



## 买入 (首次)

所属行业: 电力设备/电池  
当前价格(元): 148.70

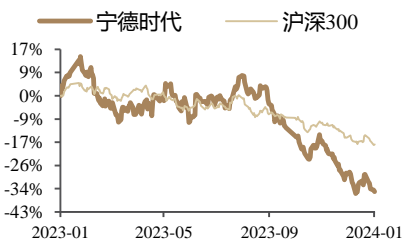
证券分析师

彭广春

资格编号: S0120522070001

邮箱: penggc@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-9.10	-22.49	-26.76
相对涨幅(%)	-5.96	-13.67	-16.00

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

# 宁德时代 (300750.SZ): 锂电龙头护城河稳固, 储能第二增长极+新技术驱动

投资要点

- 公司深耕电池新能源领域多年, 为全球客户提供新能源解决方案与服务。**公司成立于2011年, 前身是ATL新能源科技的动力电池部门, 其管理团队从事锂电池领域多年, 实战经验丰富。公司布局电池材料、电池系统及电池回收等各产业链, 专注能源替代。截至2022年, 公司动力电池使用量连续六年全球排名第一, 储能电池出货量连续两年排名第一。
- 公司掌握多项核心技术, 稳居行业首位。**公司高度重视研发创新, 在电池性能的能量、寿命、快充和安全等方面拥有多项核心技术。其中, 麒麟电池采用首创的CTP高效成组技术, 电池包体积利用率达到72%, 能量密度可达255Wh/kg, 领先市场。目前, 公司已成功实现海外动力电池客户的大规模量产交付, 2023年上半年市占率进一步提升至36.8%, 稳居行业领先地位。
- 储能业务极速放量, 有望成为第二增长曲线。**公司储能产品在安全性、长寿命等方面行业领先, 产品广泛应用于全球大型重要储能项目。基于长寿命电芯和液冷CTP电箱技术, 已成功推出储能系统EnerC和储能电柜EnerOne等产品, 实现大批量出货。2022年, 公司全球储能电池出货量市场份额达43.4%, 同比提升5.1个百分点。
- 新产品陆续发布, 扩大差异化优势。**公司产品技术持续创新升级, 动力电池方面, 推出M3P多元磷酸盐电池、凝聚态电池等产品, 推进钠离子电池产业化, 进一步降低电池成本。储能电池方面, 推出户外系统EnerOne Plus和零辅源光储融合解决方案, 提升储能系统效率、响应速度和安全性。另外, 公司于2023年8月发布首款4C超充电电池产品, 续航、安全等多方面性能显著提升。
- 投资建议:** 我们预计公司2023-2025年营业收入分别为4128.61/5111.70/6271.66亿元, 归母净利润为428.55/556.48/693.95亿元, 对应EPS为9.74/12.65/15.78元, 对应PE为15x/12x/9x, 行业平均PE为29x/18x/13x, 公司PE低于行业平均PE。首次覆盖, 给予“买入”投资评级。
- 风险提示:** 新能源汽车销量不及预期风险; 原材料价格波动风险; 公司市场份额下降风险。

股票数据

总股本(百万股):	4,399.04
流通A股(百万股):	3,894.85
52周内股价区间(元):	146.97-263.16
总市值(百万元):	654,137.43
总资产(百万元):	671,832.21
每股净资产(元):	40.94

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	130,356	328,594	412,861	511,170	627,166
(+/-)YOY(%)	159.1%	152.1%	25.6%	23.8%	22.7%
净利润(百万元)	15,931	30,729	42,855	55,648	69,395
(+/-)YOY(%)	185.3%	92.9%	39.5%	29.9%	24.7%
全面摊薄EPS(元)	3.62	6.99	9.74	12.65	15.78
毛利率(%)	26.3%	20.3%	23.8%	23.1%	22.2%
净资产收益率(%)	18.9%	18.7%	22.5%	22.7%	22.1%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 内容目录

1. 全球动力与储能领域的引领者 .....	5
1.1. 创新引领，塑造能源未来 .....	5
1.2. 全产业链布局，为新能源应用提供解决方案与服务 .....	6
1.3. 电池产销增加，盈利如期提升 .....	8
2. 动力电池稳步前进，储能电池打开新增长曲线 .....	11
2.1. 动力电池业务量增价稳，持续驱动收入增长 .....	11
2.2. 技术优势凸显，开辟储能市场新蓝海 .....	16
2.3. 打造供应链韧性，加速布局电池材料领域 .....	20
3. 开拓海外新市场，推出新产品线 .....	21
4. 盈利预测与投资建议 .....	24
4.1. 盈利预测 .....	24
4.2. 投资建议 .....	25
5. 风险提示 .....	25

## 图表目录

图 1: 公司发展历程 .....	5
图 2: 截至 2023 年三季报的公司股权架构情况 .....	5
图 3: 业务布局 .....	6
图 4: 动力电池系统 .....	7
图 5: 储能系统 .....	7
图 6: 公司营业收入及同比增速 (单位: 亿元) .....	8
图 7: 公司 2022 年分业务结构收入占比 .....	8
图 8: 公司归母净利润及同比增速 (单位: 亿元) .....	8
图 9: 公司历年毛利率及净利率 .....	8
图 10: 公司历年费用率情况 .....	9
图 11: 公司研发费用及同比增长 (单位: 亿元) .....	9
图 12: 境内及境外专利数 .....	9
图 13: 研发人数 .....	10
图 14: 2023 上半年研发人员学历占比 .....	10
图 15: 研发布局 .....	10
图 16: 欧洲 30 国新能源汽车注册量及渗透率 (单位: 万辆) .....	11
图 17: 中国新能源汽车销量及渗透率 (单位: 万辆) .....	11
图 18: 全球动力电池使用量及增长 (单位: GWh) .....	12
图 19: 中国动力电池使用量及增长 (单位: GWh) .....	12
图 20: 动力电池性能图 .....	12
图 21: 宁德时代动力电池产品线发展 .....	13
图 22: 动力电池全球客户覆盖 .....	14
图 23: 宁德时代动力电池系统销量及增长 (单位: GWh) .....	15
图 24: 2023 上半年全球产商动力电池装机量市占率 .....	15
图 25: 宁德时代锂离子电池销量及增长 (单位: GWh) .....	15
图 26: 动力电池业务收入及毛利率 (单位: 亿元) .....	15
图 27: 可再生能源新增装机及占比 (单位: GW) .....	16
图 28: 中国可再生能源发电装机累计容量及增长 (单位: GW) .....	16
图 29: 储能系统产品发展历程 .....	16
图 30: 液冷解决方案 (EnerC 和 EnerOne) .....	17
图 31: UPS 和基站解决方案 .....	17
图 32: 储能系统解决方案 .....	17

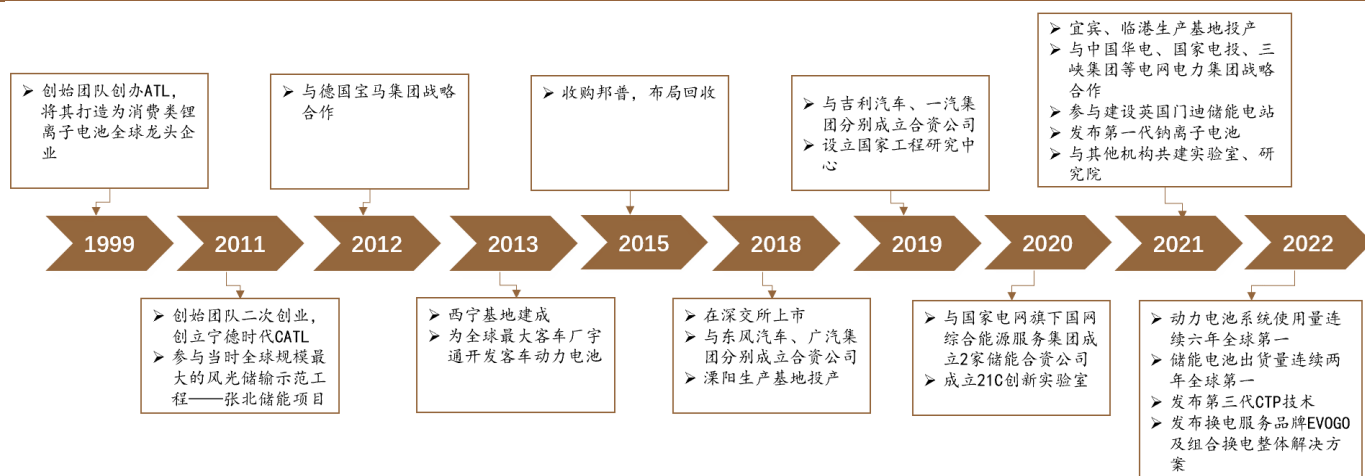
图 33: 储能电池客户覆盖 .....	18
图 34: 储能系统收入及毛利率 (单位: 亿元) .....	19
图 35: 2022 年储能电池出货量占比 .....	19
图 36: 原材料碳酸锂及氧化锂价格 (单位: 万元/吨) .....	20
图 37: 原材料回收工艺 .....	20
图 38: 四大创新体系 .....	21
图 39: 宁德时代全球布局情况 .....	22
图 40: 宁德时代产能情况 (单位: GWh) .....	22
图 41: 组合换电整体解决方案 EVOGO .....	23
图 42: 神行超充电电池发布 .....	23
表 1: 管理团队介绍 .....	6
表 2: 动力电池和储能电池的对比 .....	8
表 3: 2022 年关于新能源汽车政策 .....	11
表 4: 宁德时代前沿技术 .....	13
表 5: 2022 年宁德时代与客户签订的合约 .....	14
表 6: 储能应用案例 .....	18
表 7: 2022 年宁德时代储能电池系统达成的部分合作协议 .....	19
表 8: 电池矿产资源项目情况 .....	21
表 9: 极限制造创新 .....	22
表 10: 产品盈利预测 .....	24
表 11: 可比公司估值 .....	25

## 1. 全球动力与储能领域的引领者

### 1.1. 创新引领，塑造能源未来

ATL 创始团队二次创业，构筑全球动力与储能领域的翘楚企业。宁德时代成立于 2011 年，前身是 ATL 新能源科技的动力电池部门。2012 年，公司成为华晨宝马动力电池供应商，2013 年，为全球最大客车厂宇通开发客车动力电池，此后陆续获得国内主要车企订单。2014 年启动 SAP 系统应用,开启数字化之路。公司于 2018 年上市。2019 年公司应用 AI，推进智能制造。2021 年，宁德时代宁德工厂成为全球首个“灯塔工厂”电池生产基地，确立其智能制造标杆地位。截至 2022 年，公司动力电池使用量连续六年全球排名第一，储能电池出货量连续两年排名第一。

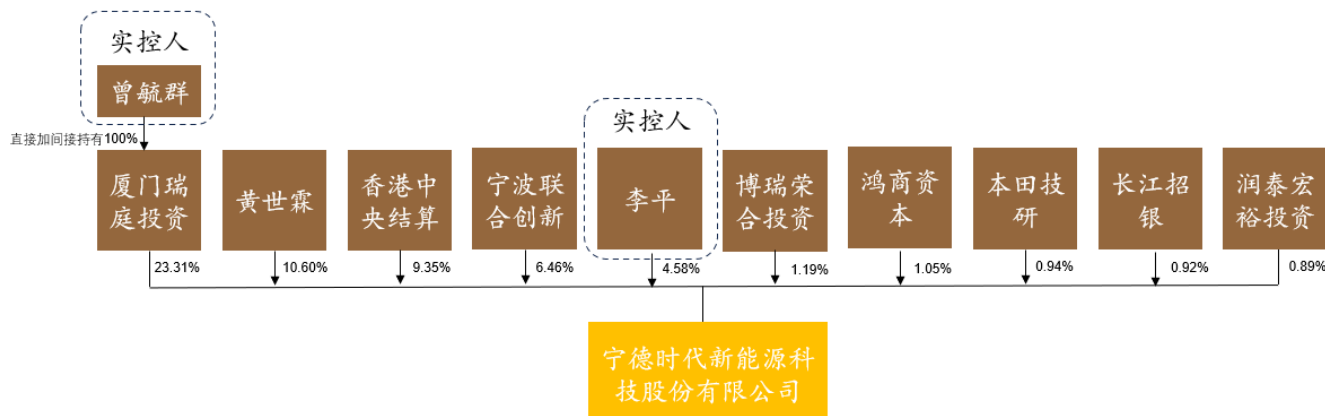
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，德邦研究所

股权集中度高，架构稳定。截至 2023 年三季报，公司最大股东厦门瑞庭投资有限公司持股比例为 23.31%。公司实际控制人为曾毓群与李平，曾毓群通过直接和间接持股方式合计持有公司控股股东厦门瑞庭投资 100% 股权；李平直接持有公司 4.58% 的股份，两人为一致行动人。公司前十大股东合计持股比例为 59.29%。

图 2：截至 2023 年三季报的公司股权架构情况



资料来源：公司 2023 半年报，公司 2023 三季报，Wind，德邦研究所

管理层团队从事锂电池领域多年，实战经验丰富。宁德时代的管理层由曾毓群等行业资深人士领导，起源于ATL的核心团队，引领公司在动力电池领域快速崛起。创始人曾毓群在多家顶尖电池企业任职，对锂电池的研发、制造、销售和战略决策等方面拥有深厚的积累。同时，团队中还聚集了来自一流咨询公司的管理精英，对公司的战略定位具备卓越的判断力。

表 1：管理团队介绍

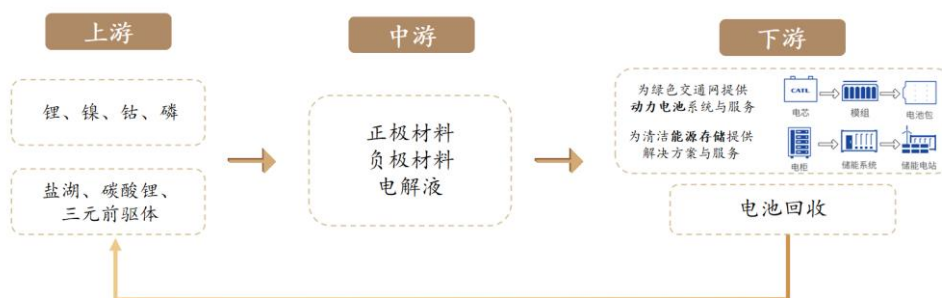
姓名	学历	职位	曾任职
曾毓群	中科院物理研究所博士	董事长、总经理	曾任新能源科技有限公司总裁、CEO、董事，宁德新能源科技有限公司董事长等职位
李平	复旦大学学士、中欧国际工商学院EMBA	副董事长	曾任宁德时代新能源科技有限公司和宁德时代董事长
周佳	芝加哥大学硕士	副董事长	曾任宁德时代总经理、常务副总经理、财务总监，贝恩咨询战略咨询顾问等
潘健	芝加哥大学硕士	董事	曾任宁德时代新能源科技有限公司董事，宁德时代副董事长
吴凯	上海交通大学博士	董事、副总经理、首席科学家	曾任武汉理工大学讲师，宁德新能源科技有限公司技术副总裁等
忻榕	美国加州大学管理学博士	董事	曾任教于美国南加州大学、香港科技大学和瑞士洛桑管理学院
吴映明	东北工学院学士	监事会主席	曾任东莞新能源科技有限公司采购与信息技术总监，宁德新能源科技有限公司采购总监，宁德时代采购与信息技术总监
冯春艳	佳木斯大学学士	监事会主席	曾任东莞承达制品厂工艺工程师，宁德新能源科技有限公司高级经理等
谭立斌	浙江大学学士	副总经理	曾任宁德时代董事
蒋理	北京大学硕士	副总经理、董事会秘书	曾任中国银河证券股份有限公司投资银行部业务经理，瑞银证券有限责任公司投资银行部副董事、董事、执行董事等
郑舒	福州大学会计学、计算机科学与技术双学士	财务总监	曾任宁德时代财务部负责人等

资料来源：公司 2022 年报，德邦研究所

## 1.2. 全产业链布局，为新能源应用提供解决方案与服务

布局电池全产业链，专注能源替代。公司主营业务为动力电池、储能电池和电池回收利用产品的研发、生产和销售，旨在推动固定型化石能源替代和移动型化石能源替代，并以电动化和智能化为核心，推动市场应用的集成创新。公司在电池材料、电池系统、电池回收等各产业链领域具备核心技术优势和前瞻性研发布局，致力于通过材料和体系创新、系统结构优化、绿色制造和商业模式创新，为全球新能源应用提供卓越的解决方案和服务。

图 3：业务布局











资料来源：公司官网，公司 2022 年报，德邦研究所



为绿色交通网提供动力电池系统与服务，产品涵盖多种应用领域。公司动力电池产品包括电芯、模组/电箱及电池包，应用领域涵盖新能源乘用车、新能源商用车以及其他新能源出行工具及非道路移动机械等。公司的动力电池能够满足快充、长寿命、长续航里程、环境适应能力强等多种功能需求，产品具有高能量密度、多循环次数、安全可靠等特点。公司在乘用车领域推出了高能量密度的三元高镍电池、三元高压中镍电池和高性价比的磷酸铁锂电池，适用于 BEV、PHEV、HEV 等不同细分市场，支持换电和电池租赁等商业模式，广泛应用于私家车、运营车等。商业领域方面，公司提供多元化解决方案，覆盖了道路客运、城市配送、重载运输、道路清洁等客车和商用车。




图 4：动力电池系统

产品体系			应用领域	正极材料
电芯	模组	电池包		
				三元
				磷酸铁锂
				三元、磷酸铁锂

资料来源：公司招股说明书，公司 2022 年报，德邦研究所

为清洁能源储存提供解决方案与服务，主要集中于发电侧、输配电侧及用户侧。公司储能电池产品包括电芯、模组/电箱、电池柜，可用于电力领域，为太阳能或风能发电提供储能配套，提高可再生能源发电比例；同时也可应用在输配电和用电领域，包括工业企业储能、商业楼宇及数据中心储能、充电站储能、通信基站后备电池、家用储能等场景。

图 5：储能系统

产品体系				正极材料
电芯	模组	电箱	电池柜	
				磷酸铁锂

资料来源：公司招股说明书，公司 2022 年报，德邦研究所

应用场景不同，动力电池与储能电池的性能需求不同。动力电池主要在电动汽车、电动自行车等移动电源领域得到广泛应用，因此对能量密度和功率密度有高要求。而储能电池则主要用于电力系统的调峰调频、可再生能源并网、微电网等领域，对循环寿命和成本更为关注。由于绝大多数储能装置无需移动，所以对能量密度没有直接的要求。动力电池的循环寿命通常在 1000-2000 次之间，适应频繁充放电的场景；而储能电池则要求更长循环寿命，常大于 3500 次，以满足电网支撑等需求。

表 2: 动力电池和储能电池的对比

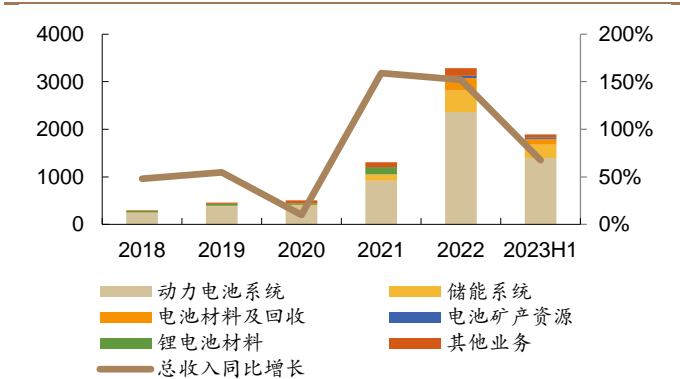
	动力电池	储能电池
应用场景	主要用于电动汽车、电动自行车以及其它电动工具领域	主要用于调峰调频电力辅助服务、可再生能源并网、微电网、c 等领域
性能要求	作为移动电源，对于能量密度和功率密度都有较高的要求	绝大多数储能装置无需移动，因此储能锂电池对于能量密度并没有直接的要求；功率密度，不同的储能场景有不同的要求；电池材料方面，注意膨胀率、能量密度、电极材料性能均匀性等，以追求整个储能设备的长寿命和低成本
使用寿命	动力锂电池的循环次数寿命在 1000-2000 次左右	储能锂电池的循环次数寿命一般要求能够大于 3500 次
电池类型	出于安全和经济的考虑，通常使用磷酸铁锂电池	主流电池类型有磷酸铁锂电池和三元锂电池，随着磷酸铁锂电池能量密度问题的解决，磷酸铁锂电池占比逐年提升
面临竞争	面临和传统燃油动力源的竞争	面对传统调频技术的成本竞争

资料来源：国际储能网，德邦研究所

### 1.3. 电池产销增加，盈利如期提升

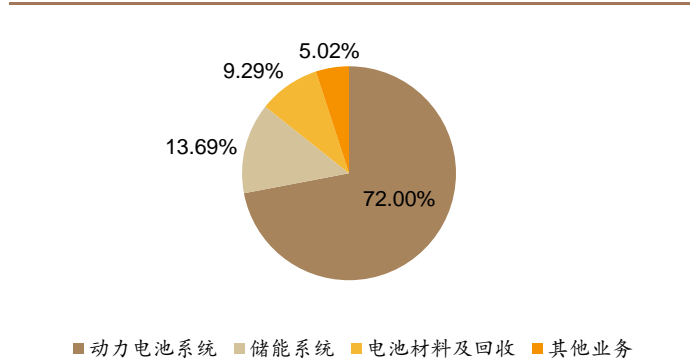
动力电池和储能电池销量持续攀升，业务营收显著增长。2022 年公司营收 3285.94 亿元，同比增长 152.07%，其中动力电池系统业务营收 2365.93 亿元，占总营收比例 72%，储能系统业务营收 449.8 亿元，占总营收比例 13.69%。截至 2023 年前三季度，公司营收 2946.77 亿元。

图 6: 公司营业收入及同比增速 (单位: 亿元)



资料来源：Wind，德邦研究所

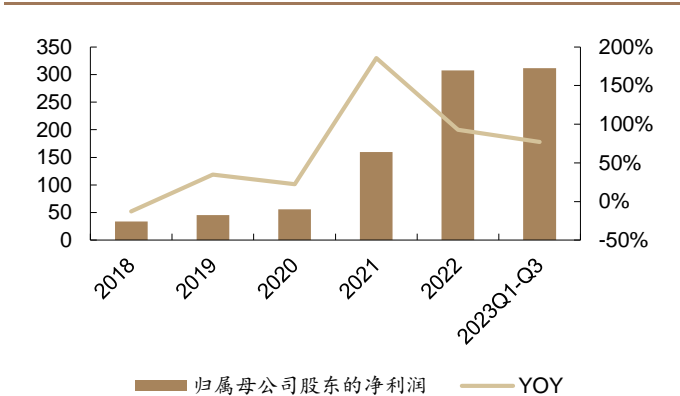
图 7: 公司 2022 年分业务结构收入占比



资料来源：Wind，德邦研究所

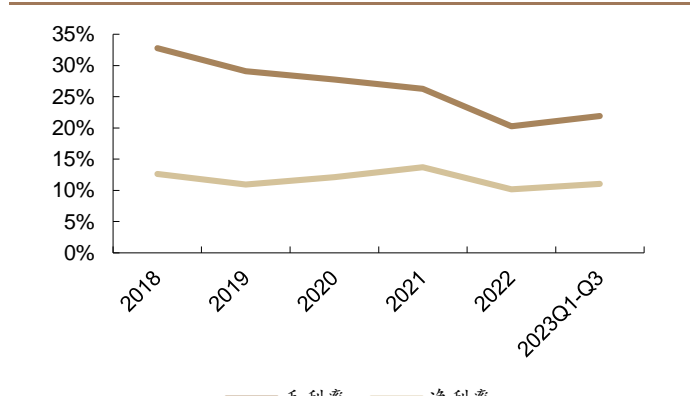
盈利能力持续提升，毛利率水平回暖。2022 年，以碳酸锂为代表的核心原材料价格飙升，但是公司盈利能力仍呈现提升态势。2022 年公司归母净利润达到 307.29 亿元，同比增长 92.89%。2023 年前三季度，归母净利润达到 311.45 亿元，同比增加 77.05%，毛利率 21.92%，较 2022 年年末提升 1.67 个 pct。

图 8: 公司归母净利润及同比增速 (单位: 亿元)



资料来源：Wind，德邦研究所

图 9: 公司历年毛利率及净利率

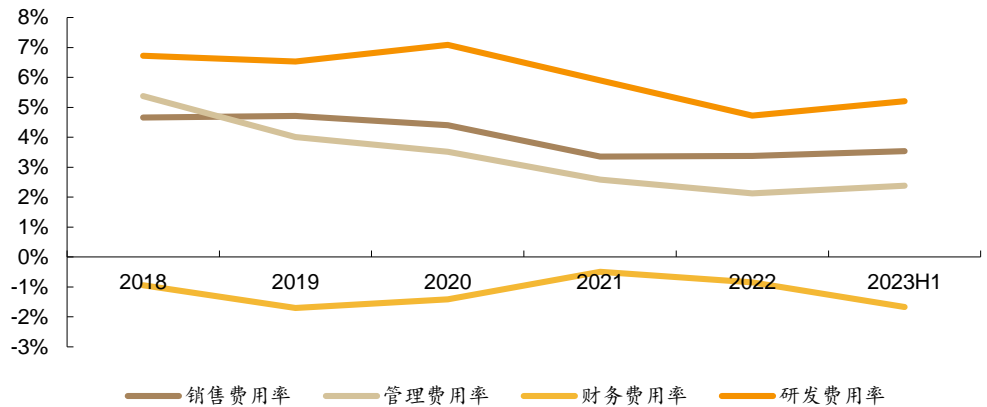


资料来源：Wind，德邦研究所



三大费用率稳中有降，研发费用率保持高水平。截至 2023 年上半年，销售费用率 3.54%，管理费用率 2.38%，财务费用率 -1.67%，研发费用率回涨至 5.2%，进一步加大研发力度。其中，管理费用增加主要系业务规模扩大，财务费用下降主要系现金管理收益及汇兑收益增加。

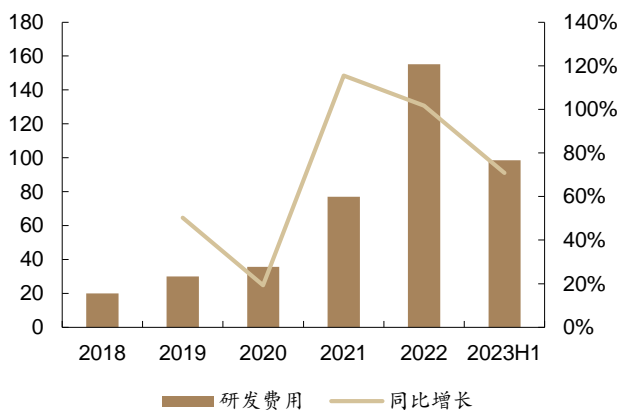
图 10：公司历年费用率情况



资料来源：公司 2022 年报，Wind，德邦研究所

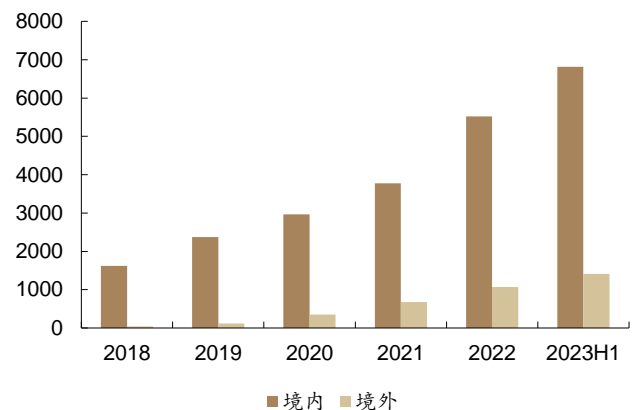
持续加大研发投入，境内外专利数量快速增加。2022 年，研发费用达到 155.1 亿元，同比增加 101.66%，保持高研发投入。境内专利数达到 5518 个，境外专利数达到 1065 个，正在申请的境内和境外专利合计 10,054 项。截至 2023 年上半年，研发费用达到 98.5 亿元，同比增长 70.77%，公司拥有 6,821 项境内专利及 1,415 项境外专利，正在申请的境内和境外专利合计 13,803 项。

图 11：公司研发费用及同比增长（单位：亿元）



资料来源：Wind，德邦研究所

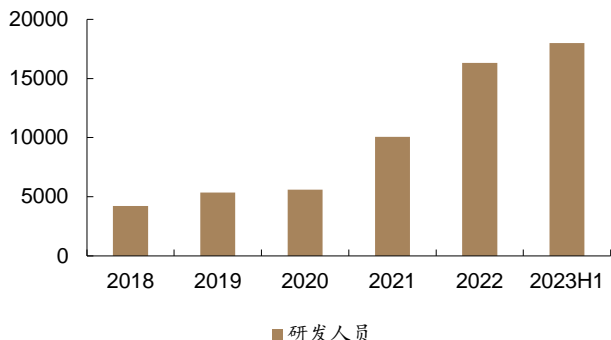
图 12：境内及境外专利数



资料来源：公司 2018-2022 年报，公司 2023 半年报，Wind，德邦研究所

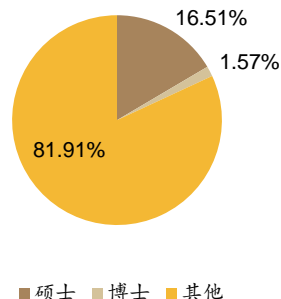
聚集顶尖人才，推动创新发展。2022年，公司拥有研发技术人员16,322名，其中，拥有博士学位的人数占比1.62%，硕士学历的人数占比17.47%。截至2023年上半年，公司拥有研发技术人员17,998名，其中，拥有博士学位的283名、硕士学历的2,972名。

图 13：研发人数



资料来源：公司 2022 年报，公司 2023 半年报，Wind，德邦研究所

图 14：2023 上半年研发人员学历占比



资料来源：公司 2022 年报，公司 2023 半年报，Wind，德邦研究所

研发布局各产业链领域，设立多个实验室。公司高度重视产品、技术、工艺的研发，研发范围涵盖材料研发、设备工艺、测试分析、智能制造、信息系统、项目管理等各个领域。公司构筑研发闭环，借助数字化研发手段，显著提升研发效率，使得整体研发和技术创新能力稳居行业前沿。公司拥有电化学储能技术国家工程研究中心、福建省锂离子电池企业重点实验室、中国合格评定国家认可委员会（CNAS）认证的测试验证中心，以及聚焦能源存储转化领域前沿基础问题研究的 21C 创新实验室，设立了“博士后科研工作站”“福建省院士专家工作站”等。

图 15：研发布局



资料来源：公司官网，德邦研究所

## 2. 动力电池稳步前进，储能电池打开新增长曲线

### 2.1. 动力电池业务量增价稳，持续驱动收入增长

**政策驱动，新能源汽车市场前景广阔。**政府通过一系列综合性举措积极推动新能源汽车的发展，2022 年国务院、发改委、工信部等部门出台一系列新能源汽车产业政策。2022 年 3 月，工信部发布了关于汽车标准化工作要点的公告，其中提到要加快新能源汽车、智能网联汽车、汽车电子、汽车芯片等新兴领域标准研制，助力产业转型升级。2022 年 4 月，国务院办公厅发布意见提到鼓励农村有条件的地区开展新能源汽车下乡，推进充电桩（站）等配套设施建设。2022 年 9 月，财政部、税务总局和工信部联合发布关于延续新能源汽车免征车辆购置税政策的公告，其中提到自 2023 年 1 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日，对新能源汽车免征车辆购置税，有效降低新能源汽车购买成本，激发消费者购车意愿。

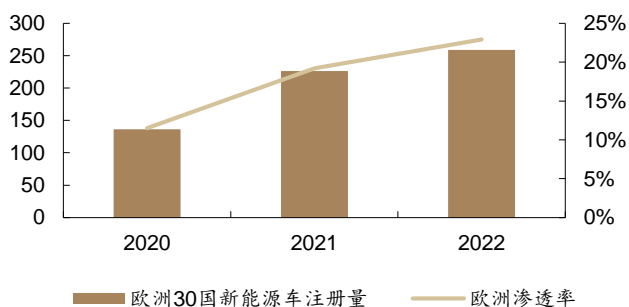
表 3：2022 年关于新能源汽车政策

政策文件	发布时间	印发部门	重点内容
《2022 年汽车标准化工作要点》	2022 年 3 月	工信部	加快新能源汽车、智能网联汽车、汽车电子、汽车芯片等新兴领域标准研制，助力产业转型升级；强化绿色技术标准引领，支撑双碳目标实现；全面深化国际交流合作，提高对外开放水平。
《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》	2022 年 4 月	国务院办公厅	大力发展绿色消费，倡导绿色出行，支持新能源汽车加快发展；鼓励农村有条件的地区开展新能源汽车下乡，推进充电桩（站）等配套设施建设。
《科技支撑碳达峰碳中和实施方案（2022—2030 年）》	2022 年 6 月	科技部、国家发改委、工信部等九部门	促进交通领域绿色化、电气化和智能化，力争到 2030 年，动力电池、驱动电机、车用操作系统等关键技术取得重大突破，新能源汽车安全水平全面提升，纯电动乘用车新车平均电耗大幅下降。
《关于搞活汽车流通扩大汽车消费若干措施的通知》	2022 年 7 月	商务部、国家发改委、工信部等 17 部门	支持新能源汽车购买使用，支持新能源汽车消费，研究免征新能源汽车车辆购置税政策到期后延期问题，深入开展新能源汽车下乡活动；积极支持充电设施建设。
《关于延续新能源汽车免征车辆购置税政策的公告》	2022 年 9 月	财政部、税务总局、工信部	自 2023 年 1 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日，对新能源汽车免征车辆购置税

资料来源：工信部、国务院办公厅等公告，德邦研究所

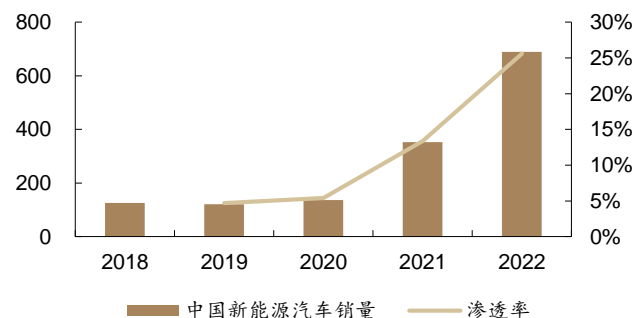
**多重因素拉动新能源汽车需求上升，销量显著增长。**受益于续航能力、充电便利、基础设施完善等多方面的整体提升，全球新能源汽车市场需求持续扩张。欧洲 30 国新能源车注册量从 2020 年的 136.4 万辆提升至 2022 年的 258.9 万辆，渗透率也从 11.5% 提升至 22.9%。随着国内三四线城市对新能源汽车认可度的不断提高，我国新能源汽车销量实现了显著的增长，中国新能源汽车销量从 2020 年的 136.7 万辆涨至 2022 年的 688.7 万辆，渗透率也从 5.4% 上升至 25.6%，增幅达到约 20 个百分点。

图 16：欧洲 30 国新能源汽车注册量及渗透率（单位：万辆）



资料来源：公司 2020-2022 年报，欧洲汽车制造商协会，德邦研究所

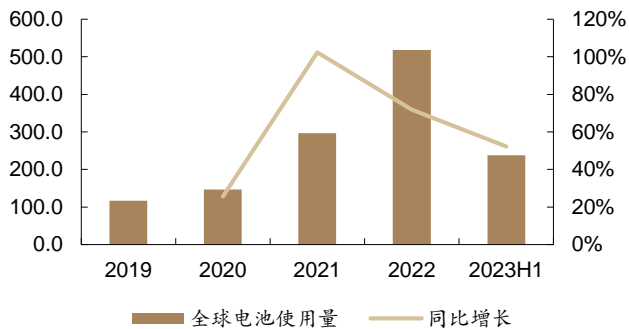
图 17：中国新能源汽车销量及渗透率（单位：万辆）



资料来源：公司 2018-2022 年报，中国汽车工业协会，德邦研究所

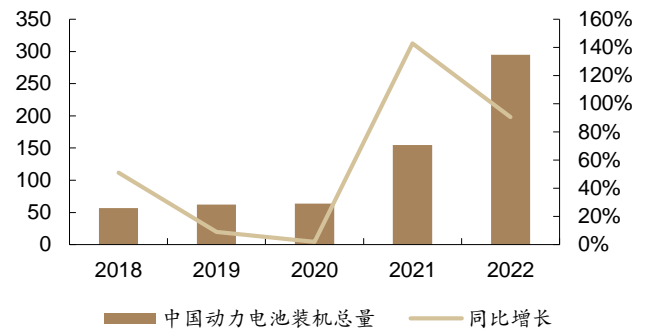
受益于新能源汽车需求增加，动力电池使用量稳健增长。2022 年，全球动力电池使用量由 2021 年的 296.8GWh 增长至 517.9GWh，同比增长 71.8%，国内动力电池装机总量达到 294.6GWh，同比增长 91%。

图 18：全球动力电池使用量及增长（单位：GWh）



资料来源：公司 2019-2022 年报，公司 2023 半年报，德邦研究所

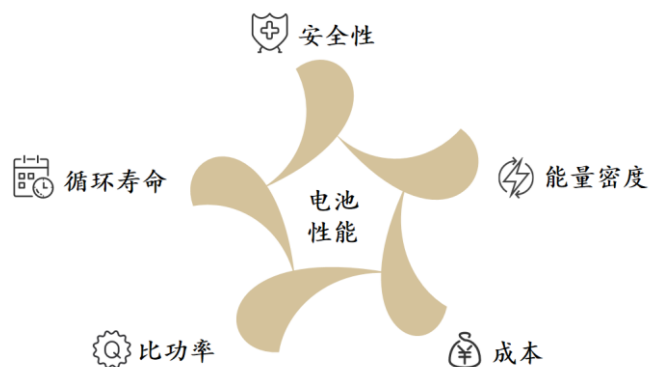
图 19：中国动力电池使用量及增长（单位：GWh）



资料来源：公司 2018-2022 年报，全国能源信息平台，中国汽车动力电池产业创新联盟，智研咨询，德邦研究所

动力电池性能受多项指标影响，其中安全性能最为关键。动力电池的性能体现在多方面,包括能量密度、循环寿命、充放电倍率、安全性、一致性等。其中，电池的能量决定了新能源汽车的续航里程。电池的能量等于能量密度乘以电池体积，所以，一定体积下，能量密度越大，电池的能量随之增大，汽车的续航能力也越强。另外，单位质量电池所能输出的功率称为比功率，电池的功率决定了电动汽车的加速性能和爬坡能力。循环寿命是指电池的使用周期，即电池可重复使用的次数。而安全性能决定着汽车的可靠性，也是消费者最为关注的一个性能，主要包括结构安全、电安全、热安全和环境安全，其中，热安全是指动力电池因外部高温或大阻抗所导致的热失控，引发燃烧或爆炸事故等问题。

图 20：动力电池性能图



资料来源：钜大锂电官网，德邦研究所

重视研发创新，产品技术持续升级。公司持续加大研发投入，在电池的能量、寿命、快充和安全等方面拥有多项核心技术。其中，麒麟电池采用首创的 CTP 高效成组技术，通过高集成结构设计，提高了电池包体积的利用率。从第一代 CTP 到最新的第三代麒麟电池，电池包体积利用率从 55% 提升至 72%。麒麟电池系统的三元体系能量密度可达 255Wh/kg，磷酸铁锂体系则可达 160Wh/kg。

表 4：宁德时代前沿技术

性能方面	核心技术	效果
高比能技术	CTP 技术、CTC 技术、高镍技术、高电压技术	电芯能量密度 330Wh/kg
长寿命技术	低锂耗阳极、钝化阴极、仿生自修复电解液、极片微结构设计、膨胀力自适应管理、寿命补偿	寿命最高可达 16 年或 200 万公里
超快充技术	超电子网、快离子环、各向同性石墨、超导电解液、高孔隙隔膜、多梯度极片、多极耳、阳极电位监控	最快 5 分钟充至 80% 电量
真安全技术	耐温阴极、安全涂层、高安全电解液、NP 2.0、自冷却、大数据预警	四维安全防护，打造航天级安全电池
自控温技术	电芯弱短路、电芯温控、SOC 快速修正、功率补偿、耐寒石墨、耐寒阴极、耐寒电解液	温升 6°C/min
智管理技术	电芯健康监测、智能化快充策略、参数实时优化、单电芯能量管理、无线 BMS、残值评估、云边协同、V2X	电池 24 小时全周期全方位监控

资料来源：公司官网，德邦研究所

以多项核心技术为支撑，产品更新迭代速度加快。2019 年，公司率先实现了 811 体系产品量产，并将第一代 CTP 产品引入重点客户。2021 年，第二代磷酸铁锂 CTP 产品大规模交付，能量密度最高达到 200Wh/kg，同时发布第一代钠离子电池，推动钠离子电池产业链建设，进一步提升能量密度和综合性能。同年 6 月，公司与特斯拉签订合作协议，约定在 2022-2025 年向其供应产品。2022 年，第三代麒麟电池发布，体积利用率超过 72%。随后在 2023 年，公司推出全新的凝聚态电池，拓展高安全性和轻量化应用领域。

图 21：宁德时代动力电池产品线发展



资料来源：公司 2019-2022 年报，公司 2023 半年报，德邦研究所



强化战略合作，客户覆盖广泛。在动力电池领域，公司拥有最广泛的客户群体覆盖，助力客户在全球范围内建立领先的竞争优势。在海外市场，公司与特斯拉、宝马、戴姆勒、Stellantis、大众、沃尔沃、福特、现代、本田等车企深化全球合作；而在国内，公司与上汽、蔚来、理想、吉利、宇通、徐工集团等车企加强合作关系。

图 22：动力电池全球客户覆盖



资料来源：公司 2022 年报，德邦研究所

产品、技术与服务获得认可，海外客户拓展顺利。公司已成功实现海外动力电池客户的大规模量产交付，市场份额持续上升。2022 年，公司与福特开展了全球战略合作，包括北美、欧洲和中国的动力电池供应。同时，与本田也加强了全方位的战略合作，涵盖了动力电池共同开发、稳定供应和回收等领域。与日本大发、越南 Vinfast 等公司也建立了合作关系，共同推动东南亚地区的电动化转型。在国内方面，公司与吉利旗下的极氪汽车签署了长期战略合作协议，实现了麒麟电池的首次发布。与蔚来签订了为期五年的全面战略合作协议，涉及新品牌、新项目和新市场的全面合作。

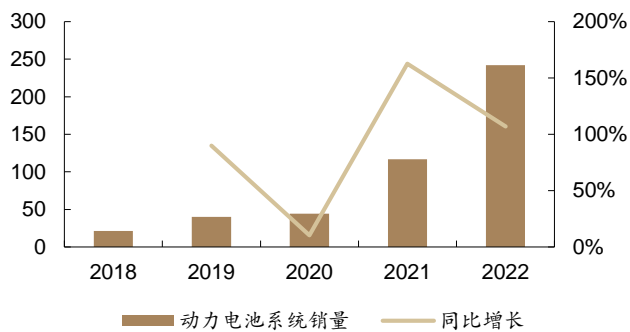
表 5：2022 年宁德时代与客户签订的合约

合作车企	具体事项
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；
本田	加强全方位战略合作，覆盖动力电池共同开发、稳定供给、回收等领域；
宝马	达成圆柱电池供应框架协议，继续深化双方长期伙伴关系；
日本大发、越南 Vinfast 等公司	共同助力日本、越南等东南亚地区电动化转型。
吉利旗下的极氪汽车	签署长期战略合作协议，实现麒麟电池首发；
蔚来	签订五年全面战略合作协议，涉及新品牌、新项目、新市场的全面合作。

资料来源：公司 2022 年报，德邦研究所

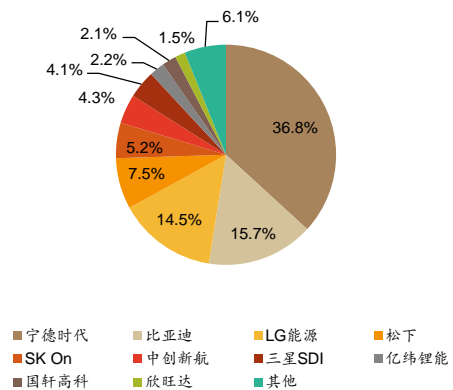
动力电池系统销量持续增长，全球市占率进一步上升。公司在新能源汽车动力电池领域保持技术、规模、供应链与客户等领先优势，产能逐渐释放，2022年动力电池系统实现销量242GWh，较上年增长107.09%。市场份额进一步扩大，2023年上半年公司全球市场份额达36.8%，显著领先于比亚迪的15.7%和LG能源的14.5%。市场份额排名前三厂商共占67%，市场高度集中。

图 23：宁德时代动力电池系统销量及增长（单位：GWh）



资料来源：公司 2019-2022 年报，德邦研究所

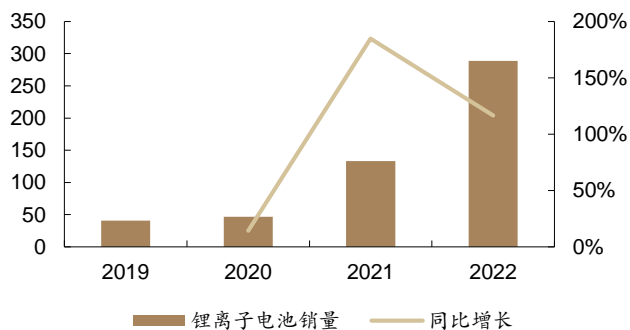
图 24：2023 上半年全球产商动力电池装机量市占率



资料来源：SNE Research，澎湃新闻，德邦研究所

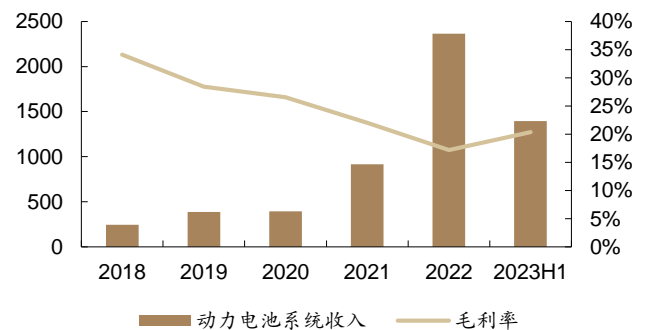
锂电池产销增加，驱动营收高增长。2022年，锂离子电池销量达到289GWh，同比增长116.6%，动力电池业务营收2365.93亿元，同比增长158.6%，毛利率达到17.17%。2023年上半年，动力电池系统营收达到1394.18亿元，同比增长76.16%，毛利率达到20.35%。

图 25：宁德时代锂离子电池销量及增长（单位：GWh）



资料来源：公司 2020-2022 年报，德邦研究所

图 26：动力电池业务收入及毛利率（单位：亿元）

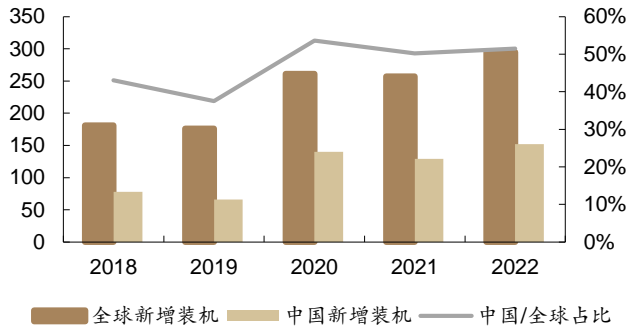


资料来源：Wind，德邦研究所

## 2.2. 技术优势凸显，开辟储能市场新蓝海

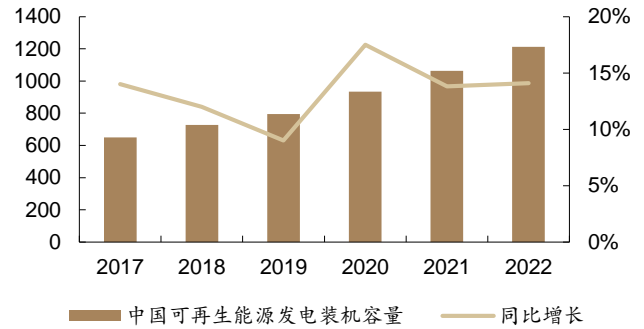
可再生能源装机持续增长，储能产品市场发展前景广阔。近年来，以风电、光伏等为代表的清洁能源装机规模不断扩大。由于清洁能源发电的波动性和不均衡性，电化学储能产品可提升供电可靠性及稳定性，其应用普及有助于清洁能源的广泛利用。随着支持政策逐渐出台，储能产品安全性、循环寿命等各项性能指标的提升，市场发展潜力巨大。2022年，全球可再生能源新增装机容量达到295GW，其中中国的新增装机容量为152GW，占比达到51.5%。截至2022年，中国的可再生能源发电累计装机容量已达1213GW，同比增长14.1%。

图 27：可再生能源新增装机及占比（单位：GW）



资料来源：公司 2020-2022 年报，国际可再生能源机构等，德邦研究所

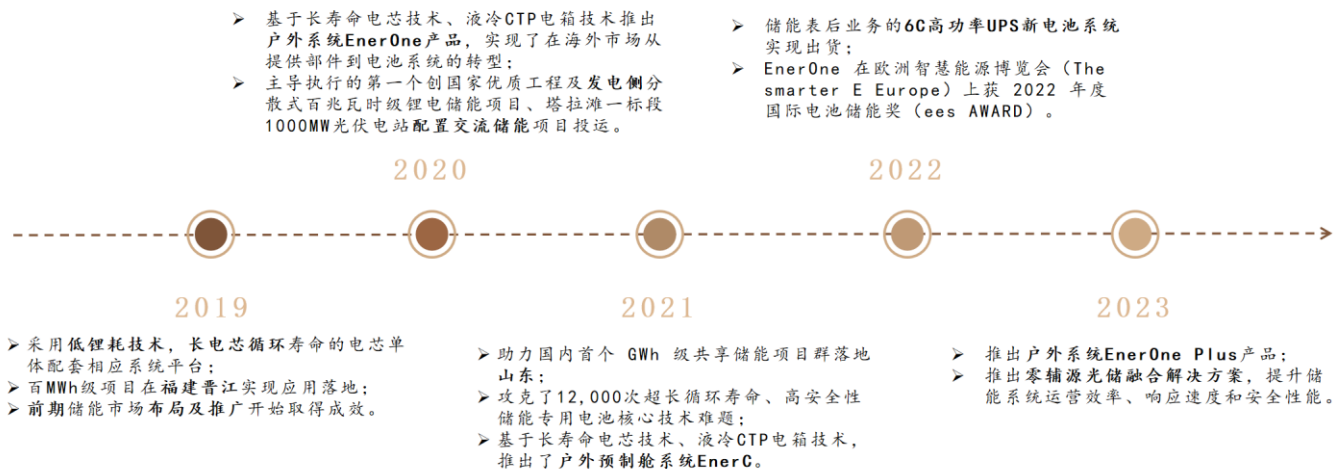
图 28：中国可再生能源发电装机累计容量及增长（单位：GW）



资料来源：中国政府网，中国能源网，德邦研究所

加强技术开发，完善储能电池全系列产品布局。公司持续加大研发投入，不断提升产品性能以满足不同客户需求。2019年，引入低锂耗技术，开发长循环寿命电芯单体和系统平台产品。百MWh级项目在福建晋江落地，储能市场布局初见成效。2020年，推出基于长寿命电芯和液冷CTP电箱技术的户外系统EnerOne产品，实现海外市场从提供部件到电池系统的转型。2021年推出户外预制舱系统EnerC，2022年储能表后业务的6C高功率新电池系统投放市场，2023年推出零辅源光储融合解决方案，提升储能系统效率、响应速度和安全性。

图 29：储能系统产品发展历程



资料来源：公司 2019-2022 年报，公司 2023 半年报，德邦研究所

产品优势明显，应用范围广泛。储能系统 EnerC 和储能电柜 EnerOne 均具有高安全、长寿命和高集成等特点，二者均选用热稳定性高的磷酸铁锂电芯，可搭载宁德时代先进电池，电芯最长循环寿命达 12000Cycle，采用模块化设计，节省占地面积。UPS 锂电池柜支持三线制和二线制 UPS 系统，最高倍率下放电温升约 20°C，仅需自然冷却即可满足使用要求，系统简易可靠。48100 基站电箱则可广泛应用于接入网设备、远端交换局、移动通信设备、传输设备、卫星地面站和微波通信设备等通信领域作为后备电源。

图 30：液冷解决方案 (EnerC 和 EnerOne)



资料来源：公司官网，德邦研究所

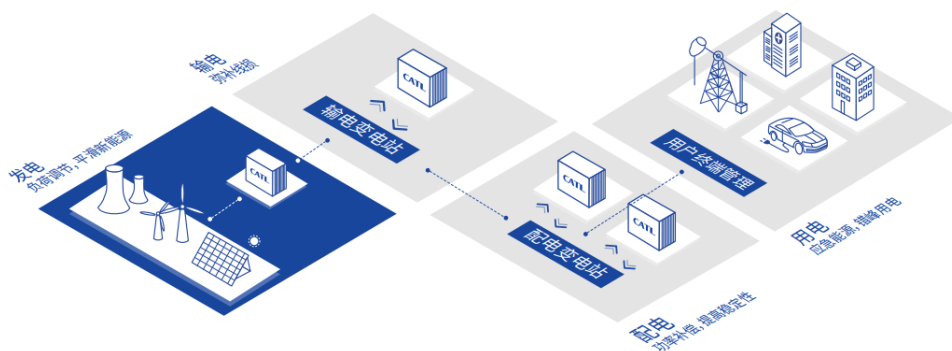
图 31：UPS 和基站解决方案



资料来源：公司官网，德邦研究所

提供多种解决方案，效益、流程等各方面优势明显。储能系统在电源侧实现存储和输出管理，通过电化学储能技术与可再生能源发电技术形成综合系统。充分利用电芯一致性和 BMS 计算能力，协助电源侧稳定电网、优化发电曲线，减少弃风弃光，提供系统惯性、调频调峰，以提高可再生能源发电占比，并优化能源结构。在输配电侧，储能系统实现智能负荷管理，根据电网负荷情况进行及时的峰谷调节。此外，储能系统还为用户提供削峰填谷模式和稳定的电源质量管理。

图 32：储能系统解决方案



资料来源：公司官网，德邦研究所

为全球客户提供一流产品及解决方案，多个项目已落地实施。公司的电化学储能系统支持增容、备用电源等功能，促进更多可再生能源的接入，确保电网安全、稳定、高效、低成本运行。储能系统解决方案已在全球范围内广泛布局，例如电源侧的美国南加州新能源储能电站、输配电侧的晋江百兆瓦级储能电站，以及移动能源车等项目。产品广泛应用于工商业和住宅领域，扩展至通信基站备电、UPS 备电、岛屿微网、智能充电站等领域，实现用电扩展、降低用电成本、提高用电保障，最大程度发挥能源效益，带来显著社会和经济效益。

表 6：储能应用案例

解决方案	项目名称	规模	功能
电源侧	海西州多能互补示范项目储能电站	50MW/100MWh	虚拟同步控制、跟踪发电计划、支持二次调频
	美国南加州新能源储能电站	70MWh	能源整合，系统调频，峰谷套利
	国家风光储输示范工程储能电站	4MW/16MWh	平滑风光、跟踪发电计划、削峰填谷、系统调频
输配电侧	晋江百兆瓦级储能电站	30MW/108MWh	新能源消纳、调峰、调频
	淮安官塘储能电站	15MW/26.4MWh	新能源消纳、调峰、调频
	江苏镇江新坝电站	10MW/20MWh	配电侧 110KV 变电站调峰
工商业储能	苏州工业园区智能电网主动配电网示范工程	1.5MW/3MWh	削峰填谷、后备电源
	张家港水泥厂储能电站	8MW/32MWh	提供充足备用电源，保障电力供应，削峰填谷，降本增效
应急储能	移动能源车	250kW/500kWh	提供应急供电和重要负荷的不间断供电；灵活多场景应用，随时随地接入
智能微网	光储充检智能充电站	500kWh	新能源汽车快充；电池在线监测；储能服务，降本增效；V2G，增加收益；可再生能源接入，优化能源结构

资料来源：公司官网，德邦研究所

加大各环节客户覆盖，深化全球化布局。在海外，与 Tesla、Fluence、Wärtsilä、Flexgen、Sungrow、Hyosung 等全球新能源行业领先客户深度开展多区域、多领域的业务合作；在国内，与国家能源集团、国家电力投资集团、中国华能、中国华电、中国广核集团、中国长江三峡集团、中国能源建设集团等在新能源领域合作达成战略协议。

图 33：储能电池客户覆盖



资料来源：公司 2022 年报，德邦研究所



储能产品优势明显，应用范围广泛。公司储能产品在安全性、长寿命等方面行业领先，产品广泛应用于全球大型重要储能项目，包括为美国公用事业和分布式光伏储能开发运营商 Primergy Solar 独家供应美国最大光伏储能项目（之一），为意大利国家电力公司 ENEL 独家供应意大利最大储能项目群等，与英国新能源投资商 Gresham House 储能基金公司达成合作协议，共同推动公用事业规模储能的应用落地，此为首次与运营储能项目的资产管理公司直接合作，开创了业务合作新模式。

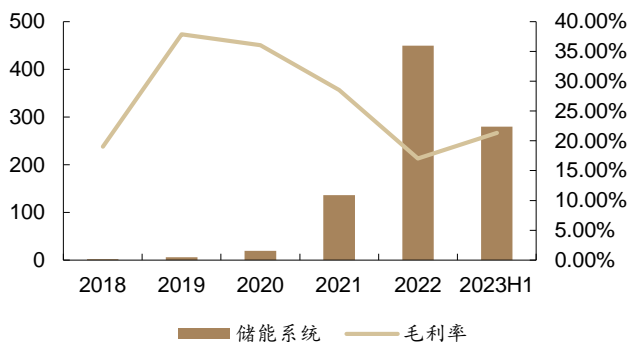
表 7：2022 年宁德时代储能电池系统达成的部分合作协议

客户名称	公司类型	合作事项
Primergy Solar	美国公用事业和分布式光伏储能开发运营商	为其独家供应美国最大光伏储能项目（之一）
ENEL	意大利国家电力公司	为其独家供应意大利最大储能项目群
Nextera、Broad Reach Power、Jupiter Power、Neoen 等	大型清洁能源项目开发商及独立发电商	为其储能项目提供业内领先的液冷方案
FlexGen	美国储能技术平台和解决方案供应商	达成合作协议
Gresham House 储能基金公司	英国新能源投资商	首次与运营储能项目的资产管理公司直接合作，达成合作协议，共同推动公用事业规模储能的应用落地

资料来源：公司 2022 年报，德邦研究所

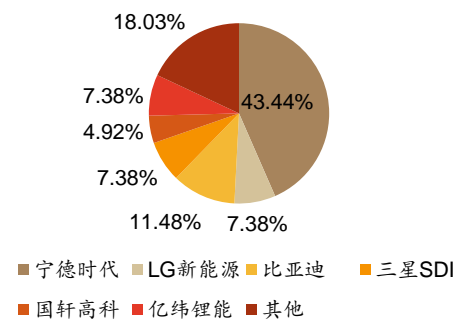
储能系统收入增长显著，市占率位居行业首位。2022 年，公司储能电池系统业务营收 449.8 亿元，同比增长 230.15%，2017-2022 年复合增长率高达 390%。2022 年，受原材料上涨影响，毛利率降至 17.01%，同比下降 11.5 个百分点。2023 年上半年，储能电池系统收入 279.85 亿元，同比增长 119.73%，毛利率回升至 21.32%。2022 年，公司全球储能电池出货量市场份额达 43.4%，同比提升 5.1 个百分点，连续两年排名全球第一。

图 34：储能系统收入及毛利率（单位：亿元）



资料来源：Wind，德邦研究所

图 35：2022 年储能电池出货量占比

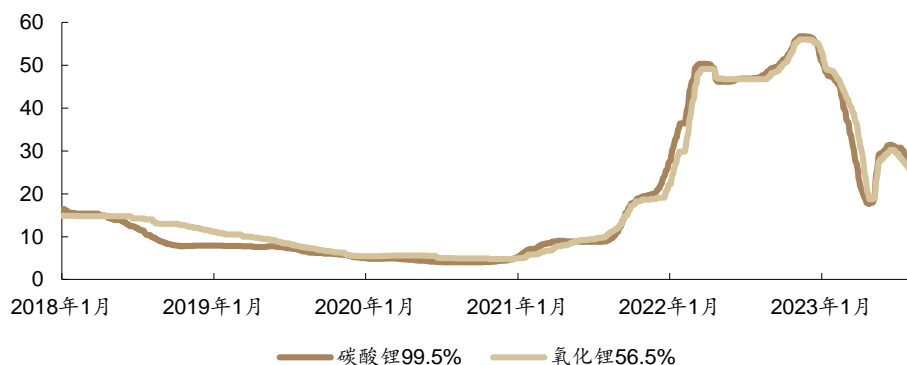


资料来源：SNE Research，Energy Trend，德邦研究所

### 2.3. 打造供应链韧性，加速布局电池材料领域

原材料价格波动幅度大，公司积极参与矿产资源的建设和运营。随着动力及储能电池需求快速增长，正极、负极、电解液等电池材料行业规模迅速扩大。正极材料在电池材料成本中所占的比例达 30%-40%，直接决定电池整体成本，是锂电池产业链中规模最大、产值最高的材料。原材料价格急剧攀升，碳酸锂自 2021 年 1 月 4 日的 5.3 万元/吨飙升至 2022 年 11 月 9 日的 56.8 万元/吨，而氧化锂也遵循同样的大幅涨势，从 2021 年 1 月 4 日的 5 万元/吨攀升至 2022 年 11 月 9 日的 56 万元/吨。为保障电池生产所需的上游关键资源及材料供应，公司通过自建、参股、合资、收购等多种方式参与锂、镍、钴、磷等电池矿产资源及相关产品的投资、建设及运营。

图 36：原材料碳酸锂及氧化锂价格（单位：万元/吨）



资料来源：Wind，德邦研究所

电池回收是电池材料来源的途径之一。随着新能源车保有量不断增长、电池拆解回收技术不断进步、渠道逐步拓展，动力电池退役及回收将成为电池材料的重要来源。公司亦通过回收方式，对废旧电池中的镍、钴、锰、锂等金属材料及其他材料通过加工、提纯、合成等工艺，生产锂电池生产所需的三元前驱体、碳酸锂等材料，并将收集后的铜、铝等金属材料回收利用，使电池生产所需的关键金属资源实现有效循环利用。

图 37：原材料回收工艺



资料来源：公司官网，德邦研究所

**完善资源布局，构建弹性供应链。**公司通过自制开采、投资入股、合资合作、回收利用等方式进一步完善电池矿产资源和上游材料领域布局，加强供应链韧性。2022年，公司加大电池矿产资源领域投入，推动锂、镍、磷等资源项目的投资、建设和运营。在锂资源方面，公司在江西宜春含锂瓷土矿项目、四川斯诺威硬岩锂矿项目、玻利维亚盐湖运营项目取得突破性进展；在镍资源方面，公司在印度尼西亚与合作方共同投资建设从红土镍矿开采、冶炼、三元材料到电池的全产业链项目正有序推进；在磷资源方面，公司已取得贵州大坪磷矿项目的采矿许可证。

表 8：电池矿产资源项目情况

原材料类型	具体项目
锂资源	江西宜春含锂瓷土矿项目、四川斯诺威硬岩锂矿项目、玻利维亚盐湖运营项目取得突破性进展
镍资源	有序推进在印度尼西亚的从红土镍矿开采、冶炼、三元材料到电池的全产业链项目
磷资源	已取得贵州大坪磷矿项目的采矿许可证

资料来源：公司 2022 年报，德邦研究所

### 3. 开拓海外新市场，推出新产品线

根据三大战略发展方向的指引，公司持续推进构建材料及材料体系、系统结构、绿色极限制造和商业模式四大创新体系。在材料及材料体系创新方面，公司通过高通量材料集成计算平台，在原子级模拟与设计，寻找材料结合点，创造高性能材料，如高稳定正极材料、长寿命负极材料，已发布第一代钠离子电池。系统结构方面，CTP 技术将电芯直接集成到电池包，降低成本，提高续航里程。研究下一代 CTC 技术，提升能源效率，降低制造成本。商业模式创新包括共享储能、换电运营、光储充检等，推动电动化进程。

图 38：四大创新体系



资料来源：公司官网，德邦研究所

**致力打造绿色极限制造体系，工厂再获评“灯塔工厂”。**公司构建了以 5G 为基础的工业互联网架构，依托其高带宽、低时延、广连接的技术先进性，解决极限制造的关键问题，大幅提升生产效率和产品质量。公司下一代拉线成功投产，实现工艺、工程升级，较原有拉线单线产能大幅提升，单位投资额显著下降，产品质量上新的台阶。绿色极限制造创新方面，公司的目标即将电芯单体安全失效率率降到 ppb（十亿分之一）级别，保障电池产品全生命周期的可靠性以及大幅提高

生产效率，打造“TWh”级别的超大规模高质量交付能力。另外，继宁德工厂获评达沃斯世界经济论坛（WEF）“灯塔工厂”后，四川时代宜宾工厂再度获评“灯塔工厂”，截至 2022 年，公司拥有锂电行业仅有的两座“灯塔工厂”。同时，四川时代宜宾工厂也获全球知名认证机构 SGS 认证，成为全球首家零碳工厂。

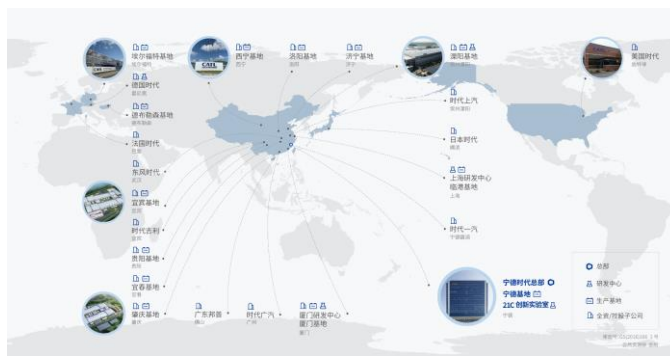
表 9：极限制造创新

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，公司 2022 年报，德邦研究所

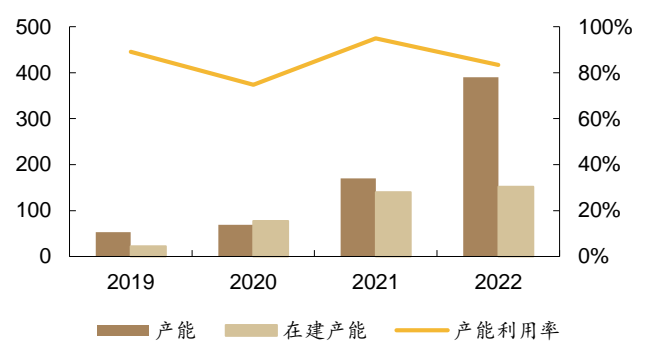
**完善海外布局，加速释放产能。**2022 年，在国内现有产能持续优化升级的同时，公司全力推进福鼎、车里湾、宜春、贵州等基地项目建设，并宣布新增厦门、洛阳、济宁等新基地布局。同时公司也进一步开展海外产能布局，位于德国图林根州的首个海外工厂实现锂电池模组及电芯的量产，增强对欧洲客户的本地生产及供货能力。另外，公司宣布在匈牙利建设欧洲第二座工厂，规划产能达 100GWh，以进一步完善全球战略布局，助力加速欧洲电动化与能源转型。2022 年，公司电池系统产能达到 390GWh，同比增加 128.9%，在建产能为 152GWh，产能利用率为 83.4%。

图 39：宁德时代全球布局情况



资料来源：公司官网，德邦研究所

图 40：宁德时代产能情况（单位：GWh）



资料来源：公司 2019-2022 年报，德邦研究所

**推出换电服务品牌 EVOGO。**公司基于组合换电整体解决方案推出换电服务品牌 EVOGO，由“巧克力换电块、快换站、APP”三大产品共同构成。其中，巧克力电块采用宁德时代最新的 CTP 技术，重量能量密度超过 160Wh/kg，体积能量密度超过 325Wh/L，单块电池可以提供 200 公里左右的续航，适配大部分纯电平台开发的车型。快换站具有占地小、流通快、容量大以及多版本快换站适配全气候环境等特点。其 APP 则提供人、车、站、电块的相互连接和服务。

图 41：组合换电整体解决方案 EVOGO



资料来源：公司官网，德邦研究所

**EVOGO 换电站在多地顺利启动。**2022 年 4 月，EVOGO 换电站在厦门正式启动，与爱驰汽车 U5 展开合作，共同开发组合换电版车型。6 月，在合肥正式启动，计划 2022 年底在市区实现 5 公里的服务半径。10 月，公司和神龙汽车及时代电服公司签署 EVOGO 换点项目合作框架协议，约定三方基于车电分离模式，以神龙汽车旗下东风富康 ES600 为载体，共同开发组合换电版车型，并计划于 2022 年 11 月面向网约车等营运市场销售。2023 年 6 月，在福州正式启动 EVOGO 快换站运营，预计到 2023 年年底，在福州市区达到 8 公里的服务半径。

**发布首款 4C 超充电产品，续航、安全等多方面性能显著提升。**2023 年 8 月 16 日，宁德时代发布全球首款采用磷酸铁锂材料并可实现大规模量产的 4C 超充电电池——神行超充电电池，实现了“充电 10 分钟，续航 400 公里”的超快充速度，并达到 700 公里以上的续航里程，极大缓解用户补能焦虑，全面开启新能源车的超充时代。神行超充电电池通过提升锂离子的脱出速度和附着效率、降低锂离子传导阻力以及改善锂离子液相传输速率来提升锂离子电池续航、快充、安全等多方面性能。其中，在系统平台上采用电芯温控技术，低温环境下可以快速加热到最佳工作温度区间，即使在-10℃低温环境下也可实现 30 分钟充至 80%，而且在低温亏电状态下零百加速不衰减。

图 42：神行超充电电池发布



资料来源：公司公众号，德邦研究所



## 4. 盈利预测与投资建议

### 4.1. 盈利预测

对公司2023-2025年公司经营情况做出如下假设：

- (1) **假设一 动力电池系统：**基于续航能力、充电便利、基础设施完善等多方面的整体提升，全球新能源汽车市场需求有望持续扩张，动力电池市场预计将随之稳健增长。虽然可能受到行业供过于求和价格战等因素的影响，但预计公司凭借自身技术优势未来仍维持稳健增长态势，2023-2025年实现营业收入分别为 2,769.30/ 3,216.59/ 3,706.26 亿元，同比增速为 17%/ 16%/ 15%。
- (2) **假设二 储能系统：**储能系统可以协助解决可再生能源（如太阳能和风能）的间歇性和不稳定性问题，随着可再生能源的发展和部署增加，储能市场有望进一步增长。虽然储能行业整体价格竞争激烈，但公司 2023 年储能电池市占率国内稳居第一，预计公司储能业务未来几年仍将保持快速增长，2023-2025 年营业收入分别为 699.66/ 1,064.20/ 1,575.15 亿元，同比增速为 56%/ 52%/ 48%。
- (3) **假设三 锂电池材料及回收业务：**动力电池退役及回收将成为电池材料的重要来源，电池材料业务有望和电池主业实现协同发展，保持平稳发展，预计 2023-2025 年营业收入分别为 325.39/390.47/449.04 亿元，同比增速为 25%/20%/15%。
- (4) **假设四 电池矿业资源业务：**公司通过自建、参股、合资、收购等多种方式参与锂、镍、钴、磷等电池矿产资源及相关产品的投资、建设及运营。受到行业锂资源供应过剩的影响，假设公司电池矿业资源业务增速放缓但仍将保持平稳增速。预计 2023-2025 年营业收入分别为 54.10/62.22/ 68.44 亿元，同比增速为 20%/15%/10%。

表 10：产品盈利预测

产品	指标	2022	2023E	2024E	2025E
动力电池系统	营业收入 (亿元)	2,365.93	2,769.30	3,216.59	3,706.26
	yoy	159%	17%	16%	15%
	毛利率	17.17%	21.00%	20.00%	19.00%
	毛利润 (亿元)	406.28	581.55	643.32	704.19
储能系统	营业收入 (亿元)	449.80	699.66	1,064.20	1,575.15
	yoy	230%	56%	52%	48%
	毛利率	17.01%	22.00%	21.00%	20.00%
	毛利润 (亿元)	76.53	153.93	223.48	315.03
锂电池材料及回收	营业收入 (亿元)	260.32	325.39	390.47	449.04
	yoy	95%	25%	20%	15%
	毛利率	21.23%	18.00%	20.00%	22.00%
	毛利润 (亿元)	55.25	58.57	78.09	98.79
电池矿业资源	营业收入 (亿元)	45.09	54.10	62.22	68.44
	yoy	116%	20%	15%	10%
	毛利率	12.24%	13.00%	15.00%	18.00%
	毛利润 (亿元)	5.52	7.03	9.33	12.32
其他业务	营业收入 (亿元)	164.80	280.16	378.22	472.77

	yoy	68%	70%	35%	25%
	毛利率	73.94%	65.00%	60.00%	55.00%
	毛利润 (亿元)	121.86	182.10	226.93	260.02
	营业收入 (亿元)	3285.94	4128.62	5111.70	6271.67
总体	yoy	152%	26%	24%	23%
	毛利率	20.25%	23.81%	23.11%	22.17%
	毛利润 (亿元)	665.44	983.19	1181.16	1390.35

资料来源: Wind, 公司 2022 年报, 德邦研究所

## 4.2. 投资建议

公司最主要业务为动力电池和储能电池系统, 根据此选取国轩高科、亿纬锂能、欣旺达作为可比公司。我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 4128.61/ 5111.70/ 6271.66 亿元, 归母净利润为 428.55/ 556.48/ 693.95 亿元, 对应 EPS 为 9.74/12.65/15.78 元, 对应 PE 为 15x/12x/9x, 行业平均 PE 为 29x/18x/13x, 公司 PE 低于行业平均 PE。首次覆盖, 给予“买入”投资评级。

表 11: 可比公司估值

公司代码	公司简称	股价 (元)	EPS			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
002074.SZ	国轩高科	20.25	0.42	0.77	1.11	48.24	26.16	18.22
300014.SZ	亿纬锂能	39.15	2.28	3.25	4.35	17.16	12.04	9.00
300207.SZ	欣旺达	13.53	0.59	0.88	1.21	22.88	15.35	11.17
可比公司平均估值						29.42	17.85	12.80
300750.SZ	宁德时代	148.70	9.74	12.65	15.78	15.26	11.75	9.43

资料来源: Wind, 德邦研究所 (股价为 2024 年 1 月 9 日收盘价, 数据除宁德时代外, 其他采用为 Wind 一致预期)

## 5. 风险提示

### (1) 新能源汽车销量不及预期风险

2024 年的新能源车市场预计将面临一定的结构压力。在当前市场规模发展到一定量级的背景下, 增长的速度会有放缓。

### (2) 原材料价格波动风险

电池级碳酸锂从 2020 年底的约 4 万元/吨涨到 2022 年底的近 60 万元/吨, 再到目前的约 10 万元/吨, 价格波动较大。

### (3) 公司市场份额下降风险

根据中国汽车动力电池产业创新联盟的数据, 2023 年 1-11 月, 宁德时代动力电池国内市占率为 42.91%, 与 2022 年全年 48.2% 的市占率相比, 宁德时代的市场份额已有所下滑, 若份额进一步下降可能对公司未来盈利能力产生影响。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	12.92	9.74	12.65	15.78
每股净资产	67.34	43.20	55.69	71.46
每股经营现金流	25.06	24.62	31.38	37.05
每股股利	3.17	0.00	0.00	0.00
<b>价值评估(倍)</b>				
P/E	30.46	15.26	11.75	9.43
P/B	5.84	3.44	2.67	2.08
P/S	1.11	1.58	1.28	1.04
EV/EBITDA	19.49	6.43	4.22	2.67
股息率%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>盈利能力指标(%)</b>				
毛利率	20.3%	23.8%	23.1%	22.2%
净利润率	10.2%	11.3%	11.8%	12.0%
净资产收益率	18.7%	22.5%	22.7%	22.1%
资产回报率	5.1%	5.5%	6.0%	6.3%
投资回报率	10.3%	14.0%	14.9%	15.1%
<b>盈利增长(%)</b>				
营业收入增长率	152.1%	25.6%	23.8%	22.7%
EBIT 增长率	73.3%	56.6%	23.3%	17.8%
净利润增长率	92.9%	39.5%	29.9%	24.7%
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	70.6%	73.3%	71.1%	69.1%
流动比率	1.3	1.3	1.3	1.4
速动比率	1.0	1.0	1.0	1.0
现金比率	0.6	0.7	0.7	0.7
<b>经营效率指标</b>				
应收帐款周转天数	44.8	58.6	59.5	59.1
存货周转天数	80.3	103.6	105.2	102.2
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6
固定资产周转率	5.0	3.7	3.5	3.9

现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	30,729	42,855	55,648	69,395
少数股东损益	2,728	3,727	4,642	5,627
非现金支出	17,226	32,996	44,987	55,045
非经营收益	-6,874	-4,656	-473	-962
营运资金变动	17,400	33,366	33,231	33,884
经营活动现金流	61,209	108,288	138,036	162,989
资产	-48,215	-54,570	-61,719	-58,824
投资	-11,457	-5,914	-6,195	-6,176
其他	-4,469	1,889	3,387	3,923
投资活动现金流	-64,140	-58,595	-64,527	-61,078
债权募资	33,352	1,672	3,617	3,450
股权募资	47,455	-7,142	-739	0
其他	1,459	22,870	-3,639	-3,791
融资活动现金流	82,266	17,399	-761	-341
现金净流量	82,124	69,021	72,749	101,570

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2024 年 1 月 9 日  
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	328,594	412,861	511,170	627,166
营业成本	262,050	314,543	393,054	488,131
毛利率%	20.3%	23.8%	23.1%	22.2%
营业税金及附加	907	1,651	2,045	2,509
营业税金率%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	11,099	15,276	18,402	21,951
营业费用率%	3.4%	3.7%	3.6%	3.5%
管理费用	6,979	10,322	12,268	14,425
管理费用率%	2.1%	2.5%	2.4%	2.3%
研发费用	15,510	23,533	29,648	36,376
研发费用率%	4.7%	5.7%	5.8%	5.8%
EBIT	31,407	49,168	60,631	71,444
财务费用	-2,800	-4,129	-5,623	-7,526
财务费用率%	-0.9%	-1.0%	-1.1%	-1.2%
资产减值损失	-2,827	-4,619	-4,159	-3,146
投资收益	2,515	2,064	3,387	3,923
营业利润	36,822	53,057	65,804	78,370
营业外收支	-149	240	450	600
利润总额	36,673	53,297	66,254	78,970
EBITDA	44,659	77,045	101,159	123,143
所得税	3,216	6,715	5,963	3,949
有效所得税率%	8.8%	12.6%	9.0%	5.0%
少数股东损益	2,728	3,727	4,642	5,627
归属母公司所有者净利润	30,729	42,855	55,648	69,395

资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	191,043	260,064	332,813	434,382
应收账款及应收票据	61,493	93,704	105,885	131,709
存货	76,669	104,448	125,309	151,748
其它流动资产	58,530	62,445	77,882	92,000
流动资产合计	387,735	520,661	641,889	809,840
长期股权投资	17,595	23,509	29,704	35,880
固定资产	89,071	133,595	156,616	162,860
在建工程	35,398	13,959	8,266	5,392
无形资产	9,540	12,760	16,384	20,112
非流动资产合计	213,217	251,566	279,268	293,054
资产总计	600,952	772,227	921,157	1,102,894
短期借款	14,415	18,192	21,810	25,260
应付票据及应付账款	220,764	294,549	367,485	449,094
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	60,582	86,513	99,337	120,994
流动负债合计	295,761	399,255	488,632	595,348
长期借款	59,099	59,099	59,099	59,099
其它长期负债	69,182	107,666	107,666	107,666
非流动负债合计	128,282	166,766	166,766	166,766
负债总计	424,043	566,020	655,398	762,113
实收资本	2,443	4,397	4,397	4,397
普通股股东权益	164,481	190,052	244,962	314,357
少数股东权益	12,428	16,154	20,797	26,423
负债和所有者权益合计	600,952	772,227	921,157	1,102,894

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

彭广春，同济大学工学硕士。曾任职于上汽集团技术中心动力电池系统部、安信证券研究中心、华创证券研究所，2019年新财富入围、水晶球第三，2022年加入德邦证券研究所，担任所长助理及电新首席。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

类别	评级	说明	
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； <b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
	增持	相对强于市场表现 5%~20%；	
	中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；	
	减持	相对弱于市场表现 5%以下。	
行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；	
	中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；	
	弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。	

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。