



谁能穿越周期:锂电洗牌里,只有一种利润是真的

文 / 0pm.AI · 2026-07-12

剔除一次性只剩宁德真金,市场在重新给"谁能活下去"定价

89%、75%、18%、-24%。

这是Wind按2025年报口径计算的扣非净利润与归母净利润之比，依次对应宁德时代、亿纬锂能、国轩高科和赣锋锂业。

同样交出增长叙事，有的每100元归母净利润中，约89元经得住扣非检验；有的只剩18元；还有一家，扣非已经转负。

潮水退了，谁在裸泳？

答案不在最热闹的归母成绩单里。

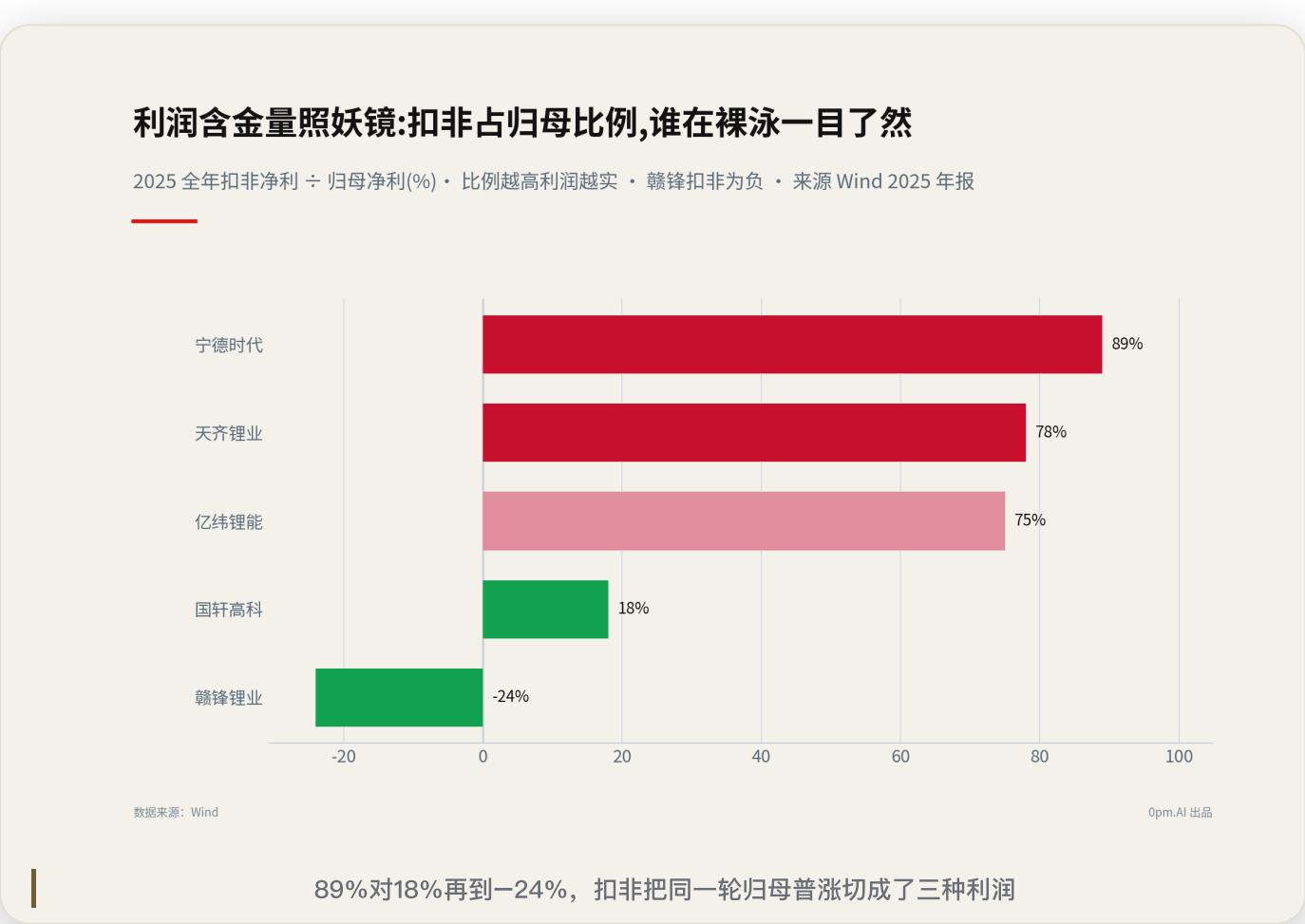
它藏在扣非里。

归母负责热闹，扣非决定谁能留下

先把最关键的一张表摆出来。

公司	扣非净利润÷归母净利润	2025年利润该怎么读
宁德时代	89%	归母与扣非同步高增，利润含金量居前
天齐锂业	78%	比例不低，但仍需放回低基数扭亏背景
亿纬锂能	75%	比例尚可，扣非同比却下降2.1%
国轩高科	18%	扣非仅4.3亿元，一次性因素影响明显
赣锋锂业	-24%	归母扭亏，扣非仍为负

原始披露：宁德时代2025年年度报告、天齐锂业2025年年度报告、亿纬锂能2025年年度报告、国轩高科2025年年度报告、赣锋锂业2025年年度报告。比例由Wind按上述年报的归母、扣非口径计算。



难道扣非占比高，就一定能穿越周期？

还不够。

扣非占比只回答一件事：归母利润里，有多少经得住一次性损益的剥离。

它不回答利润有多大，也不回答利润还在不在增长。

亿纬锂能就是典型。

其扣非占归母约**75%**，比例并不低；但2025年扣非同比下降**2.1%**。存量利润尚有含金量，增量却已经掉头。

国轩高科的问题更直接。

2025年扣非只有**4.3亿元**，仅占归母的**18%**。到了2026年一季度，单季归母同比下降**79%**，按Wind与L1拆解，背后包含奇瑞IPO一次性收益退潮与汇兑影响。

这里必须拆开时间口径。

18%和4.3亿元属于2025全年，-79%属于2026年一季度单季。

全年不能与单季平铺，归母也不能与扣非混写。

但两组数据指向同一个问题：一次性收益退场后，利润底座究竟有多厚？

相关披露：国轩高科2026年第一季度报告。

上游的扭亏同样需要降温阅读。

天齐锂业2025年归母净利润约**4.6亿元**，同比增长**106%**；赣锋锂业约**16亿元**，同比增长**178%**。两者都是从2024年巨亏中扭亏，并非高基数上的利润爆发。

尤其是赣锋锂业，归母已经转正，扣非仍为负。

扭亏值得肯定，却不能自动翻译成高盈利，更不能证明周期已经反转。

同比增速是烟花。

绝对利润与扣非质量，才是烟花散去后留下的东西。

这里所说的“真”，不是质疑会计真实性。

它指向的是另一层判断：利润能否重复、能否增长、能否扛住下一轮价格压力。

同样从高点回撤，市场问的不是同一道题

本文所说的股价下跌，统一指自2026年初高点以来的前复权回撤。

它不等于近一年绝对收益。两套时间口径不能揉成一句“跌跌不休”，龙头近一年收益仍为正。

那么，同样从高点回撤，能一锅煮吗？

不能。

宁德时代基本面仍在扩张，股价承压更接近估值消化与预期重估。

国轩高科、亿纬锂能面对的，是一次性收益退潮、扣非增长偏弱，以及增收不增利的压力。

上游锂企又是另一种病因：归母从巨亏中扭亏，数字醒目，但低基数与扣非压力没有随之消失。

龙头跌，市场问的是：未来还能不能保持？

二线跌，市场问的是：离开一次性，还剩多少？

上游跌，市场问的是：这次扭亏，究竟是拐点还是修复？

同样一片绿，病因天差地别。

把它们统称为“锂电被错杀”，过于粗糙；把它们全部判成“产业不行了”，同样缺乏依据。

市场不是在统一抛弃锂电。

市场是在重新给不同质量的利润定价。

宁德真正拉开差距的，不只是规模

为什么剔除一次性之后，宁德时代仍能单独站上一档？

先看利润。

宁德时代2025年归母净利润**722亿元**，同比增长**42.3%**；扣非净利润**645亿元**，同比增长**43.4%**。

两条线几乎并肩向上。

归母没有独自冲刺，扣非也没有掉队。

再看毛利率。

2025年销售毛利率升至**26.27%**。利润增长并非只靠规模堆积，盈利能力也在增强。

然后是产能。

宁德时代全年出货约**661GWh**，其中动力电池约**541GWh**、储能电池约**121GWh**。分项均为约数，与总量存在四舍五入口径差异。

产能利用率约**97%**，接近满产。

按材料口径测算，单Wh净利润约为**1.09元**。这是测算值，并非公司直接披露指标。

规模大并不可怕。

规模大、机器闲着，才可怕。

宁德时代当前呈现的是另一种组合：大规模、高利用率、毛利率上升、扣非同步增长。

这与依靠一次性收益抬高归母，是两套完全不同的利润结构。

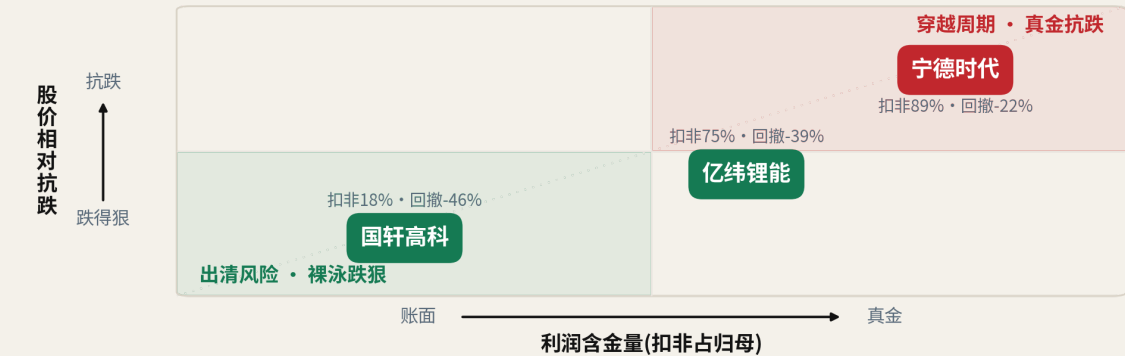
按Wind与公司年报所列口径，铁锂动力CR5约为**81.74%**；宁德时代与比亚迪合计市占约**65%**。

这不能推出二三线必然消失。

它只能说明：集中度已经较高，留给后来者犯错的空间正在收窄。

穿越周期靠的是利润含金量,不是账面弹性

横轴=扣非占归母(利润含金量) · 纵轴=股价相对抗跌(自峰值回撤越浅越抗跌) · 2025 年报/前复权 · 来源 Wind



数据来源: Wind

Opm.AI 出品

利润含金量叠加相对抗跌，穿越周期靠的是持续经营质量，不是账面弹性

利润越能重复，经营越稳定，市场才越可能把一次回撤理解为估值消化，而不是价值坍塌。

最危险的不是下跌，而是利润退潮后没有第二条腿

二三线会不会在周期反转前先出清？

现在不能下定量结论。

关于欣旺达动力电池累亏、部分储能厂商退场的现有线索，包含公开转述，置信度中低，只能作为趋势提示，不能外推为整个二三线阵营的结局。

但风险触发链已经清楚：

利用率承压→降价换订单→收入增长但毛利和扣非未必跟上→可投入资源收缩→周期反转前的出清风险上升。

这不是对某一家公司的确定性预测。

它是利润质量变弱后，企业更容易面对的经营约束。

周期低谷不会平均惩罚所有人。

它可能把强者的规模变成护城河，也可能把弱者的规模变成负担。

26倍PE之后，真正的分歧才刚开始

按L1板块口径，锂电板块PE-TTM约为**26倍**，处于近十年约**29%分位**。

这组数据支持“估值已经明显消化”的判断。

但它只覆盖板块口径，不能直接证明宁德时代的合理价值，更不能推出每一家锂电公司都便宜。

低分位是不是黄金坑？

要看扣非增长能否延续，毛利率能否守住，产能利用率能否保持。

估值会不会继续下降？

同样可能。

如果行业增速换挡，利润预期继续下修，历史低分位也不是天然地板。

多头看到的是：龙头回撤后的估值消化，未必等于价值毁灭。

谨慎者看到的是：若增长中枢改变，原来的估值参照也可能继续下移。

两种判断都能从同一组数据出发。

真正决定答案的，不是股价已经跌了多少，而是未来扣非还能留下多少。

便宜，只是一张入场券。

持续经营利润，才决定谁能留在牌桌上。

「市场买的是明天的扣非，不是去年的归母。」

收官：锂电没有失去成长，它只是失去了统一溢价

看到归母高增，先问：扣非有没有同步增长？

看到企业扭亏，再问：这是高盈利，还是从巨亏中爬回来？

看到估值进入低分位，还要问：这是板板块口径，还是能够直接落到具体公司？

看到股价一起回撤，最后问：它在消化预期，还是利润底座已经松动？

五篇写到这里，“业绩火、股价冰”的谜底已经露出来。

市场没有简单抛弃锂电。

它只是不再给所有公司发同一张成长通行证。

下一轮周期真正反转时，谁能穿越？

不是归母数字最热闹的公司。

而是剔除一次性之后，仍有利润、有增长、有产能效率，也有能力把竞争拖到下一回合的公司。

风险提示：本文不构成投资建议，历史表现不代表未来。市场有风险，投资需谨慎。

◆ Opm.AI 出品

宁德时代归母净利 +42%(扣非 +43%)、全链利润表集体飘红,可股价自 2026 年初高点系统回撤——宁德 -22%、亿纬 -39%、国轩 -46%。剔除一次性,除宁德外扣非普遍露馅:市场看的是扣非,不是归母
· 数据截至 2026-07-10 · 来源 Wind

真图驱动

一手权威源

多源交叉核验

数据与口径

数据来源

万得 Wind 金融数据服务(个股前复权 K 线、2025 年报归母/扣非、板块 PE 分位、碳酸锂 EDB)· 中国汽车动力电池产业创新联盟 / EVTank / 高工锂电 GGII / SNE Research(产能、出货、价格)· 中汽协 / 乘联会(销量、渗透率)· 各公司 2025 年报与公告 · 中信 / 东吴 / 华泰等券商研报(经财联社/证券时报等转述)· 欧盟官方公报 / 美国政策(客观记录)· 雪球 / 东方财富股吧(散户情绪·仅作参考观点)。

🔄 更新: 2026-07-12

访问官网



扫码直达 Opm.ai

官网入口

Opm.AI

风险提示: 本内容基于公开信息整理, 仅供研究参考, 不构成任何投资建议、不预测涨跌、不承诺收益; 力求准确但不保证完整无误, 据此操作风险自担。市场有风险, 决策需谨慎。