

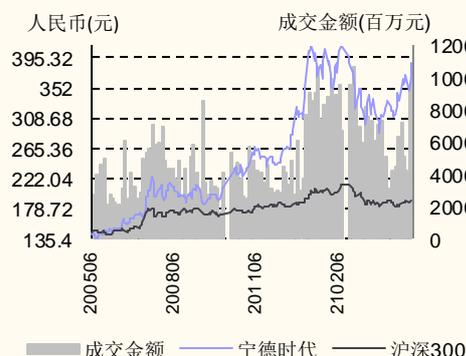
宁德时代 (300750.SZ) 买入 (首次评级)

公司研究

市场价格 (人民币): 388.17 元

市场数据 (人民币)

| | |
|---------------|---------------|
| 总股本(亿股) | 23.29 |
| 已上市流通 A 股(亿股) | 13.57 |
| 总市值(亿元) | 9,042.32 |
| 年内股价最高最低(元) | 413.23/135.40 |
| 沪深 300 指数 | 5123 |
| 创业板指 | 3091 |



行业地位稳固 加速扩产迎接全球需求高增

公司基本情况 (人民币)

| 项目 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 45,788 | 50,319 | 98,798 | 121,734 | 166,620 |
| 营业收入增长率 | 54.63% | 9.90% | 96.34% | 23.22% | 36.87% |
| 归母净利润(百万元) | 4,560 | 5,583 | 9,580 | 13,337 | 19,729 |
| 归母净利润增长率 | 34.64% | 22.43% | 71.57% | 39.22% | 47.93% |
| 摊薄每股收益(元) | 2.065 | 2.397 | 4.112 | 5.725 | 8.469 |
| 每股经营性现金流净额 | 5.99 | 7.05 | 8.97 | 10.89 | 12.83 |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 11.96% | 8.70% | 13.56% | 16.95% | 21.80% |
| P/E | 51.53 | 146.49 | 92.40 | 66.37 | 44.87 |
| P/B | 6.16 | 12.74 | 12.53 | 11.25 | 9.78 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资要点

- 优质赛道及公司全方位的竞争优势保障了其业绩的高成长高确定性。全球新能源车进入由优质供给驱动的新增长阶段, 公司处于确定性极强的高成长赛道。一方面, 公司深厚的技术储备、庞大的研发资源投入使得其在行业技术不断迭代的过程中始终保持领先; 另一方面, 公司的规模优势、在上游原材料端的布局、国产化的供应体系使其构建出显著的成本优势。分散且优质的客户体系在保障公司出货量的同时, 亦加强了其在产业链中的话语权。
- 20 年全年业绩符合预期, 21Q1 业绩呈现高景气度。2020 年公司实现营业收入 503.19 亿元, 同比+9.9%; 实现归母净利润 55.83 亿元, 同比+22.43%; 扣非归母净利润 42.65 亿元, 同比+8.93%, 全年业绩符合预期。21 年 Q1 公司实现营业收入 191.67 亿元, 同比+112.24%; 归母净利润 19.54 亿元, 同比+163.38%; 扣非归母净利润 16.72 亿元, 同比+290.5%, 反映出行业高景气度。
- 核心业务动力电池系统稳健增长, 储能业务进入成长快车道。2020 年公司动力电池系统实现营业收入 394.26 亿元, 同比+2.18%; 占营收比重为 78.35%, 较去年下降 5.92pct。全年动力电池销量为 44.45GWh, 同比+10.42%。储能系统实现营业收入 19.43 亿元, 同比+218.52%; 占营业收入比重为 3.86%, 较去年增加 2.53pct。全年储能电池销量 2.39Gwh, 同比+236.62%。
- 海外收入占比高增, 动力电池产销两旺, 公司加速扩产。20 年公司实现境外收入 79.08 亿元, 同比+295.30%, 占公司营收的 15.71%, 19 年该比例为 4.37%。公司现有产能 69.10GWh, 较去年增加 16GWh。预计公司 21 年动力电池出货量将达 95GWh, 为此公司加快了扩产节奏, 20 年底公司在建产能 77.50GWh, 相较 19 年底 22.2GWh 的在建产能, 同比增长 249%。
- 价格及成本降幅收窄, 电池成本下降进入瓶颈期。2020 年公司动力电池系统单价为 0.89 元/Wh, 同比-7%, 相比 19 年 17% 的降幅明显收窄。单 Wh 营业成本为 0.65 元/Wh, 同比-5%, 相较 19 年成本端 10% 的下降幅度也有所收敛。动力电池系统成本中直接材料占比约 80%, 20 年四季度以来上游原材料价格的上涨推高了成本, 成本的持续下降暂时进入瓶颈期。

盈利预测与投资建议

- 预计 21-23 年公司总营收将达到 987.98/1217.34/1666.20 亿元, 归母净利润将达 95.88/137.04/204.15 亿元。对应现价 PE 分别为 92/65/43 倍。我们给予 21 年 100 倍 PE, 对应目标价 448 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 新能源车销量不及预期、行业政策不及预期、电池安全事故等

姚遥

分析师 SAC 执业编号: S1130512080001
(8621)61357595
yaoy@gjzq.com.cn

袁凯玲

联系人
yuankailing@gjzq.com.cn

内容目录

| | |
|---|----|
| 一、处于优质赛道 全方位竞争优势保障业绩高增长高确定性 | 3 |
| 1.1 全球新能源车进入新增长阶段 公司处于高增长高确定性赛道 | 3 |
| 1.2 领先的技术储备为护城河打下坚实基础..... | 3 |
| 1.3 成本优势拓宽护城河边界..... | 3 |
| 1.4 优质且分散的客户体系保障出货量 加强公司产业链话语权..... | 3 |
| 二、业绩符合预期 动力电池龙头地位稳固 | 3 |
| 2.1 动力电池业务稳健增长 储能业务进入成长快车道..... | 3 |
| 2.2 期间费用管控良好 现金流充沛 公司强产业链地位持续得到验证..... | 5 |
| 三、动力电池产销两旺 公司加速扩产 价格成本降幅收窄 | 6 |
| 3.1 需求端：电动车景气度迎来全球共振 公司全年出货有望翻翻 | 6 |
| 3.2 供给端：加速扩产应对高增需求 产能规划规模居全球首位..... | 8 |
| 3.3 价格及成本降幅收窄 原材料价格上涨使电池成本下降进入瓶颈期 | 8 |
| 四、储能业务驶入“快车道” 看好未来成长性 | 8 |
| 五、盈利预测与估值 | 9 |
| 六、风险提示 | 10 |

图表目录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 图表 1：2016-2021Q1 公司营业收入..... | 4 |
| 图表 2：2016-2021Q1 公司归母净利润 | 4 |
| 图表 3：分业务营业收入（亿元） | 4 |
| 图表 4：2020 年分业务营业收入占比 | 4 |
| 图表 5：动力电池系统销量及增速..... | 4 |
| 图表 6：储能系统销量及增速..... | 4 |
| 图表 7：2016-2020 年期间费用率..... | 5 |
| 图表 8：2016-2020 年经营性现金流、净现比..... | 5 |
| 图表 9：2016-2021Q1（预收+应付）-（应收+预付） | 6 |
| 图表 10：2019-2020 国内动力电池装机格局..... | 6 |
| 图表 11：2019-2020 全球动力电池装机格局..... | 7 |
| 图表 12：全球电动车销量及动力电池需求量预测..... | 7 |
| 图表 13：宁德时代装机量预测..... | 8 |
| 图表 14：公司单 Wh 电池价格及成本..... | 8 |
| 图表 15：盈利预测 | 9 |
| 图表 16：可比公司估值..... | 10 |

一、处于优质赛道全方位竞争优势保障业绩高增长高确定性

1.1 全球新能源车进入新增长阶段 公司处于高增长高确定性赛道

- 全球新能源车市场高增长趋势确定，2020 年全球新能源车销量为 313 万辆，同比+41%，对应动力电池需求量为 136GWh。21 年行业进入由优质供给驱动的新增长阶段，以特斯拉为首的造车新势力、国际一线传统车企、自主品牌均推出富有产品竞争力的新车型，在优质车型供给的驱动下，预计全球新能源车销量可达 505 万辆，同比+61%，对应动力电池需求量 237GWh，同比+74%。预计 2025 年国内/海外新能源车渗透率将分别达到 20%/15%，对应全球新能源车销量 1648 万辆，20-25 年年均复合增速 39%。其中国内/海外分别为 622/1026 万辆，对应全球动力电池需求量 1061GWh，5 年年均复合增速 51%，动力电池市场正式进入 Twh 时代。

1.2 领先的技术储备为护城河打下坚实基础

- 公司脱胎于消费锂离子电池龙头 ATL，拥有深厚的技术储备。成立以来在研发费用和人员的投入规模上始终领先行业，庞大的资源投入确保其在行业技术迭代中始终保持领先性。公司专利遍布电池材料、结构、制造等各大环节，目前已实现装机的最高电池包系统能量密度为 182.5Wh/kg，优于其他竞争对手。

1.3 成本优势拓宽护城河边界

- 公司凭借规模优势、国产化的供应体系、对上游原材料端的布局及技术优势有效降低了电池原材料及制造成本。公司的毛利率显著高于同行。

1.4 优质且分散的客户体系保障出货量加强公司产业链话语权

- 技术及成本优势使得公司打入了几乎所有国内造车新势力、合资车企及自主品牌的供应链，也拿下了特斯拉、宝马、大众、现代、本田、捷豹路虎等国际一线车企的订单。优质且分散的客户体系为电池出货量提供了保障，也加强了公司在产业链中的话语权。

二、业绩符合预期 动力电池龙头地位稳固

2.1 动力电池业务稳健增长 储能业务进入成长快车道

- **2020 年全年业绩符合预期，四季度景气度回升明显。**2020 年公司实现营业收入 503.19 亿元，同比+9.9%；实现归母净利润 55.83 亿元，同比+22.43%；扣非归母净利润 42.65 亿元，同比+8.93%。2020Q4 单季度实现营业收入 187.97 亿元，同比+45.35%，环比+48.09%；归母净利润 22.26 亿元，同比+103.10%，环比+56.76%。考虑到 20 年上半年受疫情影响，公司全年业绩符合预期，Q4 景气度改善明显。
- **2021 年 Q1 业绩表现亮眼。**21 年 Q1 公司实现营业收入 191.67 亿元，同比+112.24%；归母净利润 19.54 亿元，同比+163.38%；扣非归母净利润 16.72 亿元，同比+290.5%。根据中国汽车动力电池产业联盟数据，一季度国内动力电池装机量 23.24Gwh，同比增长 308%，其中公司装机量 12.22GWh，市占率达 52.67%。此外，受益发电侧与电网侧的需求拉动，公司前期储能市场布局逐步落地，销量同比增长显著。

图表 1: 2016-2021Q1 公司营业收入



来源: 公司公告、国金证券研究所

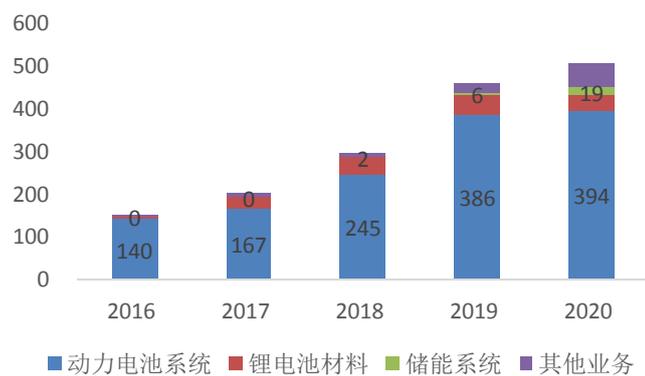
图表 2: 2016-2021Q1 公司归母净利润



来源: 公司公告、国金证券研究所

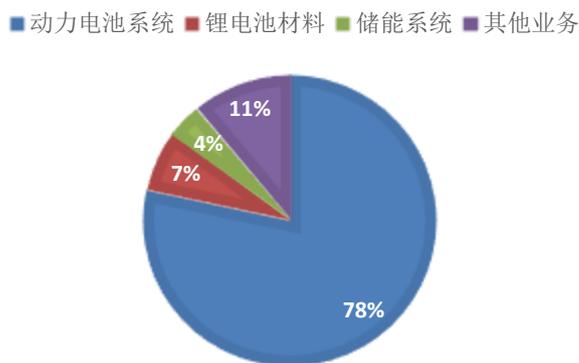
- 核心业务动力电池系统稳健增长，储能业务增幅明显。2020 年公司动力电池系统实现营收 394.26 亿元，同比+2.18%；占营收比重为 78.35%，较去年下降 5.92pct。全年动力电池销量为 44.45GWh，同比+10.42%。储能系统实现营收 19.43 亿元，同比+218.52%；占营业收入比重为 3.86%，较去年增加 2.53pct。全年储能电池销量 2.39Gwh，同比+236.62%。

图表 3: 分业务营业收入 (亿元)



来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 4: 2020 年分业务营业收入占比



来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 5: 动力电池系统销量及增速



来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 6: 储能系统销量及增速



来源: 公司公告、国金证券研究所

2.2 期间费用管控良好 现金流充沛 公司强产业链地位持续得到验证

- 期间费用率管控良好，维持高研发投入。2020 年全年期间费用 68.41 亿元，期间费用率 13.59%，基本与 2019 年持平。除研发费用率较去年增加 0.56pct 外，销售费用率及管理费用率分别较去年减少 0.3/0.5pct，公司销售和管理能力持续优化。

图表 7：2016-2020 年期间费用率



来源：公司公告、国金证券研究所

- 公司对上下游拥有强话语权，经营现金流充沛，收益质量高。2020 年底公司经营性现金流为 184.3 亿元，同比+36.8%，是净利润的 3 倍，且该比例持续 3 年保持在 3 左右，公司现金流状况优秀，收益质量高。（预收+应付）-（应收+预付）指标近年来稳健增长，截至 21 年 Q1 该差值为 256.23 亿元，反映出公司在产业链中的话语权持续增强。

图表 8：2016-2020 年经营性现金流、净现比



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 9：2016-2021Q1 (预收+应付) - (应收+预付)

| 单位：亿元 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021Q1 |
|-------------------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 预收款项/合同负债 | 0.88 | 2.03 | 49.94 | 61.61 | 68.75 | 81.25 |
| 应付票据及应付账款 | 75.67 | 137.91 | 188.98 | 281.12 | 312.71 | 411.91 |
| 应收票据及应收账款 | 78.86 | 123.77 | 159.68 | 179.88 | 211.71 | 217.08 |
| 预付款项 | 1.01 | 3.06 | 8.65 | 5.38 | 9.97 | 19.84 |
| (预收+应付) - (应收+预付) | -3.32 | 13.11 | 70.60 | 157.47 | 159.79 | 256.24 |

来源：公司公告、国金证券研究所

三、动力电池产销两旺公司加速扩产价格成本降幅收窄

3.1 需求端：电动车景气度迎来全球共振公司全年出货有望翻番

- 装机量市占率保持全球第一，行业地位稳固。根据 GGII 数据，公司 2020 年实现全球动力电池装机量 35.39GWh (包含时代上汽，其中国内 31.48GWh+海外 3.91GWh)，同比增加 7.08%；全球市占率 26%，国内市占率 50%，均保持第一，龙头地位稳固。受国产特斯拉放量影响，其电池供应商 LG 化学快速抢占国内市场份额，公司国内装机量占比较 2019 年的 53% 小幅回落至 50%，预计今年随着国内造车新势力、大众 MEB 平台车型，以及特斯拉 Model 3 磷酸铁锂版本放量，宁德 21 年国内市占率有望恢复至 50% 以上。

图表 10：2019-2020 国内动力电池装机格局

| 企业 | 2019 年装机量 (GWh) | 2019 年市场份额 (%) | 2020 年装机量 (GWh) | 2020 年市场份额 (%) |
|-------|-----------------|----------------|-----------------|----------------|
| 宁德时代 | 33.05 | 53% | 31.48 | 50.1% |
| 比亚迪 | 10.78 | 17% | 9.01 | 14.3% |
| LG 化学 | 0.01 | 0% | 6.55 | 10.4% |
| 中航锂电 | 1.49 | 2% | 3.82 | 6.1% |
| 国轩高科 | 3.22 | 5% | 3.24 | 5.2% |
| 亿纬锂能 | 1.84 | 3% | 1.03 | 1.6% |
| 力神 | 1.95 | 3% | 0.9 | 1.4% |
| 孚能科技 | 1.21 | 2% | 0.87 | 1.4% |
| 瑞浦能源 | 0.07 | 0% | 0.58 | 0.9% |
| 其他 | 6.86 | 11% | 5.38 | 8.6% |
| 合计 | 62.4 | 100% | 62.86 | 100.0% |

来源：GGII、国金证券研究所

图表 11：2019-2020 全球动力电池装机格局

| 企业 | 2019 年装机量(GWh) | 2019 年市场份额(%) | 2020 年装机量(GWh) | 2020 年市场份额(%) |
|---------|----------------|---------------|----------------|---------------|
| 宁德时代 | 33 | 28% | 34 | 25% |
| LG 新能源 | 12 | 10% | 31 | 22% |
| 松下电池 | 28 | 24% | 25 | 18% |
| 比亚迪 | 11 | 9% | 10 | 7% |
| 三星 SDI | 4 | 3% | 8 | 6% |
| 韩国 SKI | 2 | 2% | 7 | 5% |
| 远景 AESC | 4 | 3% | 4 | 3% |
| 国轩高科 | 4 | 3% | 3 | 2% |
| 中航锂电 | 1 | 1% | 3 | 2% |
| 其他 | 17 | 15% | 13 | 9% |
| 合计 | 116 | 100% | 138 | 100% |

来源：SNE Research、国金证券研究所

- **海外收入占比大幅提升，电池出口成为新看点。**20 年公司向欧洲多家车企供货，全年实现境外收入 79.08 亿元，同比+295.30%，占公司营收的 15.71%；实现海外装机量 3.91GWh，市占率 8%。而 19 年境外收入仅 20 亿元，占总收入比重 4.37%。考虑到境外毛利率 32.69%显著高于国内的 26.84%，以及欧洲新能源市场的高景气度，电池出口将成为公司新的利润增长点。据宁德海关统计，一季度公司在宁德海关申报出口动力电池货值 25.17 亿元，同比增长 28.7 倍。
- **预计宁德 21 年动力电池出货量将达 95GWh。**21 年预计国内电动车销量 240 万辆，对应电池需求量 120GWH，按装机量市占率 52%计，公司可实现国内装机量约 65GWh。受益于欧洲市场景气度及大众、宝马、PSA 等配套车型上市，预计 21 年公司动力电池出口约 15GWh。假设装机量和出货量差额为 15GW，则公司 21 年出货量可达约 95GWh。

图表 12：全球电动车销量及动力电池需求量预测

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 国内新能源车销量合计（万辆） | 125.6 | 120.6 | 137 | 240 | 268 | 355 | 466 | 622 |
| yoy | 51% | -4% | 13% | 75% | 12% | 32% | 31% | 33% |
| 海外新能源车销量（万辆） | 76 | 100 | 176 | 265 | 370 | 508 | 704 | 1026 |
| yoy | 54% | 32% | 75% | 51% | 40% | 37% | 39% | 46% |
| 全球新能源车销量合计（万辆） | 202 | 221 | 313 | 505 | 638 | 863 | 1170 | 1648 |
| yoy | 52% | 10% | 41% | 61% | 26% | 35% | 36% | 41% |
| 国内动力电池装机量（gwh） | 57.0 | 62.4 | 62.9 | 120.0 | 137.8 | 189.5 | 260.4 | 366.3 |
| 单车带电量（kwh） | 45.4 | 51.7 | 46.0 | 50.0 | 51.4 | 53.4 | 55.9 | 58.9 |
| 海外动力电池装机量（gwh） | 33.8 | 52.8 | 73.5 | 126.5 | 193.8 | 291.5 | 439.3 | 694.9 |
| 单车带电量（kwh） | 44.3 | 52.6 | 41.8 | 47.7 | 52.4 | 57.4 | 62.4 | 67.7 |
| 全球动力电池装机量（gwh） | 90.8 | 115.2 | 136.3 | 236.6 | 331.6 | 480.9 | 699.8 | 1061.2 |
| yoy | 72% | 27% | 18% | 74% | 40% | 45% | 46% | 52% |

来源：中汽协、EV sales、GGII、国金证券研究所

图表 13：宁德时代装机量预测

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 宁德装机量 | 23.52 | 33.05 | 35.39 | 77.58 | 99.09 | 140.52 | 203.25 | 300.53 |
| 宁德全球占比 | 26% | 29% | 26% | 31% | 30% | 29% | 29% | 28% |
| 宁德国内装机量 | 23.52 | 33.05 | 31.48 | 62.4 | 66.14 | 90.96 | 119.78 | 168.50 |
| 宁德国内占比 | 41% | 53% | 50% | 52% | 48% | 48% | 46% | 46% |
| 宁德海外装机量 | 0.00 | 0.00 | 3.91 | 15.18 | 32.95 | 49.56 | 83.47 | 132.03 |
| 宁德海外占比 | 0% | 0% | 5% | 12% | 17% | 17% | 19% | 19% |

来源：GGII、国金证券研究所

3.2 供给端：加速扩产应对高增需求 产能规划规模居全球首位

- 公司加快产能扩张速度以应对下游爆发式的需求。公司现有产能 69.10GWh，较去年增加 16GWh。20 年公司实现产量 51.71GWh，产能利用率为 74.83%。以现有产能计，公司难以满足 21 年下游高速增长的需求，为此公司加快了扩产节奏。20 年底公司在建产能 77.50GWh，相较于 19 年底 22.2GWh 的在建产能，同比增长 249%。2020 年 12 月底，公司宣布投资 390 亿在福建福鼎、四川宜宾、江苏溧阳三地增产扩产。21 年 2 月初，又发布公告称将在四川宜宾、广东肇庆和福建宁德投资建设动力电池基地及动力储能项目，合计投资总计 290 亿元。目前公司已经规划 8 个独资生产基地，规划产能超 500GWh，加上与主机厂的合资产能 95GWh，总规划产能达 600GWh，产能位居全球首位。

3.3 价格及成本降幅收窄 原材料价格上涨使电池成本下降进入瓶颈期

- 动力电池价格及成本降幅收窄，进一步下降空间有限。2020 年公司动力电池系统单价为 0.89 元/Wh，同比-7%，相比 19 年 17%的降幅明显收窄。单 Wh 营业成本为 0.65 元/Wh，同比-5%，相较 19 年成本端 10%的下降幅度也有所收敛。动力电池系统成本中直接材料占比约 80%，20 年四季度以来上游原材料价格的上涨推高了成本，成本的持续下降暂时进入瓶颈期，未来电池成本的继续下降需要电池厂从材料创新、技术工艺完善、规模化等方面着手。预计 21 年电池成本下降空间不大，甚至可能出现上调现象。

图表 14：公司单 Wh 电池价格及成本

| | 2016A | 2017A | 2018A | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 价格（元/Wh） | 2.06 | 1.41 | 1.15 | 0.96 | 0.89 | 0.89 | 0.87 | 0.85 |
| yoy | -10% | -32% | -18% | -17% | -7% | 0% | -2% | -2% |
| 成本（元/Wh） | 1.13 | 0.91 | 0.76 | 0.69 | 0.65 | 0.65 | 0.63 | 0.61 |
| yoy | -15% | -20% | -17% | -10% | -5% | 0% | -4% | -3% |
| 毛利率 | 45.0% | 35.4% | 34.1% | 28.5% | 26.6% | 26.6% | 25.1% | 25.9% |

来源：公司公告、国金证券研究所

四、储能业务驶入“快车道” 看好未来成长性

- 2020 年储能系统实现营收 19.43 亿元，同比+218.52%，销量 2.39GWh，同比+236.62%，实现毛利率 36.03%，同比-1.84pct。4 月 28 日宁德时代与 ATL 签订两份合资协议，拟共同出资设立两家合资公司，从事家用储能、两轮车等中型电池的研发、生产、销售等。此次合资印证了龙头企业对中型领域两大细分市场的积极态度，此外宁德时代与 ATL 签署交叉技术许可协议，对约定种类产品进行许可，许可期内，ATL 每 12 个月向宁德时代支付 1.5 亿美元费用，生效之日起 10 年。该协议进一步增强了宁德时代在储能、两轮车市场的竞争力，提高了研发效率，增强了储能业务发展的确定性。

五、盈利预测与估值

- 动力电池系统：预计 21-23 年动力电池出货量分别为 95.00/118.91/168.62GWh，结合电池包价格的变化趋势，判断相应的单价分别为 0.89/0.87/0.85 元/Wh，毛利率分别为 26.6%/28.1%/28.8%。
- 锂电池材料：预计 21-23 年收入增速分别为 40%/20%/20%，收入为 48.01/57.61/69.13 亿元，毛利率为 24%。
- 储能系统：结合公司储能业务的布局和，预计储能系统收入增速分别为 60%/50%/40%，收入 31.10/46.64/65.30 亿元，毛利率为 24%。

图表 15：盈利预测

| | | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------|-----------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 动力电池系统 | 销量 (gwh) | 21.18 | 40.25 | 44.45 | 95.00 | 118.91 | 168.62 |
| | 单价 (元/wh) | 1.16 | 0.96 | 0.89 | 0.89 | 0.87 | 0.85 |
| | 收入 (百万元) | 24515 | 38584 | 39426 | 84262 | 103358 | 143637 |
| | 增速 | 47% | 57% | 2% | 118% | 162% | 70% |
| | 毛利率 | 34.1% | 28.5% | 26.6% | 26.6% | 28.1% | 28.8% |
| 锂电池材料 | 收入 (百万元) | 3861 | 4305 | 3429 | 4801 | 5761 | 6913 |
| | 增速 | 56% | 12% | -10% | 40% | 20% | 20% |
| | 毛利率 | 23% | 24% | 20% | 24% | 24% | 24% |
| 储能系统 | 收入 (百万元) | 189 | 610 | 1943 | 3110 | 4664 | 6530 |
| | 增速 | 1081% | 223% | 219% | 60% | 50% | 40% |
| | 毛利率 | 23% | 24% | 20% | 24% | 24% | 24% |
| 其他业务 | 收入 (百万元) | 1046 | 2289 | 5521 | 6625 | 7950 | 9540 |
| | 增速 | 23% | 119% | 141% | 20% | 20% | 20% |
| | 毛利率 | 40% | 46% | 38% | 38% | 38% | 38% |
| 合计 | 收入 (百万元) | 29611 | 45788 | 50319 | 98798 | 121734 | 166620 |
| | 增速 | 48% | 55% | 10% | 96% | 23% | 37% |
| | 毛利率 | 32.8% | 29.1% | 27.8% | 27.5% | 28.8% | 29.4% |

来源：国金证券研究所

- 预计 21-23 年公司总营收将达到 987.98/1217.34/1666.20 亿元，对应归母净利润 95.88/137.04/204.15 亿元。对应现价 PE 分别为 92/65/43 倍。考虑到下游需求高速增长，公司在产业链中的强势地位、业绩确定性高，产能扩张加速等因素，我们给予一定的估值溢价，给予 21 年 100 倍 PE，对应目标价 448 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 16：可比公司估值

| 公司 | 代码 | 评级 | 股价 | 市值 | | EPS (元) | | | | PE | | | |
|------|-----------|----|--------|-----------|-----------|---------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|
| | | | | 2021/4/29 | 2021/4/29 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 国轩高科 | 002074.SZ | 增持 | 34.01 | 436 | 0.12 | 0.4 | 0.64 | 0.85 | 283 | 85 | 53 | 40 | |
| 孚能科技 | 688567.SH | 买入 | 26.97 | 289 | -0.27 | 0.23 | 0.67 | | (100) | 117 | 40 | | |
| 亿纬锂能 | 300014.SZ | 买入 | 85.47 | 1614 | 0.87 | 1.65 | 2.32 | 3.28 | 98 | 52 | 37 | 26 | |
| 比亚迪 | 002594.SZ | 增持 | 162.95 | 4432 | 1.55 | 1.92 | 2.5 | 3.34 | 105 | 85 | 65 | 49 | |
| 行业平均 | | | | | | | | | 97 | 85 | 49 | 38 | |
| 宁德时代 | 300750.SZ | | 379.99 | 8852 | 2.4 | 3.76 | 5.32 | 9.17 | 158 | 101 | 71 | 41 | |

来源：Wind、国金证券研究所

六、风险提示

- 新能源车销量不及预期：终端销量今年一季度以来呈现爆发趋势，尽管我们看好全年销量，仍有可能因新车型产品力不足、车规级芯片缺货等原因导致销量不及预期
- 行业政策不及预期：如欧洲碳排放法规、行业补贴政策、新能源车牌照发放等政策出现不利变化，会影响消费者购买行为
- 电池安全事故：行业已经发生过多起电池包起火事故，此类事故将会影响公司客户拓展及可能产生潜在召回费用等负面影响

| 关键指标 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------------------|---------|--------|---------------|--------|--------|--------|
| 成长能力 (%YoY) | | | | | | |
| 收入增长率 | 48.08% | 54.63% | 9.90% | 96.34% | 23.22% | 36.87% |
| 归母净利润增长率 | -12.66% | 34.64% | 22.43% | 71.57% | 39.22% | 47.93% |
| EBITDA 增长率 | 43.67% | 52.01% | 5.05% | 55.99% | 29.89% | 37.44% |
| EBIT 增长率 | 34.29% | 32.21% | 1.15% | 7.09% | 7.09% | 7.09% |
| 估值指标 | | | | | | |
| PE | | | | 92.40 | 66.37 | 44.87 |
| PB | | | | 12.53 | 11.25 | 9.78 |
| EV/EBITDA | | | | 53.99 | 41.57 | 30.24 |
| EV/EBIT | | | | 78.15 | 57.13 | 39.37 |
| EV/NOPLAT | | | | 96.81 | 69.47 | 46.96 |
| EV/Sales | | | | 9.37 | 7.60 | 5.55 |
| EV/IC | | | | 8.91 | 8.23 | 7.47 |
| 盈利能力 (%) | | | | | | |
| 毛利率 | 32.79% | 29.06% | 27.76% | 27.50% | 28.82% | 29.40% |
| EBITDA 率 | 23.24% | 22.85% | 21.84% | 17.35% | 18.29% | 18.37% |
| EBIT 率 | 15.46% | 13.22% | 12.16% | 11.99% | 13.31% | 14.11% |
| 税前净利润率 | 14.20% | 12.58% | 13.88% | 11.84% | 13.25% | 14.23% |
| 税后净利润率 (归属母公司) | 11.44% | 9.96% | 11.10% | 9.70% | 10.96% | 11.84% |
| ROA | 4.58% | 4.50% | 3.56% | 4.81% | 5.86% | 7.14% |
| ROE (归属母公司) (摊薄) | 10.28% | 11.96% | 8.70% | 13.56% | 16.95% | 21.80% |
| ROIC | 9.96% | 10.13% | 5.49% | 9.92% | 12.53% | 16.50% |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 流动比率 | 1.73 | 1.57 | 2.05 | 1.62 | 1.55 | 1.54 |
| 速动比率 | 1.51 | 1.32 | 1.81 | 1.35 | 1.30 | 1.27 |
| 归属母公司权益/有息债务 | 5.88 | 3.93 | 2.28 | 2.56 | 2.85 | 3.45 |
| 有形资产/有息债务 | 12.66 | 9.95 | 5.35 | 6.93 | 7.86 | 9.94 |
| 每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据) | | | | | | |
| EPS | 1.54 | 2.06 | 2.40 | 3.91 | 5.44 | 8.05 |
| 每股经营现金流 | 5.16 | 5.99 | 7.05 | 8.97 | 10.89 | 12.83 |
| 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 1.56 | 2.18 | 3.22 |
| 每股自由现金流 (FCFF) | -3.72 | 6.83 | 0.59 | 1.81 | 5.46 | 9.67 |
| 每股净资产 | 15.01 | 17.27 | 27.56 | 28.84 | 32.10 | 36.93 |
| 每股销售收入 | 13.49 | 20.73 | 21.60 | 40.32 | 49.68 | 68.00 |

附录：三张报表预测摘要

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|-----------------------|----------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 主营业务收入 | 29,611 | 45,788 | 50,319 | 98,798 | 121,734 | 166,620 | 货币资金 | 27,731 | 32,270 | 68,424 | 66,541 | 73,128 | 86,243 |
| 增长率 | | 54.6% | 9.9% | 96.3% | 23.2% | 36.9% | 应收账款 | 16,650 | 22,557 | 24,475 | 42,767 | 49,361 | 67,561 |
| 主营业务成本 | -19,902 | -32,483 | -36,349 | -71,630 | -86,651 | -117,630 | 存货 | 7,076 | 11,481 | 13,225 | 23,549 | 26,114 | 35,450 |
| %销售收入 | 67.2% | 70.9% | 72.2% | 72.5% | 71.2% | 70.6% | 其他流动资产 | 2,454 | 5,388 | 6,742 | 8,608 | 11,978 | 15,736 |
| 毛利 | 9,709 | 13,305 | 13,970 | 27,168 | 35,083 | 48,991 | 流动资产 | 53,911 | 71,695 | 112,865 | 141,466 | 160,580 | 204,989 |
| %销售收入 | 32.8% | 29.1% | 27.8% | 27.5% | 28.8% | 29.4% | %总资产 | 73.0% | 70.7% | 72.1% | 71.1% | 70.5% | 74.2% |
| 营业税金及附加 | -171 | -272 | -295 | -494 | -609 | -833 | 长期投资 | 2,482 | 3,071 | 7,182 | 7,182 | 7,182 | 7,182 |
| %销售收入 | 0.6% | 0.6% | 0.6% | 0.5% | 0.5% | 0.5% | 固定资产 | 13,199 | 19,414 | 25,372 | 30,381 | 33,835 | 36,505 |
| 销售费用 | -1,379 | -2,157 | -2,217 | -4,352 | -5,363 | -7,165 | %总资产 | 17.9% | 19.2% | 16.2% | 15.3% | 14.9% | 13.2% |
| %销售收入 | 4.7% | 4.7% | 4.4% | 4.4% | 4.4% | 4.3% | 无形资产 | 1,752 | 2,844 | 3,029 | 3,265 | 3,984 | 4,876 |
| 管理费用 | -1,591 | -1,833 | -1,768 | -3,472 | -4,277 | -5,665 | 非流动资产 | 19,972 | 29,657 | 43,753 | 57,579 | 67,127 | 71,252 |
| %销售收入 | 5.4% | 4.0% | 3.5% | 3.5% | 3.5% | 3.4% | %总资产 | 27.0% | 29.3% | 27.9% | 28.9% | 29.5% | 25.8% |
| 研发费用 | -1,991 | -2,992 | -3,569 | -7,008 | -8,635 | -11,819 | 资产总计 | 73,884 | 101,352 | 156,618 | 199,045 | 227,707 | 276,241 |
| %销售收入 | 6.7% | 6.5% | 7.1% | 7.1% | 7.1% | 7.1% | 短期借款 | 2,109 | 3,203 | 7,684 | 7,634 | 7,008 | 4,986 |
| 息税前利润 (EBIT) | 4,577 | 6,052 | 6,121 | 11,842 | 16,199 | 23,509 | 应付款项 | 21,822 | 33,411 | 35,679 | 64,615 | 78,199 | 102,917 |
| %销售收入 | 15.5% | 13.2% | 12.2% | 12.0% | 13.3% | 14.1% | 其他流动负债 | 7,153 | 8,994 | 11,614 | 14,818 | 18,468 | 25,483 |
| 财务费用 | 280 | 782 | 713 | -61 | 20 | 283 | 流动负债 | 31,085 | 45,607 | 54,977 | 87,067 | 103,675 | 133,386 |
| %销售收入 | -0.9% | -1.7% | -1.4% | 0.1% | 0.0% | -0.2% | 长期贷款 | 3,491 | 4,981 | 6,068 | 5,568 | 6,168 | 6,868 |
| 资产减值损失 | -975 | -1,670 | -1,169 | 0 | 0 | 0 | 其他长期负债 | 4,108 | 8,576 | 26,378 | 30,157 | 32,909 | 38,296 |
| 公允价值变动收益 | -314 | 27 | 287 | 0 | 0 | 0 | 负债 | 38,684 | 59,164 | 87,424 | 122,793 | 142,753 | 178,550 |
| 投资收益 | 184 | -80 | -118 | -100 | -100 | -100 | 普通股股东权益 | 32,938 | 38,135 | 64,207 | 70,665 | 78,667 | 90,504 |
| %税前利润 | 4.4% | n.a | n.a | n.a | n.a | n.a | 其中：股本 | 2,195 | 2,208 | 2,329 | 2,450 | 2,450 | 2,450 |
| 营业利润 | 4,168 | 5,759 | 6,959 | 11,681 | 16,119 | 23,691 | 未分配利润 | 9,515 | 13,653 | 18,641 | 24,389 | 32,391 | 44,228 |
| 营业利润率 | 14.1% | 12.6% | 13.8% | 11.8% | 13.2% | 14.2% | 少数股东权益 | 2,262 | 4,053 | 4,987 | 5,587 | 6,287 | 7,187 |
| 营业外收支 | 36 | 2 | 23 | 20 | 15 | 20 | 负债股东权益合计 | 73,884 | 101,352 | 156,618 | 199,045 | 227,707 | 276,241 |
| 税前利润 | 4,205 | 5,761 | 6,983 | 11,701 | 16,134 | 23,711 | 比率分析 | | | | | | |
| 利润率 | 14.2% | 12.6% | 13.9% | 11.8% | 13.3% | 14.2% | | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 所得税 | -469 | -748 | -879 | -1,521 | -2,097 | -3,082 | 每股指标 | | | | | | |
| 所得税率 | 11.2% | 13.0% | 12.6% | 13.0% | 13.0% | 13.0% | 每股收益 | 1.543 | 2.065 | 2.397 | 4.112 | 5.725 | 8.469 |
| 净利润 | 3,736 | 5,013 | 6,104 | 10,180 | 14,037 | 20,629 | 每股净资产 | 15.006 | 17.268 | 27.563 | 30.335 | 33.770 | 38.852 |
| 少数股东损益 | 349 | 452 | 521 | 600 | 700 | 900 | 每股经营现金净流 | 5.155 | 5.994 | 7.054 | 8.970 | 10.894 | 12.827 |
| 归属于母公司的净利润 | 3,387 | 4,560 | 5,583 | 9,580 | 13,337 | 19,729 | 每股股利 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 1.564 | 2.177 | 3.220 |
| 净利率 | 11.4% | 10.0% | 11.1% | 9.7% | 11.0% | 11.8% | 回报率 | | | | | | |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | | 净资产收益率 | 10.28% | 11.96% | 8.70% | 13.56% | 16.95% | 21.80% |
| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 总资产收益率 | 4.58% | 4.50% | 3.56% | 4.81% | 5.86% | 7.14% |
| 净利润 | 3,736 | 5,013 | 6,104 | 10,180 | 14,037 | 20,629 | 投入资本收益率 | 9.96% | 10.13% | 5.49% | 9.92% | 12.53% | 16.50% |
| 少数股东损益 | 349 | 452 | 521 | 600 | 700 | 900 | 增长率 | | | | | | |
| 非现金支出 | 3,279 | 5,843 | 4,040 | 5,300 | 6,067 | 7,093 | 主营业务收入增长率 | 48.08% | 54.63% | 9.90% | 96.34% | 23.22% | 36.87% |
| 非经营收益 | -155 | -549 | -210 | -131 | -865 | -2,116 | EBIT增长率 | 34.29% | 32.21% | 1.15% | 93.47% | 36.79% | 45.13% |
| 营运资金变动 | 4,456 | 2,929 | 6,498 | 6,633 | 7,458 | 5,826 | 净利润增长率 | -12.66% | 34.64% | 22.43% | 71.57% | 39.22% | 47.93% |
| 经营活动现金净流 | 11,316 | 13,236 | 16,433 | 21,982 | 26,696 | 31,431 | 总资产增长率 | 48.77% | 37.18% | 54.53% | 27.09% | 14.40% | 21.31% |
| 资本开支 | -6,629 | -9,612 | -13,302 | -17,441 | -13,224 | -7,635 | 资产管理能力 | | | | | | |
| 投资 | -187 | -898 | -4,044 | 0 | 0 | 0 | 应收账款周转天数 | 81.0 | 58.0 | 71.2 | 65.0 | 65.0 | 65.0 |
| 其他 | -12,672 | 12,366 | 2,294 | -100 | -100 | -100 | 存货周转天数 | 96.2 | 104.3 | 124.0 | 120.0 | 110.0 | 110.0 |
| 投资活动现金净流 | -19,488 | 1,856 | -15,052 | -17,541 | -13,324 | -7,735 | 应付账款周转天数 | 110.4 | 99.7 | 132.2 | 110.0 | 110.0 | 100.0 |
| 股权募资 | 6,275 | 1,218 | 20,536 | 710 | 0 | 0 | 固定资产周转天数 | 142.7 | 138.8 | 142.3 | 60.8 | 43.7 | 25.5 |
| 债权募资 | 629 | 2,198 | 4,707 | -1,744 | -26 | -1,323 | 偿债能力 | | | | | | |
| 其他 | 166 | 767 | 11,611 | -5,290 | -6,760 | -9,258 | 净负债/股东权益 | -64.33% | -61.11% | -64.90% | -57.15% | -59.08% | -66.15% |
| 筹资活动现金净流 | 7,070 | 4,183 | 36,854 | -6,324 | -6,786 | -10,581 | EBIT利息保障倍数 | -16.4 | -7.7 | -8.6 | 192.7 | -799.3 | -83.2 |
| 现金净流量 | -1,101 | 19,276 | 38,235 | -1,883 | 6,586 | 13,115 | 资产负债率 | 52.36% | 58.37% | 55.82% | 61.69% | 62.69% | 64.64% |

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|------|------|------|------|------|
| 买入 | 23 | 33 | 59 | 75 | 170 |
| 增持 | 5 | 12 | 21 | 29 | 0 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 1.18 | 1.27 | 1.26 | 1.28 | 1.00 |

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

| 序号 | 日期 | 评级 | 市价 | 目标价 |
|----|------------|----|--------|-----|
| 1 | 2019-07-14 | 买入 | 73.88 | N/A |
| 2 | 2019-08-25 | 买入 | 73.90 | N/A |
| 3 | 2019-10-27 | 买入 | 71.02 | N/A |
| 4 | 2020-01-22 | 买入 | 121.65 | N/A |
| 5 | 2020-02-27 | 买入 | 152.86 | N/A |
| 6 | 2020-02-28 | 买入 | 149.48 | N/A |

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402