

公司研究

业绩符合预期，毛利率环比小幅下滑

——宁德时代 (300750.SZ) 2021 年一季报点评

要点

业绩基本符合预期，毛利率环比小幅下滑：2021Q1 公司实现营收 191.7 亿元，同比+112%/环比+2%，归母净利润 19.5 亿元，同比+163%/环比-12%，扣非后归母净利润 16.7 亿元，同比+291%/环比-1%。2021Q1 公司毛利率 27.3%，同比+2.2pcts/环比-1.1pcts，净利率 12.2%，同比+2.2pcts/环比-0.7pcts。费用率方面，2021Q1 公司销售费用/管理费用/研发费用率分别为 3.6%/3.7%/6.2%，同比分别-0.3/-0.8/-0.9pcts，环比分别-1.3/+0.5/-1.6pcts，合计同比-2.0/环比-2.3pcts。

减值较多，现金流再创单季新高：2021Q1 公司信用减值+资产减值合计 3.2 亿元，同比+205%，环比+108%。2021Q1 公司经营净现金流为 109.7 亿元，同比+249%/环比+35%，单季度经营净现金流继续创历史新高。截至 2021Q1 末，公司预付款项 19.8 亿元，比年初增加 99%。其他非流动资产 112.6 亿元，比年初增加 125%，主要是预付工程及设备款增加，公司产能在快速扩张期。

国内市占率维持高位，龙头地位稳固：2021Q1，根据 SNE Research 的数据，全球动力电池使用量 47.8Gwh，同比+128%；根据中国汽车动力电池产业创新联盟的数据，国内动力电池装机量 23.2Gwh，其中宁德时代装机 12.2Gwh，市占率达到 52.6%。考虑到出口及发出但未装机的电池，我们估计 2021Q1 公司动力电池销量约 18Gwh。

携手 ATL 进入储能、电动两轮车领域，交叉技术许可降低重复研究成本：2021 年 4 月 28 日，公司和 ATL 签署合同，双方拟成立合资公司，生产用于储能、电动两轮车等领域的中型电池。其中电芯公司宁德时代持股 70%，ATL 持股 30%，电池包公司宁德时代持股 30%，ATL 持股 70%。此外，双方还签署《交叉技术许可协议》，ATL 每 12 个月向公司缴纳 1.5 亿美元的许可费用。该协议有助于降低双方的重复研究成本。

盈利预测、估值与评级：维持公司 2021/22/23 年净利润预测为 100.5/146.8/204.2 亿元，当前股价对应 PE 为 88/60/43 倍。公司作为全球动力电池龙头，储能业务拐点临近，未来增长确定性较高，维持“买入”评级。

风险提示：疫情扩散风险；原材料涨价风险；政策变化风险；技术路线变更风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	45,788	50,319	102,459	147,360	203,189
营业收入增长率	54.63%	9.90%	103.62%	43.82%	37.89%
净利润 (百万元)	4,560	5,583	10,051	14,677	20,421
净利润增长率	34.64%	22.43%	80.01%	46.03%	39.14%
EPS (元)	2.06	2.40	4.31	6.30	8.77
ROE (归属母公司) (摊薄)	11.96%	8.70%	13.82%	16.94%	19.32%
P/E	184	159	88	60	43
P/B	22.0	13.8	12.2	10.2	8.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-29

买入 (维持)

当前价：379.99 元

作者

分析师：马瑞山

执业证书编号：S0930518080001

021-52523850

mars@ebsecn.com

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452063

yinzs@ebsecn.com

分析师：郝寒

执业证书编号：S0930520050001

021-52523827

haoqian@ebsecn.com

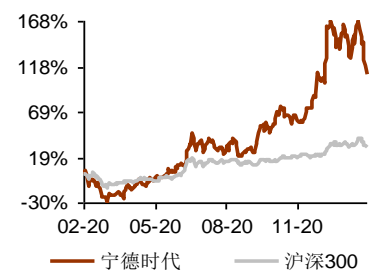
联系人：陈无忌

chenwuji@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	23.29
总市值(亿元)	8851.75
一年最低/最高(元)	134.86/424.99
近 3 月换手率	43.84%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	16.24	6.75	159.32
绝对	17.95	8.47	161.03

资料来源：Wind

相关研报

业绩略好于预期，出口&储能业务提速——宁德时代 (300750.SZ) 2020 年报点评 (2021-04-28)
上海市力推汽车电动化，时代上汽再扩产——宁德时代 (300750.SZ) 重大事项点评 (2021-02-26)

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	45,788	50,319	102,459	147,360	203,189
营业成本	32,483	36,349	75,951	108,937	151,456
折旧和摊销	4,252	4,712	5,747	7,477	9,752
税金及附加	272	295	601	868	1,193
销售费用	2,157	2,217	4,354	6,042	8,128
管理费用	1,833	1,768	3,381	4,716	6,299
研发费用	2,992	3,569	7,172	10,610	14,223
财务费用	-782	-713	-209	154	83
投资收益	-80	-118	-99	-108	-103
营业利润	5,759	6,959	12,145	17,667	24,232
利润总额	5,761	6,983	12,137	17,652	24,238
所得税	748	879	1,486	2,295	3,056
净利润	5,013	6,104	10,651	15,358	21,182
少数股东损益	452	521	601	681	761
归属母公司净利润	4,560	5,583	10,051	14,677	20,421
EPS(元)	2.06	2.40	4.31	6.30	8.77

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	13,472	18,430	21,340	26,656	38,431
净利润	4,560	5,583	10,051	14,677	20,421
折旧摊销	4,252	4,712	5,747	7,477	9,752
净营运资金增加	6,806	1,067	28,542	24,691	27,407
其他	-2,146	7,068	-23,000	-20,188	-19,149
投资活动产生现金流	1,856	-15,052	-36,981	-20,802	-24,138
净资本支出	-9,612	-13,302	-16,000	-19,100	-22,050
长期投资变化	1,540	4,813	-1,800	-1,500	-2,000
其他资产变化	9,928	-6,563	-19,181	-202	-88
融资活动现金流	4,168	37,431	8,692	21,087	19,204
股本变化	13	121	0	0	0
债务净变化	4,092	18,443	-2,190	7,948	-2,339
无息负债变化	16,388	9,817	55,251	56,724	76,208
净现金流	19,511	40,232	-6,949	26,941	33,497

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	29.1%	27.8%	25.9%	26.1%	25.5%
EBITDA 率	27.4%	26.9%	19.5%	18.7%	17.8%
EBIT 率	17.8%	17.3%	13.9%	13.6%	13.0%
税前净利润率	12.6%	13.9%	11.8%	12.0%	11.9%
归母净利润率	10.0%	11.1%	9.8%	10.0%	10.1%
ROA	4.9%	3.9%	4.9%	5.2%	5.4%
ROE (摊薄)	12.0%	8.7%	13.8%	16.9%	19.3%
经营性 ROIC	15.3%	13.0%	13.2%	14.5%	16.8%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	58%	56%	64%	69%	71%
流动比率	1.57	2.05	1.54	1.48	1.52
速动比率	1.32	1.81	1.23	1.19	1.21
归母权益/有息债务	3.93	2.28	2.80	2.56	3.35
有形资产/有息债务	9.95	5.35	8.14	8.53	12.08

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	101,352	156,618	218,796	298,090	391,753
货币资金	32,270	68,424	61,475	88,416	121,913
交易性金融资产	1,390	3,288	3,288	3,308	3,358
应收帐款	8,339	11,294	19,672	28,293	38,606
应收票据	9,650	9,877	18,443	28,836	38,739
其他应收款 (合计)	4,569	3,304	6,453	11,232	13,851
存货	11,481	13,225	29,130	41,660	59,058
其他流动资产	1,648	969	2,533	4,779	8,686
流动资产合计	71,695	112,865	144,780	210,631	289,811
其他权益工具	1,531	1,997	1,997	1,997	1,997
长期股权投资	1,540	4,813	6,013	7,513	9,513
固定资产	17,417	19,622	21,015	23,463	27,023
在建工程	1,997	5,750	7,750	10,175	13,488
无形资产	2,302	2,518	3,442	4,443	5,368
商誉	148	148	148	148	148
其他非流动资产	2,249	5,003	22,377	22,377	22,377
非流动资产合计	29,657	43,753	74,017	87,459	101,942
总负债	59,164	87,424	140,485	205,156	279,025
短期借款	2,126	6,335	3,745	10,771	7,411
应付账款	10,692	15,635	32,061	50,111	72,699
应付票据	17,420	15,637	31,913	45,753	60,582
预收账款	6,161	0	0	0	0
其他流动负债	813	3,919	16,394	30,420	53,440
流动负债合计	45,607	54,977	93,871	142,407	191,067
长期借款	4,981	6,068	6,568	7,168	7,868
应付债券	1,508	14,382	14,382	14,382	14,382
其他非流动负债	813	3,919	16,394	30,420	53,440
非流动负债合计	13,557	32,447	46,615	62,749	87,958
股东权益	42,188	69,195	78,311	92,934	112,728
股本	2,208	2,329	2,329	2,329	2,329
公积金	22,728	42,820	42,827	42,827	42,827
未分配利润	13,653	18,641	28,126	41,798	60,792
归属母公司权益	38,135	64,207	72,723	86,665	105,698
少数股东权益	4,053	4,987	5,588	6,269	7,029

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	4.71%	4.41%	4.25%	4.10%	4.00%
管理费用率	4.00%	3.51%	3.30%	3.20%	3.10%
财务费用率	-1.71%	-1.42%	-0.20%	0.10%	0.04%
研发费用率	6.53%	7.09%	7.00%	7.20%	7.00%
所得税率	13%	13%	12%	13%	13%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.22	0.24	0.43	0.61	0.85
每股经营现金流	6.10	7.91	9.16	11.44	16.50
每股净资产	17.27	27.56	31.22	37.20	45.37
每股销售收入	20.73	21.60	43.98	63.26	87.23

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	184	159	88	60	43
PB	22.0	13.8	12.2	10.2	8.4
EV/EBITDA	68.9	65.8	46.0	33.5	25.5
股息率	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE