

业绩越炸裂,股价越冰冷 · 全文合订

目录 · CONTENTS

- 01 利润表飘红,股价飘绿:锂电这半年的冰火背离
- 02 股价不是业绩的计分板,是预期的贴现机
- 03 上游吃肉,下游喝汤:锂电利润的乾坤大挪移
- 04 越卖越多,越赚越难:锂电内卷的一笔账
- 05 谁能穿越周期:锂电洗牌里,只有一种利润是真的

利润表飘红,股价飘绿:锂电这半年的冰火背离

从矿到电芯归母普涨,股价却自高点撤两三成,连宁德也没跑掉

2025年7月31日,宁德时代交出一份被报道为超预期的财报。

当天, A股反而跌约**5%**, H股跌约**7.7%**。事件背景来自新浪财经当日报道检索, 股价幅度以Wind金融终端为准。

财报超预期, 股价却先跌了。

这不是一组普通的涨跌数字, 而是锂电赛道正在发生的定价错位。

再看其后披露的2025全年审计数据: 宁德时代归母净利润**722亿元**, 同比增长**42.3%**; 扣非净利润**645亿元**, 增长**43.4%**。

需要分清: **2025年7月31日**是单日市场反应, **722亿元**则是**2025全年**审计口径。两者不是同一个统计截点。

好业绩为什么救不了股价?

这也不是宁德时代一家的怪事。

从上游锂矿到下游电芯，这五家公司样本的归母净利润全部同比改善；可一翻股价曲线，几家龙头又都从2026年初高点明显回撤。

利润表越红，股价越绿。锂电的两本账，已经劈出一道分界线。

归母一片红，利润质量已经分叉

先把2025全年审计口径摆到桌面上。

公司	2025年归母净利润	2025年扣非净利润	利润结构	可核验来源
宁德时代	722亿元，+42.3%	645亿元，+43.4%	样本中唯一归母、扣非同步高增，销售毛利率26.27%	巨潮资讯：300750年报检索
亿纬锂能	41.3亿元，+1.4%	31.0亿元，-2.1%	归母微增，扣非负增长	巨潮资讯：300014年报检索
国轩高科	23.8亿元，+97.5%	4.3亿元，仅占归母18%	归母近翻一番，主要受奇瑞港股IPO公允价值等一次性收益推动	巨潮资讯：002074年报检索
天齐锂业	4.63亿元，+106%	3.59亿元	从2024年亏损79亿元扭亏，绝对利润仍小	巨潮资讯：002466年报检索
赣锋锂业	16.1亿元，+178%	-3.85亿元	归母扭亏，扣非仍亏，盈利来自资产处置及PLS公允价值	巨潮资讯：002460年报检索

只看归母，这张成绩单确实亮眼。

宁德时代净赚722亿元。

国轩高科归母接近翻一番。

天齐锂业从2024年亏损79亿元转为盈利。

赣锋锂业也实现扭亏。

可“同比增长”四个字，真能回答盈利质量吗？

不能。

天齐锂业的+106%，底座是上一年的巨亏。它意味着扭亏，不意味着已经进入高盈利状态。

赣锋锂业归母已经转正，扣非却仍亏**3.85亿元**。

国轩高科归母净利润**23.8亿元**，扣非只有**4.3亿元**。到了2026年一季度，一次性收益退潮叠加汇兑影响，单季归母同比下降**79%**，来源见国轩高科2026年一季度报检索。

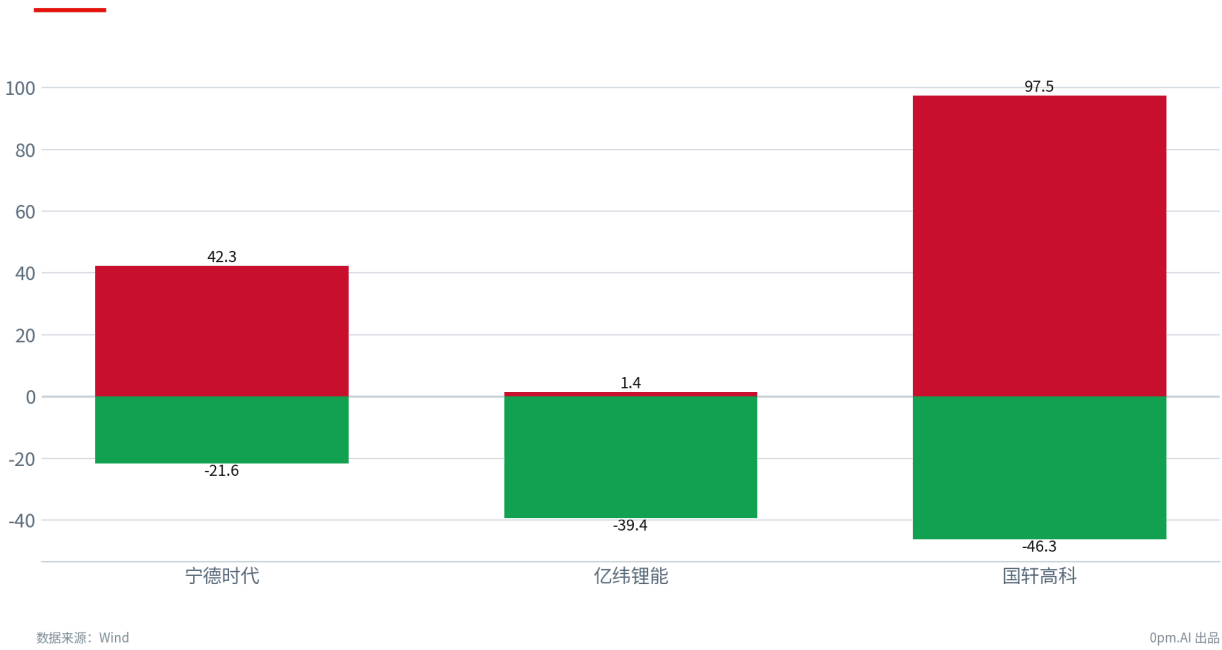
2025全年增长，与2026年一季度单季下滑，是两套口径。

不能混成一句“业绩变脸”。

但市场会把它们放进同一本预期账里。

业绩涨,股价跌:归母普涨,股价却自高点集体回撤

三家电池厂 2025 全年归母净利同比(红)对比股价自 2026 年初高点回撤(绿) · 前复权 · 数据截至 2026-07-10
· 来源 Wind



归母利润普遍改善，股价却从年初高点集体回撤——背离已经贯穿锂电样本

归母同比负责把成绩单刷红，股价追问的却是：这些利润究竟能留下多少，又能重复多少？

扭亏说明最坏阶段可能过去了，却不能自动证明高盈利阶段已经到来。

利润表没踩刹车，股价先换了挡

再翻股价账。

以下均为Wind金融终端前复权口径。完整观察区间为2025年7月11日至2026年7月10日，回撤则从各公司2026年初高点计算至2026年7月10日。

公司	2026年初高点→2026年7月10日	自高点回撤
国轩高科	50元→25元	−46.3%
亿纬锂能	94元→55元	−39.4%
宁德时代	469元→349元	−21.6%
比亚迪	117元→90元	−21.1%

国轩高科回撤46.3%，超过四成。

亿纬锂能回撤39.4%。

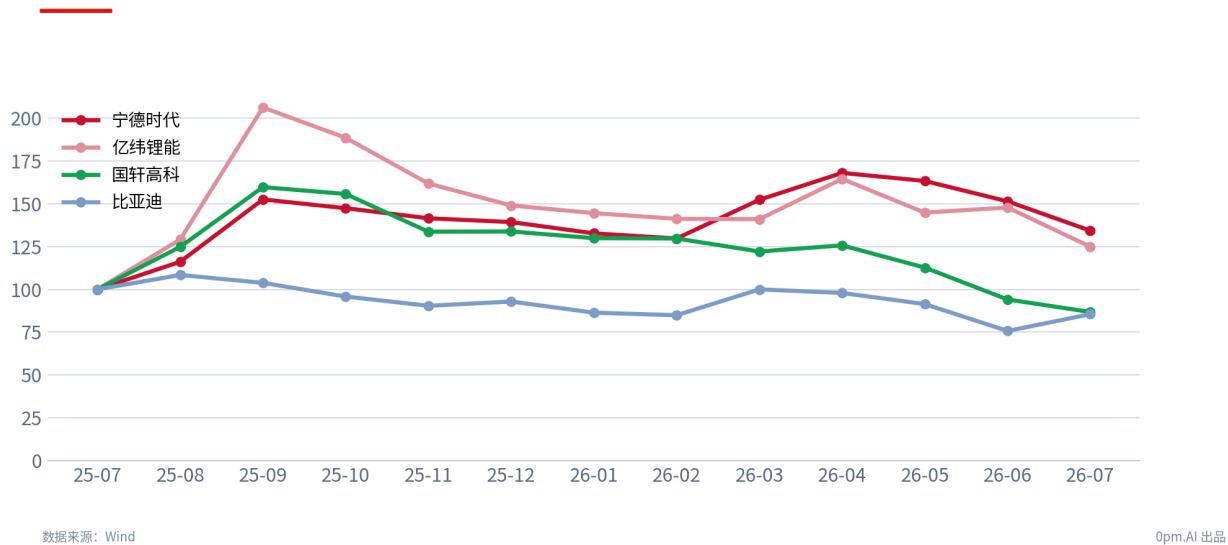
就连归母、扣非同步高增的宁德时代，也从469元退到349元，回撤21.6%。

如果只有一家公司跌，还可以继续寻找个股原因。

当四家有明确回撤点位的龙头一起从高位掉头，市场究竟在重新计算什么？

年初见顶,一路阴跌:五龙头股价归一化走势(2025-07=100)

宁德/亿纬/国轩/比亚迪 前复权收盘归一化 · 2026 年初见顶后系统回撤 · 来源 Wind



年初见顶后，五龙头走势向下分化——好年报没有截断高位重新定价

2026年7月10日，这种情绪再次被放大。

宁德时代A股当日下跌约**7%**，为年内最大单日跌幅；港股下跌约**8%**。部分财经资讯平台将当时的市场情绪概括为“去宁王化”，涨跌幅仍以Wind金融终端复核口径为准。

连样本中盈利质量最完整的龙头都没跑掉，还能只用“个股利空”解释吗？

至少，仅靠个股逻辑已经不够。

跌的是峰值，不是整个近一年

这里必须踩一脚刹车。

所谓“跌跌不休”，指的是从**2026年初**高点开始的高位回撤，不代表过去一年绝对收益全部为负。

仍按**2025年7月11日至2026年7月10日**计算，宁德时代近一年绝对收益为**+30.9%**，亿纬锂能为**+22.8%**，国轩高科为**-15.9%**。数据源同为Wind金融终端。

同一只股票，既可以近一年上涨，也可以从年初高点深跌。

矛盾吗？

不矛盾。

前一个口径回答“比一年前贵不贵”，后一个口径回答“从高位买入后承受了多大回撤”。

时间起点一换，故事就会翻面。口径不写清，结论再锋利也是错的。

2026年6月13日，宁德时代股价约为**394元**时，一条东财股吧求助经财富号转述：

「持仓宁德时代1100股，成本455元，深度套牢，该如何是好？」

另一边，雪球上的判断却完全相反：

「马上要轮到锂电池了，大家再忍忍，今天这一跌更像是大涨前的最后洗盘。」

这两句话只能作为情绪样本，不能作为定量依据。

一边盯着成本线。

一边等待反转。

谁对？

仅凭股价已经跌了多少，回答不了。

仅凭归母净利润增长多少，同样回答不了。

估值并不贵，冷水却更凉

如果股价下跌只是因为估值太高，问题反而简单。

但截至**2026年6月18日**，Wind口径下，锂电池板块PE-TTM约为**26倍**，处于近十年约**29%分位**。

这个位置算不上历史高位。

那是不是意味着股价已经见底？

同样不能。

估值不处于高位，只能削弱“纯粹杀高估值”的解释，不能自动推出下跌结束，更不能推出未来收益。

估值不贵，不等于预期已经出清；股价跌得多，也不等于风险已经消失。

这正是这轮背离最值得警惕的地方。

利润在增长，估值也不算贵，股价却仍从峰值下撤。市场杀的可能不只是当期利润，而是这份利润的可持续性，以及此前价格中已经装进去的预期。

市场不是不看利润，而是在重写利润

利润表记录已经发生的经营结果。

股价交易的却是下一段结果能否重复。

一条可能的定价链正在形成：

归母利润改善 → 扣非与一次性收益出现分叉 → 市场追问利润能否重复 → 年初高点之后重新定价

这条链能解释全部下跌吗？

还不能。

宁德时代已经证明：即使归母增长**42.3%**、扣非增长**43.4%**，股价仍可能从年初高点回撤**21.6%**。

国轩高科则证明：归母增长**97.5%**，也不妨碍股价从高点回撤**46.3%**。

市场不认利润吗？

未必。

它更像是在给利润重新分类：哪些来自主营经营，哪些来自一次性收益；哪些可以延续，哪些可能随下一张报表退潮。

会计利润回答“这一年赚了多少”，股价追问“下一年还能留下多少”。

“扣非”两个字，也就成了整场背离的门缝。

亿纬锂能归母增长**1.4%**，扣非下降**2.1%**。

国轩高科归母增长**97.5%**，扣非仅占归母**18%**。

赣锋锂业归母扭亏，扣非仍亏**3.85亿元**。

而宁德时代归母、扣非同步增长，却照样遭遇超过两成的峰值回撤。

所以，扣非可以解释一部分背离，却解释不了全部。

剩下的账藏在哪里？

此前的预期是否走得太快？

一次性收益退潮后，利润还能剩下多少？

产业链竞争会怎样改变未来盈利空间？

同一条赛道里，谁在真增长，谁只是从低基数与一次性收益上翻身？

这一篇先钉住一个事实：

利润增长与股价上涨之间，从来没有一条自动传送带。

好业绩救不了股价，到底是市场错了，还是我们对“好业绩”的理解错了？

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。

文/Opm.AI

股价不是业绩的计分板,是预期的贴现机

PE才26倍、公募仍在增持,锂电跌的不是基本面是预期

截至2026年6月18日，锂电池板块PE-TTM取整值为**26倍**，处于近十年**29%分位**。

2026年一季度，公募基金仍增持宁德时代，合计超过**70亿元**。

但另一条曲线已经转向：中国新能源汽车增速从2025年全年**+28%**，降至2026年1—5月**+3.5%**。

估值已经压低，机构没有同步撤退，业绩也没有整体塌陷，股价为什么仍然承压？

因为你盯着已经实现的利润，市场正在给下一段增长重新标价。

好业绩不是上涨许可证。只有超过价格里的预期，业绩才是新信息。

业绩是后视镜，股价先改未来

买股票，买的究竟是什么？

是公司去年赚了多少钱，还是未来还能赚多少钱？

股价交易的是未来现金流折算到今天的价格。增长预期越高，市场愿意支付的估值越高；增长预期下调，即使当期利润仍在增长，价格也可能先往下走。

财报回答过去，股价追问未来。

2025年的好业绩，并非等到年报披露才进入市场视野，其中一部分已经在2025年的行情中计入价格。

到了2026年，问题换了。

市场问的不再是“去年赚得好不好”，而是“这样的增速还能维持多久”。

这就是预期差。

财报超过去年的数字，不等于超过市场对未来的想象。

利润质量也不能只看归母一条线。

按2025全年审计口径，在材料覆盖的锂电样本中，归母净利润普遍修复；但扣除非经常性损益后，亿纬锂能扣非利润负增长，赣锋锂业扣非仍然亏损，国轩高科扣非仅为微利。

天齐锂业、赣锋锂业归母净利润同比增幅分别为**106%**、**178%**，但这是从2024年巨亏中扭亏，绝对值分别为**4.6亿元**和**16亿元**。

扭亏是修复，不等于高盈利。

相关公司2025年审计年报可通过深交所上市公司公告检索核验。

雪球用户木禾黑猫评价亿纬锂能三季报时写道：

「一眼看过去就是典型的增收不增利。」

本文不采用其博主口径数字，但这句话点中了市场检查利润的方式：归母利润制造第一眼冲击，扣非利润检查增长含金量。

业绩数字漂亮，股价为什么仍然不买账？

因为市场看的账，比“同比增长多少”多翻了一页。

26倍PE不是底部证明，而是预期已经打折

先把几组看似矛盾的证据放在一起。

观察面	统计截点与口径	证据	来源与边界
板块估值	2026年6月18日，PE-TTM	26倍 ，近十年 29%分位	L1估值序列取整值；Wind数据核验入口

公募 持仓	2026年一季度基金报告	增持宁德时代合计超过 70亿元	基金季报汇总；底层文件可在证监会基金电子披露网站核验
北向 持仓	2026年一季度	宁德时代仍为北向第一大持仓，取整市值 3058亿元 ，且季度环比增持	北向这一类资金的观察结果；港交所深港通持股查询
股东 减持	公开公告检索范围	未见龙头大股东大额减持；赣锋锂业仅有个别高管 0.002% 小额减持	深交所上市公司公告检索；不能外推为不存在任何股东交易
券商 预期	财媒转述的相应研报	中信目标价 644→515 ，东吴 605→494 ，评级仍为“买入”	中信证券、东吴证券相关研报；不作为2026年6月18日实时一致预期

这张表劈开了两个概念。

股价下跌，不等于基本面已经崩塌；公募和北向没有同步撤退，也不等于股价已经见底。

季度持仓不是实时交易指令，北向数据也不能扩展成全部境外资金的动作。公开公告中没有看到大额减持，更不能证明所有股东都在坚定持有。

证据只能在自己的作用域内说话。

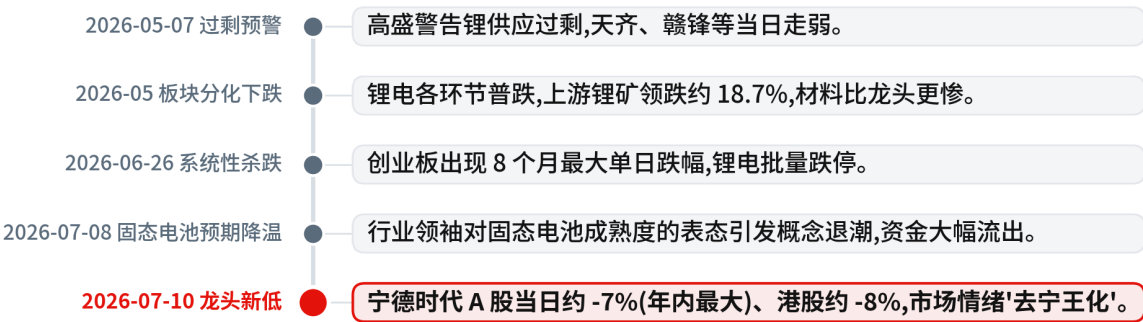
但它们足以否定一种过度简化的叙事：锂电下跌，并不是所有可观察机构同时确认基本面坍塌后夺路而逃。

市场先砍的，是愿意为未来增长支付的倍数。

26倍PE能证明预期被砍过，不能证明预期已经砍完。

股价先于财报转向:一连串预警把未来预期一次次打折

2026 年锂电板块几波下跌的催化事件 · 业绩仍在超预期,股价已一路阴跌 · 来源 财联社/ 证券时报等财媒报道综合



数据来源：财联社/证券时报等

Qpm.AI 出品

股价先于财报转向：过剩预警、系统性杀跌与龙头新低依次出现，市场先给未来预期打折

图中股价统一采用前复权，并从2026年初高点计算回撤。这不是近一年绝对收益口径，龙头近一年收益仍为正，两者不能混写。

触发链也很清楚：

高盛提示过剩风险→板块系统性杀跌→龙头创出阶段新低。

财报仍在确认过去，股价已经沿着触发链向前定价。

机构还在，为什么股价仍然弱？

因为“没有离场”与“愿意维持原估值”从来不是一回事。

3.5%的正增长，藏着一正一负两台发动机

市场究竟看到了什么坏消息？

答案藏在+3.5%里面。

按中国汽车工业协会产销口径，2025全年与2026年1—5月必须分开观察：

统计层级	2025全年	2026年1—5月	正确读法
------	--------	-----------	------

中国新能源汽车总增速	+28%	+3.5%	总量仍增长，但增速明显下台阶
国内销量	—	397万辆，同比-16.5%	国内需求已经负增长
出口	—	183万辆，同比+110%	出口对冲国内销量下降

总增速仍为正，结构却已经反转。

国内销量下降**16.5%**，出口增长**110%**，两股相反力量对拉，最后留下**3.5%**的表面增长。

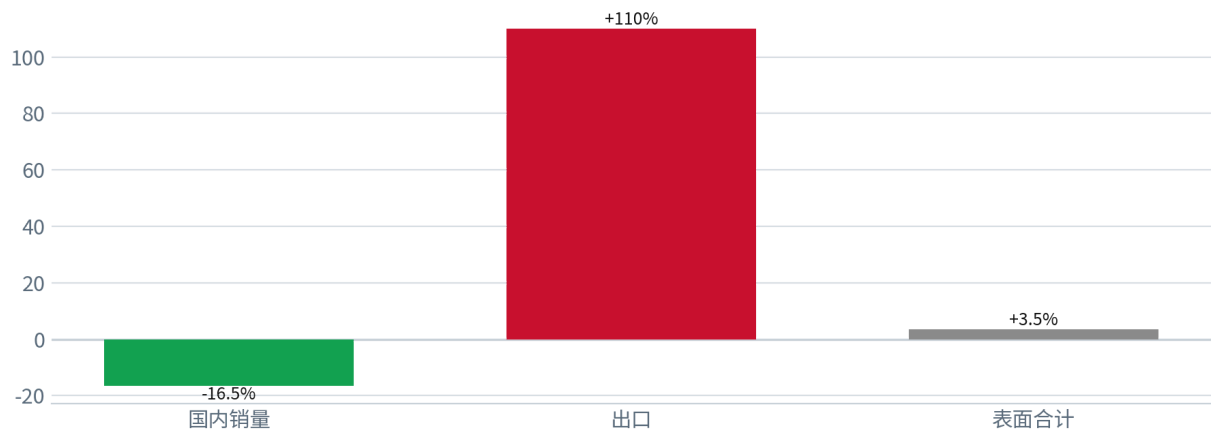
如果只看总数，你会以为需求仍在平稳扩张。

拆开以后才会发现：增长没有消失，但增长来源已经换挡。

总量还在增长，不等于原来的增长发动机还在。

增长的幻觉:表面+3.5%，
是国内-16.5%被出口+110%对冲出来的

中国新能源汽车 2026 年 1-5 月销量同比(%) · 国内需求已负增长 · 来源 中汽协(经网通社转述 · 待一手核)



数据来源：中国汽车工业协会 0pm.AI 出品

总增速3.5%的背后，是国内销量下降16.5%被出口增长110%对冲：增长仍在，发动机已经换挡

渗透率也必须严格区分口径。

中汽协批发口径为**47.9%**，乘联会零售口径为**62.9%**。两者统计范围不同，不能直接相减，也不能拼成同一条时间序列。

它们能够共同说明的是，新能源汽车已经进入高渗透阶段。

渗透率较低时，行业吃的是从无到有的增量；进入高位后，新增需求更依赖替换、出口与产品结构变化。

成长股最怕的是什么？

未必是增长突然归零。

更常见的压力，是增长从冲刺切成慢跑，而原来的估值仍按冲刺速度定价。

市场为什么提前压低估值？

因为它不会等国内销量负增长反复写进财报，才开始修改未来模型。

成长股的重估通常先发生在估值端，再等待盈利验证。锂电当前更接近这个阶段：利润尚未整体塌陷，市场愿意支付的倍数已经下降。

“买入”没有变，目标价先降了

中信证券将宁德时代目标价从**644**下调至**515**，东吴证券从**605**下调至**494**，评级仍维持“买入”。

这算看多，还是看空？

都不够准确。

更贴切的说法是：看多，但看低。

机构没有彻底推翻长期竞争力判断，却降低了对未来盈利和估值的定价锚。

评级是一种方向判断，目标价是预期落点。方向没有翻空，不代表原来的增长假设没有下修。

“买入”两个字没有变，价格里的未来已经变了。

这也解释了为什么“公募仍在增持”与“股价继续承压”可以同时出现。

部分机构仍认可长期价值，但边际买盘不足以抵消全市场对增速换挡的重新定价。

机构分歧，不一定表现为一边买、一边清仓。

它也可能表现为：仓位还在，估值锚先往下移。

越跌越买之前，先问增长假设还剩多少

好公司跌下来，当然可能变便宜。

但便宜是相对于什么？

是相对于过去的股价，还是相对于未来能够兑现的现金流？

“好公司跌了更要买”的说法，最容易跳过关键一步：原来的增长假设还成立吗？

你至少要继续追问：

扣非利润能不能跟上归母净利润？

国内需求退坡后，出口能否持续接棒？

增速下台阶以后，26倍PE对应的是低估，还是新的增长中枢？

股价下跌，究竟只是价格变了，还是未来盈利估计也变了？

PE低，只是价格账。

价值投资还要算未来账。

好公司与好股票之间，隔着一个买入价格，更隔着一套未来假设。

锂电当前的业绩与股价背离，并非市场看不懂财报，而是市场已经越过财报，开始给增速换挡、利润质量和未来估值重新报价。

这不证明市场永远正确，也不证明股价已经充分反映所有风险。

它只说明：把“好业绩”直接等同于“好股票”，是在用后视镜开车。

下一次再看到利润增长、股价下跌，你还会问“市场为什么不认业绩”，还是先问一句——这份好业绩，有多少已经写进价格，又有多少能够穿过下一段增长换挡？

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。

文/0pm.AI

上游吃肉,下游喝汤:锂电利润的乾坤大挪移

碳酸锂反弹让锂矿账面回血,却是电池厂毛利的成本警报

2025年，电池级碳酸锂现货从年内低点约**5.9万元/吨**，回升至约**13.45万—15.7万元/吨**。综合万得经济数据库（Wind EDB）与多方数据，这一阶段涨幅约为**+120%**。

同一年，赣锋锂业归母净利润**16.1亿元**，同比**+178%**；可扣非净利润仍是**-3.85亿元**。天齐锂业也扭亏了，全年归母净利润却只有**4.63亿元**，甚至低于SQM联营投资收益的**6.65亿元**。

一边价格翻身，一边业绩报喜。

看起来像整条锂电产业链一起回暖吗？

我更愿意把它叫作一次利润搬家：碳酸锂的V形反弹，先给上游报表输血，再把成本压力压向下游。更扎心的是，钱搬到上游以后，也未必真正留在主营业务里。

上游的喜报，正在成为下游的警报。

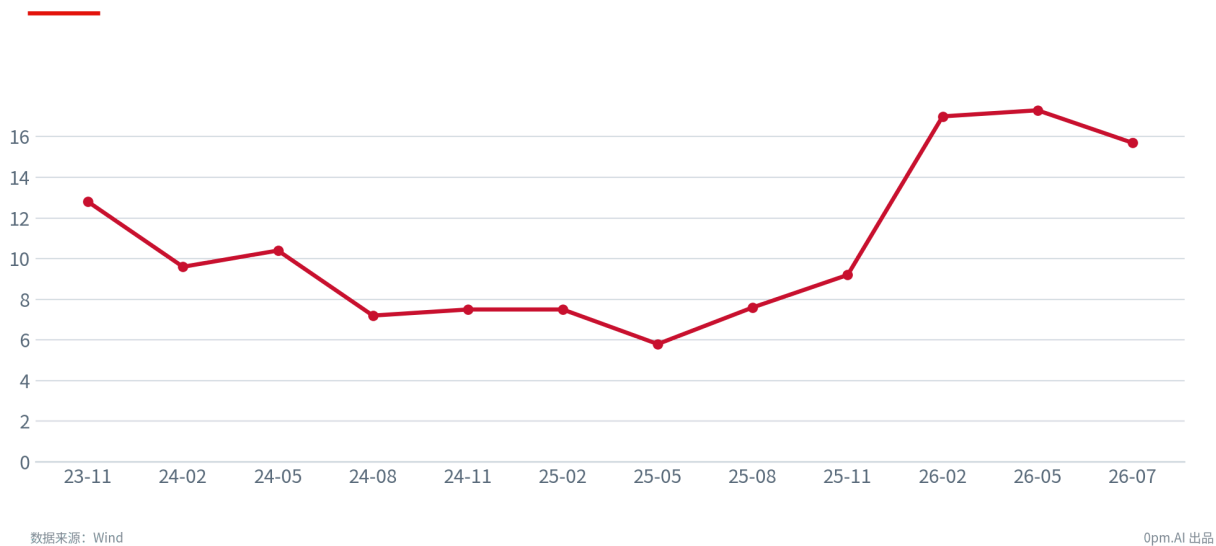
一条V形曲线，拧动两头利润

碳酸锂价格是这次利润挪移的总开关。

价格伏在约**5.9万元/吨**时，锂矿企业面对的是库存减值、盈利收缩和资产压力；价格回到约**13.45万—15.7万元/吨**，同一吨原料的价格台阶已被抬到低点的两倍以上，上游账面自然先暖起来。

碳酸锂反弹:上游回血的总开关,下游成本的警报

电池级碳酸锂现货价(万元/吨) · 区间 5.8~17.3 万 · 来源 Wind EDB



碳酸锂走出V形：2025年内约5.9万元/吨低点之后，回升区间让上游账面回血，也把下游成本线推高

这张图要看的不只是涨幅，而是利润传导的方向：原料价格向上，上游先修复，下游随后承压。

问题来了：原料上涨，电池厂能不能把成本继续往后传？

如果终端售价同步上调，链条还能保持原来的利润分配。可电芯售价端正被价格战压着，电池厂面对的是一把逐渐合拢的剪刀——原料成本抬头，产品售价低头。

多出来的成本由谁接？

答案不会凭空消失。传不出去的部分，只能留在电池厂自己的毛利率里。

传导环节	已发生的事实	利润表上的结果
原料端	电池级碳酸锂从2025年内约5.9万元/吨低点反弹	锂矿资产和账面利润获得修复
上游报表	天齐、赣锋归母净利润扭亏	表面出现“业绩暴涨”
盈利质量	天齐投资收益高于全年净利，赣锋扣非仍亏	主营盈利并未同步变硬
电池端	原料成本上升，售价受价格战约束	毛利受到两头挤压

这条链并不复杂。

复杂的是，很多人只看见了第一行和第二行。

归母的烟花，扣非的底色

看到赣锋锂业归母净利润同比+178%，最容易得出的结论是：锂矿企业重新赚大钱了。

可这个数字的起点，是2024年的亏损。

扭亏，只能证明跨过了零线，不能证明已经回到高盈利。

Wind收录的2025年全年审计口径显示，赣锋锂业归母净利润为16.11亿元，扣非净利润却是-3.85亿元。账面盈利几乎全部来自资产处置和PLS公允价值变动。

该看哪一个？

归母净利润回答“公司最终报了多少利润”；扣非净利润追问“剥掉非经常性项目，主营业务到底赚了多少钱”。

前者可以很亮，后者还在水下。

天齐锂业的账本更直白。

2024年亏损79亿元之后，天齐锂业2025年实现归母净利润4.63亿元，完成扭亏。但SQM联营投资收益约为6.65亿元，单这一项已经超过全年净利润，核心锂业务实际仍然亏损。

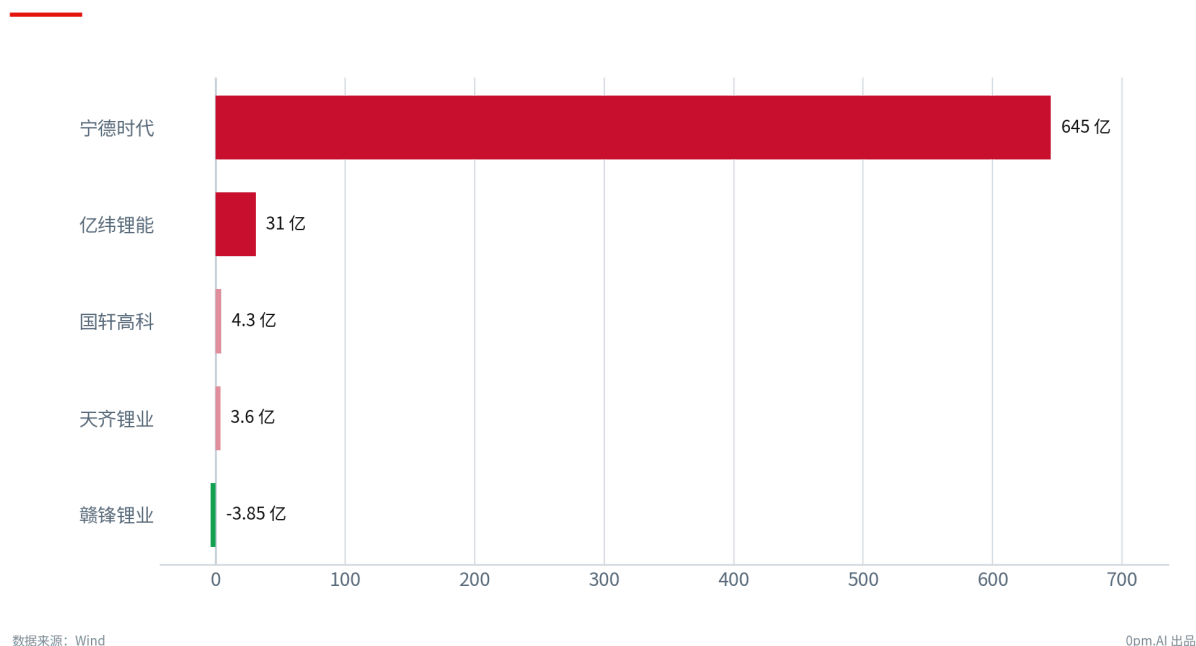
一家公司的投资收益比全年净利润还高，能把它叫作主营全面复苏吗？

恐怕不能。

同比增速负责制造烟花，扣非净利润负责收拾现场。

剔除一次性扣非:真赚钱的只有宁德一家

从矿到电芯 2025 全年扣非归母净利(亿元) · 赣锋扣非仍为负 · 上游天齐扭亏但绝对值小 · 来源 Wind 2025 年报



扣非净利撕开繁荣表象：五家公司中宁德时代645亿元一柱擎天，赣锋锂业仍在零线以下

这张图让人看见，归母普涨并没有变成全链条的主营丰收；真正厚实的扣非利润，仍高度集中在少数企业。

成本抬头，售价却不肯抬头

2026年3月8日，一位雪球用户留下过一句判断：

「锂矿涨价由于价格传导滞后,电池厂商大规模倒挂必定导致利润大打折扣,短期大利空」

这只是一位投资者的观点，不是审计结论。

但它点中了产业链传导最疼的一环：**时间差**。

碳酸锂现货上涨，原料采购成本会逐步进入电池厂账本；电池售价能否跟涨，却取决于合同、竞争格局和客户议价。价格传导一旦滞后，成本先到，收入后到，中间那段落差就由毛利承担。

如果售价根本抬不起来呢？

那就不再只是时间差，而是利润被重新切走。

Wind收录的2025年全年数据里，宁德时代扣非净利润达到**645亿元**，毛利率逆势升至**26.27%**。亿纬锂能扣非净利润为**31亿元**，同比**-2.1%**，毛利率同比下降**1.24个百分点**。

645亿元对31亿元，已经是约20倍的量级差。

这里也要守住口径：宁德时代的**26.27%**是毛利率水平，亿纬锂能的**-1.24个百分点**是同比变化，不能拿来直接比较高低。

宁德时代能否代表整个电池行业？

不能。

它恰恰说明，原料上涨并不会平均伤害所有公司。规模、成本控制和议价能力，决定谁能把压力挡在门外，谁只能自己消化。

于是，一条产业链出现了三本不同的账：

上游看归母，像是大面积回血。

拆开扣非，主营利润仍然偏弱。

再往下游看，原料反弹又开始侵蚀电池厂的毛利。

谁都在谈复苏，真正经得住扣非检验的利润却不多。

利润搬了家，却没有变厚

碳酸锂反弹后，上游确实先受益。

这一点不用回避。

但把上游扭亏直接等同于“锂电全链复苏”，逻辑就走偏了。天齐的利润被SQM投资收益托住，赣锋的盈利依赖资产处置和公允价值变动；下游又在承受“成本升、售价弱”的夹击。

钱从下游的毛利空间里挪出来，落进上游报表，却又被一次性收益和投资收益撑住门面。

这算全链变好吗？

我的判断很明确：这不是一场利润扩张，而是一场利润再分配；不是蛋糕突然做大，只是切蛋糕的刀换了方向。

价格战还在磨薄利润总盘子。

上游暂时吃到了肉，但肉里夹着投资收益和资产处置；下游有人还能守住毛利，有人已经只能喝汤。

真正值得盯住的，从来不是哪家公司报出最高同比增速，而是三个问题：利润来自主营吗？成本能传出去吗？扣非能留下多少？

两张图要叠着看

先看碳酸锂V形曲线，你能找到利润搬家的起点。

再看扣非净利润柱状图，你会发现利润并没有均匀落到整条链上。

一张画价格，一张验成色。

下一次再看到产业链某个环节“业绩暴涨”，你会先看那个耀眼的同比数字，还是先追问：这笔利润从哪里来，又是谁在替它买单？

数据来源：Wind 经济数据库及公开采集；Wind收录的2025年全年审计财务数据；雪球评论（2026年3月8日）。

风险提示：本文不构成投资建议，历史数据不代表未来表现，市场有风险，投资需谨慎。

Opm.AI 出品

越卖越多,越赚越难:锂电内卷的一笔账

产能利用率不到一半、电芯三年腰斩,增长全靠以价换量

+26.4%、+1.4%、-2.1%。

据Wind收录的2025年全年年报口径，这三个数字分别是亿纬锂能的营收、归母净利润和扣非净利润同比增速。

同一家公司，同一个年度。

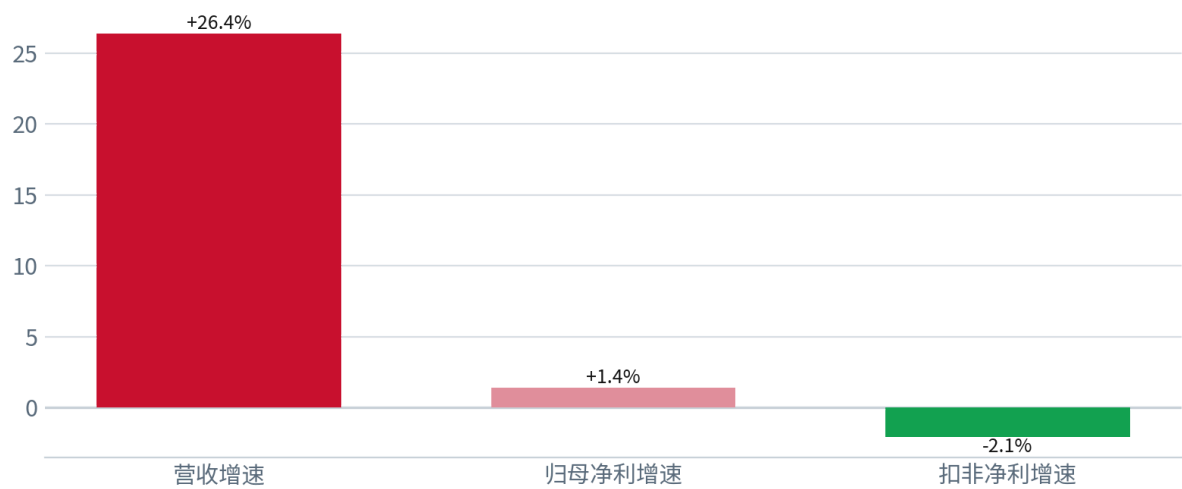
营收向前冲，归母几乎停步，扣非已经转负。

卖得更多了，钱去了哪里？

亿纬锂能2025年报指标	同比变化	账本读法
营收	+26.4%	销售规模明显扩大
归母净利润	+1.4%	利润几乎没有跟上
扣非净利润	-2.1%	主营盈利增速转负
毛利率	-1.24个百分点	每元收入留下的毛利变少

亿纬锂能:营收涨 26%，
扣非却转负——典型的增收不增利

亿纬锂能 2025 全年 营收 / 归母 / 扣非净利 同比增速(%) • 来源 Wind 2025 年报



数据来源：Wind

Opm.AI 出品

营收增长26.4%，归母只增1.4%、扣非增速转负：亿纬锂能的规模与盈利拉开剪刀差

这张图揭开的，不是“卖不动”。

而是卖出去之后，还能留下多少利润。

一家公司不能代表整个行业。

这四行数据，也不足以把亿纬锂能的利润变化全部归因于价格战。

但把年报与行业产能、价格数据放在一起，一条压力链已经清晰：

名义产能扩张 → 利用率偏低 → 订单竞争加剧 → 报价承压 → 收入依靠放量托住；在亿纬锂能这个样本中，行业价格压力与毛利率下降、扣非增速转负同时出现。

市场打折的不是增长本身。

市场打折的是增长质量。

产能填不满，报价就很难挺直

新华社《瞭望》给出的行业口径是：动力电池建成产能超过**2000GWh**，产量不足**900GWh**，全行业产能利用率不到**50%**，良性线约为**75%**。

高工锂电（GGII）另有**35%—45%**的利用率口径。

来源口径	产能利用率判断	使用边界
新华社《瞭望》	不到 50%	同时列示建成产能超2000GWh、产量不足900GWh，良性线约75%
GGII	35%—45%	统计方法不同，不与《瞭望》口径机械平铺

两家机构的具体数字存在差异。

但它们共同指向一点：行业产能利用率仍处低位。

把名义产能画成100格，真正被利用的不到50格，距离约75格的良性线仍有明显缺口。

产能建起来，不等于产能有价值。

只有订单把产线填满，固定投入才更容易被摊薄。

当大量产线都在争夺订单，企业还能靠什么让设备转起来？

降价不是唯一办法，却往往是最直接的办法。

于是，产能压力先传到报价，再传到毛利，最后落进利润表。

空着的产线不会沉默，它会变成下一轮报价压力。

从0.82元到0.39元，量要跑多快

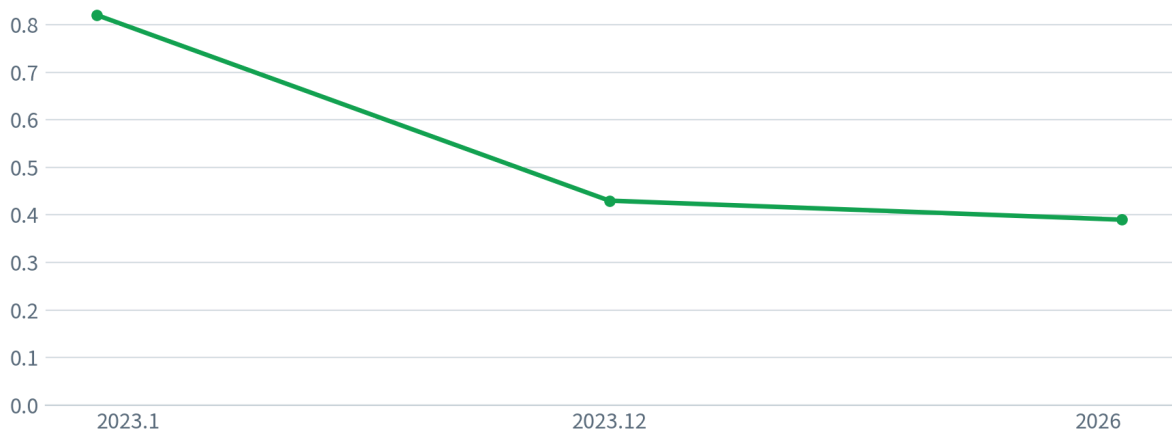
GGII口径显示，方形磷酸铁锂动力电芯价格在2023年1月为0.82元/Wh，到2023年12月已经降至0.43元/Wh。

TrendForce在2026年7月6日给出的价格为0.39元/Wh。

从0.82元到0.39元，每Wh少了0.43元，降幅超过一半。

越卖越便宜:方形铁锂电芯三年腰斩到 0.39 元/Wh

方形磷酸铁锂动力电芯均价(元/Wh) · 2023.1 峰值 → 2026 · 来源 高工锂电 GGII / TrendForce



数据来源：高工锂电 GGII/TrendForce

0pm.AI 出品

从2023年1月的0.82元/Wh到2026年7月6日的0.39元/Wh：方形磷酸铁锂动力电芯价格降幅超过一半

价格跌成这样，销量要跑多快，才能托住收入？

做一个极简的假设测算。

假设产品组合等条件不变，单价从0.82元降到0.39元，仅仅为了维持相同收入，销量就要扩大到原来的约**2.1倍**。

这不是任何一家公司的真实销量。

它只是一个价格冲击的算术锚点。

保收入尚且如此，保利润呢？

如果成本降幅追不上售价，销量增加只能托住收入，未必托得住毛利。交付规模越大，企业面对的扩产、周转与成本控制压力也越大。

储能端同样在降价。

GGII、TrendForce相关口径显示，储能电芯价格三年间从**0.9—1.0元/Wh**降至约**0.3元/Wh**，储能集采最低报价约为**0.26元/Wh**，已经出现击穿成本的报价。

这里必须分清两个口径。

上述数据说的是储能电芯价格；曾毓群所称“储能系统三年降八成”，说的是储能系统。两者不能混成同一组数据。

价格下降能够刺激需求。

可当报价逼近甚至击穿成本，企业是在扩大市场，还是在透支利润？

这两件事，必须分开看。

出货量是音量，扣非利润才是音质。响，不等于好。

头部企业喊停，低价已经碰到持续性

2025年，宁德时代董事长曾毓群在公开表述中先后说：

「我们是最不做价格竞争的。」

「储能系统三年降八成不可持续。」

「储能企业超30万家无序扩张。」

这些话来自一家头部企业，不能外推为所有企业的共同立场。

但它至少说明，价格下降已经不只是效率提升的故事，也触及了竞争能否持续的问题。

为什么头部企业也要强调“不做价格竞争”？

因为低价如果主要依靠无序扩张维持，今天的订单可能就是明天的利润缺口。

政策时间线也已经展开：

时间	政策动作	客观指向	官方资料
2024年7月	中央层面首次提出整治“内卷式竞争”	相关竞争问题进入政策议程	中国政府网检索
2025年7月	中央层面再次部署治理	治理方向得到延续	中国政府网检索

但政策进入议程，等于产能已经出清吗？

不等于。

建成产能不会立即退出，订单竞争也不会在一夜之间消失。

产能出清是慢功夫。

价格修复需要时间，利润修复更要等待价格、成本与利用率重新咬合。

这就是本篇的专业冷水位：

治理信号可以改变预期，却不能替企业直接修复毛利率。

市场不拒绝增长，只拒绝替薄利放量付高价

在极简拆解下：

营收 = 销量×价格。

利润的门槛却高得多。

当销量增长伴随持续降价，营收仍然可以很漂亮；可一旦毛利率下降、扣非增速转负，市场就会追问：这种增长还能留下多少利润？

亿纬锂能的2025年报样本已经把矛盾摆在桌面上：

营收增长**26.4%**，归母净利润增长**1.4%**，扣非净利润同比下降**2.1%**，毛利率同比下降**1.24个百分点**。

只看第一行，是增长。

四行放在一起，是增长含金量承压。

市场不给这类增长同等估值，我认为是理性的。

估值买的不只是规模，还包括规模转化为利润的能力。如果盈利预期与估值同时承压，所谓“戴维斯双杀”，杀的正是增长质量。

价格战可以把收入做大，却未必能把利润账本做厚。

市场不拒绝增长，只拒绝替低质量增长按高倍数结账。

当然，这不等于全行业每家公司都一样。

龙头与二三线企业必然分化，单一公司样本也不能外推为整个行业的盈利结论。

但本篇的判断不需要含糊：

只要价格战没有结束、毛利率没有修复，业绩标题再漂亮，也不能自动换来市场认可。

再看锂电业绩，先拆四层账

看到营收大增，先别急着鼓掌。

先问四句话：

1. 增长主要来自销量，还是价格？
2. 归母增长之外，扣非净利润有没有跟上？
3. 毛利率是在修复，还是仍被低价竞争挤压？
4. 产能利用率采用什么口径，距离良性线还有多远？

这四句话，就是拆解增长质量的最短路径。

产能利用率不到一半，方形磷酸铁锂动力电芯从0.82元/Wh降至0.39元/Wh；亿纬锂能营收增长26.4%，扣非净利润增速却为-2.1%。

数字越大，越要追问它留下了什么。

下一次再看到“出货量增长”，你会继续为规模鼓掌，还是先问一句：每卖出一Wh，究竟留下了多少利润？

来源与口径

- 亿纬锂能2025年报指标：Wind收录的2025年全年年报口径；一手公告可通过巨潮资讯全文检索核验。
- 动力电池建成产能、产量、利用率与良性线：新华社《瞭望》口径，《瞭望》公开资料入口。
- 产能利用率35%—45%、动力及储能电芯价格、储能集采报价：GGII口径，GGII公开资料入口。
- 2026年7月6日方形磷酸铁锂动力电芯价格：TrendForce口径，TrendForce公开资料入口。
- 曾毓群2025年相关公开表述：宁德时代新闻中心。
- 政策时间线：中国政府网检索到的2024年7月、2025年7月中央层面整治“内卷式竞争”的相关部署。

风险提示：本文仅作行业研究与信息交流，不构成投资建议。历史数据不代表未来表现，市场有风险，投资需谨慎。

文/0pm.AI

谁能穿越周期:锂电洗牌里,只有一种利润是真的

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

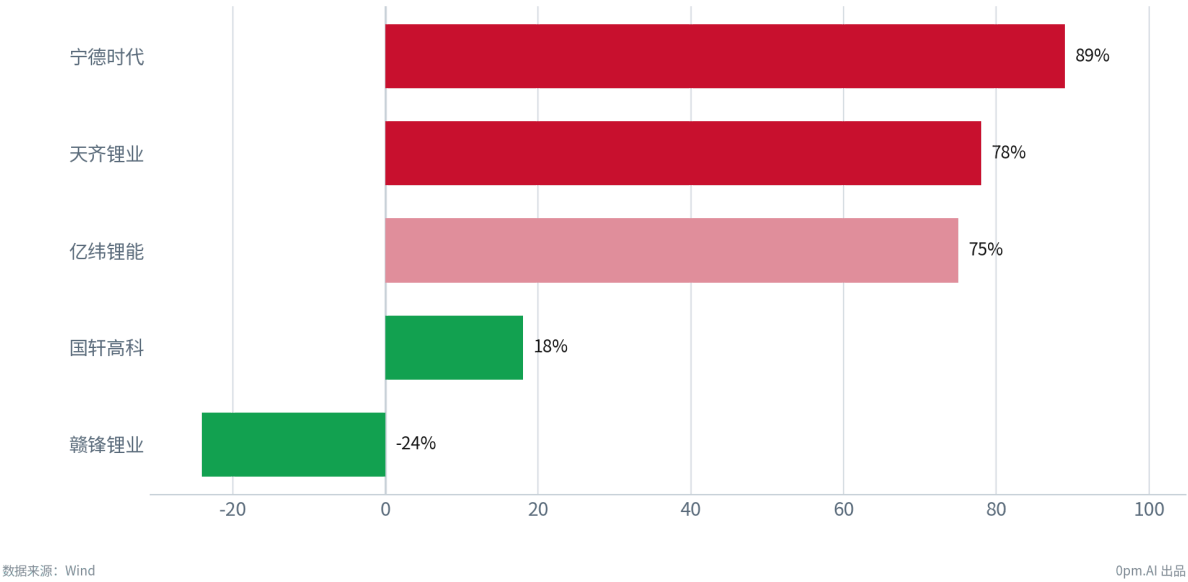
先把最关键的一张表摆出来。

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。

利润含金量照妖镜:扣非占归母比例,谁在裸泳一目了然

2025 全年扣非净利 ÷ 归母净利(%) · 比例越高利润越实 · 赣锋扣非为负 · 来源 Wind 2025 年报



89%对18%再到-24%，扣非把同一轮归母普涨切成了三种利润

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



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。

文/0pm.AI

◆ 0pm.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)。

🔄 更新：2026-07-12

访问官网



扫码直达 0pm.ai
官网入口
0pm.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。