

宁德时代 MD&A 战略兑现度深度研究

横纵分析法深度研究报告

研究时间：2026-08-04 | 所属领域：动力电池与储能电池制造 | 研究对象类型：上市公司管理层
讨论与财务对照分析

作者：深度研究

研究时间：2026-08-04 | 所属领域：动力电池与储能电池制造 | 研究对象类型：上市公司管理层
讨论与财务对照分析

本报告仅基于公开披露文件与公开数据整理，不构成任何投资建议。

一、摘要

这份研究做了一件稍微有点「笨」的事：把宁德时代从 2018 年上市到 2026 年一季度的全部定期报告——8 份年报、9 份半年报（用户要求为 8 份半年报加 2026 年一季报，实际执行中 2026 年半年报已于 2026-07-25 披露，一并纳入作交叉验证）——逐份读完，把每年「管理层讨论与分析」（MD&A，2021 年前的正式名称是「经营情况讨论与分析」）里关于产能扩张、技术路线、海外布局、储能业务的原话摘出来，再拿同期财报里的营收、毛利率、ROE、市占率，以及股价走势去逐条对账。

结论先说，一句话：**宁德时代管理层对「做什么」的判断，兑现率高得惊人；对「过程会有多顺」的判断，则明显偏乐观。**

具体而言：

- **兑现的**：全球动力电池第一的位置（连续 9 年，SNE Research 口径）；产能从 2020 年的 69GWh 扩张到 2025 年的 772GWh；储能业务从 2018 年 1.9 亿元收入做到 2025 年 121GWh 出货、连续 5 年全球第一；海外收入占比从 3.5% 做到 30.6%；德国图林根工厂从 2018 年「筹划」到 2022 年电芯量产，只用了四年。
- **打了折扣的**：产能利用率 2023 年掉到 70.47%，说明扩产节奏一度快于需求；储能全球市占率从 2022 年的 43.4% 一路回落到 2025 年的 30%（SNE 储能口径），「领先优势持续扩大」并没有发生；国内动力市占率从 2020 年的 50% 降到 2025 年的 43.42%。
- **没兑现的**：2024 年营收同比下降 9.70%，是上市以来首次营收下滑，而 2023 年报展望里并无此预警；美国市场八年下来没有一座工厂落地（福特合作在 2022 年报高调出现后，2024 年报里已不再提及）；2022 年推出的 EVOGO 换电业务没有长成独立利润中心，后来转型为与蔚来等伙伴共建的「巧克力换电」生态模式。

股价是这场兑现与未兑现的计分板：IPO 首日（2018-06-11）不复权收盘 36.20 元，2021-12-02 摸到 688 元的历史高点，随后腰斩再腰斩，2024 年初跌回 150 元附近；2024 年 9 月起重新走牛，2026-05-06 创出 460 元（不复权）新高。后复权口径下，2018-06-11 至 2026-08-04 累计回报约 +1968%，年化约 45%（数据源：腾讯行情，2026-08-04 获取）。

二、研究方法、数据范围与来源

样本。巨潮资讯网（cninfo.com.cn）披露的宁德时代 18 份定期报告 PDF 全文：

类型	报告期	披露日期	巨潮链接（static.cninfo.com.cn）
2018 年报	2018 年度	2019-04-25	finalpage/2019-04-25/1206093043.PDF
2019 年报	2019 年度	2020-04-25	finalpage/2020-04-25/1207613154.PDF
2020 年报	2020 年度	2021-04-28	finalpage/2021-04-28/1209834834.PDF
2021 年报	2021 年度	2022-04-22	finalpage/2022-04-22/1213027750.PDF
2022 年报	2022 年度	2023-03-10	finalpage/2023-03-10/1216084559.PDF
2023 年报	2023 年度	2024-03-16	finalpage/2024-03-16/1219313047.PDF
2024 年报	2024 年度	2025-03-15	finalpage/2025-03-15/1222806982.PDF
2025 年报	2025 年度	2026-03-10	finalpage/2026-03-10/1225002214.PDF
2018 半年报	2018 上半年	2018-08-24	finalpage/2018-08-24/1205321523.PDF
2019 半年报	2019 上半年	2019-08-24	finalpage/2019-08-24/1206570876.PDF
2020 半年报	2020 上半年	2020-08-27	finalpage/2020-08-27/1208263650.PDF
2021 半年报	2021 上半年	2021-08-26	finalpage/2021-08-26/1210861690.PDF
2022 半年报	2022 上半年	2022-08-24	finalpage/2022-08-24/1214372189.PDF
2023 半年报	2023 上半年	2023-07-26	finalpage/2023-07-26/1217386504.PDF
2024 半年报	2024 上半年	2024-07-27	finalpage/2024-07-27/1220740372.PDF
2025 半年报	2025 上半年	2025-07-31	finalpage/2025-07-31/1224342874.PDF
2026 一季报	2026 一季度	2026-04-16	finalpage/2026-04-16/1225107946.PDF
2026 半年报（补充纳入）	2026 上半年	2026-07-25	finalpage/2026-07-25/1225441586.PDF

全部 PDF 于 2026-08-04 下载并提取全文。财务数据均直接取自各期报告正文（主要会计数据表、合并利润表、分产品/分地区收入表、产销情况表），不做第三方转引。市占率数据为公司 MD&A 中引用的第三方统计（SNE Research、中汽研、中国汽车动力电池产业创新联盟、ICC 鑫椏资讯），报告内均注明出处。

股价。腾讯行情接口（web.ifzq.gtimg.cn）日 K 线，2026-08-04 获取，不复权与后复权两套口径。各披露日股价取披露日前最近一个交易日收盘价。

竞争格局。2025 年全球动力电池与储能电池装机/出货排名，引自 SNE Research 于 2026 年 1-2 月发布、经储能世界网、中国电力新闻网等转载的数据（2026-08-04 检索）。

分析框架。横纵分析法：纵向按八年时间轴还原管理层战略表述的演变；横向以 2025 年为切面与比亚迪、LG 新能源、海辰储能、亿纬锂能等对照；最后交叉两轴，给出「兑现度」判断。

三、纵向：一家电池巨头的八年（2018–2026）

第一阶段：补贴时代的加冕（2018–2019）

2018-06-11，宁德时代登陆创业板，发行价 25.14 元，首日收盘 36.20 元。那时它的 MD&A 语气还带着新上市公司的谨慎。2018 年报写道：「根据中汽研数据，2018 年动力电池装机总量为 56.9GWh……其中公司以 23.4GWh 的装机电量领先同业，市场占有率为 41%。」（2018 年报，2019-04-25 披露）

财务上这是「增收不增利」的一年：营收 296.11 亿元（+48.08%），但归母净利润 33.87 亿元，同比下滑 12.66%（追溯调整后口径）。毛利率 32.79%，是八年里的最高点。原因不复杂：补贴退坡、整车厂压价，电池单价一路往下走，而规模效应还没完全摊薄折旧。

这一年的 MD&A 里藏着两个后来被验证的重要伏笔。一个是「启动海外生产基地建设，布局全球业务……在取得多个海外整车企业定点项目的基础上，进一步深入与欧美日系整车企业的合作」（2018 年报展望部分）——同年公司披露「正筹划在德国建设首个海外生产基地」。另一个是与格林美、青山集团等「拟在印尼设立湿法镍冶炼厂」——资源端的布局从第一天就在议程上。

2019 年是扩张的起点：「启动湖西锂离子电池扩建项目，扩大欧洲生产研发基地的投资规模，并在四川省宜宾市启动建设动力电池制造基地」（2019 年报，2020-04-25 披露）。营收 457.88 亿元（+54.63%），净利润 45.60 亿元，但毛利率降到 29.06%——「毛利率下降的风险」从此成为每份半年报风险章节的固定条目，管理层看到了，也没能挡住。

第二阶段：疫情、碳酸锂与「宁王」的加冕（2020–2021）

2020 年是被疫情劈开的一年。上半年营收 188.29 亿元，同比下降 7.08%——上市以来第一次半年度负增长。但下半年需求报复性反弹，全年营收 503.19 亿元（+9.90%），国内动力电池装机 31.9GWh、市占率 50%（中汽研口径，2020 年报）。更关键的信号是海外：境外收入 79.08 亿元，占比从 4.37% 跳到 15.71%，「811 体系产品在海外实现大批量交付」（2020 年报）。

也是在 2020 年报里，管理层第一次给出了此后沿用多年的战略总纲：三大战略发展方向（固定式化石能源替代、移动式化石能源替代、电动化+智能化应用场景）+四大创新体系（材料体系、系统结构、极限制造、商业模式）。这份「三大方向、四大创新」的框架，在此后五年每一份年报的展望章节里逐字沿用，几乎没有改动——这在 A 股是相当罕见的战略表述稳定性。

2021 年是业绩与股价的双重巅峰。营收 1303.56 亿元，同比 +159.06%；归母净利润 159.31 亿元，+185.34%；加权 ROE 从 11.27% 跳升到 21.52%。产能从 69.10GWh 扩到 170.39GWh，产能利用率 95%，另有 140GWh 在建。股价从年初的约 367 元（2021-04-28 披露日收盘）一路涨到 12 月的 688 元高点，「宁王」的称呼就是那时叫响的。

这一年的技术动作也最密集：2021 年 7 月发布第一代钠离子电池，9 月宁德工厂被达沃斯世界经济论坛评为「灯塔工厂」，印尼镍铁项目投产。MD&A 的客户名单第一次出现 Tesla、BMW、Daimler、Stellantis、VW、Ford、Hyundai、Honda 的全明星阵容（2021 年报）。

第三阶段：高光下的裂缝（2022–2023）

2022 年，营收 3285.94 亿元（+152.07%），净利润 307.29 亿元（+92.89%），数字依然炸裂。但裂缝出现了：毛利率掉到 20.25%——八年最低。原因是碳酸锂价格从年初约 28 万元/吨冲向 60 万元/吨，而电池售价的传导滞后。2022 半年报的表述很直白：「报告期内公司克服新冠疫情反复、原材料价格高涨等挑战」。

产能扩张进入最猛阶段。2022 年产能 390GWh，利用率还有 83.4%；同年公司「宣布新增厦门、洛阳、济宁等新基地布局」，德国图林根工厂「实现锂电池模组及电芯的量产」（均为 2022 年报表述，2023-03-10 披露），并「宣布在匈牙利建设欧洲第二座工厂，规划产能达 100GWh」。

2023 年是转折之年。营收 4009.17 亿元（+22.01%），净利润 441.21 亿元（+43.58%），毛利率回到 22.91%——因为碳酸锂从 60 万跌回 10 万元/吨附近。但产能利用率掉到了 70.47%（2023 年报产销表），产能 552GWh 只卖出 390GWh。行业产能过剩、车企价格战、二线电池厂抢单，都在这一年集中爆发。股价的反应更直接：2023 年报披露日（2024-03-15）收盘 181.00 元（不复权），较 2023 年中报披露日（2023-07-26，226.66 元）再跌约 20%；若从 2021 年 12 月高点算起，不复权价格已经腰斩。

技术上这一年并不沉默：2023 年 8 月发布神行超充电池（常温 4C 快充），此前 4 月发布凝聚态电池；钠离子电池与 M3P 电池在奇瑞车型量产（2023 年报）。管理层的产品路线图兑现节奏，依然是快的。

第四阶段：降价、修复与重新出发（2024–2026H1）

2024 年是上市以来最微妙的一年。营收 3620.13 亿元，同比下降 9.70%——第一次年度营收下滑。主因是锂价下跌带动电池售价下调，以及车企年降压力。但净利润反而增长 15.01% 至 507.45 亿元，毛利率回升到 24.44%，加权 ROE 24.13%。「增利不增收」——量还在涨（销量 475GWh，+21.79%），价在跌。2023 年报的展望章节没有任何关于营收下滑的预警，只写着「继续按照三大战略发展方向及四大创新体系的指引推动各项业务发展」。这是管理层预期与财务现实之间落差最明显的一次。

2025 年迎来全面修复：营收 4237.02 亿元（+17.17%），归母净利润约 722.01 亿元（由 2025 年报利润分配预案「归母净利润的 50% 即 361.01 亿元」反推，2026-03-10 披露），毛利率 26.27%，ROE 24.91%，产能利用率回到 96.9%（产能 772GWh、在建 321GWh）。2025-05-20，宁德时代登陆港交所，发行价 263 港元，募资 410 亿港元（2025 年报）。分红政策同步升级：年度分红比例提至 50% 并叠加特别分红。

2026 年的增长重新加速：一季度营收 1291.31 亿元（+52.45%），净利润 207.38 亿元（+48.52%）；上半年营收 2769.17 亿元（+54.80%），净利润 432.84 亿元（+41.98%），加权 ROE 12.08%（2026 一季报 2026-04-16 披露、半年报 2026-07-25 披露）。全球动力电池市占率 39.2%、连续 9 年第一，海外市占率首次站上 30%（SNE，2025 年报）。2026 半年报里，匈牙利、印尼、西班牙合资工厂都在「稳步推进」的名单上，2026 年 1-5 月海外份额 33.7%、同比再提 3.7 个百分点。

四、四大战略主题逐条对账

以下按主题把「管理层当时说了什么 → 后来实际发生了什么 → 财务与股价怎么反应」串起来。所有引语均注明报告与披露日期。

主题一：产能扩张——十倍的体量，一次踩空的节奏

管理层表述轨迹：2018 年报「逐步提升基地产能，溧阳基地已正式投产」；2019 年报启动宜宾、湖西扩建；2021 年报「电池年度产能从 2020 年的 69.10GWh 提升至 170.39GWh」；2022 年报「全力推进福鼎、车里湾、宜春、贵州等基地项目建设，并宣布新增厦门、洛阳、济宁等新基地」；2023 年报「打造 TWh 级别的超大规模高质量交付能力」；2025 年报「公司拥有全球规模最大的现有及在建产能」。

兑现度：体量目标兑现得非常彻底。产能从 2020 年的 69.10GWh 到 2025 年的 772GWh，五年 11 倍；销量从 46.84GWh 到 661GWh，14 倍。2023 年报提出的「TWh 级交付能力」，以 2025 年 772GWh 产能加 321GWh 在建计，已接近 TWh 门槛的七成以上。

踩空的部分：2023 年产能利用率 70.47%，是八年最低，比 2021 年的 95% 掉了近 25 个百分点。翻译成财务语言：折旧在涨、单价在跌、毛利率承压。管理层在 2022 年报里喊的是「优化产能建设」，2023 年报改口「统筹好公司发展、业绩增长与股东回报的动态平衡」——措辞的变化本身就是对产能过剩的确认。好在 2024 年利用率回到 76.33%，2025 年回到 96.9%，说明需求最终追了上来，但那两年的资本开支强度与折旧负担是真实的代价。

结论：产能扩张战略，方向兑现、节奏一度失控、最终被需求消化。兑现度评级：★★★★☆。

主题二：技术路线——产品路线图的高兑现率

管理层表述轨迹：2018 年报「在磷酸铁锂长寿命、三元高能量密度、快充等差异化产品方面加大研发投入」；2021 年报「率先推出钠离子电池，探索并推广 CTC 以及 A/B 电芯混搭方案」；2022 年报「发布第三代 CTP——麒麟电池……被《时代》周刊评为 2022 年度最佳发明」，研发费用 155.10 亿元（+101.66%）；2023 年报「发布了高比能高安全的凝聚态电池、超快充的神行电池」；2024 年报发布神行 Plus（全球首个 1000km 续航+4C 超充的磷酸铁锂）与天恒储能系统（5 年功率容量零衰减）；2025 年报发布骁遥双核、钠新、二代神行，并预告固态、凝聚态的持续投入。

兑现度：这是四大主题里兑现率最高的。麒麟（2022 发布）→ 理想、极氪等车型量产；神行（2023-08 发布）→ 阿维塔、哪吒、奇瑞、北汽、岚图、广汽官宣搭载（2023 年报原文列举）；钠电池从 2021 年发布到 2025 年与海博思创签下 3 年 60GWh 储能大单、迎来「产业化拐点」（2025 年报）；凝聚态、骁遥按节奏落地。几乎每一次发布会上的 PPT，两三年内都变成了出货清单。

对照财务：研发投入从 2021 年的 76.9 亿元量级增至 2022 年的 155.10 亿元（2022 年报披露），之后维持在营收的 5% 上下；专利总数到 2026 年中已达 60,319 项（2026 半年报）。技术领先没有直接体现在毛利率上（毛利率主要被原材料价格左右），但体现在定价权与客户结构上：2025 年全球 39.2% 的市占率、较第二名高出 22.8 个百分点（SNE，2025 年报），是技术溢价的最终形态。

结论：技术路线战略，兑现度 ★★★★★。唯一要留个心眼的是：钠电池喊了五年才到「产业化拐点」，固态电池目前仍在「前瞻性开发」表述阶段，远期技术承诺的时间表历来偏乐观。

主题三：海外布局——欧洲兑现，美国缺席

管理层表述轨迹：2018 年报「筹划在德国建设首个海外生产基地」；2019 年报「扩大欧洲生产研发基地的投资规模」；2022 年报「德国图林根州的首个海外工厂实现锂电池模组及电芯的量产」「宣布在匈牙利建设欧洲第二座工厂，规划产能达 100GWh」「与福特开展全球战略合作，涵盖北美、欧洲及中国的动力电池供应」；2024 年报境外收入 1103.36 亿元、占比 30.48%；2025 年报「海外动力电池使用量市占率提升至 30.0%」「技术授权、联合研发、本地建厂和本土化运营」；2026 半年报「稳步推进……印尼工厂、匈牙利工厂及西班牙合资工厂等项目」。

兑现度（欧洲）：高。图林根工厂从 2018 年「筹划」到 2022 年电芯量产，四年走完从 0 到 1；匈牙利 100GWh 规划 2022 年宣布，2026 年仍在推进（建设周期拉长与欧盟审批、需求节奏有关）；西班牙合资工厂进入建设名单。境外收入占比 3.53%（2018）→ 15.71%（2020）→ 23.41%（2022）→ 30.60%（2025），2024 年报还专门披露「海外销售收入占同期营业收入 30% 以上」的专项说明。

兑现度（美国）：低。2022 年报与福特「全球战略合作」是当年 MD&A 的高光段落，此后福特项目转向技术授权（LRS）模式并屡遭美国政治阻力；2024 年报的客户名单与战略表述里，福特已经不再出现。八年下来，美国本土没有一座宁德时代工厂落地，美国市场基本依靠技术授权与间接供货维系。管理层在定期报告里从未给过美国建厂的量化承诺，所以严格说不算「违约」，但对照 2022 年「涵盖北美」的合作表述，北美这条线的兑现度明显低于欧洲。

对照股价：海外叙事是 2024-2026 年这轮上涨的核心燃料之一。2025 年报（2026-03-10 披露）确认海外份额 30%、港股上市之后，股价从约 376 元涨到 2026-05-06 的 460 元高点。

结论：海外布局战略，欧洲兑现度高，美国实质性缺席，整体 ★★★★★☆。

主题四：储能业务——从「积极布局」到「第二增长曲线」，但份额在流失

管理层表述轨迹：2018 年报「积极布局储能系统业务和锂电池回收业务，以迎接锂电池行业新一轮的增长」，当年储能收入仅 1.89 亿元、占总营收 0.64%；2020 年报把「以可再生能源和储能为核心的固定式化石能源替代」列为三大战略方向之首；2022 年报「储能电池系统出货量全球市占率达 43.4%，连续 2 年位列全球第一」；2023 年报储能电池销量 69GWh（+46.81%），「全球储能电池出货量市占率为 40%，连续 3 年全球第一」；2024 年报储能销量 93GWh（+34.32%），市占率 36.5%「较第二名高出 23.3 个百分点」；2025 年报储能销量 121GWh（+29.13%），「连续 5 年位居全球第一」；2026 半年报继续强调储能与数据中心场景。

兑现度：业务从零到一、从一到大，完全兑现。储能收入占比从 2018 年的 0.64% 到 2024 年的 15.83%（储能电池系统收入 572.90 亿元，2024 年报分产品表），是名副其实的第二增长曲线。

未兑现的部分：市占率。2022 年 43.4% 是顶点，此后逐年下滑——2023 年 40%、2024 年 36.5%、2025 年 30%（SNE 储能电池口径，储能世界网 2026-01-29 报道：2025 年宁德时代储能出货 167GWh、市占率 30%，海辰储能 69GWh 跃居第二、增速 +200%，亿纬锂能 66GWh 第三）。行业从「一家独大」变成「中国厂商包揽前七、合计 83.3%」的群狼格局，宁德的相对份额被稀释。管理层在 2023、2024 年报里用的措辞是「连续 X 年全球第一」，回避了份额下滑的事实——第一的位置没问题，但「领先优势」在收窄这一点，MD&A 里没有主动提示。

结论：储能战略，成长性兑现、份额守成未兑现，★★★★☆。

五、财务与股价总对照表

年度财务指标（来源：各期年度报告主要会计数据与合并利润表；毛利率=1-营业成本/营业收入；ROE 为加权平均净资产收益率）：

年度	营收（亿元）	营收同比	归母净利（亿元）	毛利率	ROE	披露日股价（不复权，元）	较上一年报日
2018	296.11	+48.08%	33.87	32.79%	11.75%	79.10 (2019-04-25)	—
2019	457.88	+54.63%	45.60	29.06%	12.78%	131.69 (2020-04-24)	+78.2%
2020	503.19	+9.90%	55.83	27.76%	11.27%	367.03 (2021-04-28)	+79.1%
2021	1303.56	+159.06%	159.31	26.28%	21.52%	415.34 (2022-04-22)	-20.3%
2022	3285.94	+152.07%	307.29	20.25%	24.67%	405.79 (2023-03-10)	-22.6%
2023	4009.17	+22.01%	441.21	22.91%	24.04%	181.00 (2024-03-15)	-20.1%
2024	3620.13	-9.70%	507.45	24.44%	24.13%	262.00 (2025-03-14)	+38.4%
2025	4237.02	+17.17%	约722.01*	26.27%	24.91%	376.30 (2026-03-10)	+42.2%

*2025 年归母净利润由利润分配预案反推（分红总额 361.01 亿元 = 归母净利润的 50%），2025 年报 2026-03-10 披露。股价取披露日前最近交易日收盘价（不复权口径，腾讯行情 2026-08-04 获取）。

2026 年最新数据：Q1 营收 1291.31 亿元（+52.45%）、净利 207.38 亿元（+48.52%）、加权 ROE 5.98%（2026-04-16 披露）；H1 营收 2769.17 亿元（+54.80%）、净利 432.84 亿元（+41.98%）、加权 ROE 12.08%（2026-07-25 披露）。

市占率轨迹（来源均为公司 MD&A 引用的第三方统计）：

年度	全球动力电池市占率	口径/来源	储能全球市占率
2018	第一（国内 41%）	SNE / 中汽研	—
2019	第一（连续三年）	SNE	—
2020	第一（国内 50%）	中汽研	—
2021	32.6%	SNE	第一（ICC 产量口径）
2022	37.0%	SNE	43.4%
2023	36.8%	SNE	40%
2024	37.9%	SNE	36.5%
2025	39.2%（国内 43.42%，海外 30.0%）	SNE / 产业创新联盟	约30%（SNE ESS 口径）

产能与销量（各期年报产销表，单位 GWh）：

年度	产能	在建	销量	产能利用率
2020	69.10	—	46.84	—
2021	170.39	140	133.41	95.0%
2022	390	152	289	83.4%
2023	552	100	390	70.47%
2024	676	219	475	76.33%
2025	772	321	661	96.9%
2026H1	525	764	—（产量 498）	94.86%

股价关键节点（腾讯行情，2026-08-04 获取）：IPO 首日（2018-06-11）不复权收盘 36.20 元 → 2021-12-02 不复权峰值 688 元（后复权约 1290 元）→ 2024-02 后复权约 300 元低点区域 → 2026-05-06 不复权 460 元 / 后复权峰值 865.41 元 → 2026-08-04 收盘不复权 395.10 元 / 后复权 748.59 元。后复权口径 2018-06-11 至 2026-08-04 累计回报约 +1968%，年化约 45%。

一个值得琢磨的细节：股价对「业绩兑现」的定价是提前且超调的。2021 年业绩最炸裂的时候，股价已经在 2021 年 12 月见顶；此后 2022、2023 年报利润仍在高增，股价却连跌两年——市场在交易产能过剩与价格战，而不是当期利润。反过来，2024 年营收下滑 9.7% 的那份年报披露后，股价反而大涨约 38%——市场在交易毛利率修复与锂价见底。财报是后视镜，股价是挡风玻璃，这在宁德时代身上体现得淋漓尽致。

六、兑现度总清单

兑现了的（管理层说对了）：

- 全球第一的市场地位：2018-2025 连续保持，2025 年 39.2%，较第二名高 22.8 个百分点（SNE）。
- 产能与交付规模的指数级扩张：五年产能 11 倍、销量 14 倍，「TWh 级」目标接近达成。
- 技术产品路线图：麒麟、神行、钠电、凝聚态、骁遥、天恒，发布节奏与量产落地基本按预告执行。
- 储能第二曲线：从 0.64% 收入占比到 15.83%，销量从 2018 年不足 1GWh 到 2025 年 121GWh。
- 欧洲本地化：图林根量产、匈牙利推进、西班牙合资，境外收入占比 30.6%。
- 盈利质量与股东回报：ROE 连续四年 24% 上下，2025 年分红比例提至 50%+特别分红。

打了折扣的：

- 产能利用率：2023 年 70.47%，扩产节奏快于需求两年。
- 储能市占率：43.4% → 30%，「第一」保住了，「优势扩大」没有。
- 国内动力市占率：50%（2020，中汽研）→ 43.42%（2025，产业创新联盟），比亚迪与二线厂商分走份额。
- 毛利率：32.79%（2018）→ 20.25%（2022）的滑坡期长达四年，管理层年年提示风险、年年未能避免，直到 2023-2025 年靠锂价回落与产品结构才修复到 26.27%。

没兑现的：

- 2024 年营收下滑 9.70%，2023 年报展望未做任何铺垫——MD&A 对下行风险的预警功能基本缺位。
- 美国市场：福特合作从 2022 年报的高光段落里淡出，美国建厂八年无果。
- EVOGO 换电：2022 年推出后未成独立业务，转为与蔚来等共建的生态模式（2025 半年报「与蔚来达成战略合作以深化乘用车换电网络共享」）。
- 钠电池的产业化时间表：2021 年发布，2025-2026 年才迎来「产业化拐点」，慢于市场从发布会读到的节奏。

七、横向切面：2025 年的竞争格局

以 2025 年为横截面（SNE Research 数据，2026 年 1-2 月发布，经储能世界网、中国电力新闻网等转载，2026-08-04 检索）：

全球动力电池（总装机 1187GWh, +31.7%）：宁德时代 464.7GWh / 39.2% (+1.2pp)；比亚迪 194.8GWh / 16.4%；LG 新能源 108.8GWh / 9.2%；中创新航 5.3%；国轩高科 4.5%。中国企业合计市占率首次突破 70%。韩系三强（LGES、SK On、三星 SDI）合计份额降至 15.3%，同比下滑 3.4 个百分点；三星 SDI 是十强中唯一负增长（-6.9%）。宁德的装机量约为比亚迪的 2.4 倍。

全球储能电池（SNE 口径 550GWh, +79%）：宁德时代 167GWh / 30%，连续 5 年第一；海辰储能 69GWh / 13%（同比 +200%，最大黑马）；亿纬锂能 66GWh / 12%；比亚迪 48GWh。中国厂商包揽前七，合计 83.3%；韩国厂商合计仅约 4%。EVTank 与 InfoLink 的另两套口径（651.5GWh / 612.39GWh）排名方向一致：宁德第一，但二线厂商起量明显。

格局解读：动力电池是「一超一强+群狼」，储能是「一超多强+快速扁平化」。宁德时代的护城河在动力侧更宽——客户结构（特斯拉、宝马、大众、蔚来、理想、吉利全覆盖）与技术代差是主因；储能侧产品同质化更高，海辰、亿纬、瑞浦用专供储能的产品线贴身抢份额。对照宁德 2025 年报自己的表述——「行业应当聚焦价值竞争，而非价格竞争」——这句话恰恰是说给储能市场的二线玩家听的。

日韩对手的路径差异：LG 新能源押注北美与三元路线，在欧美电动车需求降温与磷酸铁锂渗透的双重挤压下份额持续流失；松下深度绑定特斯拉单一客户；三星 SDI 收缩防守。宁德时代「多化学体系（三元+铁锂+钠+凝聚态）+多市场（中国+欧洲+授权模式）+多场景（动力+储能+换电+船舶+eVTOL）」的全域打法，与日韩的单一押注形成鲜明对照——这也是 2018 年报里那句「技术全面超越同行业竞争对手，抢占技术制高点」八年后的兑现形态。

八、交叉洞察

1. 管理层的「做什么」极准，「多快、多顺」系统性偏乐观。 八年里宁德时代的战略方向（全球化、储能、多技术路线、资源回收）没有一个大的方向性错误，2020 年定下的「三大方向、四大创新」框架沿用至今。但产能利用率掉到 70%、储能份额流失、美国市场折戟，都说明执行层面对行业周期与地缘政治的估计偏乐观。读 MD&A 的正确姿势是：把方向表述当承诺，把节奏表述当愿景。

2. 毛利率是这家公司真正的阿喀琉斯之踵。 八年毛利率走出一个「V」字：32.79% → 20.25% → 26.27%。管理层对毛利率的控制力弱于对市占率的控制力——因为它两头被夹：上游是碳酸锂价格（外生），下游是车企年降（客户议价）。2023 年之后毛利率的修复，更多归功于锂价回落与高附加值产品（神行、麒麟、天恒）占比提升，而非单纯的制造降本。这意味着下一轮锂价上行周期里，毛利率压力会再次出现——而 MD&A 从未给过毛利率的量化指引。

3. 财务数据与股价的错位，揭示了市场对这家公司的定价逻辑变化。 2018-2021 年市场按「渗透率故事」给估值（业绩涨、估值更涨）；2022-2023 年按「产能过剩担忧」杀估值（业绩涨、股价跌）；2024-2026 年按「盈利质量+全球化兑现」重新定价（营收降、股价反而涨）。后复权 +1968% 的八年回报里，真正的主升浪是两段：2019-2021（电动化渗透）与 2024-2026（盈利修复+海外份额+港股上市），中间的两年是市场对「兑现节奏」的信任危机。

4. 2026 半年报透露的新叙事：从「电池制造商」到「全域增量」。 eVTOL、电动船舶、换电网络、数据中心储能、虚拟电厂、零碳园区——这些在 2025 年报与 2026 半年报中反复出现的新场景，像极了 2018 年报里那句「积极布局储能系统业务……迎接新一轮增长」的复刻。历史经验提示：这些新叙事里大概率有一个会成为下一条储能级的曲线，但也大概率不是全部。

5. 回环。 2018 年报「公司未来发展的展望」的承诺是「持续、健康地发展，不断巩固和提升行业地位」。八年后的 2025 年报，董事长致辞的第一句话是「如何在不确定性的世界中，构建确定性的长期价值？」——从进攻性的「巩固提升」到防守性的「确定性」，措辞的变迁本身就是行业从增量时代进入存量竞争时代的注脚。那个在 2018 年说要「技术全面超越竞争对手」的公司，如今已经是别人追赶的对象；它最大的风险不再是战略选错方向，而是体量本身带来的增速自然回落，以及群狼环伺下份额的缓慢稀释。

九、信息来源与检索日期

一手来源（全部于 2026-08-04 下载自巨潮资讯网 static.cninfo.com.cn）：

1. 宁德时代 2018–2025 年度报告（8 份），披露日期 2019-04-25 / 2020-04-25 / 2021-04-28 / 2022-04-22 / 2023-03-10 / 2024-03-16 / 2025-03-15 / 2026-03-10
2. 宁德时代 2018–2026 半年度报告（9 份），披露日期 2018-08-24 / 2019-08-24 / 2020-08-27 / 2021-08-26 / 2022-08-24 / 2023-07-26 / 2024-07-27 / 2025-07-31 / 2026-07-25
3. 宁德时代 2026 年第一季度报告，披露日期 2026-04-16

行情数据：腾讯行情 web.ifzq.gtimg.cn 日 K 线（不复权+后复权），2026-08-04 获取。

第三方统计（经公司年报转引，另有公开报道交叉验证）：SNE Research 全球动力电池/储能电池统计；中汽研 2018-2020 国内装机数据；中国汽车动力电池产业创新联盟 2025 国内装机数据；ICC 鑫椏资讯 2021 储能产量数据。

竞争格局报道（2026-08-04 检索）： 储能世界网《2025 年全球动力电池市场分析》（360estorage.com/156776.html）；中国电力新闻网《2025 年全球动力电池成绩单出炉》（cpnn.com.cn, 2026-03-04）；储能中国网《宁德时代 30% 市占率居首，韩国 SNE 2025 年储能榜单发布》（cnnes.cc, 2026-01-29）；InfoLink 2025 年度全球储能电芯出货排名（infolink-group.com, 2026-01-06）；EVTank《中国储能电池行业发展白皮书（2026 年）》。

方法论说明：本报告采用横纵分析法（纵向追踪八年 MD&A 战略表述演变，横向以 2025 年为切面做竞争对照，交叉得出兑现度判断）。

数据局限性声明：2021-2023 年报的分产品毛利率因排版提取困难未逐一列示，整体毛利率由合并利润表计算；2025 年归母净利润系由分红预案反推的近似值；市占率因统计口径（装机量/使用量/出货量/产量）与机构不同存在差异，文中均标注来源；部分 2025-2026 年竞争数据来自机构新闻稿转载，未经原始数据库复核。

十、免责声明

本报告所有内容均基于公开披露文件与公开数据整理，仅为信息梳理与研究分析之用，不构成任何证券投资建议、买卖推荐或要约邀请。文中涉及的公司经营判断、兑现度评级与格局分析均为研究者个人观点，可能存在偏差或滞后。股市有风险，投资决策请独立判断并自行承担风险。