

盈利能力持续增强，顺利出海撑起远期空间

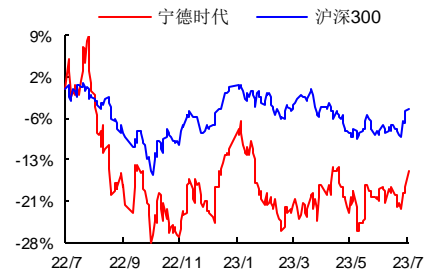
投资要点

- **事件:** 公司发布2023年半年报，上半年实现收入1892.5亿元，同比+67.5%，实现归母净利润207.2亿元，同比+153.6%；其中单Q2实现收入1002.1亿元，同比+55.9%，实现归母净利润109.0亿元，同比+63.2%。
- **动力出海贡献增量，盈利能力进一步提升。** 23H1公司动力电池系统实现营收1394.2亿元，同比+76%；毛利率20.4%，同比+5.3pp，盈利能力显著改善。【量】23H1公司电池系统产量约154GWh，对应产能利用率约61%。经测算，23H1公司动力电池销量约140GWh，同比+56%，显著领先于行业增速。其中，23Q2动力销售约75GWh，环比+15%，同比+50%。23H1公司积极出海，海外定点持续交付，并进一步获得海外多家主流车企新定点。根据SNE Research数据，2023年4-5月，公司海外市占率持续超越LGES夺得全球第一；2023年1-5月，公司海外市占率达到27.3%，同比+6.9pp。【价】23H1动力产品均价为1.0元/Wh，年内单价维持稳定，较2022年涨价约2%，或为客户结构优化、产品附加值提升导致。【利】23H1公司动力产品单位利润达到0.1元/Wh，年内维持稳定，主要得益于成本管控能力提升。此外，公司大陆客户盈利能力显著提升。23H1公司大陆客户毛利率达到19.9%，同比+5.4pp，且与国外客户利润率差值缩小至1.1pp，在出海同时，公司在国内市场的产品竞争力逐步显现。【预测】因动力锂电销售具有季节性特征，H2销售规模占比较高，预计公司全年动力电池出货约350GWh，单位利润维持0.1元/Wh，对应动力电池系统贡献约350亿净利润。
- **储能价格战正酣，公司甄选订单维持市占率。** 23H1公司储能系统实现营收279.9亿元，同比+119.7%；毛利率21.3%，同比+14.9pp，较动力电池系统毛利率领先1.0pp。【量】经测算，23H1公司储能系统销量超30GWh，同比+130%，主要受下游行业需求旺盛拉动。其中，23Q2储能销售超15GWh，环比基本持平，主要系2023年4-5月碳酸锂价格波动较大，下游观望情绪较浓。根据SMM数据，2023年1-6月，公司储能电芯产量持续排名全球第一。【价】23H1储能系统单价超0.9元/Wh，其中，23Q2单价约0.9元/Wh，环比略降。报告期内，价格水平从2022年的1.0元/Wh降至0.7元/Wh。由于储能锂电供应商增多，价格战激烈，剔除碳酸锂跌价影响后，产品报价仍有进一步下滑。公司储能系统单价基本维持稳定，侧面反映出优异的产品性能及客户结构。【利】23H1储能系统单位利润达到0.1元/Wh，较2022年小幅提升，年内维持稳定。公司储能业务规模效益逐步显现，价格战抵御能力较强。【预测】因储能销售、交付具有季节性特征，H2销售规模占比较高，预计公司全年储能系统出货约90GWh，单位利润维持0.1元/Wh，对应储能系统贡献约90亿净利润。
- **“四大创新”各有斩获，持续挖掘企业护城河。** 研发端，23H1公司持续推动“四大创新”：(1) 6月，搭载CTP3.0麒麟电池的极氪001千里续航套装完成交付，CLTC续驶里程超1000公里；(2) 推出钠电池首发车型；(3) 推进M3P电池产业化，攻克电导率低、循环次数少等问题，积极对接大客户新型需求；(4) 发布凝聚态电池、零辅源光储直流耦合解决方案等。同时积极拓展产品使用场景，与海外客户展开多领域、多层次的合作。财务端，公司半年度存货周转率

西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨
执业证号: S1250520100002
电话: 021-58351923
邮箱: hch@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	43.96
流通A股(亿股)	38.83
52周内股价区间(元)	207.3-556.89
总市值(亿元)	10,452.19
总资产(亿元)	4,812.34
每股净资产(元)	57.23

相关研究

1. 宁德时代(300750): 22Q4盈利能力回暖, 供应链地位维持强势 (2023-03-13)

达 2.4，同比+0.8，库存周期缩短，对于市场需求把控度提升，库存减值风险降低。

- **盈利预测与投资建议。**预计 2023-2025 年 EPS 分别为 10.51 元、13.02 元、15.65 元，对应动态 PE 分别为 23 倍、18 倍、15 倍。公司电池销售维持高增长，海外客户持续开拓、战略合作相继落地；叠加公司产品价格坚挺，盈利能力稳中向好，持续领先行业。23H1 公司盈利水平超预期、市占率持续提升，EPS 超预期。给予公司 2024 年 24 倍估值，对应目标价 312.48 元，上调至“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济与市场波动风险；市场竞争加剧风险；原材料价格波动风险及供应风险；新产品和新技术开发风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	328593.99	484700.00	582000.00	692500.00
增长率	152.07%	47.51%	20.07%	18.99%
归属母公司净利润（百万元）	30729.16	46221.26	57246.23	68799.25
增长率	92.89%	50.41%	23.85%	20.18%
每股收益 EPS（元）	6.99	10.51	13.02	15.65
净资产收益率 ROE	18.91%	24.04%	23.68%	22.99%
PE	34	23	18	15
PB	6.35	5.34	4.29	3.47

数据来源：Wind，西南证券



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：2023~2025 年，根据全球各国政策指引测算，预计全球新能源汽车终端销量达到 1280/1577/1889 万辆，对应动力锂电池需求约 977/1271/1599GWh。若公司市占率维持稳定，对应公司动力电池系统出货 350/450/550GWh。预计随着碳酸锂价格逐年下滑至正常水平，单价降至 1.00/0.90/0.85 元/Wh；

假设 2：2023~2025 年，根据政策指引，电源侧配储占比逐年提升，储能产品销售领先于新能源并网容量增长，CAGR≈50%。预计公司市占率稳定，储能系统出货 90/140/200GWh。价格随着碳酸锂价格逐年下滑至正常水平，单价降至 0.93/0.85/0.80 元/Wh；

假设 3：公司在产业链内议价能力稳定，毛利率维持 2023 年水平。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
动力电池系统	收入	236594	350000	405000	467500
	增速	158.6%	47.9%	15.7%	15.4%
	毛利率	17.2%	21.0%	21.0%	21.0%
储能系统	收入	44980	83700	119000	160000
	增速	230.2%	86.1%	42.2%	34.5%
	毛利率	17.0%	22.0%	22.0%	22.0%
其他业务	收入	47020	51000	58000	65000
	增速	86.3%	40.0%	30.0%	20.0%
	毛利率	38.9%	30.0%	30.0%	30.0%
合计	收入	328594	484700	582000	692500
	增速	152.1%	47.5%	20.1%	19.0%
	毛利率	20.3%	22.1%	22.1%	22.1%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 4847 亿元 (+48%)、5820 亿元 (+20%) 和 6925 亿元 (+19%)，归母净利润分别为 462 亿元 (+50%)、572 亿元 (+24%)、688 亿元 (+20%)，EPS 分别为 10.51 元、13.02 元、15.65 元，对应动态 PE 分别为 23 倍、18 倍、15 倍。

综合考虑业务范围，选取了锂电池行业 4 家上市公司作为估值参考，其中亿纬锂能、欣旺达和国轩高科为行业龙头，已实现“动力+储能”布局，体量较大，且多品类覆盖；珠海冠宇体量相对较小，主要面向启动启停+储能市场。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)				
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	
300014.SZ	亿纬锂能	1212	59.23	1.72	2.90	4.36	5.87	51	20	14	10	
002074.SZ	国轩高科	490	27.54	0.18	0.71	1.13	1.66	165	39	24	17	
300439.SZ	欣旺达	306	16.44	0.57	0.54	0.99	1.31	37	30	17	13	
688772.SH	珠海冠宇	250	22.26	0.08	0.33	0.92	1.26	230	67	24	18	
平均值										39	20	15
300750.SZ	宁德时代	10452	237.75	6.99	10.51	13.02	15.65	34	23	18	15	

数据来源：Wind，西南证券整理

从 PE 角度看，公司 2024 年估值为 18 倍，行业平均值为 20 倍，低于行业平均估值水平。从估值消化角度看，2024 年公司归母净利润同比+24%， $PEG=0.75 < 1$ ，相对低估；同时，公司持续开拓开外市场，从发展的角度避免价格战，维持了利润的较高增速。从确定性角度看，公司为行业绝对龙头。根据电池创新联盟、SNE Research 数据，公司国内市占率接近 50%，全球市占率超 35%，市场份额稳中有进，伴随行业成长；公司持续扩充客户矩阵，海外车企、国产新势力、电力能源国企多维度布局，增强抗风险能力；此外，电池创新联盟数据显示，23H1 公司三元材料市占率超 60%，在三元锂电领域拥有绝对优势，未来若市场偏好转向三元锂电，那么公司将充分收益市场转向。参考国轩高科与珠海冠宇，给予公司 2024 年 24 倍估值，对应目标价 312.48 元，上调至“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	328593.99	484700.00	582000.00	692500.00	净利润	33457.14	51221.26	63246.23	76299.25
营业成本	262049.61	377486.00	453370.00	539625.00	折旧与摊销	13091.16	13686.93	13686.93	13686.93
营业税金及附加	907.48	1495.43	1732.86	2086.76	财务费用	-2799.99	5516.27	5035.98	4784.70
销售费用	11099.40	15995.10	19206.00	22852.50	资产减值损失	-2826.93	-3500.00	-4500.00	-5500.00
管理费用	6978.67	31990.20	38412.00	45705.00	经营营运资本变动	28804.29	56102.53	29028.58	20865.35
财务费用	-2799.99	5516.27	5035.98	4784.70	其他	-8516.83	3241.97	4780.03	6015.94
资产减值损失	-2826.93	-3500.00	-4500.00	-5500.00	经营活动现金流净额	61208.84	126268.96	111277.76	116152.18
投资收益	2514.54	0.00	0.00	0.00	资本支出	-54487.04	-20000.00	-20000.00	-20000.00
公允价值变动损益	400.24	266.83	311.30	296.48	其他	-9652.80	-9329.46	-9688.70	-9703.52
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-64139.84	-29329.46	-29688.70	-29703.52
营业利润	36821.98	55983.83	69054.46	83242.52	短期借款	2292.35	-14415.40	0.00	0.00
其他非经营损益	-149.13	-308.55	-308.55	-308.55	长期借款	36980.28	0.00	0.00	0.00
利润总额	36672.86	55675.28	68745.90	82933.97	股权融资	45852.34	0.00	0.00	0.00
所得税	3215.71	4454.02	5499.67	6634.72	支付股利	-1593.06	-6145.83	-9244.25	-11449.25
净利润	33457.14	51221.26	63246.23	76299.25	其他	-1265.47	-6679.79	9964.02	10215.30
少数股东损益	2727.98	5000.00	6000.00	7500.00	筹资活动现金流净额	82266.43	-27241.02	719.76	-1233.95
归属母公司股东净利润	30729.16	46221.26	57246.23	68799.25	现金流量净额	82123.58	69698.48	82308.83	85214.71
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	191043.41	260741.89	343050.71	428265.42	成长能力				
应收和预付款项	86014.26	135167.48	157516.25	188327.95	销售收入增长率	152.07%	47.51%	20.07%	18.99%
存货	76668.90	114008.06	137385.19	164212.43	营业利润增长率	85.75%	52.04%	23.35%	20.55%
其他流动资产	34008.28	19545.06	23070.85	27074.96	净利润增长率	87.32%	53.10%	23.48%	20.64%
长期股权投资	17595.21	17595.21	17595.21	17595.21	EBITDA 增长率	84.55%	59.59%	16.75%	15.88%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	124468.49	132054.70	139640.91	147227.12	毛利率	20.25%	22.12%	22.10%	22.08%
无形资产和开发支出	10244.03	9200.36	8156.69	7113.02	三费率	9.37%	11.04%	10.77%	10.59%
其他非流动资产	60909.77	70680.30	80450.82	90221.34	净利率	10.18%	10.57%	10.87%	11.02%
资产总计	600952.35	758993.04	906866.63	1070037.46	ROE	18.91%	24.04%	23.68%	22.99%
短期借款	14415.40	0.00	0.00	0.00	ROA	5.57%	6.75%	6.97%	7.13%
应付和预收款项	235032.90	378693.45	452747.60	530592.57	ROIC	-	-	-	-
长期借款	59099.36	59099.36	59099.36	59099.36	EBITDA/销售收入	14.34%	15.51%	15.08%	14.69%
其他负债	115495.53	108146.94	127964.41	148440.27	营运能力				
负债合计	424043.19	545939.76	639811.37	738132.19	总资产周转率	0.72	0.71	0.70	0.70
股本	2442.51	4396.29	4396.29	4396.29	固定资产周转率	5.04	5.85	8.26	11.93
资本公积	88904.37	86950.59	86950.59	86950.59	应收账款周转率	7.80	6.34	5.74	5.77
留存收益	64457.06	104532.48	152534.46	209884.46	存货周转率	4.20	3.78	3.50	3.48
归属母公司股东权益	164481.25	195625.38	243627.36	300977.36	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	93.06%	—	—	—
少数股东权益	12427.91	17427.91	23427.91	30927.91	资本结构				
股东权益合计	176909.16	213053.29	267055.27	331905.27	资产负债率	70.56%	71.93%	70.55%	68.98%
负债和股东权益合计	600952.35	758993.04	906866.63	1070037.46	带息债务/总负债	21.86%	14.34%	12.23%	10.60%
					流动比率	1.31	1.31	1.37	1.43
					速动比率	1.05	1.03	1.09	1.14
					股利支付率	5.18%	13.30%	16.15%	16.64%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	47113.15	75187.03	87777.38	101714.15	每股收益	6.99	10.51	13.02	15.65
PE	34.01	22.61	18.26	15.19	每股净资产	37.41	44.50	55.42	68.46
PB	6.35	5.34	4.29	3.47	每股经营现金	13.92	28.72	25.31	26.42
PS	3.18	2.16	1.80	1.51	每股股利	0.36	1.40	2.10	2.60
EV/EBITDA	9.11	10.54	7.97	5.94					
股息率	0.15%	0.59%	0.88%	1.10%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyif@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	徐铭婉	销售经理	15204539291	15204539291	xumw@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
