

# 宁德时代 (300750)

## 2023 年一季报点评：一季报大超预期，逆市彰显龙头风范

买入 (维持)

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	328,594	443,034	576,117	778,976
同比	152%	35%	30%	35%
归属母公司净利润 (百万元)	30,729	46,417	63,201	85,461
同比	93%	51%	36%	35%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	12.58	19.00	25.88	34.99
P/E (现价&最新股本摊薄)	31.47	20.89	15.34	11.35

关键词：#业绩超预期

### 投资要点

- **一季报收入及利润大超预期。**公司 23Q1 营收 890 亿元，同增 83%，环降，归母净利 98.22 亿元，同增 557.97%，扣非净利 78 亿元，同增 698.35%，毛利率 21%，同环比+6.8/-1.3pct，净利率 11%，环比持平，扣非净利率 8.8%，环比-1.5pct。业绩超市场预期来自于出货量超预期，同时投资收益 15 亿及其他收益 14 亿亮眼。
- **23Q1 进一步去库、出货超预期、且海外份额提升明显。**我们预计公司 Q1 产量 70-75GWh+，同环比+25%/-25%，出货量 75-80GWh，同环比+55%/-20%，进一步去库（23Q1 末存货减少 127 亿，由于 22 年末公司发出商品 30GWh+，预计 5-10GWh 于 23Q1 确认）。结构上看，储能出货预计 15GWh+，环降 5-10%，占比进一步提升至 20%+；动力出货 60GWh，环比降 20%+，其中海外市占率进一步提升，23 年 1-2 月欧洲份额提升至 31%、美国提升至 16%。全年看，公司 Q2 排产逐月恢复，随着碳酸锂价格企稳，我们预计 23Q3 公司出货将明显跃升，维持全年 420GWh 出货预期，同增 40%+，其中动力预计 330GWh，同增 35%，储能 80GWh，同增 70%。
- **盈利水平亮眼、其他业务毛利占比缩小。**公司整体 23Q1 毛利率 21%，环降 1pct，我们预计动力毛利率达 18-19%，均价 1.15 元/wh，环降 5%（传导原材料降价），单位净利 0.07 元/wh+，环降 0.03 元/wh，主要受开工率低影响；储能毛利率预计 23%，单位净利 0.11 元/wh，动力储能整体贡献 60 亿元+净利。预计 6 月后公司产能利用率回升，且超级拉线投产、一体化布局逐步完善，Q3-4 毛利率有望进一步回升，全年电池业务净利率可维持 0.08 元/wh+。其他业务方面，预计 Q1 贡献 33-35 亿元，环降 20%，收入占比缩窄 1pct，预计贡献 15-20 亿元左右利润。
- **23Q1 报表质量一如既往亮眼、现金流大幅提升。**23Q1 公司期间费用 90 亿元，期间费用率 10%，同减 0.9pct，23Q1 公司投资收益 15 亿元，主要为参股公司股权处置收益，其他收益 14 亿元，主要为政府补助。23Q1 公司计提减值 11 亿元资产减值损失，存货跌价准备计提彻底。23Q1 公司经营活动净现金流净额 210 亿元，同比近翻番，表现亮眼。此外，23Q1 公司存货 640.38 亿元，较 22 年末减少 126 亿元。
- **盈利预测与投资评级：**我们维持公司 23-25 年归母净利润预测 464/632/855 亿元，同增 51%/36%/35%，对应 21x/15x/11x PE。考虑到公司装机、出货和市占率优势显著，且海外市占率快速提升，给予 23 年 35x PE，目标价 665 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**1) 电动车销量不及预期；2) 原材料价格波动；3) 竞争加剧超预期。

2023 年 04 月 21 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001  
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

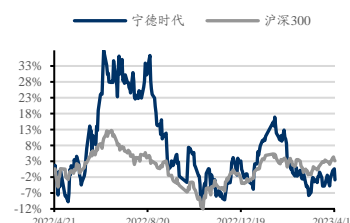
执业证书：S0600517120002  
021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

证券分析师 岳斯瑶

执业证书：S0600522090009  
yuesy@dwzq.com.cn

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	396.00
一年最低/最高价	353.00/575.00
市净率(倍)	5.15
流通 A 股市值(百万元)	1,537,646.07
总市值(百万元)	1,740,932.00

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	76.93
资产负债率(% ,LF)	67.40
总股本(百万股)	4,396.29
流通 A 股(百万股)	3,882.94

### 相关研究

《宁德时代(300750): 2022 年报点评: Q4 电池毛利率明显恢复, 报表质量优秀》

2023-03-10

《宁德时代(300750): 全球电池王者风范尽显, 动力储能引领星辰大海》

2023-01-21

## 1. 公司业绩：收入及利润大超预期，盈利水平亮眼

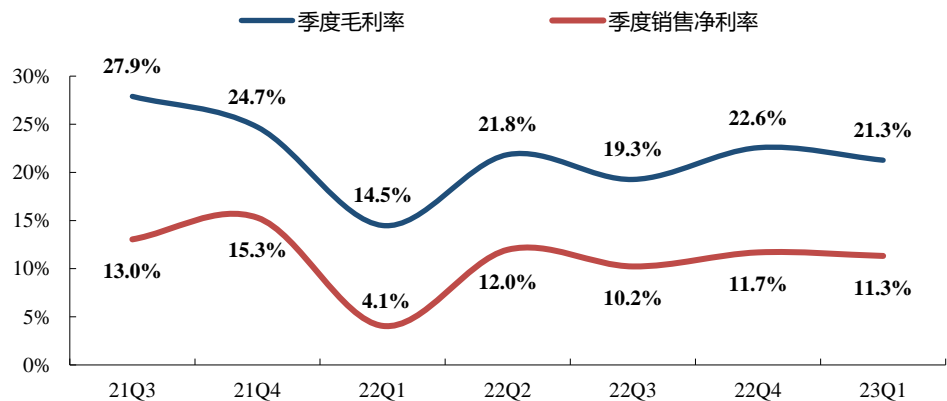
2023Q1 归母净利润 98.22 亿元，同环比+557.97%/-25.2%，超市场预期。2023 年 Q1 公司实现营收 890.4 亿元，同比增加 82.91%，环比减少 24.71%；归母净利润 98.22 亿元，同比增加 557.97%，环比减少 25.24%；扣非归母净利润 78 亿元，同比增加 698.35%，环比减少 35.93%。盈利方面，23Q1 公司毛利率 21.27%，同比提升 6.8pct，环比下降 1.3pct；归母净利率 11.03%，同比提升 8.0pct，环比下降 0.08pct；Q1 扣非净利率 8.76%，同比提升 6.8pct，环比下降 1.5pct，超市场预期。

图1：公司分季度业绩拆分（百万元）

	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1
营业收入(百万)	89,038.5	118,253.7	97,369.0	64,292.8	48,678.4
-同比	82.91%	107.48%	232.47%	158.12%	153.97%
毛利率	21.27%	22.57%	19.27%	21.85%	14.48%
归母净利润(百万)	9,822.3	13,137.6	9,423.6	6,675.2	1,492.8
-同比	557.97%	60.60%	188.42%	163.91%	-23.62%
归母净利率	11.03%	11.11%	9.68%	10.38%	3.07%
扣非归母净利润(百万)	7,800.1	12,174.7	8,987.10	6,074.27	977.02
-同比	698.35%	78.02%	234.70%	170.40%	-41.57%
扣非归母净利率	8.76%	10.30%	9.23%	9.45%	2.01%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图2：公司分季度盈利能力



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2. 分业务情况

**Q1 进一步去库，出货超预期，且海外份额提升明显。**我们预计公司 Q1 产量 70-75gwh，同环比+25%/-25%，出货量 75-80gwh，同环比+55%/-20%，进一步去库（Q1 末存货减少 127 亿，由于 22 年末公司发出商品 30gwh+，预计 5-10gwh 于 Q1 确认）。结构上看，储能出货预计 15gwh+，环降 5-10%，占比进一步提升至 20%+；动力出货 60gwh，环比降 20%+，其中海外市占率进一步提升，23 年 1-2 月欧洲份额提升至 31%、美国提升至 16%。全年看，公司 Q2 排产逐月恢复，随着碳酸锂价格企稳，我们预计 Q3 公司出货将明显跃升，维持全年 420gwh 出货预期，同增 40%+，其中动力预计 330gwh，同增 35%，储能 80gwh，同增 70%。

**电池盈利水平亮眼，全年盈利可维持 0.08 元/Wh+。**公司整体 Q1 毛利率 21%，环降 1pct，我们预计动力毛利率达 18-19%，均价 1.15 元/wh，环降 5%（传导原材料降价），单位净利 0.07 元/wh+，环降 0.03 元/wh，主要受开工率低影响；储能毛利率预计 23%，单位净利 0.11 元/wh，动力储能整体贡献 60 亿+净利。预计 6 月后公司产能利用率回升，且超级拉线投产、一体化布局逐步完善，Q3-4 毛利率有望进一步回升，全年电池业务净利率可维持 0.08 元/wh+。其他业务方面，预计 Q1 贡献 33-35 亿，环降 20%，收入占比缩窄 1pct，预计贡献 15-20 亿左右利润。

图3：动力电池业务拆分

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
<b>1.动力电池系统</b>					
<b>收入 (百万)</b>	<b>36,519</b>	<b>42,623</b>	<b>69,372</b>	<b>88,079</b>	<b>63,119</b>
-同比增长	156%	163%	236%	118%	73%
-环比增长	-10%	17%	63%	27%	-28%
<b>销量 (gwh)</b>	<b>44.90</b>	<b>47.15</b>	<b>68.00</b>	<b>81.95</b>	<b>61.82</b>
-同比增长	157%	125%	153%	60%	38%
-环比增长	-13%	5%	44%	21%	-25%
<b>均价 (含税, 元/wh)</b>	<b>0.92</b>	<b>1.02</b>	<b>1.15</b>	<b>1.21</b>	<b>1.15</b>
-幅度 (环比)	3%	11%	13%	5%	-5%
<b>均成本 (不含税, 元/wh)</b>	<b>0.73</b>	<b>0.73</b>	<b>0.86</b>	<b>0.86</b>	<b>0.83</b>
-幅度 (环比)	18%	0%	17%	0%	-3%
<b>毛利率</b>	<b>10.30%</b>	<b>19.10%</b>	<b>16.00%</b>	<b>20.01%</b>	<b>18.50%</b>
毛利 (百万)	3,761	8,142	11,099	17,621	11,677
<b>均毛利 (元/wh)</b>	<b>0.08</b>	<b>0.17</b>	<b>0.16</b>	<b>0.22</b>	<b>0.19</b>
<b>单位利润 (元/wh)</b>	<b>-0.004</b>	<b>0.072</b>	<b>0.068</b>	<b>0.115</b>	<b>0.072</b>
合计利润 (百万)	-199	3,371	4,598	9,402	4,473

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

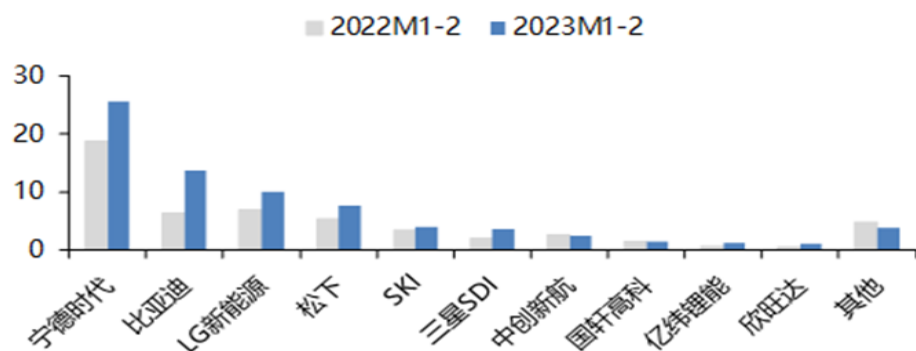
图4: 储能业务拆分

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
<b>收入 (百万)</b>	<b>4,287</b>	<b>8,449</b>	<b>14,575</b>	<b>17,669.0</b>	<b>16,114</b>
-同比增长	155%	180%	920%	136%	276%
-环比增长	-43%	97%	73%	21%	-9%
<b>出货量 (gwh)</b>	<b>5.0</b>	<b>10.0</b>	<b>15.0</b>	<b>17.0</b>	<b>16.2</b>
-同比增长	182%	149%	594%	94%	223%
-环比增长	-43%	100%	50%	13%	-5%
均价 (含税, 元/wh)	0.97	0.95	1.10	1.17	1.13
<b>毛利率</b>	<b>6.0%</b>	<b>6.6%</b>	<b>17.0%</b>	<b>24.6%</b>	<b>23.0%</b>
毛利 (百万)	257	562	2,478	4,354	3,706
均毛利 (元/wh)	0.05	0.06	0.17	0.26	0.23
均成本 (元/wh)	0.81	0.79	0.81	0.78	0.77
-费用率	11.0%	9.6%	8.9%	8.9%	10.1%
<b>单位利润 (元/wh)</b>	<b>-0.03</b>	<b>-0.02</b>	<b>0.074</b>	<b>0.16</b>	<b>0.11</b>
合计利润 (百万)	-170	-209	1,103	2,676	1,751

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

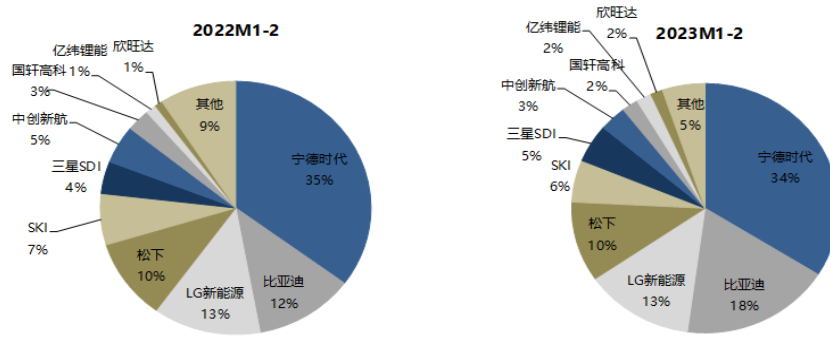
公司海外市占率持续提升, 1-2月全球装机份额达33.9%, 远期市占率有望提升至35%-40%。根据动力电池联盟数据, 公司23年Q1国内装机29.3GWh, 同比+15%, 环比-41%, 市占率为44.4%, 同比-5.3pct。分产品看, 23年Q1公司铁锂装机16.3GWh, 同比增长11.7%, 占比36.3%, 三元装机13.0GWh, 同比增长18.6%, 占比62.0%。根据SNE口径, 宁德时代23年1-2月全球装机量为25.5GWh, 同比增长34.0%, 全球市占率为33.9%, 其中2月全球装机量14.3GWh, 市占率达33.9%。分市场看, 宁德时代23年Q1国内市占率达44.44%, 1-2月海外市场累计装机量8.73GWh, 市占率为23.51%, 其中2月海外装机量4.7GWh, 同增171.7%, 市占率23.2%, 其中欧洲提升至31%, 美国提升至16%, 我们预计23年宁德全球份额基本维持35%左右, 长期看公司在动力电池领域预期有望做到40%的份额。

图5: 全球电池装机情况 (SNE口径测算, GWh)



数据来源: SNE, 东吴证券研究所

图6: 全球电池装机情况 (SNE口径测算, GWh)



数据来源: SNE, 东吴证券研究所

图7: 23年Q1国内动力电池企业装车量前五名

23年3月国内动力电池企业装车量前五名				23年Q1国内动力电池企业装车量前五名			
序号	企业名称	装车量(GWh)	占比	序号	企业名称	装车量(GWh)	占比
1	宁德时代	12.5	45.00%	1	宁德时代	29.3	44.40%
2	比亚迪	7.4	26.70%	2	比亚迪	20.4	31.00%
3	中创新航	2.9	10.30%	3	中创新航	5.3	8.00%
4	国轩高科	1.3	4.50%	4	国轩高科	2.7	4.00%
5	亿纬锂能	1.1	3.90%	5	亿纬锂能	2.4	3.70%
6	欣旺达	0.6	2.20%	6	欣旺达	1.4	2.10%
7	LG新能源	0.6	2.10%	7	LG新能源	1.3	2.00%
8	孚能科技	0.4	1.60%	8	孚能科技	0.8	1.20%
9	蜂巢能源	0.4	1.50%	9	蜂巢能源	0.8	1.20%
10	捷威动力	0.2	0.70%	10	捷威动力	0.4	0.50%
11	瑞浦兰钧	0.2	0.60%	11	瑞浦兰钧	0.3	0.40%
12	远景动力	0	0.20%	12	正力新能	0.2	0.30%
13	SK	0	0.10%	13	力神	0.1	0.20%
14	天劲新能源	0	0.10%	14	多氟多	0.1	0.20%
15	多氟多	0	0.10%	15	鹏辉能源	0.1	0.20%

数据来源: 中国汽车动力电池产业创新联盟, 东吴证券研究所

公司美国市占率已达 16%，后续通过技术授权的方式进入美国市场，全球空间进一步打开。公司 23 年 1-2 月美国市占率已达 16%，我们预计主要配套欧系、韩系车企，及部分特斯拉铁锂标续车型，已顺利打开美国市场，好于市场预期；且公司针对美国 IRA 法案的本土化要求，2 月与福特官宣，拟投资 35 亿美元在美建厂，预计 2026 年建成，年产能约为 36GWh，可供应 40 万辆电动车。合作模式上，福特将全资拥有这座工厂，而宁德时代将为工厂提供筹建和运营服务，并就电池专利技术进行许可。目前项目进展顺利，并有头部大客户寻求与公司在美建厂，宁德时代通过收取技术授权费，规避政策风险，享受美国市场爆发红利，后续该模式有望复制其他车企，美国市占率预计进一步提升，长期看考虑宁德突破美国市场，预计宁德时代动力电池领域有望做到近 40% 份额。



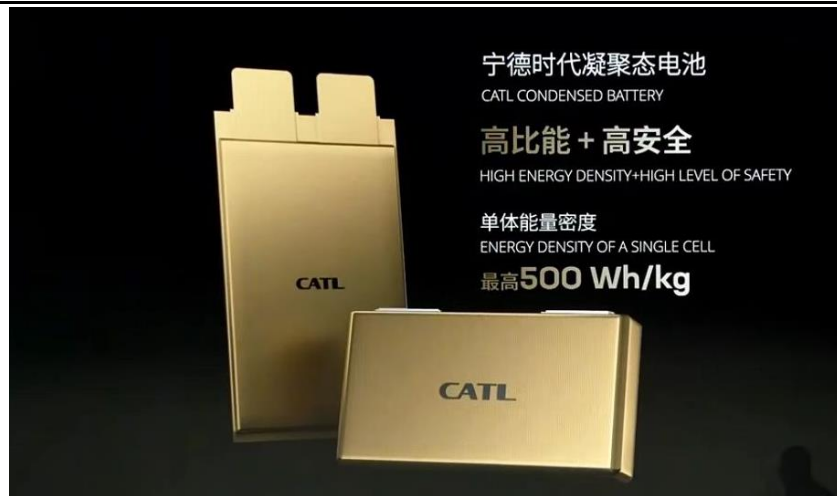
图8: 宁德时代动力出货及全球份额预测

	2019	2020	2021	2022	2023E
全球总装机 (GWh)	113	137	297	505	687
国内总装机	62	61	154	290	390
海外市场总装机 (GWh)	51	76	142	215	297
-美国市场装机 (gwh)	19	19	39	65	126
-海外非美国市场总装机 (GWh)	32	56	103	150	171
宁德时代全球装机 (GWh)	33	36	97	180	235
宁德时代全球动力出货 (gwh)	40	45	117	250	330
宁德时代全球市占率	29%	26%	33%	36%	34%
宁德时代国内装机	32	31	81	138	175
宁德时代国内市占率	52%	51%	52%	48%	45%
宁德时代海外装机测算 (GWh)	0	5	16	42	60
-宁德时代海外市占率	0%	6%	11%	20%	20%
-宁德时代海外市占率 (扣除美国)	1%	8%	16%	28%	35%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

产品创新 23-24 年持续落地, 竞争力预计长期维持。公司持续推进钠离子电池、M3P、凝聚态等新型化学体系产品产业化, 推出第三代 CTP 产品麒麟电池, CTP 等结构创新动力产品应用, 推进更高安全级别的储能产品研发及应用, 持续提升产品竞争力。其中麒麟电池已实现量产装车, 4C 快充版麒麟电池首发落地理想; 钠离子电池首发落地奇瑞, 能量密度 160Wh/kg, 循环寿命大于 2000 次; 此外发布了凝聚态电池, 单体能量密度高达 500Wh/kg, 集合了高动力仿生凝聚态电解质、高比能正极、新型负极等一系列创新技术, 创造性让电池兼具高比能+高安全。凝聚态电池正在进行民用电动载人飞机项目的合作开发, 致力于达成航空级的安全与质量要求, 同时将推出凝聚态电池的车规级应用版本, 可在年内具备量产能力。公司新技术 23-24 年逐步落地, 进一步拉大与竞争对手差距。

图9: 宁德时代凝聚态电池



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

储能出货占比进一步提升，全年预计出货 80GWh+，以海外市场为主。我们预计 23Q1 储能出货预计 15gwh+，环降 5-10%，占比进一步提升至 20%+，随着公司在海外储能业务的持续拓展，我们预计 23 年全年出货 80GWh+，同增 70%。其中户储我们预计出货近 10GWh。分产品看，公司大储与户储全面布局，我们预计 23 年公司户储电芯出货规模仍保持全球第一，大储以海外市场为主，在美份额近 50%，产品溢价明显。特斯拉储能超级工厂在上海签约，产能规划 1 万台，接近 40gwh，预计 Megapack 电芯为宁德时代独供，23 年宁德储能电池出货预计达 80-100gwh，特斯拉有望占比 15%+，公司储能享受行业高增长。

图10: 宁德时代大型储能海外订单情况

时间	美国供应商	内容
2023.03	HGP	达成450MWh电池储能项目（户外预制舱系统-EnerC）供货协议，双方还将建立长期合作伙伴关系，推动高达5GWh公用事业级和分布式储能项目的落地，预计24年开始商业运营
2022.12	GrashamHouse	达成近7.5GWh的长期供货协议。双方将根据市场需求，努力将合作规模扩大至10GWh，共同推动公共事业规模储能的应用落地
2022.1	Primergy Solar LLC (Primergy)	为Gemini光伏+储能项目独家供应提供长寿命、高集成和高安全的户外液冷储能电柜EnerOne，总投资达12亿美元
2022.09	FlexGen	将在三年时间内为后者供应10GWh的先进储能产品。
2022.09	Mango Power	采用宁德时代锂铁磷电池的储能公司 Mango Power 将在 RE+ 展会上展示其 Mango Power E 和 Mango Power M 系列系统。
2022.04	Broad Reach Power	向宁德时代采购超过900MWh的电池储能系统，推进其 ERCOT 投资组合
2021.12	伊顿电源	助力伊顿完善其企业级应用中锂电池不间断电源解决方案，双方还将共同开拓不同应用场景的储能解决方案
2020.04	Powin	该公司与宁德时代签订了1.85GW 的总供应协议

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

其他业务跟随收入稳健增长，电池材料及回收、电池矿产资源预计受资源跌价影响，盈利占比下降。电池材料及回收业务 Q1 我们预计收入 40 亿元，环比下降 30%，毛利率 18%，环比下滑 5pct；电池矿产资源 Q1 我们预计收入 24 亿元，环比下降 5%，毛利率 12%，贡献 0.4 亿元利润，后续宁德宜春规划 10 万吨产能，预计 23 年贡献 3 万吨增量，回收预计新增 3 万吨，我们预计 23 年自供比例进一步提升到 25%。其他业务 Q1 我们预计收入 34 亿元，环比下降 20%，毛利率 75%，预计贡献利润 18 亿元，23Q1 占比略微下滑，其他业务收入中锂回收占比较小，主要为技术授权收入，预计 23 年跟随主营业务稳健增长。

### 3. 报表质量一如既往优秀，经营活动净现金流亮眼

Q1 费用率环比略增，资产减值计提 11 亿处理审慎。2023Q1 公司期间费用合计 89.53 亿元，同环比+67.4%/-15.2%，费用率为 10.1%，同环比-0.9/+1.1pct；Q1 销售费用 29.17 亿元，销售费用率 3.3%，同环比+0.1/-0.2pct；管理费用 18.51 亿元，管理费用率 2.1%，同环比-0.5/-0.04pct；财务费用-4.67 亿元，财务费用率-0.5%，同环比+0.5/-0.3pct；研发费用 46.52 亿元，研发费用率 5.2%，同环比-0.05/+1.1pct。公司 2023Q1 计提资产减值损

失 10.92 亿元，预计主要为存货跌价准备，计提信用减值损失转回 3.76 亿元，存货跌价准备计提彻底，减值计提较为审慎。2023 年 Q1 公司实现投资收益 15.27 亿元，主要系处置部分参股公司股权获益所致，其中公司联营和合营企业投资收益 5.87 亿元，同比增加 0.11 亿元。2023 年 Q1 公司其他收益 13.67 亿元，同比增加 9.09 亿元，主要为政府补助与递延收益。

图11: 季度费用率

单位: 百万元	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
销售费用	1,533.48	1,934.11	3,555.61	4,076.20	2,916.57
-销售费用率	3.15%	3.01%	3.65%	3.45%	3.28%
管理费用	1,245.96	1,404.27	1,821.33	2,507.12	1,851.07
-管理费用率	2.56%	2.18%	1.87%	2.12%	2.08%
研发费用	2,568.04	3,200.06	4,808.42	4,933.94	4,652.23
-研发费用率	5.28%	4.98%	4.94%	4.17%	5.22%
财务费用	-0.37	-357.46	-1,484.25	-957.90	-466.75
-财务费用率	0.00%	-0.56%	-1.52%	-0.81%	-0.52%
期间费用	5,347.09	6,180.97	8,701.12	10,559.35	8,953.12
-期间费用率	10.98%	9.61%	8.94%	8.93%	10.06%
资产减值损失	5.73	-262.35	-653.82	-1,916.49	-1,092.54
信用减值损失	-21.97	-382.41	-110.86	-631.01	376.46

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**经营现金流同比大幅增长, 存货较年初减少 126 亿元。**2023 年 Q1 末公司存货为 640.38 亿元, 较年初减少 16.5%; 应收账款 486.07 亿元, 较年初减少 16.2%; 应付账款及票据 2061.34 亿元, 较年初减少 6.6%; 公司合同负债 258.73 亿元, 较年初增长 15.3%, 在手订单充足。2023 年 Q1 公司经营活动净现金流净额为 209.66 亿元, 同比增长 196.3%, 主要由于销售规模增加和销售回款增加; 投资活动净现金流净额为 -58.07 亿元, 同比收窄 64.7%, 系公司处置股权收到的现金增加所致; 2023 年 Q1 公司账面现金 2104.47 亿元, 较年初增长 10.2%, 短期借款 188.58 亿元, 较年初减少 12.9%。2023Q1 公司资本开支为 482.15 亿元, 同比增长 315.38%; 在建工程 323.54 亿元, 较年初下降 8.6%; 固定资产 966.11 亿元, 较年初增长 8.5%, 预计为新增产能增加基地建设投资。

**盈利预测与投资评级:** 我们维持公司 23-25 年归母净利润预测 464/632/855 亿元, 同增 51%/36%/35%, 对应 21x/15x/11x PE。考虑到公司装机、出货和市占率优势显著, 且海外市占率快速提升, 给予 23 年 35x PE, 目标价 665 元, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 1) 电动车销量不及预期; 2) 原材料价格波动; 3) 竞争加剧超预期。



### 宁德时代三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>387,735</b>	<b>493,380</b>	<b>664,635</b>	<b>911,627</b>	<b>营业总收入</b>	<b>328,594</b>	<b>443,034</b>	<b>576,117</b>	<b>778,976</b>
货币资金及交易性金融资产	193,025	213,748	306,653	429,088	营业成本(含金融类)	262,050	347,933	451,882	612,584
经营性应收款项	96,302	132,276	171,823	236,696	税金及附加	907	1,224	1,591	2,151
存货	76,669	123,921	159,706	214,824	销售费用	11,099	13,734	16,707	21,811
合同资产	175	222	288	389	管理费用	6,979	7,975	9,506	11,685
其他流动资产	21,565	23,214	26,165	30,630	研发费用	15,510	19,937	24,773	32,717
<b>非流动资产</b>	<b>213,217</b>	<b>235,104</b>	<b>255,661</b>	<b>273,735</b>	财务费用	-2,800	-1,153	-623	-320
长期股权投资	17,595	17,615	17,637	17,661	加:其他收益	3,037	3,101	3,457	3,895
固定资产及使用权资产	89,920	100,090	112,175	120,306	投资净收益	2,515	2,215	2,593	3,116
在建工程	35,398	41,398	44,848	50,281	公允价值变动	400	0	10	10
无形资产	9,540	13,589	16,780	19,280	减值损失	-3,973	-3,350	-3,810	-4,542
商誉	704	754	804	854	资产处置收益	-5	4	6	8
长期待摊费用	2,295	2,593	2,922	3,284	<b>营业利润</b>	<b>36,822</b>	<b>55,357</b>	<b>74,536</b>	<b>100,833</b>
其他非流动资产	57,766	59,066	60,496	62,069	营业外净收支	-149	100	170	184
<b>资产总计</b>	<b>600,952</b>	<b>728,484</b>	<b>920,296</b>	<b>1,185,362</b>	<b>利润总额</b>	<b>36,673</b>	<b>55,457</b>	<b>74,706</b>	<b>101,017</b>
<b>流动负债</b>	<b>295,761</b>	<b>375,670</b>	<b>483,975</b>	<b>650,565</b>	减:所得税	3,216	5,546	7,471	10,102
短期借款及一年内到期的非流动负债	21,648	100	100	100	<b>净利润</b>	<b>33,457</b>	<b>49,911</b>	<b>67,235</b>	<b>90,916</b>
经营性应付款项	220,764	293,117	378,213	509,360	减:少数股东损益	2,728	3,494	4,034	5,455
合同负债	22,445	38,273	49,707	67,384	<b>归属母公司净利润</b>	<b>30,729</b>	<b>46,417</b>	<b>63,201</b>	<b>85,461</b>
其他流动负债	30,905	44,181	55,955	73,721	每股收益-最新股本摊薄(元)	12.58	19.00	25.88	34.99
非流动负债	128,282	138,282	159,282	173,382	EBIT	32,048	52,233	71,657	98,027
长期借款	59,099	69,099	80,099	92,199	EBITDA	45,301	71,375	96,949	129,032
应付债券	19,178	19,178	29,178	31,178	毛利率(%)	20.25	21.47	21.56	21.36
租赁负债	572	572	572	572	归母净利率(%)	9.35	10.48	10.97	10.97
其他非流动负债	49,432	49,432	49,432	49,432	收入增长率(%)	152.07	34.83	30.04	35.21
<b>负债合计</b>	<b>424,043</b>	<b>513,952</b>	<b>643,257</b>	<b>823,947</b>	归母净利润增长率(%)	92.89	51.05	36.16	35.22
归属母公司股东权益	164,481	198,611	257,084	336,005					
少数股东权益	12,428	15,922	19,956	25,411					
<b>所有者权益合计</b>	<b>176,909</b>	<b>214,532</b>	<b>277,039</b>	<b>361,416</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>600,952</b>	<b>728,484</b>	<b>920,296</b>	<b>1,185,362</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	61,209	85,891	124,467	166,258	每股净资产(元)	67.34	81.31	105.25	137.57
投资活动现金流	-64,140	-39,259	-43,631	-46,321	最新发行在外股份(百万股)	2,442	2,442	2,442	2,442
筹资活动现金流	82,266	-26,408	11,558	1,988	ROIC(%)	13.79	16.19	18.68	20.22
现金净增加额	82,124	20,223	92,395	121,925	ROE-摊薄(%)	18.68	23.37	24.58	25.43
折旧和摊销	13,253	19,142	25,292	31,005	资产负债率(%)	70.56	70.55	69.90	69.51
资本开支	-48,215	-39,354	-43,941	-46,977	P/E (现价&最新股本摊薄)	31.47	20.89	15.34	11.35
营运资本变动	16,843	2,407	18,332	25,392	P/B (现价)	5.88	4.88	3.77	2.89

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

