

2021 年 10 月 28 日

证券分析师 曾朵红

执业证号: S0600516080001  
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证号: S0600517120002  
021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

研究助理 岳斯瑶

yuesy@dwzq.com.cn

## 龙头具备超强盈利抗压力，业绩超市场预期 买入（维持）

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	50,319	112,555	211,158	312,332
同比 (%)	10%	124%	88%	48%
归母净利润 (百万元)	5,583	11,996	24,034	35,052
同比 (%)	22%	115%	100%	46%
每股收益 (元/股)	2.40	5.15	10.32	15.05
P/E (倍)	256.55	119.43	59.61	40.87

### 投资要点

- 超强盈利抗压能力，业绩超市场预期。**2021 年 Q3 公司实现营收 292.87 亿元，同比增加 130.73%，环比增长 17.58%；归母净利润 32.67 亿元，同比增长 130.16%，环比增长 29.18%，扣非归母净利润 26.85 亿元，同比增长 125.49%，环比增长 19.53%，非经常性损益主要为 5 亿元（税前）的政府补助及 2 亿元的坏账准备转回。2021 年 Q3 毛利率为 27.9%，同比增长 0.11pct，环比增长 0.66pct；归母净利率 11.16%，同比下滑 0.03pct，环比增长 1pct。
- 下游需求高增，公司满产满销，未来出货持续高增：**2021 年 Q3 公司全球市场装机电量 25gwh 左右，其中国内装机 21gwh，海外装机我们预计达 4gwh 左右，出口占比逐渐提升。Q4 我们预计确认 40gwh+，全年我们预计确认 110-120gwh；2025 年规划产能近 600gwh，全球龙头优势再扩大；我们预计 Q3 储能出货 4gwh 左右，环比增长 20%左右，我们预计 2021 年公司储能出货量有望超过 15gwh 以上，2022 年我们预计出货同比翻番以上。
- 加大研发投入，议价能力强，报表质量优质。(1) 持续加大研发投入，计提大额资产减值损失：**2021 年前三季度期间费用合计 89.51 亿元，同比增长 130.45%，费用率为 12.20%，同比下降 0.12pct。研发费用 45.95 亿元，研发费用率 6.26%。2021Q3 公司计提 6.6 亿元资产减值损失，主要为存货跌价准备。(2) **原材料紧缺下应付账款增长明显，现金流短期承压，公司议价能力仍极强。**期末公司应收账款及票据 202 亿元，较年初下滑 5%，应收账款及票据周转天数 99 天，较 20 年明显缩短；公司应付账款及票据 782 亿元，较年初增长 150%；合同负债 132 亿元，较年初增长 91.95%，订单饱满，对产业链议价能力仍极强；2021 Q3 经营现金流 29 亿元，同环比-34%/80%，主要由于公司为 Q4 车企冲量提前备货，部分原料紧缺提前锁定，使得现金流短期承压。
- 海外对比：综合竞争力全球领先，长期成长空间广阔。**2021Q3 宁德时代营业利润率 14.9%，而同期 LG 化学营业利润率为-9.3%，宁德时代成本及供应链管控能力的优势充分体现，且该成本优势可长期维持。2021Q3 宁德时代研发费用 18.0 亿元，研发费用率 6.1%，领先于 LG 化学的电池板块研发投入，形成技术代差优势，钠离子电池、固态电池等新技术储备充分。
- 投资建议：**考虑下游景气度持续超预期及公司的龙头优势，我们上修公司 2021-2023 年归母净利润至 120/240/351 亿元(此前预期 110/213/320 亿元)，同增 115%/100%/46%，对应 PE 为 119/60/41x，给予 2022 年 80x，对应目标价 825 元，维持“买入”评级”。
- 风险提示：**竞争加剧、销量及政策不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	615.04
一年最低/最高价	226.66/638.48
市净率(倍)	20.83
流通 A 股市值(百万元)	1252721.54

### 基础数据

每股净资产(元)	29.52
资产负债率(%)	63.67
总股本(百万股)	2329.01
流通 A 股(百万股)	2036.81

### 相关研究

- 1、《宁德时代 (300750)：新型锂电池+电控布局，龙头技术进步加速》2021-09-14
- 2、《宁德时代 (300750)：龙头超强盈利抗压能力，储能+出口亮眼打开成长空间》2021-08-26
- 3、《宁德时代 (300750)：定增加码产能扩产，全球龙头优势再强化》2021-08-13

## 内容目录

1. 2021Q3 龙头呈现超强盈利抗压能力，业绩超市场预期 .....	3
2. 动力电池业务：原材料上涨情况下盈利抗压能力强劲，整体盈利能力好于市场预期 .....	4
3. 加大研发投入，议价能力强，报表质量优质 .....	8
4. 海外对比：综合竞争力全球领先，长期成长空间广阔 .....	10

## 1. 2021Q3 龙头呈现超强盈利抗压能力，业绩超市场预期

2021Q1-Q3 归母净利润 77.5 亿元，同比+131%，略好于市场预期。2021 年前三季度公司营收 733.62 亿元，同比增长 132.73%；归母净利润 77.51 亿元，同比增长 130.9%；扣非净利润 66.04 亿元，同比增长 157.21%；2021 年前三季度毛利率为 27.51%，同比增加 0.11pct；净利率为 12.47%，同比增加 0.78pct。2021Q3 毛利率维持稳定，好于市场预期。

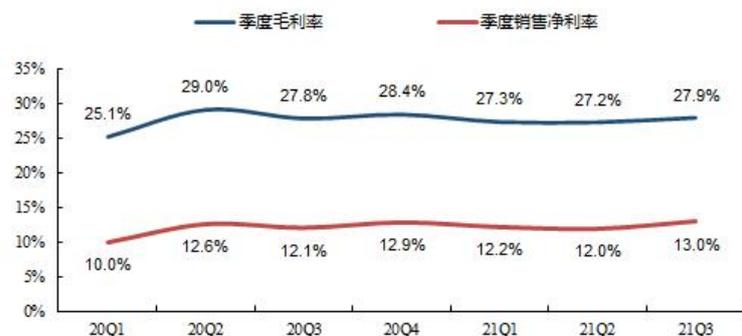
2021Q3 毛利率环比提升，好于市场预期。2021 年 Q3 公司实现营收 292.87 亿元，同比增加 130.73%，环比增长 17.58%；归母净利润 32.67 亿元，同比增长 130.16%，环比增长 29.18%，扣非归母净利润 26.85 亿元，同比增长 125.49%，环比增长 19.53%，非经常性损益主要为 5 亿元（税前）的政府补助及 2 亿元的坏账准备转回。盈利能力环比提升好于市场预期：Q3 毛利率为 27.9%，同比增长 0.11pct，环比增长 0.66pct；归母净利率 11.16%，同比下滑 0.03pct，环比增长 1pct；Q3 扣非净利率 9.17%，同比下滑 0.21pct，环比提升 0.15pct。2021Q3 公司计提资产减值 6.6 亿元，主要是存货跌价准备，会计处理严谨，此外冲回信用减值损失 2 亿元，若不考虑减值影响，公司扣非归母净利率有望达 10%+，好于市场预期。Q3 其他收益为 5.04 亿元，我们预计主要为政府补助。

图表 1：宁德时代分季度经营情况（百万元）

	2021Q3	2021Q2	2021Q1	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1
营业收入(百万)	29,287.0	24,907.9	19,166.7	18,797.0	12,693.0	9,798.7	9,030.8
-同比	130.73%	154.20%	112.24%	45.35%	0.80%	-4.70%	-9.53%
毛利率	27.90%	27.24%	27.28%	28.36%	27.78%	29.05%	25.09%
归母净利润(百万)	3,267.4	2,529.4	1,954.4	2,226.5	1,419.6	1,195.2	742.0
-同比	130.16%	111.62%	163.38%	103.14%	4.24%	13.27%	-29.14%
归母净利率	11.16%	10.15%	10.20%	11.84%	11.18%	12.20%	8.22%
扣非归母净利润(百万)	2,685.1	2,246.4	1,672.09	1,697.28	1,190.78	948.44	428.20
-同比	125.49%	136.85%	290.50%	78.53%	3.91%	5.05%	-53.24%
扣非归母净利率	9.17%	9.02%	8.72%	9.03%	9.38%	9.68%	4.74%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图表 2：公司季度盈利情况



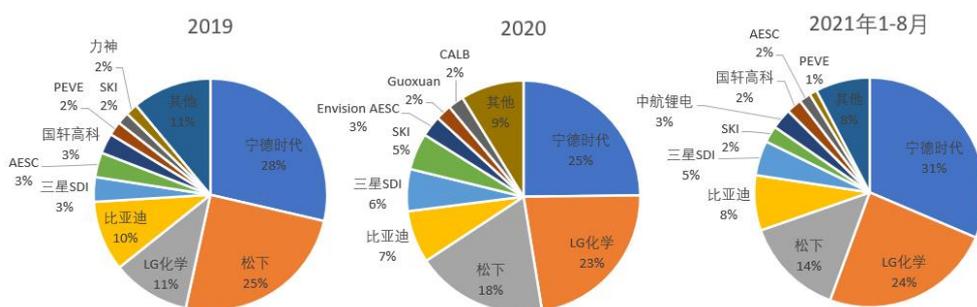
数据来源：公司公告、东吴证券研究所

## 2. 动力电池业务：原材料上涨情况下盈利抗压能力强劲，整体盈利能力好于市场预期

**下游需求高增，公司满产满销，未来出货持续高增：**我们预计公司 Q1-Q3 累计动力电池及储能系统销 70-75gwh 左右，同比增近 200%，其中 Q3 动力电池及储能系统销量 30gwh 左右，包含动力电池销 25-26gwh，环比增长 20%+，公司满产满销。2021 年 Q3 公司全球市场装机电量 25gwh 左右，其中国内装机 21gwh，海外装机我们预计达 4gwh 左右，出口占比逐渐提升。Q4 我们预计确认 40gwh+，全年我们预计确认 110-120gwh，其中动力 90gwh，储能 20gwh。2022 年我们预计公司总体出货量有望达到 250gwh，其中储能 40gwh+，动力 200gwh+，持续翻番，其中 2022 年公司将成特斯拉全球主供。

**2021 年 1-8 月公司全球装机量位居第一，装机市占率大幅提升至 31%。**根据 SNE 口径，宁德时代 2021 年 1-8 月全球装机量为 50GWh，同比大增 341%，领先于 LG(38.5gwh)、松下(22.4gwh)，在全球装机份额 31%，相较 2020 年装机份额提升 6pct，主要受益于公司电池出口大增，全球龙头地位进一步体现。我们认为公司在国内市场装机份额可长期维持 50%左右，欧洲市场装机份额将继续提升，美国市场有望突破，因此我们预计公司在全球范围内装机份额将逐步提升至 30%-35%，全球龙一地位稳固。

图表 3：全球电池装机情况（SNE 口径）



数据来源：SNE、东吴证券研究所

**2021 前三季度公司国内装机市占率仍维持 50%，龙头地位稳固。**根据中汽协数据，国内市场 2021 前三季度新能源车销量 215.7 万辆，同比大增 185%，电动化率 11.6%，根据动力电池联盟数据，总装机电量 92gwh，同比大增 123%，公司 2021 前三季度国内装机电量 46.79gwh，同比大增 182%，装机市占率 51%，较 20 年持平微升。分季度看，2021Q1 装机量 12.2gwh，同比大幅提升，2021Q2 装机量 13.5gwh，环比提升 10%，2021Q3

装机量 13.5gwh, 环比提升 55%。分产品来看, 根据 GGII 数据, 2021 前三季度宁德的铁锂装机 16.39gwh, 同比增长 163.4%, 占比 43%, 三元电池 2021Q1-Q3 装机 21.47gwh, 同比增长 122.2%; Q3 总装机 17.8gwh, 其中铁锂装机 8.1gwh, 三元装机 9.7gwh, 铁锂占比 45%。

图表 4: 宁德时代国内装机市占率 (GGII 装机口径)

磷酸铁锂			2020年装机电量 (gwh)		
	21年1-9月累计 (gwh)	市占率			市占率
宁德时代	16.12	48.08%	宁德时代	13.59	60.66%
比亚迪	10.73	31.98%	比亚迪	3.67	16.38%
国轩高科	3.68	10.99%	国轩高科	2.81	12.54%
鹏辉能源	0.49	1.45%	瑞浦能源	0.43	1.92%
中航锂电	0.46	1.36%	亿纬锂能	0.64	2.85%
<b>合计</b>	<b>31.75</b>	<b>94.66%</b>	<b>合计</b>	<b>21.14</b>	<b>94.36%</b>

三元			2020年装机电量 (gwh)		
	21年1-9月累计 (gwh)	市占率			市占率
宁德时代	21.47	47.58%	宁德时代	15.72	40.45%
宁德时代 (含时代上汽)	23.85	52.83%	宁德时代 (含时代上汽, 江苏时代)	17.32	44.57%
中航锂电	5.35	11.85%	LG化学	6.55	16.84%
孚能科技	1.47	3.27%	中航锂电	3.66	9.43%
蜂巢能源	1.34	2.97%	比亚迪	5.30	13.64%
比亚迪	2.38	5.28%	孚能科技	0.87	2.24%
<b>合计</b>	<b>34.39</b>	<b>76.20%</b>	<b>合计</b>	<b>32.10</b>	<b>82.60%</b>

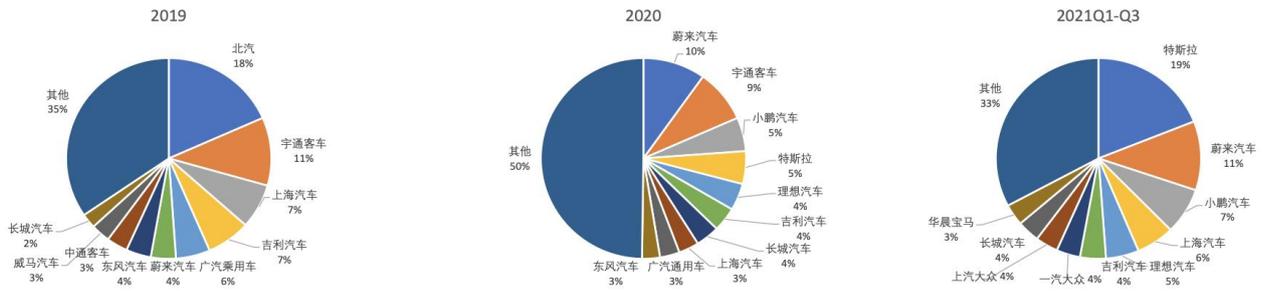
  

合计			2020年装机电量 (gwh)		
	21年1-9月累计 (gwh)	市占率			市占率
宁德时代	38.19	48.01%	宁德时代	29.88	47.54%
宁德时代 (含时代上汽)	40.83	51.32%	宁德时代 (含时代上汽, 江苏时代)	31.48	50.09%
比亚迪	13.12	16.50%	比亚迪	9.01	14.33%
中航锂电	5.81	7.30%	LG化学	6.55	10.41%
国轩高科	5.81	7.30%	中航锂电	3.82	6.08%
孚能科技	1.47	1.85%	国轩高科	3.24	5.15%
<b>合计</b>	<b>67.05</b>	<b>84.28%</b>	<b>合计</b>	<b>52.49</b>	<b>83.51%</b>

数据来源: 高工锂电、东吴证券研究所

**TOC 端市场高增长, 特斯拉、造车新势力放量占比提升。**2021 前三季度宁德的客户结构较 20 年变化显著, 特斯拉、新势力等车企占比大幅提升, 公司 toC 端优势明显。从国内装机角度看, 2021 前三季度宁德的第一大客户为特斯拉, 受益于特斯拉磷酸铁锂版 model3 放量, 特斯拉配套装机量 7.89gwh, 占比 19.0%; 第二大客户为蔚来汽车, 配套 4.62gwh, 占比 11.1%; 第三大客户为小鹏汽车, 配套 3.10gwh, 占比 7.5%; 其次为上汽、理想、吉利、一汽等。2021 前三季度特斯拉与造车新势力销量高增, 公司深度绑定下游大客户, 为蔚来、理想独供, 小鹏主供, 占特斯拉装机比例提升至 61%, 公司 toC 端优势明显。

图表 5: 宁德时代客户结构



数据来源：高工锂电、东吴证券研究所

图表 6: 2021 年 Q1-Q3 国内车企及电池企业配套关系 (装机口径)

图表 6: 2021 年 Q1-Q3 国内车企及电池企业配套关系 (装机口径)

		宁德时代	比亚迪	中创新电	LG化学	国轩高科	孚能科技	瑞浦能源	亿纬锂能	蜂巢能源	天津浦威	力神	星恒电源	多氟多	鹏辉能源	塔菲尔	欣旺达	松下	SKI	其他		
<b>1.乘用车 (74gwh)</b>		48.42%	16.72%	7.83%	7.07%	4.89%	2.00%	1.86%	1.11%	1.81%	1.22%	0.56%	1.01%	0.75%	0.60%	0.66%	0.44%	0.43%	0.07%	2.53%		
特斯拉	特斯拉 (13gwh)	60.80%			39.20%																	
自主 (41gwh)	比亚迪 (12gwh)		100.00%																			
	广汽乘用车 (4.9gwh)	1.93%		78.49%		19.58%																
	上汽通用五菱 (3.7gwh)	6.10%		10.23%		37.43%		15.55%					18.18%	0.91%	11.52%						0.07%	
	长城汽车 (3gwh)	47.91%				0.01%	0.68%		42.06%	7.64%						1.70%						
	长安汽车 (2.2gwh)	26.12%	5.83%	48.82%		15.45%					0.01%		0.24%								3.53%	
	吉利汽车 (1.9gwh)	83.11%		9.12%	0.24%	2.10%						1.24%										3.13%
	奇瑞汽车 (1.8gwh)	8.23%				31.05%																15.90%
	上海汽车 (2.7gwh)	91.66%									16.21%			28.60%								8.34%
	北京汽车 (1.1gwh)	82.40%	0.09%	0.55%		0.22%	16.70%															0.04%
	北汽新能源	69.81%		0.02%		25.81%	4.36%															
新势力 (13.5gwh)	蔚来汽车 (4.6gwh)	100.00%																				
	小鹏汽车 (4gwh)	79.08%						20.89%													0.04%	
	威马汽车 (1.4gwh)	30.45%						48.87%				0.01%									3.22%	
	理想汽车 (2.2gwh)	100.00%														17.45%						
	合众新能源 (1.5gwh)	48.37%				0.05%			2.90%	21.87%											26.82%	
	零跑汽车 (1gwh)	65.79%		1.13%		30.52%						1.18%									1.37%	
	其他	26.37%				22.84%	6.16%	20.42%	0.06%		11.80%			0.01%		4.19%	0.36%				7.79%	
	合资 (6.5gwh)	一汽大众 (1.6gwh)	100.00%																			
		华晨宝马 (1.4gwh)	100.00%																			
		上汽大众 (1.5gwh)	100.00%																			
广汽丰田		2.09%		69.79%																	28.11%	
上汽通用		80.95%			19.04%																0.01%	
2.客车 (5gwh)	北京奔驰	85.47%				0.12%															14.41%	
	北京现代	100.00%																				
	其他	59.18%	0.24%									4.48%									17.89%	
	宇通客车 (1.1gwh)	90.77%	13.64%	0.19%		4.02%		0.24%	6.42%			0.26%									5.17%	
	中通客车 (0.4gwh)	84.73%				6.54%		0.23%	0.58%												1.87%	
	比亚迪 (0.5gwh)			0.02%		12.48%						2.58%									0.19%	
	客车	比亚迪		100.00%																		
		中车时代	95.11%																			4.89%
		南京金龙	22.88%							74.55%												2.58%
		厦门金龙	88.03%		0.13%				2.38%													9.46%
广汽比亚迪			100.00%																			
3.专用车 (3.6gwh)	苏州金龙	99.22%																			0.78%	
	其他	75.17%	0.85%	0.55%		4.73%		0.17%	7.36%			0.15%									11.01%	
	东风汽车	61.94%	2.67%	0.92%		10.11%	0.03%		5.46%	0.10%	0.01%	9.75%	0.04%	0.04%	1.48%	0.05%	0.01%				7.40%	
	北汽福田	29.28%			9.87%				18.43%			3.13%		0.19%							39.10%	
	吉利商用车	40.59%		0.05%					15.16%			58.45%									0.91%	
	南京金龙	39.10%				29.48%			30.91%			0.03%	0.43%								0.04%	
	其他	80.99%							15.16%												3.85%	
	所有车型总计 (82gwh)	50.36%	15.92%	7.05%	6.32%	5.06%	1.79%	1.68%	1.63%	1.63%	1.09%	0.94%	0.91%	0.67%	0.60%	0.59%	0.40%	0.39%	0.06%		2.90%	

数据来源：高工锂电、东吴证券研究所

盈利抗压能力强，以长单平滑原料成本上涨影响，出口占比提升带动毛利率回升。我们测算 2021 年 Q3 电池均价 0.85-0.9 元/wh (含税)，较 2021 年 Q3 基本持平，我们预计 Q3 动力电池出货结构中，我们预计海外出口 4-5gwh，占比提升至 20%，且海外市

场成本传导较为顺利，盈利能力较好。2021Q3 电池上游碳酸锂、六氟磷酸锂等原材料价格跳涨，电池端盈利承压，我们预计公司通过长单平滑原材料成本上涨影响，叠加海外市场原材料上涨部分传导，且 Q3 出口占比提升，我们预计公司 Q3 毛利率维持 23% 左右，环比持平微增。同时，Q3 二线电池企业已提价，Q4 电池有望重新议价，我们预计明年电池有望提价 10%+，公司盈利有望触底回升。

图表 7: 宁德时代季度装机 Pack 供应情况 (GWh, 含时代上汽等子公司)

		2019年		2019Q1-Q3		2020年		2020Q1-Q3		2021Q1-Q3	
		装机电量 gwh	占比%	装机电量gwh	占比%	装机电量 gwh	占比%	装机电量 gwh	占比%	装机电量 gwh	占比%
合计	三元	20.52	64%	13.89	69%	17.32	56%	9.66	61%	22.05	58%
	铁锂	11.42	36%	6.35	31%	13.59	44%	6.22	39%	16.12	42%
	总计	<b>31.94</b>	<b>100%</b>	<b>20.24</b>	<b>100%</b>	<b>30.91</b>	<b>100%</b>	<b>15.89</b>	<b>100%</b>	<b>38.17</b>	<b>100%</b>
PACK+电芯	三元	5.51	17%	3.76	19%	4.79	15%	2.56	16%	4.91	13%
	铁锂	10.86	34%	6.07	30%	10.63	34%	5.73	36%	7.10	19%
	总计	<b>16.36</b>	<b>51%</b>	<b>9.83</b>	<b>49%</b>	<b>15.42</b>	<b>50%</b>	<b>8.29</b>	<b>52%</b>	<b>12.01</b>	<b>31%</b>
仅电芯	三元	15.01	47%	10.12	50%	12.53	41%	7.10	45%	17.14	45%
	铁锂	0.56	2%	0.28	1%	2.96	10%	0.49	3%	9.02	75%
	总计	<b>15.58</b>	<b>49%</b>	<b>10.40</b>	<b>51%</b>	<b>15.49</b>	<b>50%</b>	<b>7.59</b>	<b>48%</b>	<b>26.16</b>	<b>69%</b>

数据来源：高工锂电、东吴证券研究所

**2025 年规划产能超 600gwh，全球龙头优势再扩大。**公司截止 2021 年 Q3 有 7 大主要基地，包括宁德漳湾（东桥/湖东/湖西）、宁德车里湾、宁德福鼎、溧阳基地、四川和青海基地、德国工厂，新增宜春基地，合计规划产能超过 500gwh；考虑合资产能，公司产能规划超 600gwh，在全球电池企业中规划产能最大（lg 规划 2025 年产能达到 430gwh，SK 规划 2025 年产能 200gwh）。2020 年底公司产能 117gwh（独资 100gwh），2021 年上半年公司产能年化达 131gwh，92.5gwh 在建，2021 年底我们预计扩至 200gwh 左右。此外公司再扩湖西基地、溧阳四期、宁德福鼎基地、车里湾基地、肇庆基地、宜春基地，到 2025 年规划产能将超 600gwh，满足公司在手订单需求，可支撑公司保持全球 30% 以上装机份额。

图表 2: 宁德时代产能规划 (GWh)

电池企业	持股	基地	规划产能	2020	2021	2022	2023	2024	2025
		宁德东桥	1	1	1	1	1	1	1
		宁德湖东M区	7	7	7	7	7	7	7
		宁德湖东N区	18	18	18	18	18	18	18
		宁德湖东E区	12	8	12	12	12	12	12
		宁德湖西一期	11	11	11	11	11	11	11
		宁德湖西二期	14	14	14	14	14	14	14
		宁德湖西三期	12	8	12	12	12	12	12
		宁德湖西四期(定增)	18	12	18	18	18	18	18
		宁德湖西扩建二期	2				2	2	2
		溧阳一期	4	4	4	4	4	4	4
		溧阳二期	6	6	6	6	6	6	6
		溧阳三期	24	6	24	24	24	24	24
		溧阳四期	30			8	16	30	30
		青海时代	15	5	15	15	15	15	15
		德国图林根一二期	100		4	14	40	50	100
		四川时代一二期	33		10	30	33	33	33
		四川时代三四期	33			10	30	33	33
		四川时代五六期	40				10	30	40
		宁德车里湾基地	15		8	15	15	30	30
		宁德福鼎基地	60			6	20	30	60
		广东肇庆一期	30				20	30	30
		宜春新型锂电池生产基地	45					20	45
		合计	484	99	163	224	327	429	544
		时代上汽	36	18	22	28	36	36	36
		时代广汽	10		5	10	10	10	10
		时代东风	10		5	10	10	10	10
		时代吉利	5			5	5	5	5
		时代一汽	15			10	15	15	15
		时代一汽二期	17					10	17
		合计	93	18	32	63	76	86	93
		独资+合资合计	577	117	195	287	403	515	637

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

**储能业务维持高速增长，加大储能业务布局。**我们预计 Q3 储能出货 4gwh 左右，环比增长 20%左右，我们预计 2021 年是储能市场的元年，公司将同时受益于海外及国内电网侧储能采购，有望实现高速增长，我们预计 2021 年公司储能出货量有望超过 15gwh 以上，2022 年我们预计出货同比翻番以上，此外公司近期与中国华电、国家能源集团、三峡集团、中国建材、中铝集团等多家公司建立战略合作关系，在储能、电力系统、无人矿山等方面开展全方位深度合作，加大储能市场布局，将成公司重要增长点。

### 3. 加大研发投入，议价能力强，报表质量优质

**持续加大研发投入，计提大额资产减值损失。**2021 年前三季度期间费用合计 89.51 亿元，同比增长 130.45%，费用率为 12.20%，同比下降 0.12pct。2021 年前三季度销售费用 26.28 亿元，销售费用率 3.58%，同比降 0.55pct；管理费用 22.27 亿元，管理费用率 3.04%，同比降 0.63pct；财务费用-4.98 亿元，财务费用率-0.68%，研发费用 45.95 亿元，研发费用率 6.26%。2021Q3 期间费用合计 35.62 亿元，同比增长 157%，环比增 18.75%，期间费用率为 12.16%，同比增 1.24pct，环比增 0.12pct；销售费用 10.35 亿元，销售费用率 3.53%，同比降 0.48pct，环比降 0.09pct；管理费用 8.02 亿元，管理费用率 2.74%，同比增 0.02pct，环比降 0.11pct；财务费用-0.76 亿元，财务费用率-0.26%，同比增 2.02pct，环比增 0.64pct；研发费用 18.01 亿元，研发费用率 6.15%，同比降 0.32pct，环比降 0.33pct。2021Q3 公司计提 6.6 亿元资产减值损失，主要为存货跌价准备，在原材料价格上涨情况下会计处理稳健，此外公司 Q3 冲回信用减值损失

2.03 亿元。

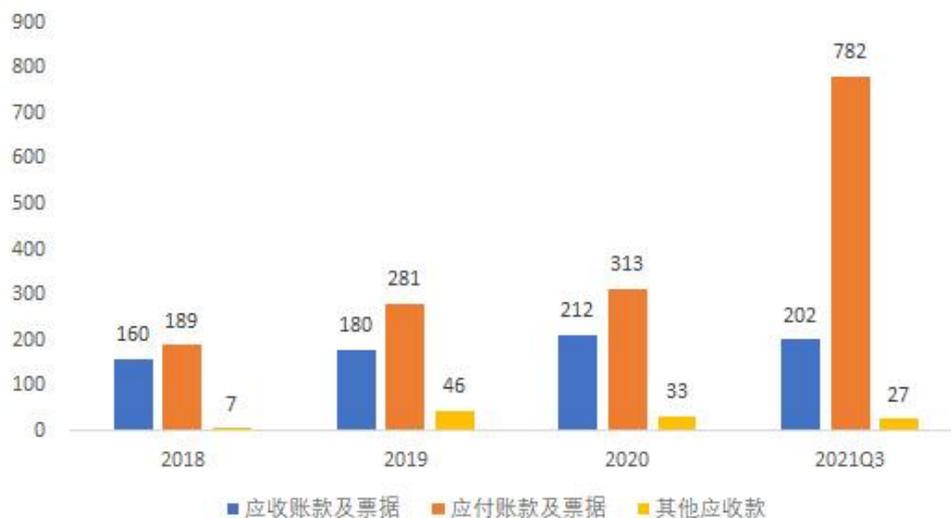
图表 9: 宁德时代费用率 (%)

单位: 百万元	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3
销售费用	352.57	439.57	508.93	915.64	691.75	901.47	1,034.78
-销售费用率	3.90%	4.49%	4.01%	4.87%	3.61%	3.62%	3.53%
管理费用	412.75	396.92	344.58	613.87	717.16	708.14	801.64
-管理费用率	4.57%	4.05%	2.71%	3.27%	3.74%	2.84%	2.74%
研发费用	638.66	659.79	821.71	1449.22	1180.79	1612.97	1,801.17
-研发费用率	7.07%	6.73%	6.47%	7.71%	6.16%	6.48%	6.15%
财务费用	-139.68	-262.23	-289.31	-21.42	-199.35	-223.25	-75.80
-财务费用率	-1.55%	-2.68%	-2.28%	-0.11%	-1.04%	-0.90%	-0.26%
期间费用	1264.3	1234.05	1385.91	2957.31	2390.35	2999.33	3,561.79
-期间费用率	14.00%	12.59%	10.92%	15.73%	12.47%	12.04%	12.16%
资产减值损失	-96.9	-241.44	-479.42	-9.73	-255.91	-498.19	-660.53
信用减值损失	-8.85	-113.17	-74.22	-145.75	-66.95	3.69	202.92

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

原材料紧缺下应付账款增长明显, 现金流短期承压, 公司议价能力仍极强。截至 2021Q3, 公司应收账款及票据 202 亿元, 较年初下滑 5%, 应收账款及票据周转天数 99 天, 较 20 年明显缩短; 公司应付账款及票据 782 亿元, 较年初增长 150%; 合同负债 132 亿元, 较年初增长 91.95%, 订单饱满, 对产业链议价能力仍极强; 其他应收款 27 亿元, 较年初降低 18%。2021 年 Q1-Q3 公司经营活动净现金流为 286.86 亿元, 同比上升 178.35%; 投资活动净现金流为-365.55 亿元, 同比上升 326.05%; 资本开支为 306.67 亿元, 同比上升 280.93%; 账面现金为 807.35 亿元, 较年初增长 17.99%, 短期借款 86.48 亿元, 较年初增长 36.51%。其中, 2021Q3 单季度经营现金流 29 亿元, 同环比-34%/80%, 主要由于公司为 Q4 车企冲量提前备货, 部分原料紧缺提前锁定, 使得现金流短期承压; Q3 投资现金流-114 亿元, 同环比+89%/-30%; 筹资活动现金流 115 亿元, 同环比-62%/+257%。

图表 10: 宁德时代重要财务指标变化 (亿元)



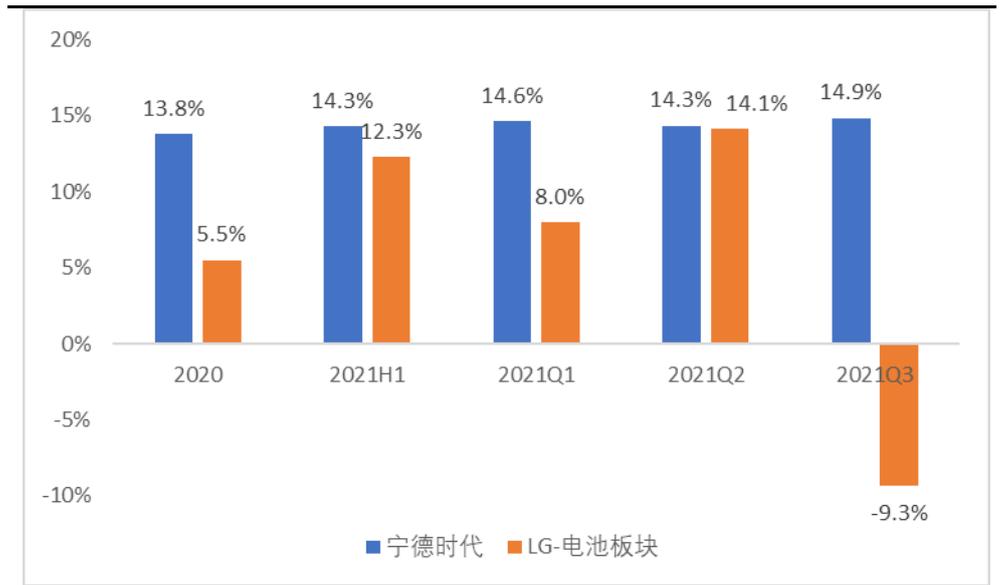
数据来源：公司公告、东吴证券研究所

**资本开支同比高增，产能规划庞大支撑龙头高增长。**2021年Q3公司资本开支105.77亿元，同比增266.24%；2021年Q3在建工程余额达214.95亿元，本期新增157.45亿元，较年初增长274%，主要是为新增产能增加投资。2020年底公司产能117gwh（独资100gwh），2021年底我们预计扩至200gwh左右，到2025年规划产能将近600gwh。

#### 4.海外对比：综合竞争力全球领先，长期成长空间广阔

**营业利润率高于海外电池企业，盈利能力领先全球。**2021Q3宁德时代营业利润率达14.9%，而同期LG化学营业利润率为-9.3%，宁德时代成本及供应链管控能力的优势充分体现。通过供应链管控+上下游超强议价的优势，我们预计宁德时代整体成本较海外低10%，且该成本优势可长期维持。

图表 11: 宁德时代与海外电池企业盈利能力对比 (营业利润率口径)



数据来源: Wind、Bloomberg、东吴证券研究所

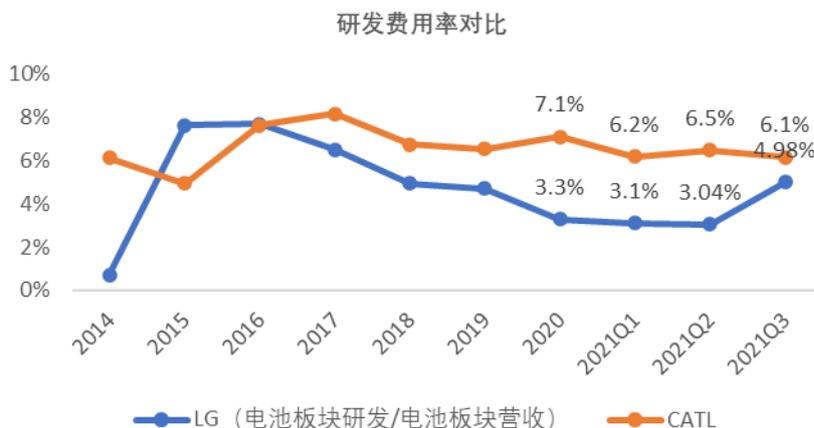
研发投入高于海外,形成技术代差优势,钠离子电池、固态电池等新技术储备充分。2021Q3 宁德时代研发费用 18.0 亿元,研发费用率 6.1%,领先于 LG 化学的电池板块研发投入。CATL 通过大量研发投入,覆盖基础材料至电池的庞大研发体系,力图掌握各环节的核心技术,已经在部分技术上形成代差优势,如 CTP 技术的应用、高镍电池的率先大规模量产、钠离子电池的推出等,此外公司启动电化学储能前沿技术储备研发项目、欧洲生产研发基地项目,与中国科学院物理研究所签约成立清洁能源联合实验室,建立协同创新的合作研发平台,打造清洁能源科技与技术领域产学研联合创新高地。

图表 12: LG 与 CATL 研发费用对比 (亿元人民币)



数据来源: Wind、Bloomberg、东吴证券研究所

图表 13: LG 与 CATL 研发费用率对比



数据来源：Wind、Bloomberg、东吴证券研究所

**宁德加大锂资源布局，加大上游资源账款力度。**近期，公司通过收购加拿大 Millennial、战略投资江西志存锂业、间接持股非洲 Manono 项目加大对锂资源的布局力度。其中，加拿大 Millennial 具有约 412 万吨的碳酸锂当量，江西志存锂业碳酸锂产能 2 万吨、参股公司天华时代具有 20 万吨锂辉石包销全，我们预计 23 年建成投产。宁德在产业链上的深度布局将有助于保障其关键资源供应，并进一步提升其盈利水平。

图表 14: 宁德时代的锂资源布局

时间	方式	投资金额	产能
2021年9月	收购加拿大Millennial公司(全资)	3.77亿加元 (约合人民币19.2亿元)	约412万吨的碳酸锂当量
2021年9月	战略投资江西志存锂业(9.3%)		江西志存锂业间接持有锂云母综合制备2万吨碳酸锂产能
2021年9月	通过参股公司天华时代间接持股非洲Manono项目(24%)	2.4亿美元 (约合人民币15.52亿元)	天华时代将获得20万吨锂辉石包销权，预计23年建成投产
2020年9月	加拿大Neo Lithium(8%)	858万加元 (约合人民币4380万元)	Neo Lithium在阿根廷卡塔马卡省全资拥有Tres Quebradas锂盐湖项目，该项目资源量700吨LCE(碳酸锂当量)，储量130万吨LCE，未来年Pibara持有的Pilgangoora矿资源量708万吨，平均氧化锂含量1.27%，年产能33万吨锂精矿，年产能折合氧化锂0.4191万吨，折合LCE为1.118万吨。
2019年9月	战略投资澳洲Pilbara(8.5%)	5500万澳元 (约合人民币2.58亿元)	
2018年3月	通过加拿大时代持股北美锂业(43.59%)	5000万加元 (约合人民币2.55亿元)	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**授权摩比斯 CTP 技术，电池创新技术推动电动化加速。**现代摩比斯作为现代起亚汽车集团三大主力之一，是韩国最大的汽车零部件公司，拥有多种汽车零部件模块化工作经验，制造尖端的汽车零部件，同时还提供快速便捷的汽车售后零部件服务。10月27日，宁德时代与现代摩比斯签署合作协议，将授权摩比斯使用 CTP 技术，并支持摩比斯在全球范围内的 CTP 相关电池产品供应。我们预计本次技术合作将加强宁德时代在下

游整车环节的话语权，拓展电池创新技术全球授权收费新模式，推动全球电动化加速，加强企业国际市场竞争力。

**全面领先，全球龙头地位确立，长期成长空间广阔。**宁德时代从技术储备、客户定点、产能布局、成本管控等方面看，已全面领先，全球龙头地位确立。公司目前国内装机份额 50%左右，海外市场 2020 年开始放量，过去三年年获得骄人定点成绩，包括特斯拉、宝马、大众、通用、PSA、现代、丰田等，多点开花，未来 5 年订单可见度高。长期看，我们预计宁德在国内装机份额 45%以上，海外装机份额 25%以上。我们预计公司 2025 年出货 650GWh+，较 2020 年增长 10 倍以上，成长空间广阔。同时储能市场开启高增长，公司已提前布局技术、产能、渠道等，后续增量明显。

**全球电动车销量高增，公司 2021-2022 年我们预计出货连续高增。**2021 年欧、美均为电动车销量大年，国内市场我们预计销量超过 300 万辆，同比增 125%；欧洲市场我们预计销 210-220 万辆，同比增 69%；美国市场我们预计销 65 万辆，同比增长 100%+，全球合计超 600 万辆，同比接近翻倍增长，对应动力电池需求超 250gwh。同时新车型密集推出，造车新势力如火如荼，传统车企加速转型，全球电动化势不可挡，我们预计未来 10 年电动车渗透率将加速提升。因此我们预计受益于国内市场及全球化采购，我们预计公司 2021 年电池出货量有望达到 115gwh，同比增 125%+，其中国内市场动力出货 80gwh，海外动力市场出货 20gwh，储能及两轮车有望达到 15gwh，2022 年出货有望超 240gwh，同比翻番，连续两年高增长。由于公司已进入全球主流车企供应链，并多数获得主供地位，未来成长空间大，我们预计 2025 年公司电池出货量有望达到超 650gwh，2020-2025 年复合增速近 50%，开启高速增长。

**投资建议：**考虑下游景气度持续超预期及公司的龙头优势，我们上调公司 2021-2023 年归母净利润至 120/240/351 亿(此前预期 110/213/320 亿元)，同增 115%/100%/46%，对应 PE 为 119/60/41x，给予 2022 年 80x，对应目标价 825 元，维持“买入”评级”。

**风险提示：**竞争加剧、销量及政策不及预期

宁德时代三大财务预测表

资产负债表 (百元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>112,865</b>	<b>175,768</b>	<b>260,156</b>	<b>378,211</b>	<b>营业收入</b>	<b>50,319</b>	<b>112,555</b>	<b>211,158</b>	<b>312,332</b>
现金	68,424	88,720	115,178	166,777	减:营业成本	36,349	82,665	153,531	230,037
应收账款	11,294	17,670	38,674	57,204	营业税金及附加	295	660	1,238	1,832
存货	13,225	29,428	55,882	83,995	销售费用	2,217	4,052	7,179	10,307
其他流动资产	15,622	33,117	40,971	57,900	管理费用	1,768	3,356	5,947	8,279
<b>非流动资产</b>	<b>43,753</b>	<b>51,516</b>	<b>57,872</b>	<b>62,984</b>	研发费用	3,569	6,774	12,001	16,708
长期股权投资	4,813	4,813	4,813	4,813	财务费用	-713	-1,205	-1,315	-1,596
固定资产	19,622	26,231	32,157	36,038	资产减值损失	1,169	1,300	1,694	1,675
在建工程	5,750	7,448	7,948	9,348	加:投资净收益	-118	250	450	600
无形资产	2,518	2,383	2,345	2,206	其他收益	1,136	1,464	1,610	1,771
其他非流动资产	16,801	18,090	18,557	19,928	资产处置收益	-10	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>156,618</b>	<b>227,285</b>	<b>318,028</b>	<b>441,195</b>	<b>营业利润</b>	<b>6,959</b>	<b>16,597</b>	<b>32,872</b>	<b>47,392</b>
<b>流动负债</b>	<b>54,977</b>	<b>114,187</b>	<b>196,855</b>	<b>288,196</b>	加:营业外净收支	23	7	7	7
短期借款	6,335	1,500	1,500	1,500	<b>利润总额</b>	<b>6,983</b>	<b>16,604</b>	<b>32,879</b>	<b>47,399</b>
应付账款	15,635	38,502	69,405	100,838	减:所得税费用	879	2,491	4,932	7,110
其他流动负债	33,007	74,185	125,950	185,858	少数股东损益	521	2,117	3,913	5,238
<b>非流动负债</b>	<b>32,447</b>	<b>33,447</b>	<b>20,064</b>	<b>21,064</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>5,583</b>	<b>11,996</b>	<b>24,034</b>	<b>35,052</b>
长期借款	6,068	7,068	8,068	9,068	EBIT	6,247	14,037	27,880	41,730
其他非流动负债	26,378	26,378	11,996	11,996	EBITDA	11,115	22,656	41,651	59,034
<b>负债合计</b>	<b>87,424</b>	<b>147,633</b>	<b>216,919</b>	<b>309,260</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	4,987	7,104	11,017	16,255	每股收益(元)	2.40	5.15	10.32	15.05
归属母公司股东权益	64,207	72,547	90,092	115,680	每股净资产(元)	27.56	31.14	38.67	49.66
<b>负债和股东权益</b>	<b>156,618</b>	<b>227,285</b>	<b>318,028</b>	<b>441,195</b>	发行在外股份(百万股)	2,329	2,329	2,329	2,329
					ROIC(%)	17.8%	59.7%	77.6%	110.9%
					ROE(%)	8.7%	16.5%	26.7%	30.3%
<b>现金流量表 (百元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	毛利率(%)	27.8%	26.6%	27.3%	26.3%
经营活动现金流	18,430	42,809	61,165	76,366	销售净利率(%)	12.1%	12.5%	13.2%	12.9%
投资活动现金流	-15,052	-14,878	-16,150	-17,900	资产负债率(%)	55.8%	65.0%	68.2%	70.1%
筹资活动现金流	37,431	-7,635	-18,556	-6,868	收入增长率(%)	9.9%	123.7%	87.6%	47.9%
现金净增加额	40,809	20,296	26,458	51,599	归属母公司净利润(%)	22.4%	114.9%	100.4%	45.8%
折旧和摊销	4,868	7,265	10,094	13,238	P/E	256.55	119.43	59.61	40.87
资本开支	13,302	15,500	16,600	18,500	P/B	22.31	19.74	15.90	12.38
营运资本变动	5,777	21,516	23,124	23,291	EV/EBITDA	132	65	35	25

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 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>