量主要参数的敏感性测算 .....	22
图表 38: 储能系统设备与 EPC 中标价格下滑趋势放缓 (元/MWh) .....	22
图表 39: 储能系统中标价区间收窄 (元/MWh) .....	22
图表 40: 宁德时代股权结构图 (截至 2026 年 2 月 5 日) .....	23
图表 41: 6 个对标维度, 比较台积电以及能源转型制造业明星企业 .....	24
图表 42: 2020-2025H1 电池企业营收情况对比 .....	24
图表 43: 2020-2025H1 电池企业归母净利润情况对比 .....	24
图表 44: 2020-2025H1 电池企业毛利率情况对比 .....	25
图表 45: 2020-2025H1 电池企业净利率情况对比 .....	25
图表 46: 2020-2025H1 电池企业研发费用对比 .....	25
图表 47: 宁德时代股权激励情况 .....	25
图表 48: 分板块收入和毛利率概览 (除特指外为人民币百万, EPS 单位为人民币) .....	26
图表 49: 关键假设表 (除特指外为人民币百万) .....	27
图表 50: 目标 PE 估值与隐含 EV/FCF 倍数交叉验证 .....	27
图表 51: 宁德时代 PE-Bands .....	28



## 核心观点

### 坚持能源科技公司战略

我们认为宁德时代战略定位始终是一家能源科技公司、而不仅仅是市场归类的电池制造商，产品能力迭代和应用场景开发都围绕能源展开，在战略的重大经营问题和周期判断上，后视镜看也表现出卓越的纠偏和择时能力。强化自身和产品的科技属性：

1. 对于前瞻研究的产品化能力和以及面向客户需求的平台化匹配能力。宁德自成立以来保持高研发投入强度，从而让技术迭代成为份额上升的阶梯；
2. 以工程能力巩固始终如一的质量表现。宁德时代良率领先行业，故因电池召回等产生的实际拨备使用金额占收入比例低。累计拨备金额占收入高于行业水平。
3. 基于质量和售后能力构建市场黏性。重视售前和售后市场的客户响应能力，重视 C 端消费者的品牌教育，覆盖除比亚迪外几乎全部车厂和产品线，同时欧洲车企众多新车型采用宁德时代电池。

### 商用车板块发力，能源供应商角色现雏形

我们认为今明两年商用车板块有望率先发力，紧随其后宁德有望以其电芯技术布局为核心，发挥“跨界”不同能源品类、源网荷储的整合能力，从制造业利润，转向能源价差的平价红利。宁德时代正在从电芯向整体解决方案的能源供应商角色转变，而这种能力的构建需要对于电力系统的深刻认知，以及对于各子系统技术的充分掌握。在更远期的 2030 年代，风光储一体化绿电直连项目、数据中心 UPS 系统、eVTOL 和机器人电池等新商业模式和场景有望成为宁德时代收入增长的主要推动力。公司推出天行电池，聚焦重卡、客车等高负荷应用场景。通过高安全、长寿命、快充、低温性能等特性解决行业核心痛点，其中天行 L-超充版可满足公交、物流等场景日均高频次、长周期运营需求；天行重型版则针对重卡载重大、工况复杂的特性，确保在崎岖山路、重载爬坡等严苛条件下仍能保持稳定输出；天行轻型版聚焦城市配送、短途接驳等场景，以轻量化设计降低整车能耗，提升灵活性与经济性。

### 储能行业需求好，支撑宁德时代高增长

我们认为储能需求增速将快于市场预期，且有持续性。储能凭借高可控性、高调节性优势，有望成为实现“新能源系统平价”的桥梁。新能源渗透率提升背景下，储能配比和储能时长进一步增加，使得储能需求的增长通常快于新能源。我们预测 2025-30 年储能新增装机 CAGR 达到约 40%，5 年时间全球储能电芯年销量有望达到当前的约 5.4 倍。

### 何以重估，对标全球制造业明珠的 EV/FCF

回溯宁德时代 A 的股价历史，份额始终是估值的核心主题，2024 年储能开始进入市场估值视野。港股宁德时代上市后，始终较 A 股实现溢价，除了流通盘因素的影响外，我们认为海外投资者不同的估值坐标系可能支撑了 H 股的溢价。我们尝试从 6 个维度对比宁德时代和全球业务较为纯粹的制造业明珠企业，包括半导体代工龙头台积电，近两年能源转型明星制造业标的 GEV、ENR、ETN，可以看到宁德时代已经站在足以与台积电做比较的位置，而在能源领域对其他制造业企业显示出明显的优势。

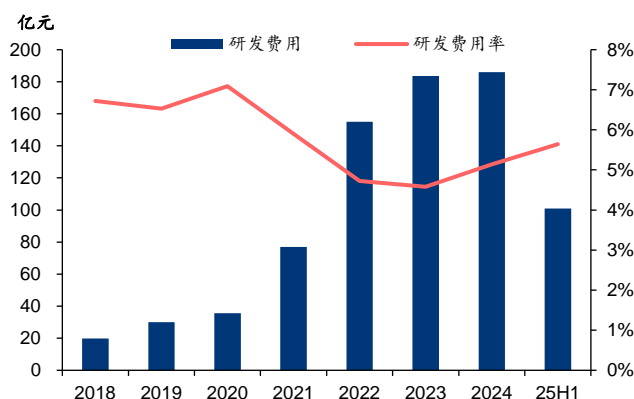
## 聚焦打造能源科技公司

我们认为宁德时代战略定位始终是一家能源科技公司，产品能力迭代和应用场景开发都围绕能源展开，在战略的重大经营问题和周期判断上，后视镜看也表现出卓越的纠偏和择时能力。考虑 2025 年年初至今份额继续保持领先，宁德时代的锂电池龙头位置已经穿越了 10 年周期。期间电动车行业经历了政策起伏，技术路线上三元和磷酸铁锂往复切换，电芯形态在圆柱、软包、方型之间此起彼伏，而宁德时代的行业地位稳固。我们认为主要反映了宁德时代在研发上清醒的认识，持久的投入，并最终厚积薄发。

## 产品与业态创新：持续引领行业技术革新

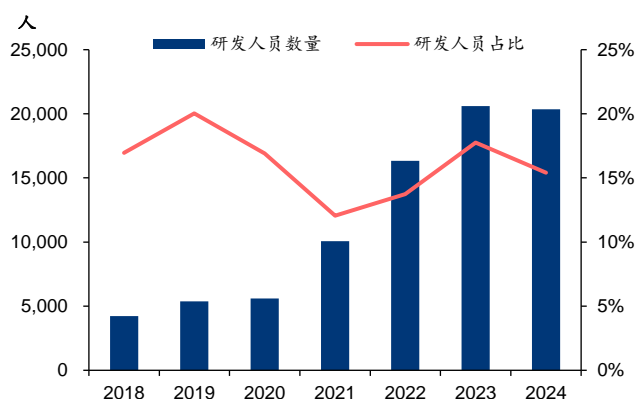
重视研发创新，持续高强度投入构筑技术护城河。2018-2024 年公司研发费用从 19.91 亿元跃升至 186.07 亿元，累计投入达 687 亿元，年复合增长率达 45%；研发人员规模从 2018 年的 4217 人扩张至 2024 年的 20346 人，占总员工数比例长期维持在 15%-20%。

图表1：宁德时代历年研发费用及研发费用率



资料来源：Wind，华泰研究

图表2：宁德时代历年研发人员数量



资料来源：Wind，华泰研究

## 新电池：多元产品序列破局细分市场

公司基于对乘用车、商用车、储能等下游市场差异化需求的洞察，定制产品序列，精准响应客户需求，持续强化细分市场的适配能力与竞争力。

在乘用车市场，公司推出神行电池、麒麟电池、骁遥电池、钠新电池<sup>1</sup>，构建覆盖纯电、混动等多元场景的完整产品矩阵。神行电池是宁德时代面向主流纯电乘用车市场打造的普惠型解决方案，通过双路线布局，精准覆盖从经济型到主流中高端乘用车的需求。麒麟电池是公司面向高端乘用车市场打造的产品，三元与铁锂并行。骁遥电池是公司针对混动场景专门研发的电池产品，在续航、充电和动力表现上得到极大提升，有助于充分发挥增混车的优势。钠新电池突破了材料本身的性能边界，首次将钠离子电池推向大规模量产，凭借钠的本征安全和丰富储量，将有效降低对锂资源的依赖。

<sup>1</sup> <https://www.catl.com/news/8400.html>

图表3：宁德时代神行电池、麒麟电池、骁遥电池、钠新电池对比

参数	麒麟电池	麒麟电池 2.0	神行电池	神行 PLUS	骁遥电池	钠新电池
材料体系	三元锂	三元锂	磷酸铁锂	磷酸铁锂	磷酸铁锂	
系统能量密度 (Wh/kg)	255 (pack 公开数据)	255 (小米未公开, 暂以 pack 数据)	160	205 (pack 公开数据)	235 (克级数据)	175 (最高)
快充能力	4C(12min@10-80%)	5.2C (SU7 Ultra 数据, 11min@10-80%)	4C (10 分钟 400km)	4C (10 分钟补能 600km)	4C (10 分钟补能 280km)	5C超快充
最大续航 (km)	1000+ (极氪 001 FR 1032)	800 (小米 SU7 Max 800、小米 SU7 Ultra 800、小米 SU7 Pro 620)	800+ (pack 公开数据)	1000+ (pack 公开数据) 830 (SU7 Pro 表显)	400 (电 / 电 500) 280 (氢 / 氢 500) 1434 (氢电 2000)	200+ (混动纯电), 500+ (纯电)
低温性能	-30℃可充电 (仅供参考)	-20℃放电率为 25℃的 85% (仅供参考)	-10℃, 0.5h 充至 80% (仅供参考)	-20℃放电率为 25℃的 50% (仅供参考)	-40℃可放电, 30℃放电达成率 85% (仅供参考)	负 40℃至 70℃的全温域
技术亮点	CTP3.0 双面水冷	高功率电极设计	石墨快离子环技术	体积利用率提升	磷酸铁锂体系+侧向集流工艺	超 1 万个循环寿命, 且极寒如常温
代表车型	极氪 009 ME、极氪 001 FR	小米 SU7 MAX、小米 SU7 Ultra	星纪元 ET、极狐阿尔法 T5	小米 SU7 Pro、全新极氪 001	领克 07 EM-P (即将上市)、问界 900 (即将发布)	长安欧尚

资料来源：各公司官网及通告，华泰研究

在商用车市场，公司推出天行电池，聚焦重卡、客车等高负荷应用场景。天行电池通过高安全、长寿命、快充、低温性能等特性解决行业核心痛点，较传统商用车电池充电效率提升数倍，可满足公交、物流等场景日均高频次、长周期运营需求；天行重型版则针对重卡载重大、工况复杂的特性，强化结构强度与热管理能力，确保在崎岖山路、重载爬坡等严苛条件下仍能保持稳定输出；天行轻型版聚焦城市配送、短途接驳等场景，以轻量化设计降低整车能耗，提升灵活性与经济性；天行轻商低温版作为针对轻型商用车的“天行 II”钠电方案，更是行业首款量产钠电池产品，容量达 45kWh，可匹配小微卡等多种车型，其低温性能尤为突出——在零下 30℃极端环境下，即便电芯完全冻透仍能即插即充并满载爬坡，零下 40℃时仍保持 90%的可用电量，这一技术突破大幅提升了新能源汽车在寒冷地区的适用性与可靠性，为冬季续航提供了有力保障<sup>2</sup>。

在储能市场，公司推出 587Ah 大容量电芯、天恒储能系统、TENER Stack 储能系统等。宁德时代 587Ah 储能电芯延续成熟卷绕工艺，通过机械结构、化学体系及极片设计多维度技术突破实现容量提升，能量密度达 434Wh/L，较上一代 314Ah 电芯提升 10%、系统能量密度提升 25%。其通过简化结构设计将储能系统零部件总数降幅达 40%，推动系统成本下降 15%，且充放电循环初始能量效率达 96.5%<sup>3</sup>。天恒储能系统以 6.25MWh 单体容量，聚焦大型电站级应用，而 TENER Stack 首次实现 9MWh 单体容量的产品化，瞄准工商业分布式场景，通过模块化设计、灵活部署能力及高安全性能，为电网侧调峰填谷、用户侧削峰填谷及应急备电提供高效解决方案，两大系统共同推动储能成本下降与效率提升<sup>4</sup>。

此外，公司前瞻性布局电动飞机、电动船舶等新兴领域。针对低空经济场景开发高能量密度、高安全航空级电池系统，解决短途飞行器动力需求，同时在电动船舶领域推出大容量、长续航、抗腐蚀电池方案，适配内河航运、近海作业等场景，通过跨领域技术迁移与场景定制，进一步打开新能源应用的空间，构建起“陆-海-空”立体化能源解决方案网络。

<sup>2</sup> <https://zhuanlan.zhihu.com/p/1998002692572877645><sup>3</sup> [https://www.sohu.com/a/960314981\\_504366](https://www.sohu.com/a/960314981_504366)<sup>4</sup> <https://www.eet-china.com/mp/a413673.html>

图表4：宁德时代电动飞机、电动船舶领域布局情况

场景	合作方	具体情况
电动飞机	中国商飞	2023年7月，公司与中国商飞等共同成立商飞时代（上海）航空有限公司，正式切入电动飞机产业链
	峰飞航空	2024年8月，公司以数亿美元独家投资国内头部eVTOL主机厂峰飞航空，双方携手研发eVTOL航空电池，重点提升电池能量密度、性能表现及安全性
	-	2025年4月，公司披露正在加速8吨级电动飞行器研发，预计2027-2028年发布，届时可支持2000-3000公里的航程，满足更长距离的航空出行需求
	-	2025年1月，公司通过全球航空航天领域最高质量标准AS9100体系认证，标志着其产品在无人机、eVTOL等领域具备国际化资质保障
电动船舶	济宁能源集团	2024年，公司与济宁能源集团合资成立融汇时代，聚焦电动船买卖、租赁及充换电站投资、建设及运营
	-	全资子公司时代电船提供新能源船舶动力系统解决方案、整船解决方案及“船-岸-云”一体化综合控制解决方案，覆盖电动货船、电动港口作业船（接驳船、拖轮）、电动公务船等多种船型
	-	2020年，公司成为国内首家通过中国船级社（CCS）《纯电池动力船舶检验指南》认可和检验的动力电池企业

资料来源：公司公告，公司官网，华泰研究

### 新材料：多维度创新打造差异化壁垒

围绕高能量密度、高安全性、低成本、资源可持续性维度，公司系统性布局并突破多种电池材料体系，包括固态电池、钠电池、磷酸锰铁锂电池等。这些多元化的材料体系创新，有助于公司契合不同应用场景的需求，更通过技术路线的差异化布局，在全球动力电池竞争中构建更具韧性及前瞻性的技术堡垒。

公司凝聚态电池凭借 500Wh/kg 的能量密度以及高安全性能，通过固态电解质与正负极材料组合，为长续航与高安全需求提供更强支撑。公司于 2025 年 4 月发布钠新电池，凭借钠资源储量丰富、成本低廉、低温性能优异的特点，有助于开拓严寒市场，拓宽新能源应用的区域边界。此外，公司拓展磷酸锰铁锂电池，作为磷酸铁锂体系的升级迭代方向，在保留高安全性和长循环寿命优势的基础上，通过引入锰元素提升电压平台与能量密度，拓宽其在主流电动车及混动车型中的应用空间。

图表5：宁德时代凝聚态电池



资料来源：公司官网，华泰研究

图表6：宁德时代钠新电池



资料来源：公司官网，华泰研究

### 新结构：结构革新重塑电池性能边界

在电池结构层面，公司优化电芯与整包的集成设计，推出 CTP、AB 电池等方案，体现了公司对电池系统集成效率与功能协同的深度挖掘，提升产品性能上限。CTP 技术通过取消传统电池模组环节，直接将电芯集成至电池包，减少零部件数量并提升空间利用率，提高体积利用率与能量密度，增强电动车的续航能力与制造效率。AB 电池系统集成技术如骁遥电池包通过将锂电芯与钠电芯按需混搭，融合二者的优势，且配合自研的电池管理系统可以准确调控不同电芯的工作状态。



图表7：宁德时代 CTP 技术

	CTP1.0	CTP2.0	CTP3.0
推出年份	2019	2021	2022
体积利用率 (%)	55	60	72
续航里程 (km)	500+	600+	1000+
能量密度 (Wh/kg)	180+	200+	250+
结构件	去掉模组侧板，采用绑带等优化	进一步去掉模组端板，采用横梁纵梁替代	进一步去掉横梁纵梁，采用多功能弹性夹层替代
冷却系统	水冷板置于底部	水冷板置于底部，可兼容 HP 技术（不挑散热技术）	多功能弹性夹层（含水冷板）代替传统水冷板，叠加双层冷却通道设计，同时具备支撑、水冷、隔热缓冲四大功能；水冷板冷却面积扩大四倍，换热实力冠绝车圈，充电速度更快

资料来源：公司官网，华泰研究

图表8：宁德时代 AB 电池技术

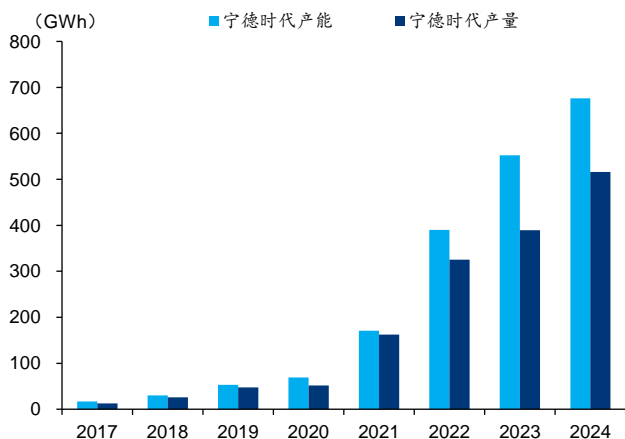


资料来源：公司官网，华泰研究

## 工程能力

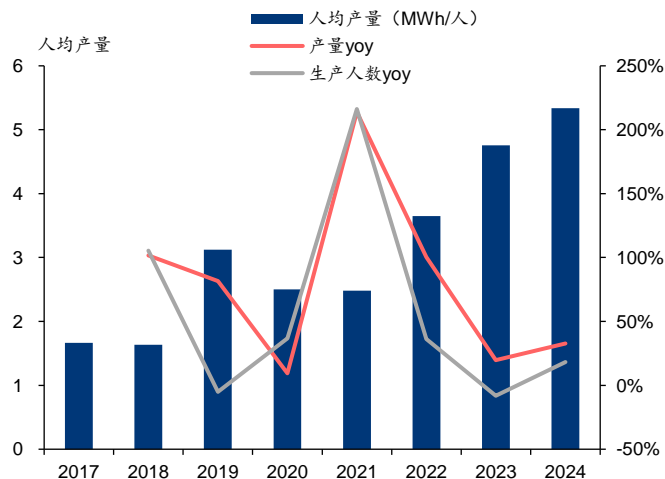
通过产线优化与产能布局，公司在确保产品全生命周期可靠性与高良率基础上大幅提升生产效率。2019-24 年，公司年产能/产量分别由 53/47GWh 跃升至 676/516GWh，实现五年十倍增长。目前公司已完成全球十三大生产基地、五大研发中心的战略布局，并持续推动产线工艺优化与自动化升级，2019-24 年人均产量 CAGR 超过 10%。公司在 2023 年实现工艺与设备的进一步突破，基于前七代产线的经验积累，打造出第八代超级智造产线：该产线在自动化与超高柔性方面表现优异，使产品质量与生产效率再上新台阶，进一步强化行业竞争力。

图表9：公司产能与产量过去五年翻 10 倍



资料来源：公司年报，华泰研究

图表10：公司实现产能优化，人均产量（左轴）不断提升



资料来源：公司年报，华泰研究。

公司良率领先行业。依托持续的技术迭代与工艺创新，公司率先实现新技术和新工艺的量产、优化和盈利，并在生产流程、制造速度和质量控制方面树立行业标杆。在良率标准上，公司率先提出从 DPPM 向 DPPB 升级，目标是将电芯单体安全失效率降至十亿分之一 (PPB) 级别，覆盖 200 万公里 16 年的全生命周期。同时，公司依托基于 5G 的工业互联网架构，利用高带宽、低时延、广连接的技术优势，解决极限制造中的核心问题：实现 0.8 秒/次的电芯良品率检测、5 分钟/次的全球工厂物料库存更新、1.7 秒/颗的电芯生产速度，以及覆盖 100+检测工序、6800+质量控制点的全流程质量把控。

在生产流程中融入极致制造的理念，自主研发超级拉线，有利于大单品的规模生产。通过标准化作业流程确保产品质量的高度一致性，第8代超级智造产线-PSL，实现人员数量下降70%，速度提升300%。质量管控方面，公司运用机器视觉、AI质检等技术搭建超7000个质量控制点，将产品缺陷率从百万分之一降低至十亿分之一，支撑TWh级产能下的质量控制目标。凭借在质量管控方面的卓越实践，2025年9月，公司获得中国质量奖提名奖，不仅是对公司在智能制造、质量精度和可靠性工程领域领先实力的权威认可，更彰显其作为全球电池行业质量标杆的地位。

图表11：公司高标准工艺流程、生产速度、质量要求保障良率

极严格的工艺流程	极快的生产速度	极高的质量要求
严格的控形控性	平均1.7秒产出一个电芯	6800+个质量控制点
多物理场强耦合	20秒产出一个模组	平均一个电池追溯数据超过1万项
从纳米级到千米级的尺寸控制		每颗电芯下仓前都要经历100+检测工序
目标：十亿分之一（PPB级别）失效率，长期可靠性覆盖200万公里16年的全生命周期		

资料来源：公司官网，华泰研究

我们认为，宁德时代“高计提、低使用”的拨备表现，体现了其电芯质量与风险管理的双重优势。从行业特性来看，电池存在因设计安全问题导致召回的潜在风险，公司需提前计提拨备以防范损失。根据国家市场监管总局数据，因电池原因导致的单车召回成本约10万元（涵盖物流与更换等环节），2019-23年中国市场因电池原因的召回比例为2.6%，即概率加权的单车召回成本约2600元，相当于电池成本的8.7%。在这一背景下，一方面，宁德时代拨备比例持续提升，为公司盈利能力和风险管理建立起充足安全垫。另一方面，宁德时代实际使用拨备金额不多，进一步验证了其电芯质量的可靠性和拨备管理的稳健性。

通过对外投资搭建产业一体化生态，深度整合上下游关键环节。在上游资源端，公司战略布局锂、镍、钴等关键金属矿产资源，通过控股或参股全球优质矿区（如北美锂业、澳大利亚Pilbara等），强化原材料供应链的稳定性和成本竞争力；在中游材料与设备领域，投资正负极材料、电解液、隔膜等核心环节头部企业，并与设备供应商协同研发定制化产线，保障关键技术自主可控；在下游应用端，通过基金或合资形式布局新能源汽车、储能系统、电池回收等场景，同时战略投资换电运营商、能源服务平台及自动驾驶企业；此外，公司还通过产业基金孵化前沿技术初创企业，覆盖固态电池（如锂金属负极）、钠电池等新兴技术领域。

公司积极通过一体化布局实现材料端降本，同时在制造环节创新技术与工艺带动生产成本下降。

图表12：宁德时代动力电池单价



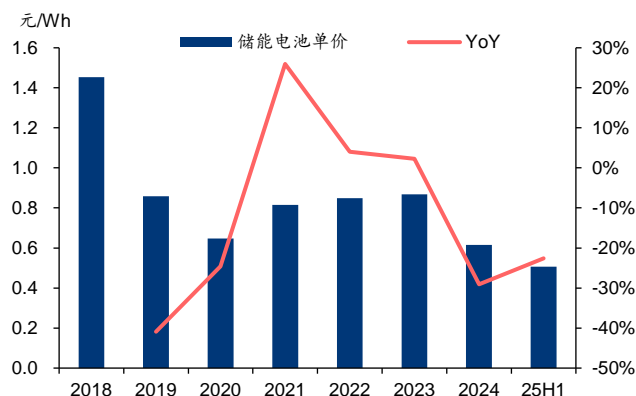
资料来源：Wind，华泰研究

图表13：宁德时代动力电池单位毛利及同比变化



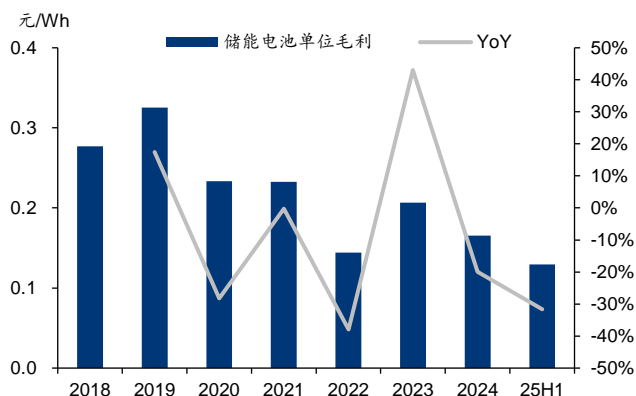
资料来源：Wind，华泰研究

图表14：宁德时代储能电池单价



资料来源：Wind，华泰研究

图表15：宁德时代储能电池单位毛利及同比变化



资料来源：Wind，华泰研究

### 市场黏性

宁德时代 Inside 是宁德时代面对动力电池竞争的解法。当前动力电池竞争仍保持“2 超”的局面，Top2 在国内份额稳定在 60%+。本轮产业链上游涨价周期，可能推动行业纵向利润再分配，电池企业之间成本控制价格谈判能力的差异可能重新拉开差距。

图表16：中国国内电动车电池市场份额

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
1	宁德	宁德	宁德	宁德	宁德	宁德	宁德	宁德	宁德
2	比亚迪	比亚迪	比亚迪	比亚迪	比亚迪	比亚迪	比亚迪	比亚迪	比亚迪
3	沃特玛	国轩	国轩	LGES	中创新航	中创新航	中创新航	中创新航	中创新航
4	国轩	力神	力神	中创新航	国轩	国轩	国轩	国轩	国轩
5	比克动力	孚能	亿纬	国轩	LGES	亿纬	亿纬	亿纬	欣旺达
6	力神	比克动力	中创新航	亿纬	孚能	LGES	蜂巢	蜂巢	蜂巢
7	孚能	亿纬	孚能	力神	蜂巢	蜂巢	LGES	欣旺达	亿纬
8	亿纬	国能	欣旺达	孚能	亿纬	欣旺达	欣旺达	瑞浦兰均	正力新能
9	国能	中创新航	比克动力	瑞浦兰均	瑞浦兰均	孚能	孚能	正力新能	吉曜通行
10	智航	卡耐	鹏辉	杰伟	杰伟	瑞浦兰均	塔菲尔	LGES	LGES
1	29.00%	41.30%	53.00%	50.10%	53.10%	50.00%	45.10%	46.20%	39.30%
2	15.50%	20.10%	17.30%	14.30%	16.80%	24.20%	27.90%	25.00%	25.20%
3	6.60%	5.40%	5.20%	10.40%	6.10%	5.60%	7.70%	6.70%	7.60%
4	5.80%	3.60%	3.10%	6.10%	4.60%	4.70%	4.30%	4.20%	5.40%
5	4.50%	3.30%	2.90%	5.20%	4.50%	2.40%	3.10%	3.20%	3.70%
6	2.90%	3.10%	2.40%	1.60%	1.70%	2.00%	2.30%	2.90%	3.40%
7	2.70%	2.20%	1.90%	1.40%	1.70%	1.80%	2.10%	2.60%	2.70%
8	2.30%	1.40%	1.10%	1.40%	1.60%	1.60%	1.80%	2.00%	2.50%
9	2.20%	1.30%	1.00%	0.90%	1.30%	1.30%	1.30%	1.70%	2.50%
10	2.00%	1.10%	1.00%	0.90%	1.00%	1.10%	1.10%	1.40%	2.20%

<https://mp.weixin.qq.com/s/uGnTjwT8nSb2Yv5ulDKHuQ>

资料来源：高工锂电、动力电池应用分会研究中心，华泰研究

首先，宁德时代收购查博士，从二手车电池检测入手，全流程护航品牌力建设。由于动力电池是电动汽车中成本最高的部件，也是新能源汽车售后的重要服务项目之一。因此，动力电池的检测也成为新能源二手车检测评估中的核心项目。

其次，车型层出不穷，对于车企而言，“电池品牌”的重要性不断提升。由于始终在推出新车型，除了电池创新之外，车厂为了确保新车型有最高的接受度、在其他领域的迭代能够变现，更倾向于用消费者放心的电池。而宁德时代 Inside 就创造了这一条件。公司以“自建+合资+技术授权（LRS，License-Royalty-Service）”的模式加速海外产能布局。在欧洲市场，公司通过自建与合资模式布局产能。匈牙利德布勒森工厂规划产能 100GWh（分三期建设，公司预计 2026 年初投产），有望成为服务宝马、奔驰等客户的欧洲生产中枢；德国图林根工厂（初始规划 14GWh 已投产）重点满足高端车企需求；西班牙与 Stellantis 合资的 50GWh 磷酸铁锂电池工厂（公司预计 2026 年底试生产）则瞄准大众车型市场。

针对美国市场政策壁垒，宁德时代创新推出 LRS 轻资产技术授权模式，通过向福特（密歇根工厂）、特斯拉（内华达工厂）等企业输出磷酸铁锂技术、产线建设及运营管理能力，以不持股、只收取专利费与服务费的方式规避 IRA 法案限制，既保持技术主导权又实现风险可控的产能扩张。

图表 17：宁德时代海外产能相关布局

地区	工厂	规划产能	预期投产节奏
欧洲	德国图林根州工厂	初始规划 14GWh	2019 年开工建设，22 年 12 月产品开始下线，2024 年实现产能爬坡
	匈牙利德布勒森工厂	100GWh	分三期建设。一期 34GWh，23 年 10 月已开工建设，预计将于 26 年年初开始生产
	Stellantis 合作西班牙工厂	50GWh	预计将于 26 年底开始试生产
美国	福特合作密歇根州工厂	初始规划 35GWh	福特独资建设。预计于 26 年投产
	特斯拉合作内华达工厂	初期规划 10GWh	设备由宁德时代提供，特斯拉全权控制运营。25 年 6 月 29 日特斯拉宣布即将完工
印尼	印尼电池集团合资建设工厂	15GWh	25 年 6 月正式开工，预计将于 27 年开始投产

资料来源：公司公告，公司官网，华泰研究

不仅是供应商，还要成为传统车企抵御电车新势力的“关键先生”，以“宁德时代 Inside”分享海外电动化红利。当宁德时代成功应对了欧洲的监管挑战之后，已经证明了自身全球化能力。比较宁德时代与韩系厂商，可见在除美国外的各个市场宁德时代都实现了份额领先与趋势领先。宁德时代在欧洲领先的产能布局，也使得其更好抓住了动力电池欧洲需求的高增长。

图表 18：宁德是众多海外 OEM 的头号电池供应商

2024 年对车企供应份额情况	宁德时代	LGES	SDI	SK On	其他	合计
特斯拉	36%	31%	-	-	33%	100%
Stellantis	65%	8%	18%	-	10%	100%
通用	18%	78%	-	-	4%	100%
福特	6%	49%	5%	39%	1%	100%
Rivian	-	-	100%	-	-	100%
VW	47%	33%	11%	9%	0%	100%
宝马	56%	-	41%	-	3%	100%
奔驰	23%	1%	-	31%	45%	100%
尼桑	32%	35%	-	-	33%	100%
起亚	18%	20%	-	60%	1%	100%
Toyota	15%	-	-	-	85%	100%
VINFAST	65%	-	-	-	35%	100%
Honda	34%	62%	-	-	5%	100%
其他主机厂	41%	1%	1%	0%	57%	100%
综合	35%	13%	4%	5%	44%	100%

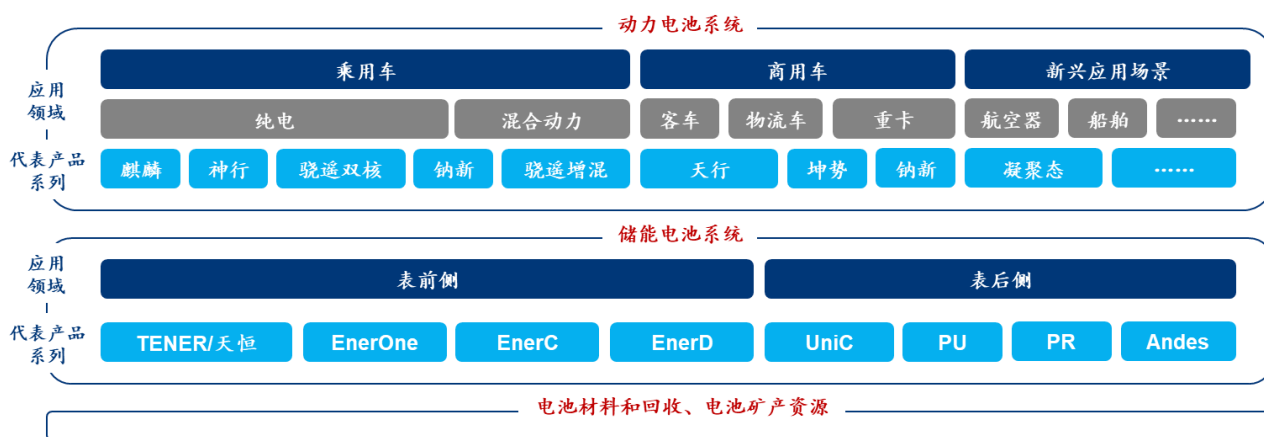
资料来源：SNE Research，华泰研究



## 商用业务为基，打开未来能源综合体成长空间

未来能源服务商的要领是针对客户需求，匹配合适的能源产品组合方案，从而同时满足“供电稳定性、能源结构优化、能源成本集约”等各式需求。而这种能力的构建需要对于电力系统的深刻认知，以及对于各子系统技术的充分掌握。宁德时代正在从电芯向整体解决方案的能源供应商角色转变，不仅仅是对传统能源的替代，也是对传统能源系统的替代。公司不仅提供电芯，整体解决方案，也在加大对一体化项目，全新能源离网项目投入。通过光储与负荷的有机结合，做大能源服务蛋糕。

图表19：宁德时代主要业务



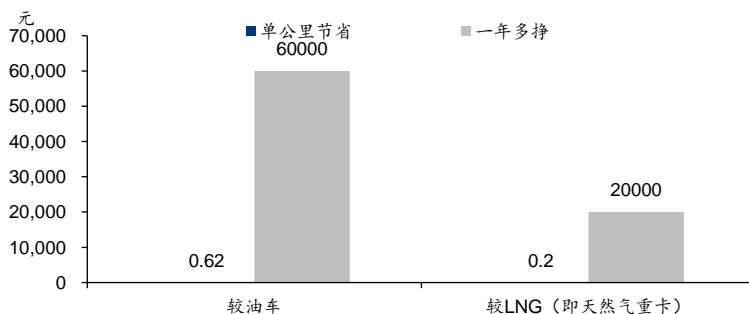
资料来源：公司H股招股书，华泰研究

## 构建全场景能源补给生态链

在补能方面，宁德时代通过多方合作布局，推动换电模式普及，包括乘用车换电、重卡换电等，与超充双线并行。公司在业态层面的创新实践，不仅构建了覆盖“日常出行+物流运输”的全场景补能网络，更通过标准化接口、电池银行与数字化管理平台的协同，推动电池资产的高效流通与梯次利用，为新能源产业的可持续发展开辟了“车电分离”的新商业模式，进一步巩固了宁德时代在能源服务生态中的链主地位。

**乘用车：**面向乘用车市场，公司推出EVOGO巧克力换电解决方案。2024年11月，公司官宣新一代巧克力换电首款车型、新一代巧克力换电站进入量产上市阶段；12月，公司举办2024巧克力换电生态大会，联合多方合作伙伴发布换电商业生态、标准规格电池及其收费模式、多款换电车型、换电站建设规划。针对重卡等高频运输场景，公司打造骐骥换电重卡换电品牌。换电站布局方面，公司预计2025年将建设超1000座换电站；中期目标合计建设10000座；最终目标合计建设30000座。

图表20：宁德时代换电经济性分析



注：假设计算采用骐骥底盘换电的重卡较油车、LNG的经济性，按照全年跑10万公里计算

资料来源：公司官网，华泰研究

### 商用车新能源渗透率追赶乘用车

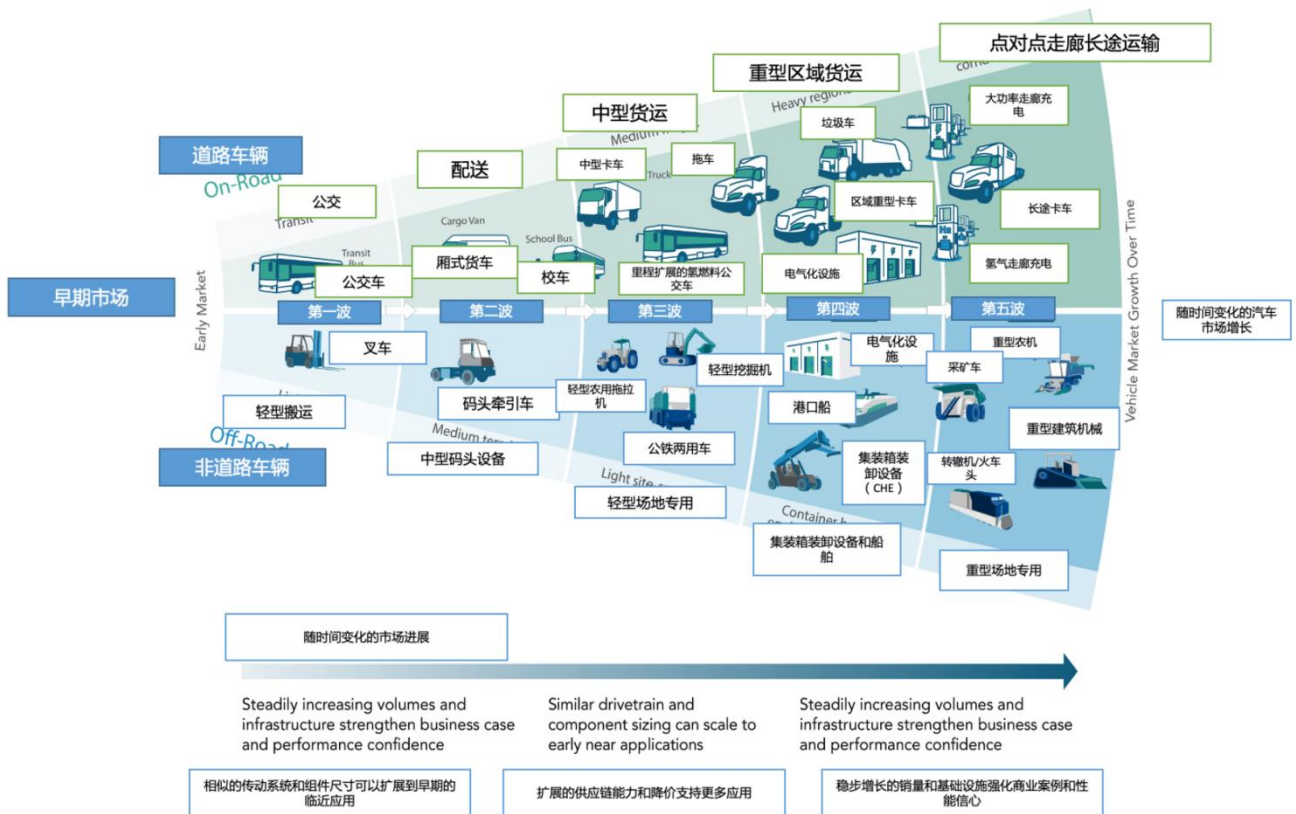
2024 年我国新能源商用车市场销量达到 60 万辆左右，电动化率也到了 20%。2025 年 1-11 月，新能源商用车累计零售销量为 76.92 万辆，同比增长 54.31%。2025 年 11 月份新能源商用车当月渗透率已达到 36%。

图表21：商用车月度新能源渗透率累计达到 28%

商用车	细分	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	总计
2021 年	新能源渗透率	2%	1%	1%	1%	2%	2%	3%	4%	4%	5%	6%	12%	3%
2022 年	常规	96%	98%	95%	94%	95%	93%	92%	93%	89%	88%	83%	70%	91%
	纯电动	4%	2%	5%	6%	5%	7%	7%	7%	10%	12%	16%	30%	9%
	氢	0.10%	0.00%	0.10%	0.00%	0.00%	0.20%	0.30%	0.10%	0.30%	0.20%	0.40%	0.60%	0.20%
	插混	0.20%	0.00%	0.10%	0.20%	0.10%	0.20%	0.10%	0.10%	0.00%	0.10%	0.20%	0.20%	0.10%
	新能源渗透率	4%	2%	5%	6%	5%	7%	8%	7%	11%	12%	17%	30%	9%
2023 年	常规	95%	95%	94%	92%	91%	89%	87%	87%	86%	86%	84%	83%	89%
	纯电动	4%	5%	6%	7%	9%	10%	12%	13%	13%	14%	15%	16%	10%
	氢	0.10%	0.00%	0.10%	0.20%	0.20%	0.30%	0.40%	0.20%	0.10%	0.20%	0.30%	1.00%	0.30%
	插混	0.10%	0.20%	0.20%	0.10%	0.10%	0.20%	0.30%	0.30%	0.40%	0.30%	0.30%	0.30%	0.20%
	新能源渗透率	5%	5%	6%	8%	9%	11%	13%	13%	14%	14%	16%	17%	11%
2024 年	常规	87%	89%	86%	84%	81%	79%	79%	77%	76%	75%	75%	71%	80%
	纯电动	12%	11%	14%	16%	18%	20%	20%	22%	23%	24%	24%	27%	19%
	插混	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%	0.50%	0.50%	0.60%	0.60%	0.60%	0.70%	0.70%	1.10%	0.60%
	氢	0.20%	0.00%	0.10%	0.20%	0.30%	0.20%	0.40%	0.60%	0.20%	0.20%	0.30%	0.20%	0.20%
	新能源渗透率	13%	11%	14%	16%	19%	21%	21%	23%	24%	25%	25%	29%	20%
2025 年	常规	81%	81%	78%	75%	74%	71%	71%	63%	68%	68%	64%		72%
	纯电动	1%	1%	1%	1%	26%	28%	28%	29%	31%	31%	34%		19%
	插混	18%	18%	21%	24%	1%	1%	1%	8%	1%	1%	1%		9%
	氢	0.10%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%		0%
	新能源渗透率	19%	19%	22%	25%	26%	29%	29%	37%	32%	32%	36%		28%

资料来源：中国汽车流通协会商用车专业委员会，华泰研究

图表22：商用车电动化逐步扩散到多样化场景



资料来源：CALSTART《中国零排放中型和重型车的技术及商业化路径》，华泰研究制图

### 换电站，加速商用车电替代的关键解法

传统补能设施为了服务商用车，已经向“高功率、高密度、场景化”升级，包括部署大功率液冷超快充，甚至是兆瓦级充电设备，以华为的高倍率方案为例，在理想状态可以具备 15 分钟级补能能力，但由于商用车电池容量大，应用快充、高压充将会对电网造成严重冲击和负担，成为商用车电动化的重要瓶颈，换电站将会是关键解法。

宁德时代的巧克力换电方案正加速破局<sup>5</sup>。2024 年 12 月重庆首站落地，2025 年底完成 1000 站布局，覆盖长三角、京津冀等核心经济带，2026 年目标建成 3000 座、覆盖 140 余城并进军高速路网，构建跨城补能网络。换电站采用模块化设计兼容多车型，单次换电仅需 99 秒，无锡站点单日最高服务 822 次。

图表23：南京铁心桥服务区光储充重卡换电示范站



资料来源：国网南京供电公司，华泰研究

### 从储能掌握电力电子，从钙钛矿把握能源生产

在基本盘角度，宁德时代的储能电池实现了最大限度的系统集成商客户覆盖，这样无论储能中下游竞争格局如何演化，宁德时代都能适应。而从长远布局角度，宁德时代仍然同步在获取储能系统集成能力，这并非寻求与客户竞争，而是争取一张电力市场入场券，着眼“做大蛋糕”。

#### 搭建从 BMS 到 PCS 的电力电子产品力

2024 年 6 月，厦门市和宁德时代深入合作的最新成果——电化学储能系统建设项目（一期）已经正式开工。该项目总投资约 30 亿元，计划于 2025 年建成投用，建成后将由宁德时代旗下厦门实证储能科技研究院运营，致力于打造国际领先、国内一流的储能系统研发测试与实证技术研发创新平台。在储能系统各环节产品端，除高电压 PCS 外宁德时代也做到了全面布局。其中包括自研的与电芯运行稳定性高度相关的 BMS 系统。

#### 宁德时代的钙钛矿布局绝非简单技术试水，而是补齐能源解决方案的最后一环

**生态圈方面：**早在 2020 年，宁德时代就将目光聚焦于钙钛矿太阳能电池技术。在协鑫纳米子公司协鑫光电随后的 A 轮融资中，宁德时代通过旗下公司厦门瑞庭投资完成入股。目前瑞庭投资于协鑫光电的持股比例为 3.13%。2023 年 11 月，宁德时代全资子公司时代绿色能源持股的宝应润时新能源有限公司成立，经营业务涵盖新兴能源技术研发、太阳能发电技术服务、热力生产和供应等；深圳时代未来能源科技有限公司成立，注册资本 5000 万元人民币，经营范围除“老本行”储能技术、电池零配件生产外，还包括光伏设备及元器件制造等。2024 年 11 月 2 日“山西发布”公众号消息，大同市正在与宁德时代等企业合作，推动 1.52 兆瓦钙钛矿示范区落地。2024 年 6 月，宁德时代子公司时代绿能接连收购了主要建设小型光伏电站的溧阳乐叶和光伏生产设备制造商西甲能源。

<sup>5</sup> [https://mp.weixin.qq.com/s/7hCxqnFD\\_OUa1Tti4ggvmQ](https://mp.weixin.qq.com/s/7hCxqnFD_OUa1Tti4ggvmQ)



**技术积累方面：**宁德时代在 2022 年 10 月公布“钙钛矿太阳能电池及其制备方法、用电设备”专利。2024 年 9 月 27 日，上海交通大学环境科学与工程学院赵一新教授团队与宁德时代 21C 创新实验室共同研发的大尺寸高性能钙钛矿光伏模组，光电转换效率突破 22%，模组尺寸达到 30cm×30cm。2025 年 7 月 25 日，宁德时代（300750）新获得一项实用新型专利授权，专利名为“钙钛矿电池组件、用电装置及发电装置”，专利申请号为 CN202421758850.3。2025 年 8 月 19 日公开宁德时代新能源科技股份有限公司申请的一项名为钙钛矿电池及其制备方法和用电装置的发明专利。

### 交付能源解决方案产品——风光储零碳园区，数据中心 UPS

宁德时代正在从电芯向整体解决方案的能源供应商角色转变，不仅仅是未来对传统能源的替代，也是对传统能源系统的替代。公司不仅提供电芯，整体解决方案，也在加大对风光储一体化项目，数据中心锂电 UPS 的开发，打造户外液冷电池柜、光储充检智能充电站、家储以及基站电箱等全谱系产品。通过光储产品、电力电子产品与负荷的有机结合，做大能源服务蛋糕，为长远持续发展打造商业模式和护城河。

#### 打造风光储一体绿电直连项目

如 2025 年 9 月 22 日能源转型团队《新型电力系统 商业篇：变革已至，系统平价带来能源需求为王的时代》所讨论，以风光储优化配比的组合方式，可以实现高绿电利用率下的稳定供电。宁德时代位于达拉特旗树林召镇的标杆项目正是这一理念的示范项目。该项目总投资 25 亿元，配建风电 66 万千瓦、光伏 34 万千瓦、风光直流侧超配 468%、按负荷 70% 配置储能功率、并配置 4 小时，耦合构建 1GW“零碳超级虚拟发电机组”，确保百分百清洁电力在零碳园区 24 小时不间断供电，实现风电、光伏的低碳电力碳足迹可溯源。项目建成投运后，年平均发电量预计达 20 亿千瓦时。这一项目不仅验证了风光储模式高可靠性供电的理论分析，也证明了宁德时代未来作为能源解决方案提供商的潜力。

图表24：鄂尔多斯市时代可再生能源发展有限公司达拉特旗 100 万千瓦工业园区绿色供电项目

新建电源和储能	风电光伏		储能	
	交流侧	直流侧	储能功率	储能容量
风电	660	660		MW
光伏	340	408		MW
储能			160	MW
				4 h
				640 MWh
合计	1,000	1,068	160	MW
				640 MWh
年均发电量目标				2,000 GWh
隐含负荷装机（假定全年8760小时稳定供电）				228 MW
风电光伏超配比例（直流侧）				468%
储能配置比例（功率）				70%

资料来源：达拉特旗能源局，华泰研究

#### 以锂电 UPS 服务蓬勃发展的数据中心需求

AI 数据中心的 UPS 正在面临新挑战：（1）训练集群单机柜峰值功率压力；（2）断电瞬间 UPS 为超大集群提供微秒级别响应的要求。这不仅要求 UPS 换装液冷等 BOM 改良，也加速用锂电取代铅酸的容量提升。

宁德时代的 UPS 电池柜拥有高安全、高可靠、高敏捷的特点。其采用了热稳定性高的磷酸铁锂电芯，已通过了国际标准的安全认证；同时具备低温升性能，无需借助传统的外部冷却方式，通过自然冷却即可满足系统正常运行要求；该电池系统还支持宽电压、宽电量范围配置，能够对客户的不同需求快速响应。



## 储能支撑宁德时代增长

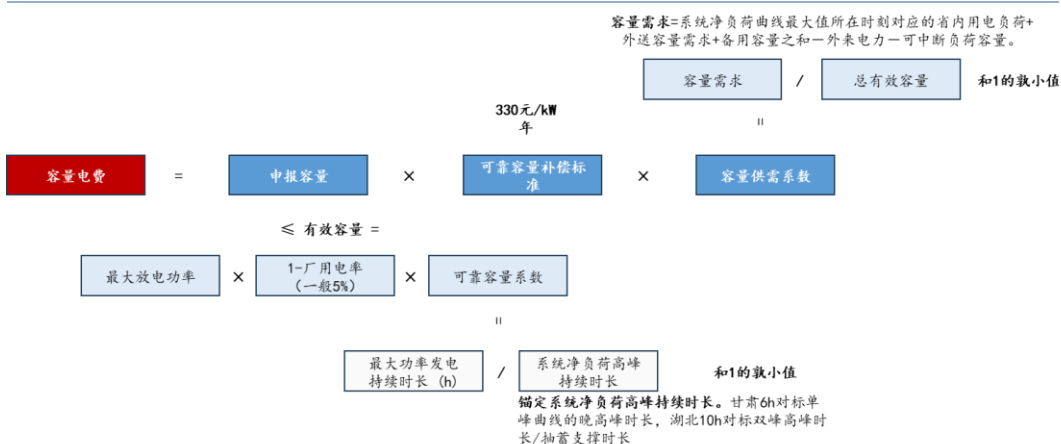
我们认为储能需求增速将保持高增长、有持续性。新能源渗透率提升背景下，储能配比和储能时长进一步增加，使得储能需求的增长通常快于新能源。海外 2026 年风光储平价将至，国内预期 25/27/30 年三步走实现用电风光储/用电光储/发电光储平价。我们预测 2025-30 年全球储能新增装机 CAGR 达到约 40%。

### 114 号文落地，国内独储发展步入正轨

2026 年 1 月 30 日国家发改委、能源局发布《关于完善发电侧容量电价机制的通知》（发改价格〔2026〕114 号），首次建立全国统一的独立储能容量电价补偿逻辑，有望正式确立电化学独立储能商业模式。政策延续甘肃、宁夏等试点区域经验，推动各省出台适配本地的容量电价政策，实行清单制管理以加快备案项目落地，助力 2026 年电化学储能装机良性增长；同时将权责同步下沉省级政府，明确省级政府统筹项目核准、电价制定与成本疏导责任，要求开展用户经济承受能力评估，避免盲目建设；提出电力现货市场连续运行后过渡至可靠容量补偿机制，实现多类调节电源公平竞争，且细则向高可用率、高顶峰能力、高充电效率的储能系统倾斜，通过输配电费差异化政策激励优质设备与系统，促进行业集中度提升，为新型电力系统建设提供有效容量支撑。

甘肃或为后续容量电价政策的样板。作为最早推进通过有效容量认定给予容量电价补偿的省份具备参考价值，且后续宁夏、湖北等省均为类似的算法。政策明确储能容量电价看齐当地煤电标准（165-330 元/kW/年），通过“放电时长/顶峰负荷时长”折算，实质鼓励 4 小时以上长时储能发展。此外，公式中的容量供需系数或是基于灵活性资源供需对独储收入水平动态调整的抓手，进而从经济性驱动形成独储装机需求的动量。以甘肃 2026 年容量电价为例，2025 年甘肃电网容量需求 2889 万千瓦，可靠容量 3227 万千瓦（其中电网侧储能系数为 47.5%），容量供需系数为 89.53%。若独储装机斜率高于电网容量需求，容量供需系数或走低对容量电费形成压降。

图表25：甘肃容量电价计算公式



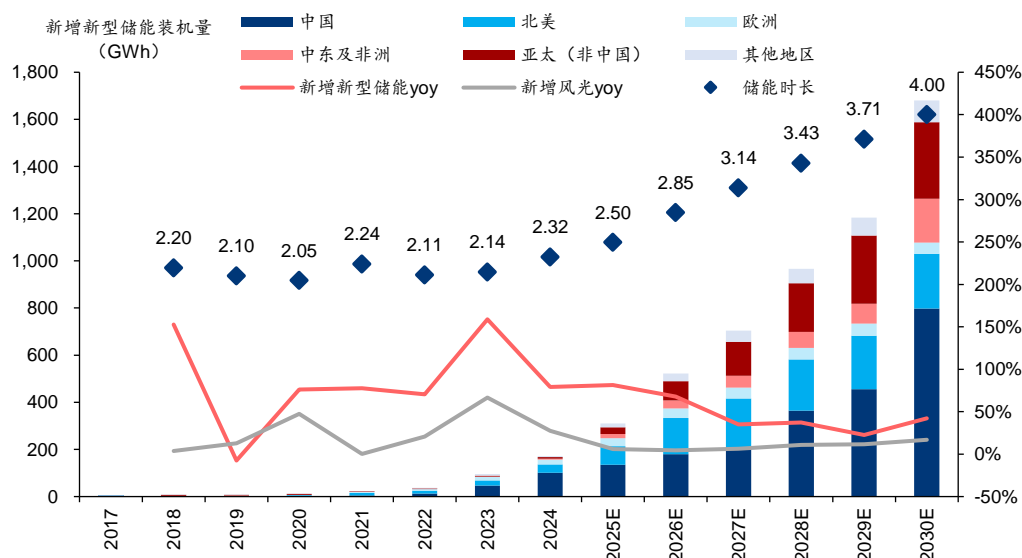
资料来源：政府公告，华泰研究

## 我们认为储能需求增速将快于市场预期

全球储能正从以传统抽蓄为主向新型储能转型。相比抽蓄，新型储能（如锂电池储能、铅蓄电池、液流储能等）受地理位置限制较小，且随技术成熟度提升，应用场景实现电源、电网、用户侧等多元拓展。自 2018 年起，新型储能在全球储能新增中占比持续超 50%；截至 2024 年，全球新型储能新增/累计装机量达 74/164GW，占全球全部储能的 90%/45%。中国新型储能增速更为突出。2023 年新型储能新增装机首次超过抽蓄；到 2024 年，中国新型储能新增/累计装机量达 44/78GW，占全部储能的 85%/57%。我们认为，在未来新能源高并发、高波动性出力的背景下，储能将作为保障电力系统稳定运行的关键；且随新能源配储实现系统平价，储能配比与时长提升，有望带来超预期的储能需求增长空间。

1. **储能需求增速跑赢新能源装机增速：**为提升新能源供电可靠性，使其更接近传统电源可控供电属性，需以储能配比和储能时长提升为抓手。储能增速显著快于新能源装机。
2. **海外平价进程快于国内：**在更高用户侧电价、更高传统电源成本及更快降息节奏的推动下，海外市场有望在 2026 年率先进入新能源+储能平价周期；相比之下，国内实现平价将分三步走，预计在 2026、2027、2030 年分别实现用电侧风光储、用电侧光储、发电侧光储平价。

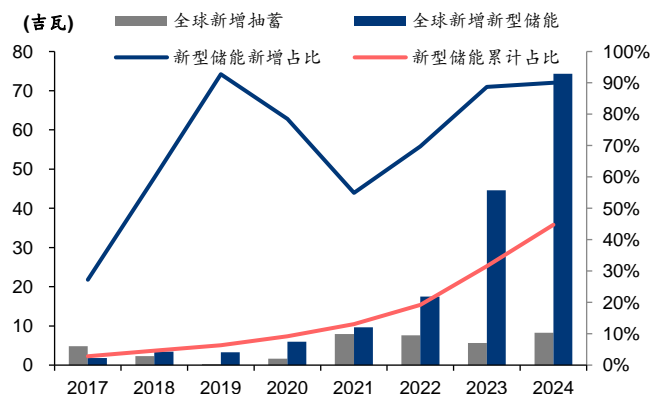
图表26：全球新增新型储能与新能源装机预测



注：增速是右轴

资料来源：能源局，BNEF，CNESA，GWEA，华泰研究预测

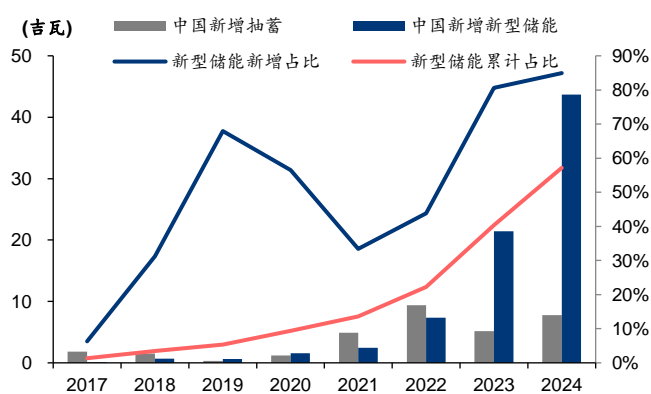
图表27：新型储能成为全球储能增长的主要增量



注：占比是右轴

资料来源：BNEF，CNESA，华泰研究

图表28：中国新型储能新增装机2023年超过抽蓄成为主要增量



注：占比是右轴

资料来源：CNESA，能源局，华泰研究

### 重新定义平价，储能成为主角，增速快于风光

回顾新能源发展历程，其在电力系统中面临的消纳瓶颈，反映了从“理论平价”迈向“系统平价”的差距。我们在 2024 年 10 月 25 日《新型电力系统 成本篇：多维解决消纳问题，新能源迈入 2.0 时代》中测算，风光储系统的 LCOE 为 287-423 元/MWh，已低于中国用电侧电价 443-889 元/MWh，表明新能源在理论上已实现度电平价。但实际上，行业内、电力系统内部并不完全认同这一论断，新能源装机从 2024 年开始所面临的消纳问题也是新能源实际上并未实现系统全局平价的一种体现，我们分析“理论平价”与“系统平价”之间存在的隐形成本包括：(1) 新能源利用小时数显著低于负荷侧，前期投资高且对利率敏感；(2) 新能源不可靠情景所造成的系统额外成本（调峰、备用等）未被充分定价；(3) 新能源出力曲线与负荷曲线错配，在电力市场中通常只能接受低于平均电价的成交水平，从而降低项目 IRR。

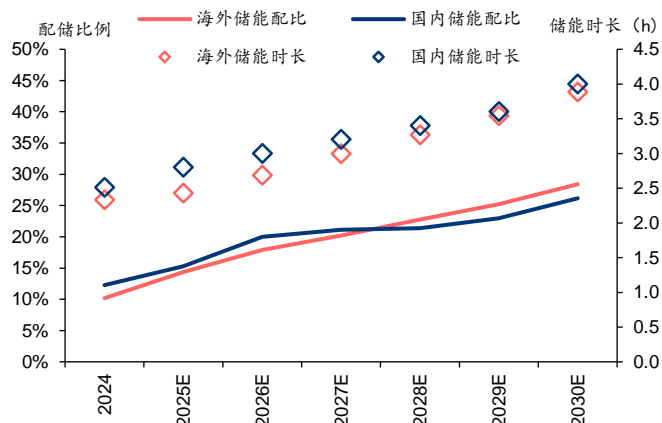
储能凭借高可控性、高调节性优势，有望解决新能源在实现系统全局平价过程中面临的低出力小时、额外系统成本及负荷错配问题，成为实现“系统平价”的桥梁。一方面，储能作为可调可控电源，在电力系统规划中的置信系数较高（4 小时储能可达 40%-50%，6-8 小时可达 60%-80%）能够显著增强新能源的可靠性，减少对电网备用和火电备用的依赖。另一方面，储能还能平滑出力曲线，更好地匹配负荷需求，增加利用小时数，并帮助新能源捕捉高电价时段，从而提升项目的平均电价与整体项目回报率。

新能源渗透率提升背景下，储能配比和储能时长进一步增加，使得储能需求的增长通常快于新能源。由于风光出力存在波动性，风光出力与负荷曲线的匹配难度随新能源渗透率上升而加大，系统成本出现非线性增长。以当前国内新能源结构为例，当绿电利用率处于 0-30% 区间，系统几乎无需储能投入，弃电率较低；在 30-70% 区间，主要可通过提升新能源装机量（超配）和优化风光配比来满足负荷需求，该阶段开始出现一定弃电；当绿电利用率大于 70% 时，储能配置需求逐步显现，但系统仍可通过装机耦合优化和超配控制成本应对；80-95% 区间，系统对储能的边际依赖快速提升；而在 95-100% 区间，系统需应对持续时间较长的季节性缺口，储能成本将成为核心成本增加项。我们注意到，在高绿电利用率阶段，仅依靠风光超配满足负荷需求的难度显著增加，储能配置呈现非线性增长；这种增长不仅受新能源装机规模扩张的驱动，同时伴随储能配比和储能时长的同步提升，即在新能源增长之外，储能需求还会出现额外增量。

### 海外已平价，国内预期 27/30 年分别实现用电侧和发电侧光储平价

储能配置策略的核心在于，在确保电力系统达到一定绿电利用率的基础上，实现新能源配储项目的最优回报。我们基于最优 IRR 与电网可靠性保障要求进行测算，至 2030 年全球新能源增量平均配储比例需提升至 35%/4hr，海外/国内储能新增装机 2024-30 年 CAGR 有望实现 51.9%/37.9%。我们结合各地风光在建与规划政策，并参考 GWEA 和 BNEF 的历史装机数据，对 2025-30 年风光新增装机进行预测，再依据最优 IRR 情景下的储能配比推算储能需求。测算结果显示，短期内风电占比高可显著提升项目 IRR，长期来看，光伏因资源更为充足将成为新能源配储的主力能源，至 2030 年对应形成以光伏为核心的最优配储比例。以欧洲为例，在绿电利用率保持 75%-80% 的基础上，风电占比 80%（风电：光伏=4:1）时 IRR 表现较好，而至 2030 年光伏配储比例达 40%（120% 容量配比/4 小时储能时长）时能实现项目回报 IRR 最优。

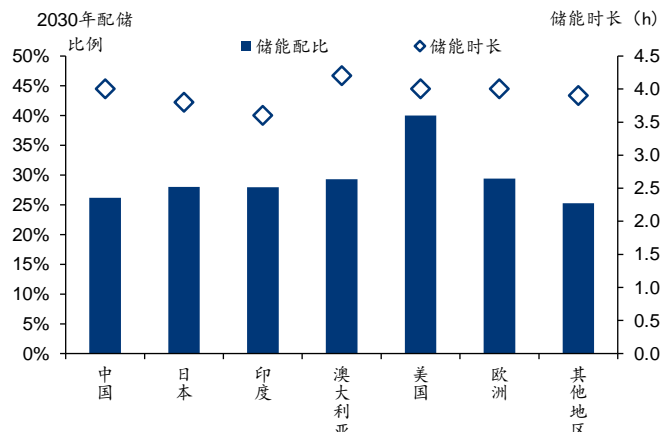
图表29：国内与海外新增新能源配储比例与储能时长提升测算



注：时长是右轴

资料来源：能源局，BNEF，CNESA，GWEA，华泰研究预测

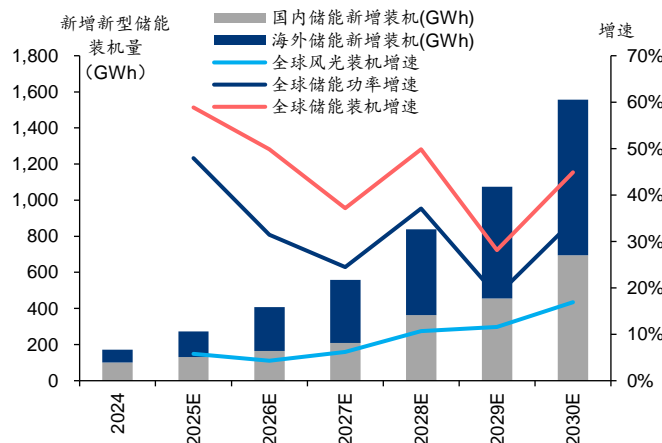
图表30：2030年主要地区新增新能源配储比例与储能时长测算



注：时长是右轴

资料来源：能源局，BNEF，CNESA，GWEA，华泰研究预测

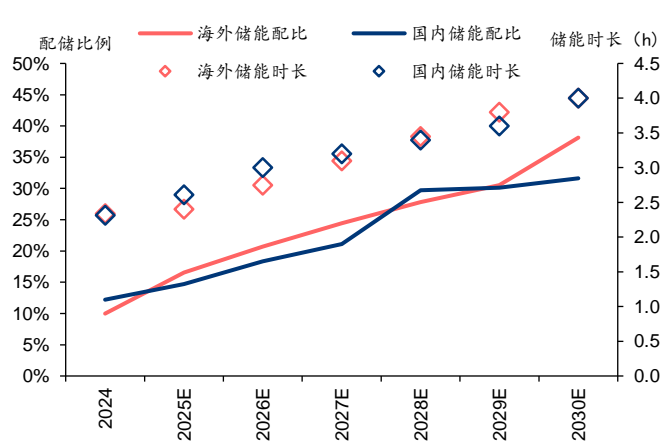
图表31：全球储能增速跑出超越新能源增速的 Alpha



注：增速是右轴

资料来源：能源局，BNEF，CNESA，GWEA，华泰研究预测

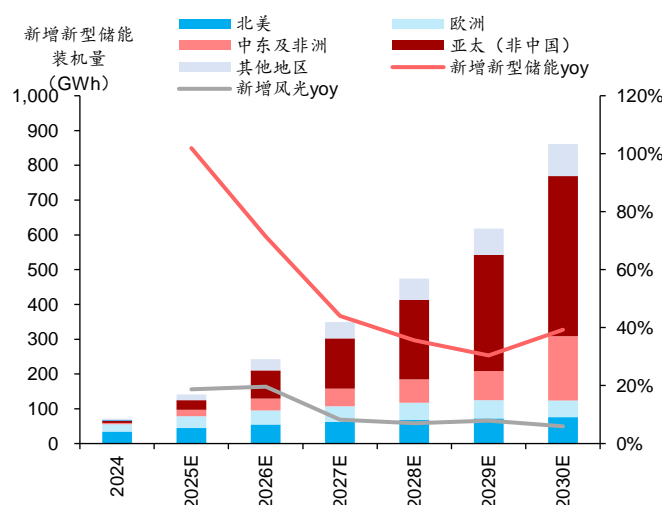
图表32：国内与海外新增新能源配储比例与储能时长提升测算



注：时长是右轴

资料来源：能源局，BNEF，CNESA，GWEA，华泰研究预测

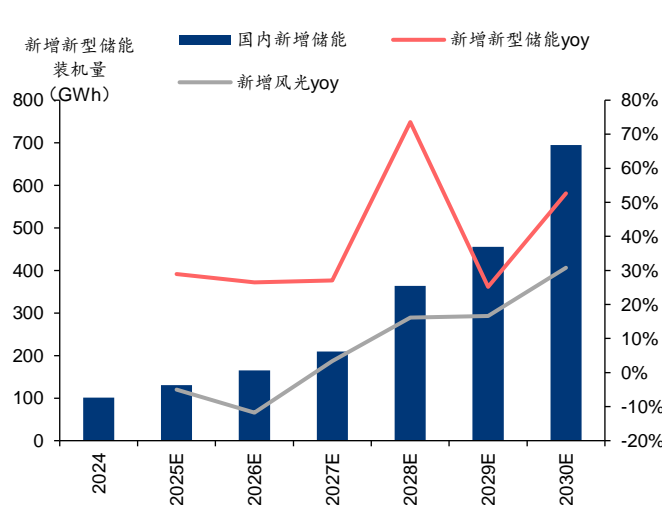
图表33：海外新能源装机增速与储能对比



注：增速是右轴

资料来源：能源局，BNEF，CNESA，GWEA，华泰研究预测

图表34：国内新能源装机增速与储能对比



注：增速是右轴

资料来源：能源局，BNEF，CNESA，GWEA，华泰研究预测



## 不同于市场认知，我们认为储能电池格局有望好于动力电池

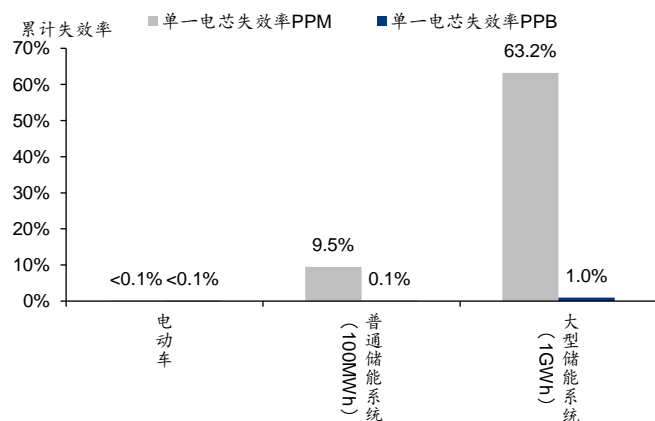
海外市场化的储能商业模式下，对于电池质量和全生命周期成本更为重视。宁德时代的储能电芯定价也因此领先二线厂。而深究其底层原因，主要是2个因素：

1. 电池成本在储能系统占比高于电车，而单项目规模持续放大、串并联电芯数量远高于动力电池，对于电芯失效率更敏感，宁德时代的电芯产品良率优势得以突显；
2. 大储消防事故引发邻避效应，而宁德时代在电芯产品端的拨备较为充分，从用户角度选用宁德时代产品的安全垫最厚。

### 储能系统单项目规模持续放大对电芯失效率更敏感，宁德时代有良率优势

储能系统中电池造价占比高且电芯串并联规模大，相比电车对电芯失效率更敏感。一方面，储能系统在储能项目中造价占比超过70%，其中电池本身占整体储能项目造价超60%；相比之下，动力电池在电动车中的成本占比约38%，且未来随自动驾驶加速应用或进一步下降。另一方面，储能系统单项目规模远大于电动车：1GWh的储能项目通常需要几十万至上百万颗电芯，而电动车动力电池所需电芯数量仅在几十至几千颗之间，数量级差异显著。基于概率学原理，储能系统中更多电芯的串并联使其对单个电芯的失效率更为敏感，单一电芯质量不佳将使项目整体失效率呈几何级数上升。例如，当单电芯失效率从PPM（百万分之一）提升至PPB（十亿分之一）时，电动车电池失效率变化甚微，而100MWh储能系统失效率则从0.1%上升至9.5%，1GWh大型储能项目则由1%增至63.2%。我们进一步考虑储能系统的电池组短板效应，即单个电芯失效会降低整个系统的效率和可用能力。随着各电芯制造商和储能系统集成商为降低成本而不断放大单体容量和尺寸，这种短板效应将更加突出，对电芯产品的可靠性提出更高要求。

图表35：储能单项目规模大，对于电芯失效率更敏感



注：PPM为百万分之一，PPB为十亿分之一

资料来源：高工锂电，华泰研究

图表36：储能行业各公司为降低成本而不断放大单体容量和尺寸

2025.H1部分企业500+Ah电芯新品		2025.H1部分企业7MWh+储能系统产品	
企业名称	电芯产品容量	企业名称	储能系统容量
宁德时代	587Ah	赣锋锂电	10MWh
亿纬锂能	628Ah、648Ah	国轩高科	7MWh、20MWh
远景动力	530Ah、700Ah+	海博思创	8MWh、9.6MWh 12.502MWh
中创新航	640Ah	力神电池	7.01MWh、8.3MWh
楚能	588Ah、688Ah	南都电源	8.338MWh
国轩高科	588Ah、650Ah、688Ah	飞毛腿	7.8MWh
海辰储能	587Ah、1175Ah	晶澳科技	7.8MWh
力神电池	580Ah、600+Ah	宁德时代	9MWh
南都电源	783Ah	瑞浦兰钧	7.03MWh
鹏辉能源	590Ah、688Ah	瑞源电气	13.36MWh
瑞浦兰钧	688Ah	天合储能	7MWh+
双登	587Ah、601Ah	阳光电源	12.5MWh
天合储能	500+Ah	远景能源	8+MWh
欣旺达	600+Ah	中车株洲所	7.4MWh
赣锋锂电	587Ah	中天科技	7.58MWh

资料来源：CNESA，华泰研究

### 大储消防事故使得电池安全存在“溢价”

储能消防事故频发使市场对电芯安全性提出更高要求，成为龙头电芯企业形成份额优势的重要动力。复盘历史上造成重大社会影响的储能事故，其核心原因多与电池热失控和结构缺陷相关，一旦发生事故将导致项目暂停整改甚至彻底叫停。目前海外储能产品普遍遵循15-20年质保期规范，审查和设备采购标准日趋严格。国内储能市场亦同步加快安全和标准体系建设。中国储能领域首部强制性标准GB 44240-2024于2025年8月1日正式实施，标志着行业迈入强制安全时代；同时多项储能及消防安全标准陆续完成立项、发布，并积极参与国际标准制定，整体规范水平不断提升。我们认为未来随电力需求持续增长，以及数据中心和AI应用对供电稳定性需求的额外拉动，严控事故率、保障储能项目安全性将推动电芯产品采购标准进一步提升，从而巩固龙头电芯企业高质量产品的市场份额优势。

### 136 号文改变国内储能逻辑，电芯质量直接影响 IRR，头部电池厂受益

136 号文政策推动下，储能产业逻辑由强制配储转向按需自发，项目经济性成为其能否落地的关键因素，而电芯质量与项目回报 IRR 联系紧密。25 年 1 月 136 号文发布，明确要求“不得将配置储能作为新建新能源项目核准、并网、上网等的前置条件”，意味着储能建设将逐步回归市场经济性驱动。电芯作为储能系统核心部件，其质量差异将直接影响 IRR，从而决定投资吸引力。我们对不同电池参数与循环情景下的项目 IRR 进行测算，从结论来看（1）循环次数是关键变量，每增加 500 次可带来约 2pct 的 IRR 提升，若低于 3000 次则项目难以盈亏平衡；（2）日历寿命提升对 IRR 改善有限，但若低于 10 年则因电池更换推高 CAPEX，导致项目无法盈利；（3）电池自然衰减幅度的影响相对较小。我们认为，高质量产品因此具备提升项目整体收益、并进一步形成价格溢价的能力，有望支撑宁德时代在储能领域维持龙头地位和高毛利率水平。

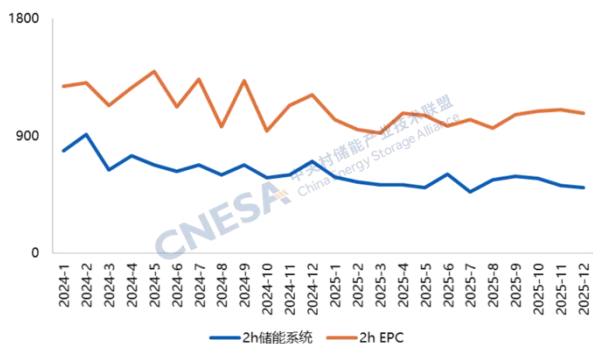
图表37：储能项目 IRR 对于电芯质量主要参数的敏感性测算

项目IRR敏感性分析		IRR		IRR		IRR	
年衰减		IRR		IRR		IRR	
0.5%	3.4%	循环次数		IRR		IRR	
0.6%	3.4%	2100	-5.0%	日历寿命（年）		7.0	-1.8%
0.7%	3.4%	2400	-3.0%	8.0	-2.3%	9.0	-3.0%
0.8%	3.4%	2700	-1.3%	10.0	3.3%	11.0	3.5%
0.9%	3.3%	3000	0.4%	12.0	3.6%	13.0	3.8%
1.0%	3.3%	3300	1.9%	14.0	4.0%	15.0	4.1%
1.2%	3.3%	3600	3.3%	16.0	4.3%	17.0	4.5%
1.4%	3.2%	4100	5.6%				
1.6%	3.2%	4600	7.7%				
1.8%	3.1%	5100	9.6%				
2.0%	3.1%	5600	11.6%				
		6100	13.4%				

资料来源：华泰研究测算

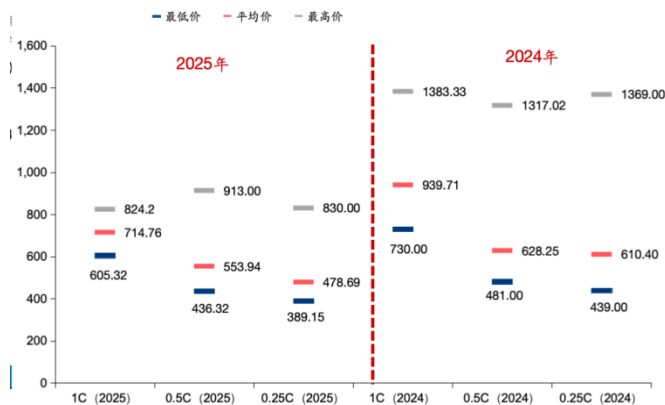
储能迈入初步市场化的背景下，行业价格趋稳、集中度提升，市场正从政策驱动转向市场化激励驱动的新阶段，采购规范化程度进一步提升。价格端来看，储能系统设备与 EPC 环节的中标价格下滑趋势趋缓，2025 年 2h 储能系统年均价为 553.94 元/kWh，中标价格区间为 436.32 元/kWh-913.00 元/kWh。2025 年 2h 储能系统平均中标价格比 2024 年下降 14.41%。整体中标价格区间亦明显收窄：0.5C 储能系统价格区间为 436.32-913.00 元/kWh，0.25C 系统为 389.15-830.00 元/kWh，均较去年同期收窄，采购规范化程度显著提升。

图表38：储能系统设备与 EPC 中标价格下滑趋势趋缓（元/MWh）



资料来源：CNESA，华泰研究

图表39：储能系统中标价区间收窄（元/MWh）



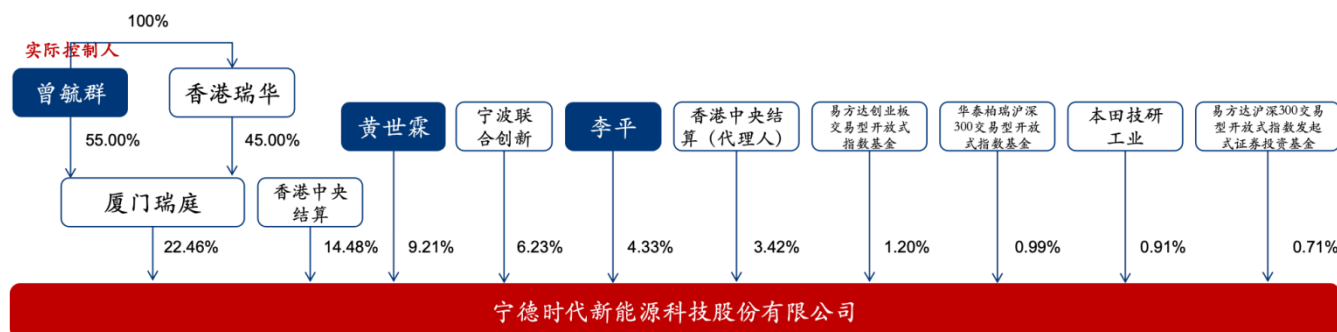
资料来源：CNESA，华泰研究

## 何以重估：对标全球制造业明珠的 EV/FCF

### 股权结构：创始团队为核心，注重员工激励与股东回报

股权结构稳定，以创始团队为核心。宁德时代实际控制人为创始人曾毓群，截至 2026 年 2 月 5 日，曾毓群通过厦门瑞庭持有公司 22.46% 股权，为公司第一大股东。联合创始人黄世霖、李平分别持股 9.21%、4.33%。2025 年 5 月，公司于港交所上市，成为动力电池行业首家实现 A+H 上市的企业，募资净额 325 亿元，有助于公司海外产能扩张、国际业务拓展，提高综合竞争力。

图表 40：宁德时代股权结构图（截至 2026 年 2 月 5 日）



资料来源：公司公告，公司官网，华泰研究

### 主要业务：聚焦电池赛道，构建全产业链生态

公司主要业务包括动力电池、储能电池的研发、生产、销售，同时在电池材料及回收、电池矿产资源等上下游产业链进行深度布局。公司动力电池产品包括电芯、模组/电箱及电池包，应用领域包括乘用车、商用车、电动工具、电动两轮车等。储能电池产品包括电芯、电池柜、储能集装箱以及交流侧集成系统等储能解决方案，广泛应用于表前储能和表后储能领域，包括公用事业储能、工商业储能及数据中心储能等。电池材料产品主要包括锂盐、前驱体及正极材料等。通过回收循环利用电池生产所需的关键金属资源，同时参与锂、镍、钴、磷等电池矿产资源及相关产品的投资、建设及运营。2025 年上半年，公司动力电池、储能电池收入占比分别为 74%、16%。

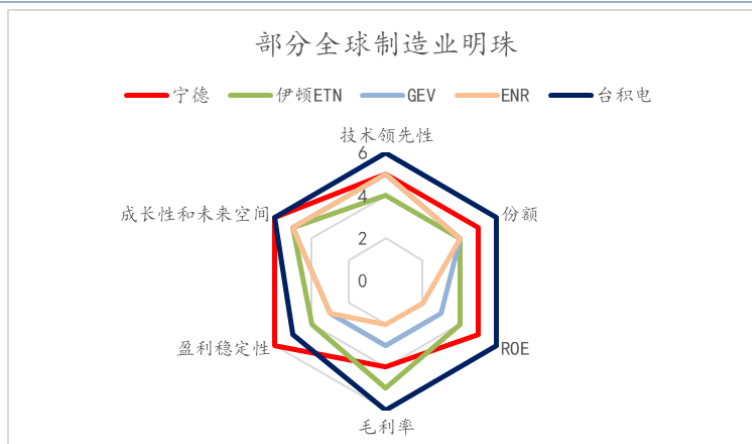
### H/A 溢价源自不同估值坐标系，对标全球制造业明珠

港股宁德时代上市后，始终较 A 股实现溢价，除了流通盘因素的影响外，我们认为海外投资者不同的估值坐标系可能支撑了 H 股的溢价。我们尝试从 6 个维度对比宁德时代和欧美主流市场、业务较为纯粹的制造业明珠企业，包括半导体龙头台积电，近两年能源转型明星制造业标的 GEV、ENR、ETN，可以看到宁德时代已足以与台积电做比较，而在能源领域对其他制造业企业显示出明显的优势：

- 技术领先性：**台积电具备代差，宁德时代始终保持技术领先性，GEV/ENR 在重型燃气轮机领域保持优势。
- 份额：**台积电份额超过 70%，宁德时代全球份额接近 50%，GEV、ENR 与 MHI 近似三分天下，ETN 在全球电网设备领域份额领先。
- ROE：**台积电断层领先约 10pct，宁德时代则保持在 20% 以上，ETN、GEV、ENR 的最高 ROE 在 13%~22% 区间波动。
- 毛利率：**台积电以 50% 以上毛利率领跑，伊顿受益于近年电网需求集中毛利率站在 34% 以上，宁德时代除 2022 年原材料成本冲击外，毛利率维持 19% 以上，GEV 和 ENR 毛利率周期波动明显。
- 盈利稳定性：**过去 10 年宁德时代只有 1 次盈利负增长，台积电有 2 次，伊顿有 3 次。ENR 过去 5 年有 4 年亏损，GEV 过去 4 年有 3 年亏损。

6. **成长性和未来空间**：台积电是 AI 未来发展的基石之一，宁德时代则有望成为电气化时代的能源解决方案提供商、享受电气化红利。GEV、ENR、ETN 也都将是这一轮全球电网和电源投资的重要设备供应商。

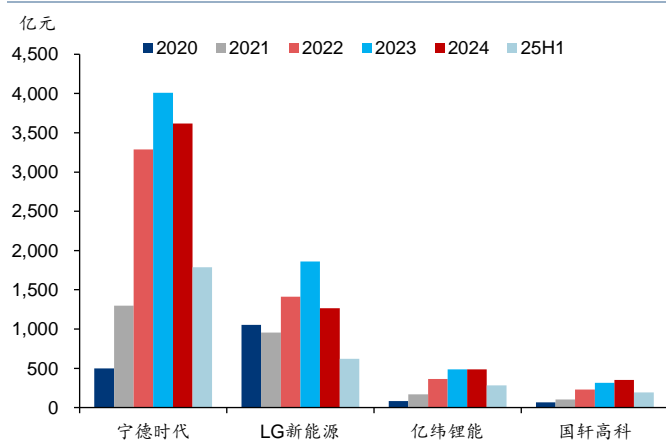
图表41：6 个对标维度，比较台积电以及能源转型制造业明星企业



资料来源：Bloomberg，各公司公告，华泰研究预测

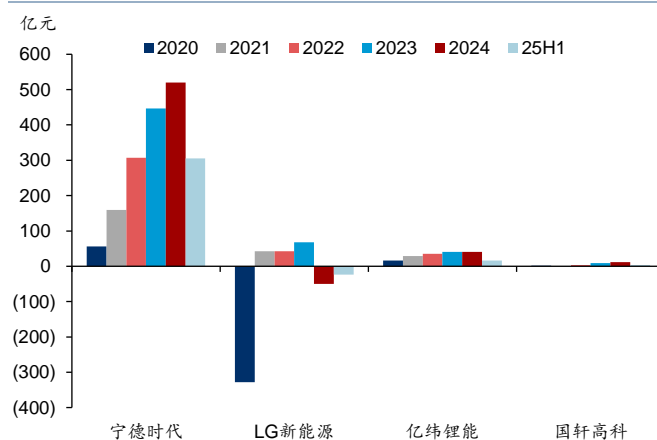
营业收入与归母净利润方面，宁德时代的绝对数额与复合增速高于国内外同行。除 2020 年营收低于 LG 新能源外，2020-2025H1 宁德时代营收与归母净利润的绝对数额均高于锂电行业代表公司。2021-2024 年宁德时代营收、归母净利润的复合增速分别为 64%/75%，高于同行。

图表42：2020-2025H1 电池企业营收情况对比



资料来源：Wind，华泰研究

图表43：2020-2025H1 电池企业归母净利润情况对比

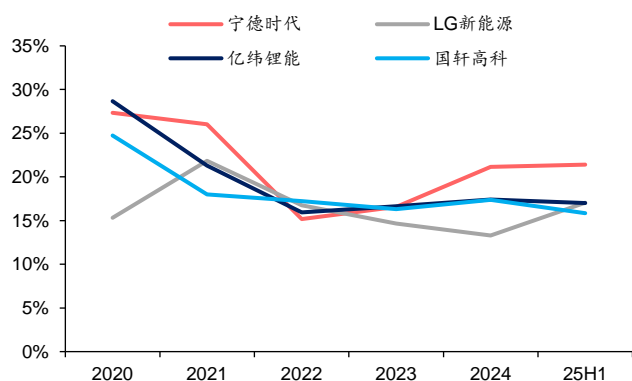


资料来源：Wind，华泰研究

毛利率与净利率方面，宁德时代基本处于行业领先水平、表现突出。25H1，宁德时代毛利率为 21%，较 LG 新能源、亿纬锂能、国轩高科分别高 4/4/5pct；宁德时代净利率为 18%，较 LG 新能源、亿纬锂能、国轩高科分别高 15/12/16pct。

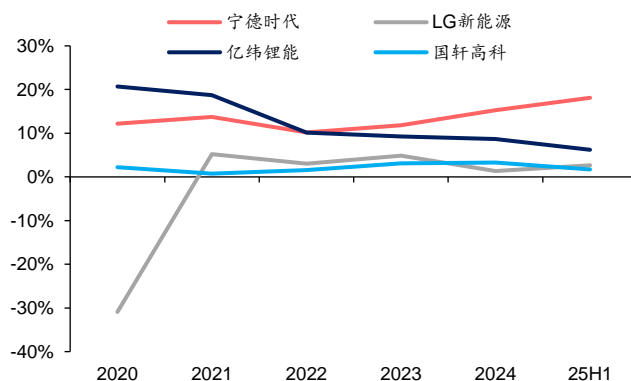


图表44：2020-2025H1 电池企业毛利率情况对比



资料来源：Wind，华泰研究

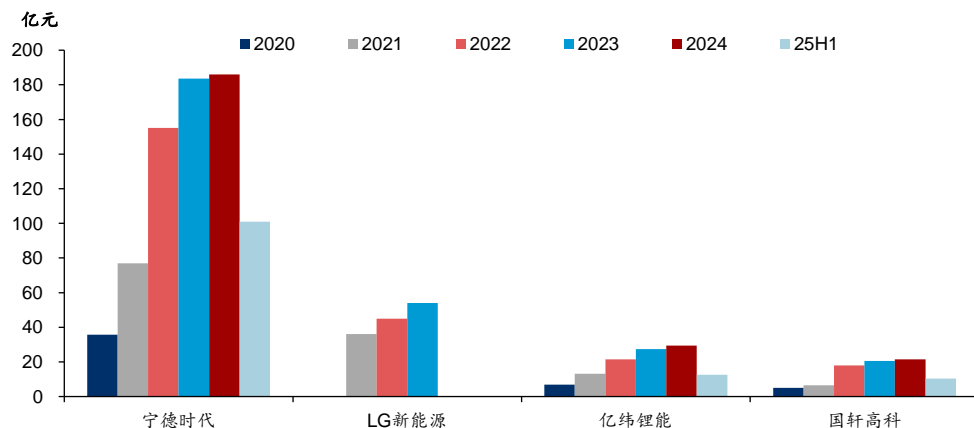
图表45：2020-2025H1 电池企业净利率情况对比



资料来源：Wind，华泰研究

研发方面，宁德时代的研发费用及研发人数实现双重领先。宁德时代研发费用位于行业首位，且高于代表公司总额。

图表46：2020-2025H1 电池企业研发费用对比



资料来源：Wind，Bloomberg，华泰研究

长效激励机制巩固核心团队，践行积极的股东回报政策。员工激励方面，公司分别于2018-2023 年制定股权激励计划，授予对象主要包括中层管理人员及核心骨干员工，有利于绑定核心人才同时进一步激发潜力。分红方面，除 2021 年因执行定增工作、考虑资金需求未分红，近年来公司分红金额持续增长，2023、2024 年分红占归母净利润比例均达 50%，体现对股东价值的回馈。

图表47：宁德时代股权激励情况

股权激励计划	股票数量 (万股)	占本激励计划草案公告时公司股本总额比例	激励对象
2018 年限制性股票激励计划	3,083.53	1.42%	中层管理人员 (217 人)、核心骨干员工 (1,559 人)
2019 年限制性股票激励计划	1,900	0.87%	中层管理人员及核心骨干员工 (3,838 人)
2020 年限制性股票激励计划	459.09	0.20%	中层管理人员及核心骨干员工 (4,688 人)
2021 年限制性股票激励计划	516.104	0.22%	中层管理人员及核心骨干员工 (4,483 人)
2022 年限制性股票激励计划	513.4064	0.21%	中层管理人员及核心骨干员工 (4,688 人)
2023 年限制性股票激励计划	1,259.56	0.29%	高级管理人员及中层管理人员 (424 人)

资料来源：公司公告，华泰研究

## 盈利预测

收入端预计 25/26/27 年分别同比增长 15%/27.8%/21.5%，主要基于：

(1) 动力电池出货量分别 36%/32%/24% 的增速，主要考虑欧洲及中国乘用车补贴延续，商用车接近达到油电平价，以及稳定在 0.6 元/wh 的均价，主要考虑产品升级与系统降本的综合效果；

(2) 储能电池出货量分别 40%/27%/21% 的增速，主要考虑储能需求向好，以及稳定在 0.51 元/wh 的均价，主要考虑行业地位支撑下的定价能力。

盈利能力方面，动力电池和储能电池的毛利率分别伴随规模效应分别从 24% 提升到 25%、从 27% 提升到 28%，有效传导成本变动，并在行业地位支撑下保持采购优势。

我们预计公司稳固的行业地位与领先的产品技术水平，使得市场费用相对稳定，同时预期公司战略维持对研发的高强度投入，故预测期间费用率维持稳定。

综上，我们预计宁德时代 25/26/27 三年归母净利润分别为 705/923/1119 亿元。

图表48：分板块收入和毛利率概览（除特指外为人民币百万，EPS 单位为人民币）

假设简表	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总收入	29,611	45,788	50,319	130,356	328,594	400,917	362,013	416,361	531,941	646,212
yoy	48%	55%	10%	159%	152%	22%	-10%	15%	28%	21%
总成本	19,902	32,483	36,349	96,094	262,050	309,070	273,519	310,495	395,037	478,850
yoy	56%	63%	12%	164%	173%	18%	-12%	14%	27%	21%
总毛利	9,709	13,305	13,970	34,262	66,544	91,847	88,494	105,865	136,905	167,363
yoy	34%	37%	5%	145%	94%	38%	-4%	20%	29%	22%
总毛利率	33%	29%	28%	26%	20%	23%	24%	25%	26%	26%
营业收入										
动力电池	24,515	38,584	39,426	91,491	236,593	285,253	253,041	311,220	405,873	498,601
储能电池	190	610	1,943	13,624	44,980	59,901	57,290	66,430	83,911	101,225
材料业务	3,861	4,305	3,429	15,457	30,540	41,336	34,193	23,711	27,158	31,386
其他	1,046	2,289	5,521	9,785	16,480	14,427	17,488	15,000	15,000	15,000
占比										
动力电池	83%	84%	78%	70%	72%	71%	70%	75%	76%	77%
储能电池	1%	1%	4%	10%	14%	15%	16%	16%	16%	16%
材料业务	13%	9%	7%	12%	9%	10%	9%	6%	5%	5%
营业收入增速										
动力电池	0%	57%	2%	132%	159%	21%	-11%	23%	30%	23%
储能电池	0%	222%	219%	601%	230%	33%	-4%	16%	26%	21%
材料业务	0%	12%	-20%	351%	98%	35%	-17%	-31%	15%	16%
营业成本										
动力电池	16,156	27,607	28,954	71,363	195,965	221,727	192,461	237,613	306,892	374,828
储能电池	153	379	1,243	9,738	37,327	45,650	41,914	48,229	60,560	72,843
材料业务	2,971	3,255	2,728	11,574	24,463	35,975	30,709	20,154	23,084	26,678
其他	623	1,244	3,423	3,419	4,294	5,733	8,436	4,500	4,500	4,500
毛利										
动力电池	8,360	10,977	10,471	20,128	40,628	63,526	60,580	73,607	98,980	123,773
储能电池	36	231	700	3,886	7,653	14,250	15,377	18,201	23,350	28,381
材料业务	890	1,050	701	3,883	6,077	5,361	3,484	3,557	4,074	4,708
其他	423	1,045	2,099	6,366	12,186	8,694	9,052	10,500	10,500	10,500
毛利率										
动力电池	34%	28%	27%	22%	17%	22%	24%	24%	24%	25%
储能电池	19%	38%	36%	29%	17%	24%	27%	27%	28%	28%
材料业务	23%	24%	20%	25%	20%	13%	10%	15%	15%	15%
其他	40%	46%	38%	65%	74%	60%	52%	70%	70%	70%
期间费用率	16%	14%	14%	11%	9%	10%	8%	7%	7%	7%
销售费用率	5%	5%	4%	3%	3%	4%	1%	1%	1%	1%
管理费用率	5%	4%	4%	3%	2%	2%	3%	3%	3%	3%
研发费用率	7%	7%	7%	6%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
财务费用率	-1%	-2%	-1%	0%	-1%	-1%	-1%	-2%	-2%	-2%
净利率	13%	11%	12%	14%	10%	12%	15%	18%	18%	18%
归母净利润	3,387	4,560	5,583	15,931	30,729	44,121	50,745	70,534	92,265	111,933
yoy	-13%	35%	22%	185%	93%	44%	15%	39%	31%	21%
EPS (摊薄)	1.54	2.06	2.40	6.83	12.58	10.03	11.52	15.46	20.22	24.53

资料来源：iFind，华泰研究预测

图表49：关键假设表（除特指外为人民币百万）

动力电池	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
销量GWh	117	242	321	381	520	685	850
YOY	170%	107%	33%	19%	36%	32%	24%
价格(元/Wh)	0.78	0.98	0.89	0.66	0.6	0.6	0.6
YOY	-14%	25%	-9%	-25%	0%	0%	0%
营业收入	91,491	236,593	285,253	253,041	311,220	405,873	498,601
YOY	132%	159%	21%	-11%	23%	30%	23%
成本	71,363	195,965	221,727	192,461	237,613	306,892	374,828
单位成本(元/Wh)	0.61	0.81	0.69	0.51	0.46	0.45	0.44
YOY	-9%	32%	-15%	-27%	0%	0%	0%
毛利	20,128	40,628	63,526	60,580	73,607	98,980	123,773
毛利率	22%	17%	22%	24%	24%	24%	25%

储能电池	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
销量MWh	16,700	47,000	69,000	93,000	130,000	165,000	200,000
YOY	496%	181%	47%	35%	40%	27%	21%
价格(元/Wh)	0.82	0.96	0.87	0.62	0.51	0.51	0.51
YOY	18%	17%	-9%	-29%	0%	0%	0%
营业收入	13,624	44,980	59,901	57,290	66,430	83,911	101,225
YOY	601%	230%	33%	-4%	16%	26%	21%
成本	9,738	37,327	45,650	41,914	48,229	60,560	72,843
单位成本(元/Wh)	0.00	0.00	0.66	0.45	0.37	0.37	0.36
毛利	3,886	7,653	14,250	15,377	18,201	23,350	28,381
毛利率	29%	17%	24%	27%	27%	28%	28%

资料来源：Wind，华泰研究预测

### 目标价 639.79 港币，首次覆盖港股给予买入评级

参考锂电行业可比公司（均为动力电池联盟统计 2025 年国内动力电池装机量前 10，以及电动中国统计 2025 年全球储能电芯出货量前 10 中的上市公司）2026E PE Wind 一致预期 27x 及 5%龙头溢价，基于 2026E 923 亿人民币利润预测，给予 2026 年末目标市值 2.92 万亿港币（人民币兑港币汇率 1.13），隐含 2026 年 23x EV/FCF；隐含 25/26/27E 分别 37/28/23x PE，与分别 39%/31%/21%的盈利增速匹配。首次覆盖港股给予买入评级和目标价 639.79 港币。

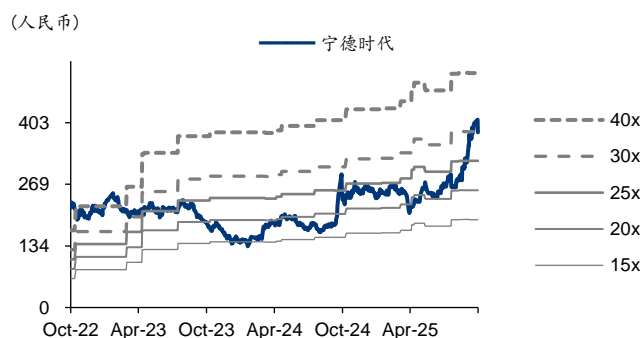
图表50：目标 PE 估值与隐含 EV/FCF 倍数交叉验证

(1) 目标价及对应市值和空间				(2) 市场盈利预测			
目标价	639.79	港币	目标价空间	一致预期-Wind	2024A	2025E	2026E
现价-H	528	港币	21%	亿元		688	877
总股本	4,564	百万股					1,067
目标市值	25,840	亿元		(3) 华泰盈利预测			
目标市值(以港币计)	29,199	亿港元		净利润	2024A	2025E	2026E
当前市值-H	21,928	亿元		YoY	507	705	923
						39%	31%
				目标市值隐含PE	51	37	28
				当前H市值隐含PE	43	31	24
						24	20
(4) 基于目标PE估值				(5) 基于目标EV/FCF倍数交叉验证			
2026E净利润	923	亿元	目标PE	2026E 净现金	2026E FCF	EV/FCF	相当于台积电
	28	亿元	25,840	亿元	1,002	23	65%
可比公司最新2026E PE (Wind一致预期)				EV/FCF	宁德时代	ETN	GEV
300014.SZ	亿纬锂能	18		最近2年均值	14	25	34
002594.SZ	比亚迪A	17					31
1211.HK	比亚迪H	18					35
0666.HK	瑞浦兰钧	52					
3931.HK	中创新航	20					
002074.SZ	国轩高科	27					
300207.SZ	欣旺达	15					
373220.KS	LGES	48	FY2027				
	均值	27					
	龙头溢价	5%					

注：一致预期盈利预测和估值倍数、股价基于 2026 年 2 月 11 日数据。

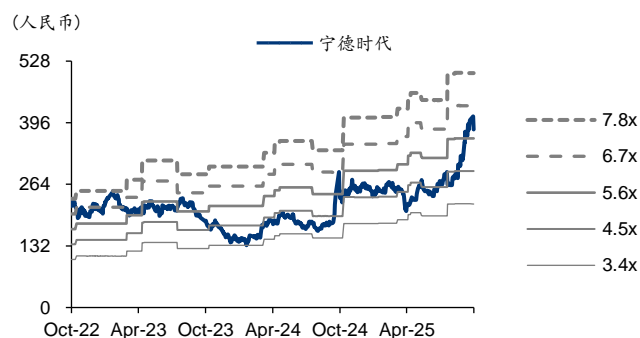
资料来源：Wind，Bloomberg，华泰研究预测

图表51: 宁德时代 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表52: 宁德时代 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

## 风险提示

### 商用电动车渗透率不及预期:

- 1) 油价/气价下跌带来传统车经济性改善;
- 2) 商用车补能设施落地不及预期, 使用便利性不足;
- 3) 下游运输需求弱于预期, 车主换车意愿不足;

### 储能项目落地不及预期:

- 1) 风光项目建设不及预期, 减少电网调峰对于储能的需求;
- 海外市场非商业壁垒影响出口量。



## 免责声明

### 分析师声明

本人，刘俊、边文姣、王嵩、陈爽、杨景文，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标\*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 宁德时代（3750 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本价值的 1%或以上。
- 宁德时代（3750 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师刘俊、边文姣、王嵩、陈爽、杨景文本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 宁德时代（3750 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 宁德时代（3750 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

## 评级说明

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（含此期间的股息回报）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，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

## 行业评级

**增持：**预计行业股票指数超越基准

**中性：**预计行业股票指数基本与基准持平

**减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

## 公司评级

**买入：**预计股价超越基准 15% 以上

**增持：**预计股价超越基准 5%~15%

**持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

**卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上

**暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

**无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

## 法律实体披露

**中国：**华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

**香港：**华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

**美国：**华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

**新加坡：**华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问，经营许可证编号为：202233398E

## 华泰证券股份有限公司

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

## 华泰金融控股（香港）有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼

电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123

电子邮件：research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

## 华泰证券（美国）有限公司

美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）

电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702

电子邮件：Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

## 华泰证券（新加坡）有限公司

滨海湾金融中心 1 号大厦，#08-02，新加坡 018981

电话：+65 68603600

传真：+65 65091183

https://www.htsc.com.sg

©版权所有 2026 年华泰证券股份有限公司