



买入（首次覆盖）

报告原因：业绩点评

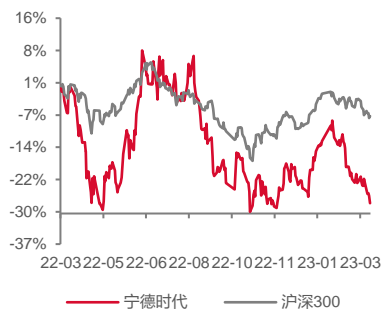
证券分析师

周啸宇 S0630519030001
zhouxiaoy@longone.com.cn

联系人

王珏人
wjr@longone.com.cn

总股本(万股)	244,251
流通A股/B股(万股)	215,719/0
资产负债率(%)	70.56%
市净率(倍)	5.70
净资产收益率(加权)	5.19
12个月内最高/最低价	574.1/352.5



相关研究

1. 新能源发展向好，两会推动绿色转——电力设备新能源行业周报（2023/2/27-2023/3/5）
2. 中科海钠发布多款新型电芯，钠电商业化进程提速——电力设备新能源行业周报（2023/2/20-2023/2/26）
3. 电动车渗透率持续提升，光伏上游价格见顶下需求将现——电力设备新能源行业周报（2023/2/13-2023/2/19）

单位盈利显著提升，锂电龙头地位巩固

——宁德时代（300750）公司简评报告

投资要点

- **事件：2022Q4盈利能力好于预期，业绩处在预告区间中上值。**3月9日，公司披露2022年年报，22年营收3286亿元，同比+152%，归母净利307亿元，同比+93%，扣非净利282亿元，同比+110%；2022Q4营收1183亿元，同/环比+107%/+21%，归母净利131亿元，同/环比+61%/+39%。
- **动力+储能销量大幅增加，全球市占率有所提升。**2022年公司锂电池出货量约289GWh，同比+117%，其中动力电池出货量约242GWh，同比+107%，储能电池出货量约47GWh，同比+181%。根据SNE Research数据，2022年公司动力电池装机量全球市占率约37%，同比提升4pct，储能电池出货全球市占率43%，同比提升5pct。预计2023年锂电池出货将超430GWh，进一步巩固公司龙头地位。
- **毛利率显著改善，Q4单Wh净利创新高。**1) 动力电池：由于规模效应带来的成本摊薄以及销售年底返利，2022H2公司动力电池毛利率显著改善，环比提升3.2pct；2) 储能电池：由于储能项目定制价格波动滞后于原材料价格，以及碳酸锂、中游材料出现下降，2022H2公司储能电池毛利改善，环比提升14.3pct。电池系统受碳酸锂成本回落，2022Q4电池系统单位净利润提升至0.08元/Wh。我们预计随着上游资源放量，动力/储能电池单位盈利维持在0.08/0.1元/Wh左右。
- **新增电池材料及回收、电池矿产资源两大业务分类，技术授权及尾料销售等保持高速增长。**2022年公司电池材料及回收营收260.3亿元，同比+94.7%，毛利率21.2%；电池矿产资源营收45.1亿元，同比+116.1%，毛利率12.2%；包括技术授权费、服务费及尾料销售在内的其他收入随项目开发和生产规模扩大保持高速增长，22年营收164.8亿元，同比+68.4%，毛利率73.9%。
- **公司产品及原材料库存管理优异。**1) 电池去库明显：公司2021/22年年末电池库存40/70GWh、库存商品193/297亿元，同比分别为+75%、+54%，均远低于营收增速；2) 原料库存下降：公司2022年年末原料库存大幅下降至49.8亿元，同比-39%，伴随锂盐价格持续下降，更低的库存将有效规避原材料价格波动风险。我们认为高效的库存管理将强化公司盈利能力，使业绩更具确定性。
- **投资建议：**考虑到公司行业龙头地位，储能业务进展迅速、上游资源放量，预计2023年电池出货超430GWh。我们预计公司2023-25年实现营业收入4440.7/5838.1/7383.9亿元，同比+35.1%/+31.5%/+26.5%，公司2023-25年归母净利润为474.6/655.4/862.6亿元，对应当前P/E为20x/14x/11x，给予“买入”评级。
- **风险提示：**新能源汽车行业需求波动风险；行业竞争加剧风险；原材料价格波动风险。

正文目录

1. 主要观点	4
1.1. 公司营业收入高增长	4
1.2. 公司 2022 年锂电池出货翻倍	5
1.3. 公司产能扩张迅速，上游资源积极布局	6
1.4. 公司产品及原材料库存管理优异	8
2. 投资建议	8
3. 风险提示	9

图表目录

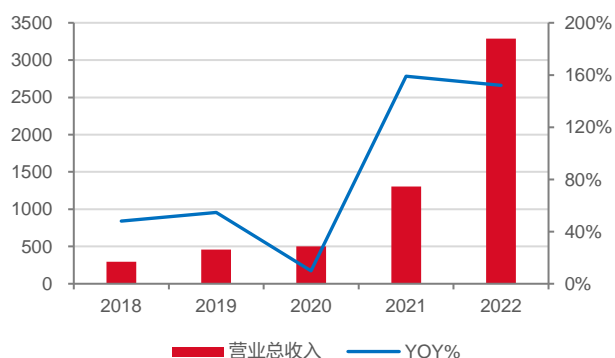
图 1 公司 2018-2022 年营业收入（单位：亿元）	4
图 2 公司 2018-2022 年归母净利润（单位：亿元）	4
图 3 公司单季度营业收入情况（单位：亿元）	4
图 4 公司单季度归母净利润情况（单位：亿元）	4
图 5 2018-2022 年公司毛利率和净利率情况（%）	5
图 6 2018-2022 年公司期间费用率情况（%）	5
图 7 2022 年全球动力电池装机量	6
图 8 2022 年国内动力电池装机量	6
表 1 公司历年锂电池出货情况汇总	5
表 2 宁德时代产能规划汇总（单位：GWh）	7
表 3 宁德时代上游资源布局	8
表 4 宁德时代 2022 年库存分类情况	8
附录：三大报表预测值	10

1.主要观点

1.1.公司营业收入高增长

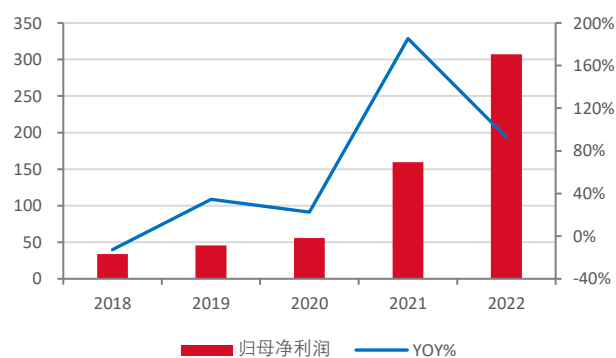
公司 2022 年营业收入 3285.94 亿元，同比增长 152%，归母净利润 307.29 亿元，同比增长 93%，扣非净利润 282.13 亿元，同比增长 110%；公司 2022Q4 营业收入 1182.54 亿元，同/环比增长 107%/21%，归母净利润 131.38 亿元，同/环比增长 61%/39%。

图1 公司 2018-2022 年营业收入（单位：亿元）



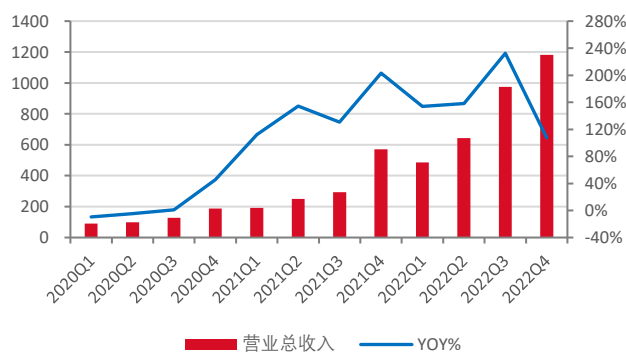
资料来源：Wind，东海证券研究所

图2 公司 2018-2022 年归母净利润（单位：亿元）



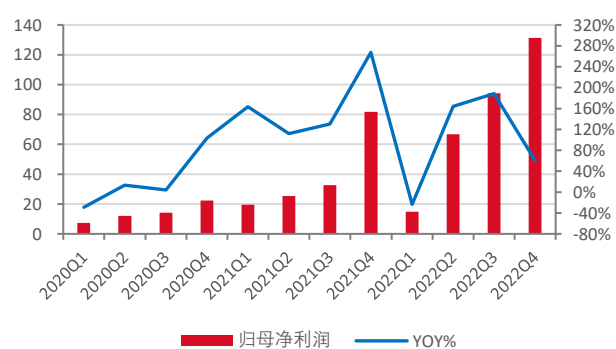
资料来源：Wind，东海证券研究所

图3 公司单季度营业收入情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，东海证券研究所

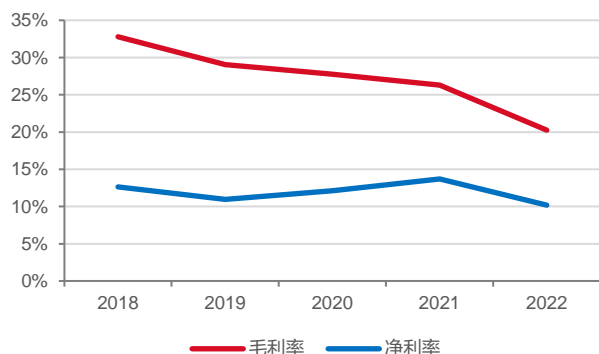
图4 公司单季度归母净利润情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，东海证券研究所

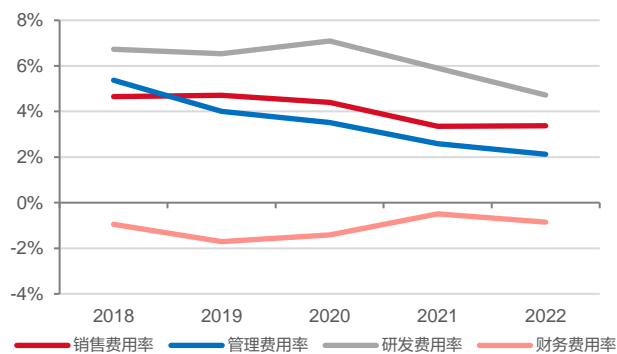
公司 2022 年毛利率为 20.25%，同比下降 6pct，主要受 2022Q1 锂盐价格高涨所致，2022Q4 毛利率为 22.56%，同比下降 2pct，环比增长 3pct，毛利率逐步修复。公司 2022 年期间费用率为 9.4%，同比下降 2.0pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.4% (+0.03pct)、2.1% (-0.46pct)、4.7% (-1.18pct)、-0.9% (-0.36pct)。

图5 2018-2022 年公司毛利率和净利率情况 (%)



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图6 2018-2022 年公司期间费用率情况 (%)



资料来源: Wind, 东海证券研究所

1.2.公司 2022 年锂电池出货翻倍

2022 年公司锂电池出货量约 289GWh, 同比+117%, 其中动力电池出货量约 242GWh, 同比+107%, 储能电池出货量约 47GWh, 同比+181%。公司 2022Q4 锂电出货约 100GWh, 其中动力电池出货量约 83GWh, 环比+15%, 储能电池出货量约 17GWh, 环比+13%。

表1 公司历年锂电池出货情况汇总

	单位	2019	2020	2021	2022
动力电池出货量	(GWh)	40	44	117	242
YOY	%		10%	163%	107%
储能电池出货量	(GWh)	1	2	17	47
YOY	%		378%	599%	181%
锂电池出货量	(GWh)	41	47	133	289
YOY	%		15%	185%	117%
锂电池库存	(GWh)	11	14	40	70
YOY	%		35%	183%	74%

资料来源: Wind, 东海证券研究所

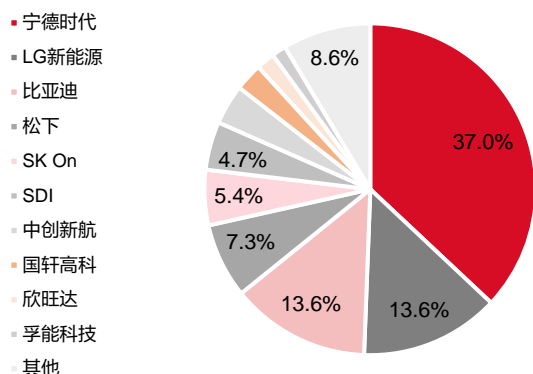
根据 SNE Research 数据, 2022 年公司动力电池装机量全球市占率约 37%, 同比提升 4pct, 连续 6 年位列全球第一, 2022 年公司储能电池出货全球市占率 43%, 同比提升 5pct。根据动力电池联盟数据显示, 2022 年公司动力电池装机量国内市占率约 48%, 同比下降 3.9pct。

动力电池端。国内: 1) 与极氪汽车签署战略合作协议, 实现麒麟电池首发; 2) 与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。国外: 1) 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; 2) 与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; 3) 与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; 4) 与日本大发、越南 Vinfast 等公司达成合作, 共同助力日本、越南等东南亚地区电动化转型。

储能电池端。国外: 1) 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; 2) 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; 3) 为大型清洁能源项目开发商及独立发电商 Nextera、Broad Reach Power、Jupiter Power、Neoen 等的储能项目提供业内领先的液冷方案; 4) 与美国储能技术平台和

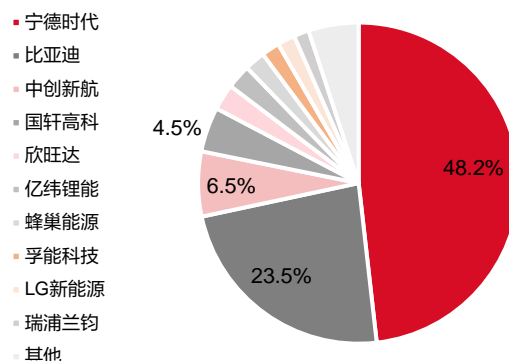
解决方案供应商 FlexGen 达成合作协议，进一步深化双向合作伙伴关系；5) 与英国新能源投资商 Gresham House 储能基金公司达成合作协议，共同推动公用事业规模储能的应用落地，此为首次与运营储能项目的资产管理公司直接合作，开创了业务合作新模式。

图7 2022 年全球动力电池装机量



资料来源：SNE，东海证券研究所

图8 2022 年国内动力电池装机量



资料来源：中国汽车动力电池产业创新联盟，东海证券研究所

1.3.公司产能扩张迅速，上游资源积极布局

公司近年来产能扩张迅速，2022 年国内新增洛阳基地和济宁基地，产能布局达 80GWh，同时也在积极布局海外业务，德国图林根工厂锂电池电芯量产，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。预计公司 2023 年底锂电池产能约 580GWh，同比增长 40%，到 2024/25 年公司产能将超过 750/930GWh，行业龙头地位加固。我们预计公司 2023 年锂电池出货将超 430GWh，同比增长 49%，到 2024/25 年公司锂电池出货将超过 620/880GWh。

表2 宁德时代产能规划汇总 (单位: GWh)

持股	基地	规划产能	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	
独资	宁德东桥、东区	38	38	38	38	38	38	
	宁德湖西一期	10	10	10	10	10	10	
	宁德湖西二期	14	14	14	14	14	14	
	宁德湖西三、四期	30	30	30	30	30	30	
	溧阳一期	4	4	4	4	4	4	
	溧阳二期	6	6	6	6	6	6	
	溧阳三期	25	25	25	25	25	25	
	溧阳四期	40	8	16	30	40	40	
	青海时代	15	15	15	15	15	15	
	德国图林根一、二期	14	-	10	12	14	14	
	四川时代一、二期	30	15	30	30	30	30	
	四川时代三、四期	33	-	10	30	30	30	
	四川时代五、六期	40	-	20	40	40	40	
	四川时代七至十期	80	-	20	40	60	80	
	宁德车里湾基地	45	15	30	45	45	45	
	宁德福鼎基地	60	15	30	45	60	60	
	广东肇庆一期	30	5	15	25	30	30	
	宜春新型锂电池生产基地	50	-	20	40	50	50	
	厦门基地	40	-	-	-	40	40	
	贵州一期	30	-	15	30	30	30	
	济宁基地	40	-	-	-	10	40	
	匈牙利基地	100	-	-	-	20	100	
	洛阳基地	40	-	-	-	20	40	
	合计		<u>811</u>	<u>200</u>	<u>358</u>	<u>509</u>	<u>661</u>	<u>811</u>
	合资	时代上汽一、二期	42	20	20	30	30	42
		时代广汽	10	5	10	10	10	10
时代东风		10	5	10	10	10	10	
时代吉利		25	-	5	15	15	25	
时代一汽一期		26	-	10	10	16	26	
时代一汽二期		15	-	-	-	10	15	
合计			<u>128</u>	<u>30</u>	<u>55</u>	<u>75</u>	<u>91</u>	<u>128</u>
独资+合资合计			230	413	584	752	939	

资料来源: 公司公告, 东海证券研究所

新增电池材料及回收、电池矿产资源两大业务分类, 技术授权及尾料销售等保持高速增长。22 年公司电池材料及回收营收 260.3 亿元, 同比+94.7%, 毛利率 21.2%; 电池矿产资源营收 45.1 亿元, 同比+116.1%, 毛利率 12.2%; 包括技术授权费、服务费及尾料销售在内的其他收入随项目开发和生产规模扩大保持高速增长, 22 年营收 164.8 亿元, 同比+68.4%, 毛利率 73.9%。

表3 宁德时代上游资源布局

资源类别	布局时间	合作方	公司股比	项目地点	投资额	规划年产能
碳酸锂	2018年	North American Lithium	43.59%	加拿大	6600万加元	2.3万吨
碳酸锂+氢氧化锂	2018年	宜宾天宜锂业	15%	宜宾	1.05亿元	4万吨
碳酸锂	2019年	Pilbara Minerals Limited	8.50%	澳洲	5500万澳元	5万吨
碳酸锂	2020年	Neo Lithium Corp	8%	阿根廷	858万加元	4万吨
氧化锂	2021年	Manono	24%	刚果(金)	2.4亿美元	70万吨
碳酸锂	2022年1月	宜丰时代	70%	江西	7亿元	5万吨
碳酸锂	2022年4月	宜春时代	100%	江西	8.65亿元	20万吨
碳酸锂	2022年11月	志存锂业	23%	江西	-	6万吨
锂资源	2022年2月	四川天府矿业	共同开发	四川	-	-

资料来源：公司公告，东海证券研究所

1.4. 公司产品及原材料库存管理优异

电池去库明显：公司 2021/22 年年末电池库存 40/70GWh、库存商品 171/259 亿元，同比分别为+75%、+52%，均远低于营收增速；原料库存下降：公司 2022 年年末原料库存大幅下降至 47.3 亿元，同比-40%，伴随锂盐价格持续下降，更低的库存将有效规避原材料价格波动风险。我们认为高效的库存管理将强化公司盈利能力，使业绩更具确定性。

表4 宁德时代 2022 年库存分类情况

项目	2021年	2022年	同比(%)
	账面价值(百万元)	账面价值(百万元)	
原材料	7,974	4,734	-40.6%
在产品	355	627	76.6%
库存商品	17,077	25,905	51.7%
周转材料	62	209	235.8%
合同履约成本	1,034	1,313	27.0%
发出商品	8,237	29,334	256.1%
自制半成品	4,179	7,297	74.6%
委托加工物资	1,282	7,249	465.5%
合计	40,200	76,669	90.7%

资料来源：公司公告，东海证券研究所

2. 投资建议

考虑到公司行业龙头地位，储能业务进展迅速、上游资源放量，预计 2023 年电池出货超 430GWh。我们预计公司 2023-25 年实现营业收入 4440.7/5838.1/7383.9 亿元，同比 +35.1%/+31.5%/+26.5%，公司 2023-25 年归母净利润为 474.6/655.4/862.6 亿元，对应当前 P/E 为 20x/14x/11x，首次覆盖给予“买入”评级。

3.风险提示

新能源汽车行业需求波动风险：若未来下游电动车需求下滑，市场出现大规模的不景气及停产减产情况，公司将面临经营业绩下滑的风险。

储能行业竞争加剧风险：未来储能市场发展确定性强，电化学储能需求较高，目前国内各厂商纷纷布局储能电池抢占市场，若公司不能顺利拓展客户，公司将面临业绩下滑风险。

原材料价格波动风险：公司盈利能力与原材料成本紧密相关，若未来原材料出现大幅上涨，将对公司盈利能力造成负面影响。

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	191,043	266,440	350,283	443,036
应收票据及账款	80,633	107,479	141,301	178,717
预付账款	15,843	17,413	22,892	28,954
其他应收款	8,678	17,165	22,567	28,543
存货	76,669	122,333	160,675	203,140
其他流动资产	14,868	17,432	22,113	27,291
流动资产总计	387,735	548,262	719,832	909,682
长期股权投资	17,595	18,657	19,719	20,782
固定资产	89,920	86,395	89,773	115,007
在建工程	35,398	42,749	40,736	17,699
无形资产	9,540	7,950	6,360	4,770
长期待摊费用	2,295	2,270	2,789	2,944
其他非流动资产	58,470	73,793	88,315	103,625
非流动资产合计	213,217	231,814	247,693	264,826
资产总计	600,952	780,076	967,525	1,174,508
短期借款	14,415	56,301	64,642	59,620
应付票据及账款	220,764	263,523	346,118	437,593
其他流动负债	60,582	114,099	149,788	189,302
流动负债合计	295,761	433,923	560,548	686,515
长期借款	78,850	69,973	61,962	52,384
其他非流动负债	49,432	49,432	49,432	49,432
非流动负债合计	128,282	119,405	111,395	101,817
负债合计	424,043	553,328	671,943	788,332
股本	2,443	2,443	2,443	2,443
资本公积	88,904	88,904	88,904	88,904
留存收益	73,134	118,187	180,411	262,304
归属母公司权益	164,481	209,534	271,757	353,651
少数股东权益	12,428	17,214	23,825	32,525
股东权益合计	176,909	226,748	295,582	386,176
负债和股东权益合计	600,952	780,076	967,525	1,174,508

现金流量表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
税后经营利润	33,457	49,253	69,119	91,883
折旧与摊销	13,091	19,910	26,308	35,321
财务费用	(2,800)	(1,143)	(2,650)	(5,433)
其他经营资金	(6,358)	(1,261)	(670)	1,062
经营性现金净流量	61,047	80,791	125,262	157,593
投资性现金净流量	(64,140)	(37,143)	(41,079)	(51,302)
筹资性现金净流量	82,266	31,748	(340)	(13,538)
现金流量净额	81,962	75,396	83,844	92,753

利润表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	328594	444066	583806	738394
营业成本	262050	341478	448507	567043
营业税金及附加	907	1829	2405	3042
销售费用	11099	13766	16930	20675
管理费用	6979	7993	9633	11076
研发费用	15510	19983	25104	31013
财务费用	(2800)	(1143)	(2650)	(5433)
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	2515	1362	1412	1462
公允价值变动损益	400	0	0	0
营业利润	36822	57285	79110	104112
其他非经营损益	(0)	(0)	(0)	(0)
利润总额	36673	57264	79089	104092
所得税	3216	5021	6935	9127
净利润	33457	52243	72154	94964
少数股东损益	2728	4786	6610	8700
归属母公司股东净利润	30729	47457	65544	86264
EBITDA	46964	76031	102747	133981
NPOLAT	30678	51234	69770	90042
EPS(元)	13	19	27	35

主要财务比率

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收益率	152.1%	35.1%	31.5%	26.5%
EBIT增长率	76.0%	65.7%	36.2%	29.1%
EBITDA增长率	83.5%	61.9%	35.1%	30.4%
净利润增长率	92.9%	54.4%	38.1%	31.6%
盈利能力				
毛利率	20.3%	23.1%	23.2%	23.2%
净利率	10.2%	11.8%	12.4%	12.9%
ROE	18.7%	22.6%	24.1%	24.4%
ROA	5.1%	6.1%	6.8%	7.3%
ROIC	26.1%	21.0%	21.3%	22.7%
估值倍数				
P/E	30	20	14	11
P/S	3	2	2	1
P/B	6	4	3	3
股息率	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%
EV/EBIT	31	18	14	11
EV/EBITDA	22	14	10	8
EV/NOPLAT	34	20	15	12

资料来源：Wind，东海证券研究所

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8621) 20333619
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8610) 59707105
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089