宁德时代（300750）

2022 年一季报点评：成本冲击 Q1 盈利承压，定价转为联动 Q2 快速修复

买入（维持）

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	130,356	318,014	451,552	569,892
同比	159.06	143.96	41.99	26.21
归属母公司净利润（百万元）	15,931	24,336	40,070	56,579
同比	185.34	52.75	64.66	41.20
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	6.83	10.44	17.19	24.27
P/E（现价&最新股本摊薄）	59.89	39.21	23.81	16.86

投资要点

- **2022Q1 归母净利润 14.93 亿元，同环比-23.62%/-81.75%，低于市场预期。**Q1 实现营收 486.78 亿元，同比增长 153.97%，环比下降 14.59%；归母净利 14.93 亿元，同降 23.62%，环降 81.75%，扣非归母净利 9.77 亿元，同降 41.57%，环降 85.71%。盈利能力方面，Q1 毛利率为 14.48%，同降 12.8pct，环降 10.22pct；归母净利率 3.07%，同降 7.13pct，环降 11.29pct；Q1 扣非净利率 2.01%，同降 6.71pct，环降 9.99pct，低于市场预期，盈利能力的下滑主要由于碳酸锂等原材料价格大幅上涨。

- **Q1 电池产销旺盛，全球占率新高，预计全年翻倍以上增长。**据 SNE 公司 Q1 全球装机 33.3GWh，市占率提升至 35%，考虑车企提前备货和储能需求，我们预计 Q1 电池产量 60GWh+，环比微增，出货 50GWh+，同环比+165%/-15%，其中动力电池 45GWh，储能 5GWh。受疫情影响，我们预计公司 4 月排产环比下降 20%左右，5 月中旬恢复正常，Q2 预计环增 10%左右，出货量预计 50-55GWh，Q3 排产恢复且考虑下半年电动车销售旺季，Q3、Q4 销量环比都将明显增长，预计全年出货量可达 280-290GWh，翻倍以上增长，其中储能预计 40GWh。

- **Q1 电池价格基本没涨而原材料大涨导致毛利率明显下滑，Q2 开始金属联动定价预计盈利快速回升。**锂、钴、镍等在去年初开始上涨，在去年四季度开始大涨至今，原料 M-1 定价方式及库存影响，成本上涨集中在今年 Q1 体现，我们测算，Q1 公司三元 523Pack 成本 0.89 元/wh（不含税），环比增加 0.12 元/wh，磷酸铁锂 Pack 成本 0.7 元/wh，环比增加 0.1 元/wh，Q4 成本预计仅增加 1-3 分/wh。Q1 公司与车企处于价格谈价中，Q1 平均价格预计基本没涨，Q1 动力电池毛利率环比下滑 10pct 至近 12%，储能毛利率预计下滑 8pct 至近 14%。Q2 电池成本进一步上涨，但一季度末公司与车企已基本谈定金属联动定价，预计上涨 30%-40%，考虑确认问题预计 Q2 均价上涨 20%以上，盈利能力将有明显修复。

- **加快布局上游，技术创新引领行业，看好公司长期成长。**公司在江西和印尼都加大投资分别布局锂和镍，有助于长期降本和保障资源供应。公司注重基础研发、引领电池技术创新，份额全球第一，看好持续成长。

- **盈利预测与投资评级：**考虑原材料上涨影响，我们下修公司 2022-2024 年归母净利至 243/401/566 亿元（原预测 286/430/599 亿元），同增 53%/65%/41%，对应 PE 为 39/24/17x，给予 2022 年 58xPE，对应目标价 605.52 元，维持“买入”评级。

- **风险提示：**电动车销量不及预期，竞争加剧

2022 年 05 月 03 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
研究助理 岳斯瑶
执业证书：S0600120100021
yuesy@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	409.35
一年最低/最高价	351.10/688.00
市净率(倍)	11.20
流通 A 股市值(百万元)	834,524.04
总市值(百万元)	954,133.94

基础数据

每股净资产(元,LF)	36.56
资产负债率(%,LF)	75.12
总股本(百万股)	2,330.85
流通 A 股(百万股)	2,038.66

相关研究

《宁德时代(300750)：2021 年年报点评：动力+储能全面开花，业绩亮眼》

2022-04-22

《宁德时代(300750)：不畏浮云遮望眼，只缘身在最高层》

2022-02-14

请务必阅读正文之后的免责声明部分

1. 公司业绩：成本上涨致盈利下滑，业绩低于市场预期

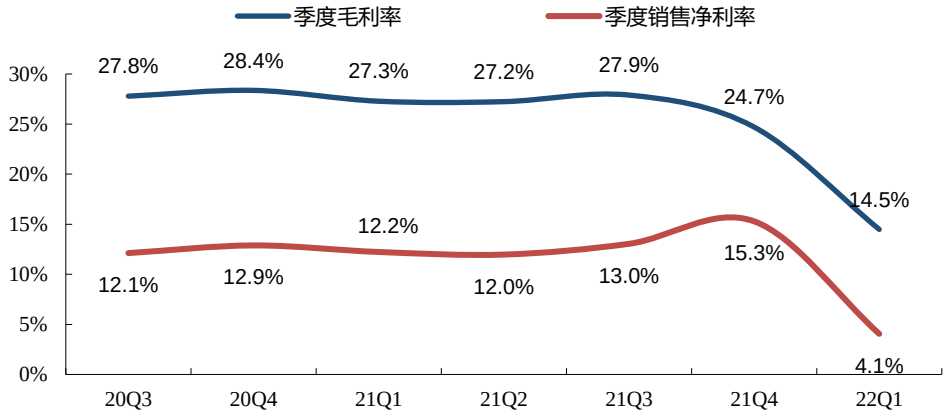
2022Q1 归母净利润 14.93 亿元，同环比-23.62%/-81.75%，低于市场预期。2022 年 Q1 公司实现营收 486.78 亿元，同比增加 153.97%，环比下降 14.59%；归母净利润 14.93 亿元，同比下降 23.62%，环比下降 81.75%，扣非归母净利润 9.77 亿元，同比下降 41.57%，环比下降 85.71%。盈利能力方面，Q1 毛利率为 14.48%，同比下降 12.8pct，环比下降 10.22pct；归母净利率 3.07%，同比下降 7.13pct，环比下降 11.29pct；Q1 扣非净利率 2.01%，同比下降 6.71pct，环比下降 9.99pct，盈利能力的下滑主要由于碳酸锂等原材料价格大幅上涨。

图1：公司分季度业绩拆分（百万元）

	2022Q1	2021Q4	2021Q3	2021Q2	2021Q1
营业收入(百万)	48,678.4	56,994.3	29,287.0	24,907.9	19,166.7
-同比	153.97%	203.21%	130.73%	154.20%	112.24%
毛利率	14.48%	24.70%	27.90%	27.24%	27.28%
归母净利润(百万)	1,492.8	8,180.2	3267.4	2529.4	1954.4
-同比	-23.62%	267.41%	130.16%	111.62%	163.38%
归母净利率	3.07%	14.35%	11.16%	10.15%	10.20%
扣非归母净利润（百万）	977.0	6,838.8	2,685.10	2,246.41	1,672.09
-同比	-41.57%	302.93%	125.49%	136.85%	290.50%
扣非归母净利率	2.01%	12.00%	9.17%	9.02%	8.72%

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

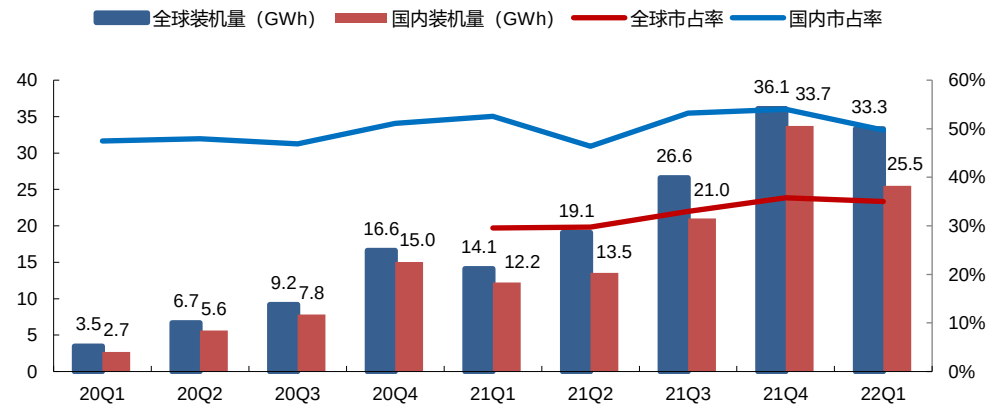
2. 电池出货同比高增，成本上涨盈利承压

Q1 电池产销旺盛，全球市占率新高，预计全年翻倍以上增长。根据动力电池联盟数据，公司 2022Q1 国内市场累计装机 25.51GWh，同比大增 109%，市占率为 50%；

请务必阅读正文之后的免责声明部分

SNE 口径公司 Q1 全球装机量为 33.3GWh，市占率提升至 35%。考虑车企提前备货和储能需求，我们预计公司 Q1 电池产量 60GWh+，环比微增，出货量 50GWh+，同环比+165%/-15%，其中动力电池 45GWh，储能 5GWh。受疫情影响，我们预计公司 4 月排产环比下降 20%左右，5 月中旬恢复正常，整体 Q2 排产环比增长 10%左右，出货量可达到 55-60GWh，Q3 排产恢复且考虑下半年为电动车销售旺季，我们预计 Q3、Q4 销量环比都将明显增长，并预计公司全年出货量可达 280-290GWh 左右，翻倍以上增长，其中储能预计 40GWh。

图3：宁德时代季度装机量及市占率统计



数据来源：SNE，动力电池联盟，东吴证券研究所

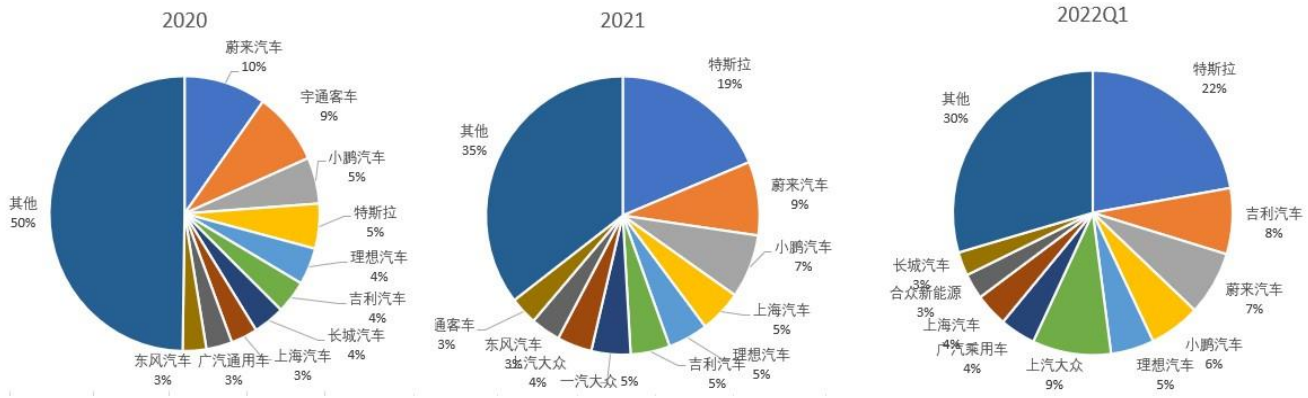
图4：2022Q1 全球 TOP10 装机量厂商排名及占比（GWh）

Top10	企业	装机量	占比
1	宁德时代	33.3	35.0%
2	LG新能源	15.1	15.9%
3	比亚迪	10.5	11.0%
4	松下	9.4	9.9%
5	SKI	6.3	6.6%
6	中创新航	4.2	4.4%
7	三星SDI	3.6	3.8%
8	国轩高科	1.3	1.4%
9	蜂巢能源	1.3	1.4%
10	亿纬锂能	1.1	1.2%
前10总量		86.1	90.5%
其他		9.0	9.5%
全球总量		95.1	100.0%

数据来源：SNE，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图5：宁德时代主要客户结构（装机口径）



数据来源：GGII，东吴证券研究所

图6：22Q1 国内车企及电池企业配套关系（装机口径）

		宁德时代 24.8Gwh	比亚迪 9.8Gwh	中航锂电 3Gwh	国轩高科 2.4Gwh	LG化学 1.4Gwh	蜂巢能源 0.9Gwh	孚能科技 0.8Gwh	多氟多 0.6Gwh	力神 0.4Gwh	亿纬锂能 0.4Gwh	天津捷威 0.3Gwh	瑞浦能源 0.3Gwh	欣旺达 0.3Gwh	鹏辉能源 0.2Gwh	华鼎国联 0.2Gwh	其他 1.2Gwh
1.乘用车（42.8gwh）		50.8%	22.2%	6.8%	5.3%	3.2%	2.0%	1.8%	1.3%	0.8%	0.5%	0.8%	0.7%	0.7%	0.4%	0.5%	2.2%
特斯拉	特斯拉 (6.8gwh)	80.4%				19.6%											
自主（23gwh）	比亚迪 (9.1gwh)		100.0%														
	广汽乘用车 (2.6gwh)	39.4%		44.5%				16.0%									
	吉利汽车 (2.1gwh)	84.7%		3.3%	10.6%	0.1%				0.1%							1.2%
	上汽通用五菱 (1.6gwh)	18.1%		13.1%	32.1%				7.8%				11.4%		11.5%		6.1%
	长城汽车 (1.4gwh)	46.9%			1.4%		41.9%					9.7%					0.1%
	奇瑞汽车 (1.1gwh)	7.6%		5.3%	41.6%				38.2%			0.9%				4.1%	2.3%
	长安汽车 (1.0gwh)	59.8%	1.2%	13.5%	23.3%												2.2%
	上海汽车 (1.0gwh)	97.0%															3.0%
	东风汽车 (0.9gwh)	56.7%	11.0%				0.1%		1.6%	19.8%			2.3%				8.5%
	江淮汽车 (0.4gwh)				97.1%					2.8%							0.1%
	东风柳州汽车 (0.3gwh)													98.8%			1.2%
	其他 (1.4gwh)	5.1%	1.1%	0.2%	1.0%		0.0%	1.1%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%		0.0%		91.2%
新势力（8.5gwh）	小鹏汽车 (2.4gwh)	60.7%		30.7%							8.6%						
	蔚来汽车 (1.8gwh)	100.0%															
	理想汽车 (1.2gwh)	100.0%															
	合众新能源 (1.2gwh)	60.9%					9.8%					15.3%				13.9%	0.1%
	零跑汽车 (1.0gwh)	11.5%		51.6%	22.9%		13.8%			0.1%							
	威马汽车 (0.7gwh)	73.9%								17.8%			7.5%				0.7%
	其他 (0.2gwh)	2.9%		0.6%	2.8%			2.7%	0.0%	0.4%	0.0%	0.0%	0.4%		0.1%		90.2%
合资（4.5gwh）	上汽大众 (1.2gwh)	100.0%															
	一汽大众 (1.1gwh)	100.0%															
	华晨宝马 (0.6gwh)	100.0%															
	上汽通用 (0.5gwh)	92.9%				7.1%											
	北京奔驰 (0.3gwh)	23.8%						33.1%									43.1%
	北汽麦格纳 (0.2gwh)	0.6%															99.4%
	其他 (0.7gwh)	16.9%	3.2%	1.0%	5.2%		0.0%	5.1%	0.0%	0.7%	0.0%	0.0%	0.7%		0.1%		67.0%
2.客车(1.3gwh)		76.1%	19.7%	0.7%	0.0%						1.1%						2.3%
3.专用车(2.8gwh)		73.2%	1.9%	1.9%	6.1%		0.4%			2.6%	5.5%			0.0%	1.9%		6.6%
所有车型总计（47gwh）		52.8%	20.9%	6.4%	5.2%	2.9%	1.9%	1.7%	1.2%	0.9%	0.8%	0.7%	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	2.5%

数据来源：GGII，东吴证券研究所

Q1 电池价格基本没涨而原材料大涨导致毛利率明显下滑。碳酸锂、镍、钴等价格自 2021Q4 以来暴涨，但由于原材料采购以 M-1 方式定价，且公司成本确认采用加权平均方式，平滑成本，因此我们预计公司当期使用的原材料为 2 个月前均价。那么我们预测，2022Q1 公司实际的碳酸锂、金属钴、金属镍单吨成本为 25.4/41.4/13.9 万，环比上涨 12/8/0.8 万元，远高于 2021Q4 涨幅（分别为 5/0.4/0.1 万元），因此原材料涨价对公司盈利压力在 2022Q1 开始体现。同时，由于 2022 年初固定资产较 2021Q3 末新增 100 亿元，我们预计 2022Q1 折旧环比增加 6 亿元，占收入比重 5%，较 2021Q4 影响 1.8pct 毛利率。综合考虑，我们测算，2022Q1 公司三元 523pack 成本 0.89 元/wh（不含税），环比增加 0.12 元/wh，磷酸铁锂 pack 成本 0.69 元/wh，环比增加 0.1 元/wh，成本涨幅远

请务必阅读正文之后的免责声明部分

高于 2021Q4（三元、铁锂分别为 0.03、0.01 元/wh），平均 Q1 电池成本 0.72 元/wh，环比增加 0.1 元/wh。而 2022Q1 公司与车企处于谈价中，仅部分车企价格有所上涨，我们预计 Q1 电池均价涨幅 2-3%（不足 0.03 元/wh），远难以覆盖成本成本上涨，因此我们预计 Q1 宁德动力毛利率环比下滑 10pct 至近 12%，储能毛利率预计下滑 8pct 至近 14%。

图7：上游资源季度均价（万元/吨）

季度报价均价（M）	上游金属（万/吨）					
日期	电池级碳酸锂：百川	电池级碳酸锂：SMM	单水氢氧化锂：百川	电池级氢氧化锂：SMM	电解钴：SMM	金属镍
2022Q1	43.35	42.20	37.87	37.64	53.32	19.38
2021Q4	21.24	20.95	19.95	19.02	43.18	14.86
2021Q3	11.53	10.73	12.16	11.47	37.08	14.44
2021Q2	8.90	8.88	8.66	8.61	34.95	12.99
2021Q1	7.35	7.37	6.24	5.97	33.34	13.29
季度采购均价（M-2）	**上游金属（万/吨）**					
日期	电池级碳酸锂：百川	电池级碳酸锂：SMM	单水氢氧化锂：百川	电池级氢氧化锂：SMM	电解钴：SMM	金属镍
2022Q2	48.34	47.32	45.31	44.65	55.34	21.47
2022Q1	25.41	24.61	22.37	21.29	46.02	15.41
2021Q4	14.70	13.57	14.92	13.92	37.72	14.76
2021Q3	8.86	8.82	9.38	9.17	35.62	14.22
2021Q2	8.26	8.28	6.97	6.82	35.58	12.99
2021Q1	5.11	5.07	5.34	4.95	27.53	13.23

数据来源：百川盈孚，SMM，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图8：分产品成本测算

	2021Q3：NCM532					2021Q4：NCM532					2022Q1：NCM532					2022Q2：NCM532				
三元NCM523 电芯原材料成本	单位用量	单位	单位价格（万）	单位成本（元/wh）	单位成本占比	单位用量	单位	单位价格（万）	单位成本（元/wh）	单位成本占比	单位用量	单位	单位价格（万）	单位成本（元/wh）	单位成本占比	单位用量	单位	单位价格（万）	单位成本（元/wh）	单位成本占比
正极材料	1710	t	17.0	0.26	47%	1710	t	18.8	0.28	50%	1710	t	24.9	0.38	55%	1710	t	35.3	0.53	64%
正极导电剂（AB）	29	t	18.0	0.00	1%	29	t	18.0	0.00	1%	29	t	18.0	0.00	1%	29	t	18.0	0.00	1%
正极黏贴剂（PVDF）	36	t	30.0	0.01	2%	36	t	33.0	0.01	2%	36	t	40.0	0.01	2%	36	t	40.0	0.01	2%
分散剂（NMP）	7	t	4.0	0.00	0%	7	t	4.0	0.00	0%	7	t	4.0	0.00	0%	7	t	4.0	0.00	0%
正极集体流（铝箔）	700	t	2.8	0.02	3%	700	t	2.8	0.02	3%	700	t	2.9	0.02	3%	700	t	2.9	0.02	2%
负极活性物质（石墨）	970	t	3.90	0.03	6%	970	t	3.93	0.03	6%	970	t	4.50	0.04	6%	970	t	4.60	0.04	5%
负极粘结剂1(SBR)	39	t	20.00	0.01	1%	39	t	20.00	0.01	1%	39	t	20.00	0.01	1%	39	t	20.00	0.01	1%
负极粘结剂2（CMC）	39	t	4.90	0.00	0%	39	t	4.90	0.00	0%	39	t	4.90	0.00	0%	39	t	4.90	0.00	0%
负极集流体（铜箔）	700	t	12.10	0.07	14%	700	t	12.26	0.08	13%	700	t	12.34	0.08	11%	700	t	12.34	0.08	9%
电解液	1010	t	5.43	0.05	9%	1010	t	5.49	0.05	9%	1010	t	6.66	0.06	9%	1010	t	6.54	0.06	7%
隔膜（湿法涂覆）	1800	万m2	2.00	0.03	6%	1800	万m2	2.00	0.03	6%	1800	万m2	2.00	0.03	5%	1800	万m2	2.00	0.03	4%
壳体&辊压膜及其他	1	套	0.06	0.06	11%	1	套	0.05	0.05	9%	1	套	0.05	0.05	8%	1	套	0.05	0.06	7%
电芯材料成本合计(元/wh)	0.54				100%	0.57				100%	0.68				100%	0.84				100%
其中，钴锂成本占比																				
钴（从金属含量口径）	212	t	32.75	0.07	13%	212	t	33.18	0.07	12%	212	t	41.40	0.08	11%	212	t	49.50	0.09	11%
碳酸锂（正极+电解液含量）	710	t	8.28	0.06	11%	710	t	12.94	0.09	16%	710	t	25.40	0.16	23%	710	t	45.60	0.29	34%
六氟磷酸铁锂	121.2	t	17.10	0.02	3%	121.2	t	17.60	0.02	3%	121.2	t	28.00	0.03	4%	121.2	t	27.00	0.03	3%
镍	520	t	12.88	0.07	12%	520	t	13.02	0.07	12%	520	t	13.87	0.06	9%	520	t	19.35	0.09	11%
BMS及高压线束、箱体	0.09				13%	0.09				12%	0.09				11%	0.09				9%
折旧(元/wh)	0.03				4%	0.03				4%	0.03				4%	0.03				3%
电费、人工费等(元/wh)	0.05				7%	0.05				6%	0.05				6%	0.05				5%
成本合计(元/wh)	0.71				100%	0.73				100%	0.86				100%	1.01				100%
合格率	95.7%					95.9%					96.1%					96.2%				
成本合计（元/wh），不含税）	0.74					0.77					0.89					1.05				
价格（元/wh），含税）	1.03					1.04					1.07					1.33				
毛利率	18.3%					16.8%					6.2%					10.5%				
单w毛利（元/wh）	0.17					0.15					0.06					0.12				

0.02 ()

	2021Q3：NCM811					2021Q4：NCM811					2022Q1：NCM811					2022Q2：NCM811				
三元NCM811 电芯原材料成本	单位用量	单位	单位价格（万）	单位成本（元/wh）	单位成本占比	单位用量	单位	单位价格（万）	单位成本（元/wh）	单位成本占比	单位用量	单位	单位价格（万）	单位成本（元/wh）	单位成本占比	单位用量	单位	单位价格（万）	单位成本（元/wh）	单位成本占比
正极材料	1400	t	19.2	0.24	47%	1400	t	21.3	0.26	49%	1400	t	25.5	0.32	52%	1400	t	38.0	0.47	61%
正极导电剂（AB）	22	t	18.0	0.00	1%	22	t	18.0	0.00	1%	22	t	18.0	0.00	1%	22	t	18.0	0.00	0%
正极黏贴剂（PVDF）	27	t	30.0	0.01	1%	27	t	33.0	0.01	1%	27	t	40.0	0.01	2%	27	t	40.0	0.01	1%
分散剂（NMP）	5	t	4.0	0.00	0%	5	t	4.0	0.00	0%	5	t	4.0	0.00	0%	5	t	4.0	0.00	0%
正极集体流（铝箔）	598.5	t	2.8	0.01	3%	598.5	t	2.8	0.01	3%	598.5	t	2.9	0.02	3%	598.5	t	2.9	0.02	2%
负极活性物质（石墨）	900	t	5.10	0.04	8%	900	t	5.10	0.04	7%	900	t	5.50	0.04	7%	900	t	5.50	0.04	6%
负极粘结剂1(SBR)	36	t	0.01	0.00	0%	36	t	18.05	0.01	1%	36	t	17.15	0.01	1%	36	t	16.29	0.01	1%
负极粘结剂2（CMC）	36	t	0.00	0.00	0%	36	t	4.42	0.00	0%	36	t	4.20	0.00	0%	36	t	3.99	0.00	0%
负极集流体（铜箔）	598.5	t	12.10	0.06	13%	598.5	t	12.26	0.06	12%	598.5	t	12.34	0.07	11%	598.5	t	12.34	0.07	9%
电解液	1000	t	6.03	0.05	11%	1000	t	6.09	0.05	10%	1000	t	7.34	0.06	11%	1000	t	7.22	0.06	8%
隔膜（湿法涂覆）	1400	万m2	2.30	0.03	6%	1400	万m2	2.30	0.03	5%	1400	万m2	2.30	0.03	5%	1400	万m2	2.30	0.03	4%
壳体&辊压膜及其他	1	套	0.06	0.06	11%	1	套	0.06	0.06	11%	1	套	0.06	0.06	10%	1	套	0.06	0.06	8%
电芯材料成本合计(元/wh)	0.51				100%	0.54				100%	0.61				100%	0.77				100%
其中，钴锂成本占比																				
钴（从金属含量口径）	79	t	32.75	0.03	5%	79	t	33.18	0.03	5%	79	t	41.40	0.03	5%	79	t	49.50	0.04	5%
氢氧化锂（正极）	603	t	8.46	0.05	10%	603	t	13.11	0.08	15%	603	t	21.28	0.13	21%	603	t	43.04	0.26	34%
六氟磷酸铁锂			17.10					17.60					28.00					27.00		
镍	676	t	12.88	0.09	17%	676	t	13.02	0.09	16%	676	t	13.87	0.09	15%	676	t	19.35	0.13	17%
BMS及高压线束、箱体	0.10				14%	0.10				14%	0.10				12%	0.10				10%
折旧(元/wh)	0.03				4%	0.03				4%	0.03				4%	0.03				3%
电费、人工费等(元/wh)	0.05				7%	0.05				7%	0.05				6%	0.05				5%
成本合计(元/wh)	0.68				100%	0.72				100%	0.79				100%	0.95				100%
合格率	93.5%					93.8%					94.1%					94.4%				
成本合计（元/wh），不含税）	0.73					0.76					0.84					1.00				
价格（元/wh），含税）	1.06					1.08					1.09					1.36				
毛利率	22.0%					20.0%					12.8%					16.2%				
单w毛利（元/wh）	0.21					0.19					0.12					0.19				

	2021Q3：铁锂					2021Q4：铁锂					2022Q1：铁锂					2022Q2：铁锂				
磷酸铁锂 电芯原材料成本	单位用量（/gwh）	单位	单位价格（万）	单位成本（元/wh）	单位成本占比	单位用量（/gwh）	单位	单位价格（万）	单位成本（元/wh）	单位成本占比	单位用量（/gwh）	单位	单位价格（万）	单位成本（元/wh）	单位成本占比	单位用量（/gwh）	单位	单位价格（万）	单位成本（元/wh）	单位成本占比
正极材料	1980	t	4.6	0.08	19%	1980	t	5.8	0.10	24%	1980	t	9.4	0.16	33%	1980	t	15.0	0.26	43%
正极导电剂（AB）	30	t	18.00	0.00	1%	30	t	18.00	0.00	1%	30	t	18.00	0.00	1%	30	t	18.00	0.00	1%
正极黏贴剂（PVDF）	38	t	30	0.01	2%	38	t	33	0.01	3%	38	t	40	0.01	3%	38	t	40	0.01	2%
分散剂（NMP）	8	t	4.00	0.00	0%	8	t	4.00	0.00	0%	8	t	4.00	0.00	0%	8	t	4.00	0.00	0%
正极集体流（铝箔）	800	t	2.80	0.02	5%	800	t	2.80	0.02	5%	800	t	2.90	0.02	4%	800	t	2.90	0.02	3%
负极活性物质（石墨）	1000	t	3.10	0.03	7%	1000	t	3.10	0.03	7%	1000	t	3.60	0.03	6%	1000	t	3.60	0.03	5%
负极粘结剂1(SBR)	40	t	20.00	0.01	2%	40	t	20.00	0.01	2%	40	t	20.00	0.01	1%	40	t	20.00	0.01	1%
负极粘结剂2（CMC）	40	t	4.90	0.00	0%	40	t	4.90	0.00	0%	40	t	4.90	0.00	0%	40	t	4.90	0.00	0%
负极集流体（铜箔）	750	t	12.1	0.08	19%	750	t	12.3	0.08	20%	750	t	12.3	0.08	16%	750	t	12.3	0.08	14%
电解液	1500	t	5.73	0.08	18%	1500	t	5.79	0.08	19%	1500	t	7.04	0.09	19%	1500	t	6.92	0.09	15%
隔膜（湿法涂覆）	2000	万m2	2.0	0.04	9%	2000	万m2	2.0	0.04	9%	2000	万m2	2.0	0.04	7%	2000	万m2	2.0	0.04	6%
壳体&辊压膜及其他	1	套	0.1	0.05	13%	1	套	0.1	0.05	11%	1	套	0.1	0.05	10%	1	套	0.1	0.05	9%
电芯材料成本合计(元/wh)	0.40				95%	0.41				100%	0.50				100%	0.61				100%
碳酸锂（正极+电解液含量）	520	t	8.28	0.04	10%	520	t	12.94	0.07	16%	520	t	25.40	0.13	26%	520	t	45.60	0.24	39%
六氟磷酸铁锂	180	t	17.10	0.03	7%	180	t	17.60	0.03	7%	180	t	28.00	0.04	9%	180	t	27.00	0.04	7%
BMS及高压线束、箱体	0.09				15%	0.09				15%	0.09				13%	0.09				11%
折旧(元/wh)	0.03				5%	0.03				5%	0.03				5%	0.03				4%
电费、人工费等(元/wh)	0.05				9%	0.05				8%	0.05				8%	0.05				6%
成本合计(元/wh)	0.56					0.57					0.67					0.77				
合格率	96.6%					96.9%					97.1%					97.2%				
成本合计（元/wh），不含税）	0.58					0.59					0.69					0.80				
价格（元/wh），含税）	0.88					0.90					0.92					1.08				
毛利率	25.6%					25.6%					14.6%					17.0%				
单w毛利（元/wh）	0.20					0.20					0.12					0.16				

数据来源：GGII，东吴证券研究所测算

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图9：季度折旧测算

期末	2020-12-31	2021-03-31	2021-06-30	2021-09-30	2021-12-31	2022-03-31
固定资产（百万）	19,622	20,760	25,132	31,850	41,275	56,266
季度折旧预测		**21Q1**	**21Q2**	**21Q3**	**21Q4**	**22Q1**
单期折旧（百万）		1,131	1,418	1,474	1,828	2,439
收入（百万）		19,167	24,908	29,287	56,994	48,678
折旧/收入		5.90%	5.69%	5.03%	3.21%	5.01%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

Q2 开始金属联动定价预计盈利快速回升。根据 M-2 的原材料成本定价方式，由于金属价格 2022Q1 大涨，更多影响 2022Q2 实际电池成本，我们测算 Q2 公司实际的碳酸锂、金属钴、金属镍单吨成本为 45.6/49.5/19.4 万元，环比上涨 20/8/5.5 万元，对应三元 523pack 成本 1.05 元/wh（不含税），环比增加 0.16 元/wh，磷酸铁锂 pack 成本 0.8 元/wh，环比增加 0.11 元/wh，较 Q1 成本进一步上涨，预计综合电池成本 0.83 元/wh，环比增加 0.12 元/wh。为此，公司已于 3 月底公司对车企提价，定价模式基本调整为与原材料联动方式，我们预计价格上涨幅度 30%-35%，考虑确认问题预计 Q2 均价上涨 20%-25%，三元 pack 均价 1.3-1.4 元/wh，铁锂 pack 均价 1-1.1 元/wh，价格平均上涨近 0.2 元/wh，可覆盖年初绝大部分年初以来成本上涨，我们预计 Q2 公司毛利率有望恢复至 15%左右，环比提升 4pct，对应单位毛利恢复至 0.15 元/wh。目前上游材料价格趋稳，且小幅回落，中游材料中六氟电解液价格已开始调整，我们预计公司 H2 毛利率有望改善。

图10：公司毛利率测算

汇总	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2
实际毛利率	24.00%	22.12%	21.81%	21.34%	11.66%	
拟合毛利率			**21.67%**	**21.11%**	**11.52%**	**14.81%**
-三元523占比预测	37%	39%	38%	31%	29%	28%
-三元811占比预测	25%	28%	27%	27%	29%	28%
-铁锂占比预测	38%	32%	35%	42%	43%	45%
-三元523毛利率预测			18.3%	16.8%	6.2%	10.5%
-三元811毛利率预测			22.0%	20.0%	12.8%	16.2%
-铁锂毛利率预测			25.6%	25.6%	14.6%	17.0%
公司实际均价（元/wh）	**0.92**	**0.87**	**0.87**	**0.89**	**0.92**	
拟合均价（元/wh）			**0.88**	**0.89**	**0.91**	**1.10**
合计pack均价预测			0.99	0.99	1.01	1.23
三元523pack均价（元/wh）			1.03	1.04	1.07	1.33
三元811pack均价（元/wh）			1.06	1.08	1.09	1.36
铁锂pack均价（元/wh）			0.88	0.90	0.92	1.08
公司实际均成本（元/wh）	**0.62**	**0.60**	**0.60**	**0.62**	**0.72**	
拟合均成本（元/wh）			**0.61**	**0.62**	**0.71**	**0.83**
合计pack均成本预测			0.68	0.69	0.79	0.92
三元523pack均成本（元/wh）			0.74	0.77	0.89	1.05
三元811pack均成本（元/wh）			0.73	0.76	0.84	1.00
铁锂pack均成本（元/wh）			0.58	0.59	0.69	0.80
公司实际均毛利（元/wh）	**0.20**	**0.17**	**0.17**	**0.17**	**0.09**	
拟合均毛利（元/wh）			**0.168**	**0.167**	**0.093**	**0.145**
合计pack均毛利预测			0.19	0.19	0.10	0.16
三元523pack均毛利（元/wh）			0.17	0.15	0.06	0.12
三元811pack均毛利（元/wh）			0.21	0.19	0.12	0.19
铁锂pack均毛利（元/wh）			0.20	0.20	0.12	0.16

数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图11：电池单瓦盈利情况测算

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1E
1.动力电池系统					
收入（百万）	**14,251**	**16,200**	**20,624**	**40,416**	**36,514**
-同比增长	*107%*	*146%*	*109%*	*151%*	*156%*
销量（gwh）	**17.50**	**21.00**	**26.85**	**51.36**	**44.98**
-同比增长	*130%*	*177%*	*128%*	*195%*	*157%*
均价（不含税，元/wh）	0.81	0.77	0.77	0.79	0.81
均价（含税，元/wh）	**0.92**	**0.87**	**0.87**	**0.89**	**0.92**
-幅度（环比）	*0%*	*-5%*	*0%*	*2%*	*3%*
-磷酸铁锂价格（含税，元/wh）	*0.90*	*0.83*	*0.83*	*0.85*	*0.87*
-三元PACK价格（含税，元/wh）	*1.09*	*1.05*	*1.05*	*1.08*	*1.12*
-三元模组（电芯）价格（含税，元/wh）	*0.87*	*0.84*	*0.84*	*0.87*	*0.90*
均成本（不含税，元/wh）	0.62	0.60	0.60	0.62	0.72
-幅度（环比）	*3%*	*-3%*	*0%*	*3%*	*16%*
毛利率	**24.00%**	**22.12%**	**21.81%**	**21.34%**	**11.66%**
均毛利（元/wh）	**0.20**	**0.17**	**0.17**	**0.17**	**0.09**
单位利润（元/wh）	**0.08**	**0.07**	**0.06**	**0.08**	**0.00**
2.储能系统					
收入（百万）	**1,680**	**3,013**	**1,429**	**7,502**	**4,415**
出货量（gwh）	1.8	4.0	2.2	8.8	5.0
均价（含税，元/wh）	1.07	0.85	0.75	0.97	1.00
毛利率	**35.0%**	**37.5%**	**34.0%**	**22.4%**	**14.0%**
均毛利（元/wh）	0.33	0.28	0.23	0.19	0.12
单位利润（元/wh）	**0.18**	**0.16**	**0.12**	**0.10**	**0.02**

数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

受原材料价格上涨影响，锂电材料业务收入同比高增，一体化布局加速。我们预计2022Q1锂电材料业务营收59亿元，同比增长250%，环比微降5%，由于原材料价格上涨，公司售价联动，带动收入高增，我们预计锂电材料业务毛利率23%，基本维持2021年水平。考虑到邦普前驱体新建产能落地，回收业务不断扩大，叠加在印尼投资的蓝天金属项目四条RKEF产线逐步投产，我们预计22年锂电材料业务仍有望维持高增长。此外，公司公告广东邦普下属公司拟在印度尼西亚投资建设动力电池产业链项目，包含火法、湿法镍冶炼项目、电池回收、电池材料项目等，并公司控股子公司宜春时代取得江西宜春陶瓷土（含锂）探矿权，对应碳酸锂当量600万吨以上，资源储量庞大，公司一体化布局加速。

其他业务收入持续增长，预计仍维持较高毛利率水平。该业务包括技术许可费、废料处理、研发服务等，我们预计2022年Q1其他业务营收19亿元，同比增长22%，毛利率预计44%左右，我们预计主要系原材料价格上涨情况下研发成本增加所致。由于公司持续加强与下游车厂技术开发合作，我们预计该项业务未来有望保持稳定增长，2022年毛利率预计仍能维持60%+。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

3. 会计处理谨慎，存货、预付款大幅增长，金属套保整体影响可控

Q1 整体费用率环比微增，费用确认规模同比显著增长。2022Q1 期间公司费用合计 53.47 亿元，同环比 123.7%/-8.37%，费用率为 10.98%，同环比-1.49/+0.75pct；Q1 销售费用 15.33 亿元，销售费用率 3.15%，同环比-0.46/0.1pct；管理费用 12.46 亿元，管理费用率 2.56%，同环比-1.18/+0.56pct；财务费用为-37 万元，财务费用率 0%，同环比+1.04/+0.25pct；研发费用 25.68 亿元，研发费用率 5.28%，同环比-0.89/-0.16pct。

图12：季度费用率

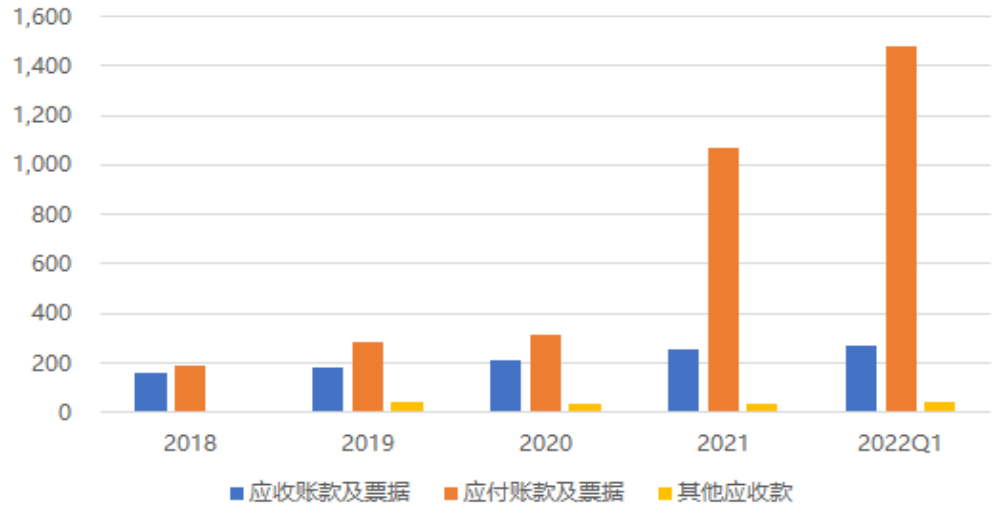
单位：百万元	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1
销售费用	691.75	901.47	1,034.78	1,739.87	1,533.48
-销售费用率	3.61%	3.62%	3.53%	3.05%	3.15%
管理费用	717.16	708.14	801.64	1,142.00	1,245.96
-管理费用率	3.74%	2.84%	2.74%	2.00%	2.56%
研发费用	1,180.79	1,612.97	1,801.17	3,096.50	2,568.04
-研发费用率	6.16%	6.48%	6.15%	5.43%	5.28%
财务费用	-199.35	-223.25	-75.80	-142.80	-0.37
-财务费用率	-1.04%	-0.90%	-0.26%	-0.25%	0.00%
期间费用	2,390.35	2,999.32	3,561.79	5,835.58	5,347.09
-期间费用率	12.47%	12.04%	12.16%	10.24%	10.98%
资产减值损失	-255.91	-498.19	-660.53	-619.81	5.73
信用减值损失	-66.95	3.69	202.92	-152.96	-21.97

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

经营现金流同比下降，合同负债增长反映在手订单充足。2022 年 Q1 末公司存货为 615.78 亿元，较年初增长 53.18%，其中包括海外出货增长导致的在途物资增加、以及部分关键材料的备货；应收账款 248.78 亿元，较年初增长 4.73%；应付账款及票据 1479 亿元，较年初增长 38%；公司合同负债 150.5 亿元，较年初增长 30.44%，在手订单充足。2022 年 Q1 公司经营活动净现金流净额为 70.76 亿元，同比下降 35.48%，主要由于上游材料价格上涨，公司用于增强供应链保障的资金增加；投资活动净现金流净额为-164.65 亿元，同比上升 86.82%，公司持续扩建产能，产能投资建设现金支出增加；账面现金为 1002.9 亿元，较年初增长 12.59%，短期借款 154.03 亿元，较年初增长 27.06%。此外公司衍生金融负债 18 亿元，其他综合收益中现金流量套期储备-12 亿元，主要由于大宗套保所致，Q1 不影响损益表，有效套保进入成本，整体影响可控。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图13：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

2022Q1 存货大幅增长，预计主要由库存商品及发出商品贡献，库存商品发出时按加权平均法计价，影响 Q1 平均成本。2022 年 Q1 末公司存货提升至 616 亿元，较年初增加 214 亿元，我们预计增量主要来源于库存商品、发出商品（预计贡献 100 亿元+），此外公司部分关键原材料备货也使得存货增加。根据宁德时代存货计价原则，存货取得时按实际成本计价，原材料、库存商品等发出时采用加权平均法计价。Q1 起金属价格快速上涨，负极、六氟长单均涨价，因此，宁德时代 Q1 低价库存被新采购的高价库存摊薄，造成了电池成本的环比增长。

图14：2021 年存货分类细则（亿元）

项目	2021年期末余额			期初余额		
	账面余额	存货跌价准备或合同履约成本减值准备	账面价值	账面余额	存货跌价准备或合同履约成本减值准备	账面价值
原材料	81.29	1.56	79.74	25.71	3.25	22.46
在产品	3.55	0.00	3.55	3.52	0.00	3.52
库存商品	193.06	22.29	170.77	53.91	9.49	44.42
周转材料	0.63	0.01	0.62	0.33	0.00	0.32
合同履约成本	10.34	0.00	10.34	5.82	0.00	5.82
发出商品	83.95	1.59	82.37	37.80	1.05	36.75
自制半成品	43.84	2.05	41.79	16.60	1.39	15.21
委托加工物资	13.49	0.67	12.82	4.22	0.47	3.75
合计	**430.16**	**28.16**	**402.00**	**147.91**	**15.66**	**132.25**

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

会计处理谨慎，Q1 仍计提存货减值，影响一季度部分利润，将于存货销售后冲回。公司出于审慎考虑，存货根据库龄滚动提减值准备，存货成本高于其可变现净值的，计

请务必阅读正文之后的免责声明部分

提存货跌价准备，以前减记存货价值的影响因素已经消失的，存货跌价准备在原已计提的金额内转回。2021 年公司计提 20 亿元存货跌价损失，但冲回 8 亿元减值损失，年报披露细则可知，2021 年主要计提项为库存商品和发出商品。我们预计在原材料价格快速上涨的情况下，公司 Q1 依然进行了存货跌价损失的计提。参考往期计提比例，对库存商品及发出商品按 5%的计提比例测算，我们预计计提存货跌价准备 10 亿元左右，会计处理审慎，影响一季度利润，但将在产品销售后冲回。

图15：2021 年宁德对存货减值的处理方法（亿元）

项目	期初余额	本期增加金额	本期减少金额	期末余额
		计提	转回或转销	
原材料	3.25	0.00	1.69	1.56
库存商品	9.49	16.89	4.10	22.29
周转材料	0.00	0.00	0.00	0.01
发出商品	1.05	2.42	1.88	1.59
自制半成品	1.39	0.67	0.01	2.05
委托加工物资	0.47	0.20	0.00	0.67
合计	**15.66**	**20.19**	**7.68**	**28.16**

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图16：宁德时代计提减值比例测算（亿元）

单位：亿元	存货						库存商品				发出商品			
	账面余额	账面价值	当期新增减值	计提比例	当期转回	转回比例	账面余额	账面价值	当期新增减值	计提比例	账面余额	账面价值	当期新增减值	计提比例
2019H1	105.13	96.24	4.08	4%	2.84	32%	36.50	31.29	2.99	8%	32.93	32.28	0.42	1%
2019H2	125.32	114.81	3.34	3%	1.72	16%	38.80	34.77	0.42	1%	41.43	40.60	0.74	2%
2020H1	104.39	91.21	3.52	3%	0.86	6%	42.05	36.59	1.47	4%	26.89	26.42	0.30	1%
2020H2	147.91	132.25	4.28	3%	1.80	12%	53.91	44.42	4.02	7%	37.80	36.75	0.93	2%
2021H1	261.08	241.66	7.19	3%	3.43	18%	121.87	107.39	6.77	6%	45.30	45.09	0.16	0%
2021H2	430.16	402.00	12.99	3%	4.25	15%	193.06	170.77	10.12	5%	83.95	82.37	2.25	3%

（注：计提比例=当期新增减值/存货账面余额，转回比例=当期转回/跌价准备超预期余额）

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

套期保值为公司规避风险及盈利波动的正常手段，与实际业务匹配，公司规定 2022 年保证金额度不超过 190 亿元。公司公告 2022 年套期保值计划，公司拟对商品、外汇做套期保值，其中对未来所需的镍、铝、铜、锂、钴等金属原材料进行套期保值，所需保证金（含占用金融机构授信额度的保证金）最高占用额不超过人民币 110 亿元；对美元、欧元、日元、加元等币种开展外汇套期保值业务，该业务所需保证金（含占用金融机构授信额度的保证金）最高占用额不超过人民币 80 亿元或等值其他外币金额。公司拟开展的上述套期保值严格按照公司经营需求进行，不以开展任何投机活动。同时公司已建立了较为完善的套期保值业务管理制度及内部控制制度，具有相匹配的银行授信额度，有助于规避和防范商品、外汇价格波动给公司带来的经营风险。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图17：2021年公司衍生品投资情况（万元）

业务	审议额度	期末占用额度金额	期末占用额度金额占公司报告期末净资产的比例	报告期损益
外汇套期保值	600,000.00	112,996.73	1.34%	-38,354.47
商品套期保值	1000,000.00	86,577.98	1.02%	69,358.91
合计	**1,600,000.00**	**199,574.71**	**2.36%**	**31,004.44**

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2022年Q1公司进行大宗商品、外汇套保，远低于公司今年保证金额度，提前平仓可能性很小，按套期会计准则进入其他综合收益科目，后续有效套期部分进入成本项。公司2022Q1产生衍生金融负债17.87亿元，且其他综合收益中现金流量套期储备达-11.8亿元，主要为大宗商品金属的套保操作。根据套保会计，套期工具产生的利得或损失中属于有效套期的部分，作为现金流量套期储备，应当计入其他综合收益（所有者权益科目），套期工具产生的利得或损失中属于无效套期的部分（即扣除计入其他综合收益后的其他利得或损失），应当计入当期损益。因此，公司套保工具不影响当期利润表，而是计入负债、权益科目，等期货平仓、交割后，有效套期部分以成本的方式影响损益表。公司通过邦普在印尼有镍冶炼产能布局，4条RKEF线已顺利投产，公司套保处于风险规避的正常手段，具有足够现货对冲，且公司22年套保保证金额度为190亿元，远远高出目前的套保规模，我们预计强制平仓风险很小，对损益表影响较小。

图18：公司套保相关科目变化（亿元）

	2020年末	2021年末	2022Q1末
衍生金融资产	13.30	2.43	
衍生金融负债			17.87
	2020年	**2021年**	**2022Q1**
其他综合收益的税后净额			
-现金流量套期储备	2.92	-7.71	-11.78

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

宁德时代2022Q1投资收益4.61亿元，同比高增长，其中天宜锂业贡献主要增量，预计2022年投资收益高增长可持续。宁德时代主要联营企业为天宜锂业（天华超净子公司）、曲靖麟铁（德方纳米子公司）、江西升华（富临精工子公司）、常州锂源（龙蟠科技子公司）、先导智能、以及宁德时代与车企的合资公司等。宁德时代2021年确认投资收益12.33亿元，其中5.76亿元来自联营企业和合营企业的投资收益，天宜锂业2021年贡献投资收益2.57亿元，占比45%，贡献主要增量；2022Q1宁德时代联营企业和合

请务必阅读正文之后的免责声明部分

营企业贡献投资收益 5.76 亿元，环比翻番增长，其中天华超净 2022Q1 归母净利润 15 亿元，我们测算天宜锂业可贡献投资收益 5 亿元+，在锂价上涨情况下同比快速增长；2022 年锂价预计高位震荡，我们预计天宜锂业高利润可持续，且随着二期 1.5 万吨氢氧化锂产能爬坡完成，Q2 产量预计环比 30%+增长，宁德时代 Q2 投资收益高增长可持续。

图19：宁德时代投资收益拆分（亿元）

项目	2021年	2022年Q1
权益法核算的长期股权投资收益（联营企业和合营企业投资）	5.76	5.76
处置长期股权投资产生的投资收益	0.15	
交易性金融资产在持有期间的投资收益	0.61	
其他权益工具投资在持有期间取得的股利收入	0.01	
以摊余成本计量的金融资产终止确认收益	(3.28)	
套期无效部分	(0.11)	
交易性金融负债终止确认收益	0.00	
部分股权投资不具备重大影响后，按公允价值重新计量产生的利得	9.19	
合计	**12.33**	**4.61**

数据来源：公司公告，东吴证券研究所（注：2022 年 Q1 空白项未公布）

图20：宁德时代对联营企业和合营企业的投资收益测算（亿元）

单位：亿元	持股比例	2021年		2022Q1E				2022年E	
		投资收益	占比	投资收益推算	占比E	联营企业净利润推算		投资收益推算	联营企业净利润E
曲靖市麟铁科技有限公司	40%	0.11	2%	0.40	7%	1	2万吨产能推算	2	6
宜宾市天宜锂业科创有限公司	25%	2.57	45%	5.38	93%	21.5	天华超净一季报推算	12	49
贝特瑞（天津）纳米材料制造有限公司	9.57%			0.16	3%	1.67	龙蟠一季报少数股东权益推算	0.7	7.8
江西升华新材料有限公司	2.96%			0.02	0%	0.75	6万吨产能推算	0.1	3
无锡先导智能装备股份有限公司	7.15%			0.25	4%	3.46	一季报披露	2	27
上汽时代动力电池系统有限公司	49%								
广汽时代动力电池系统有限公司	49%								
福建时代星云科技有限公司	1%			(0.00)	0%	-0.32	一季报披露		
福建永福电力设计股份有限公司	8%			0.01	0%	0.17	一季报披露		
重庆蚂蚁消费金融有限公司		-0.94	-16%						
福建宁德智享无限科技有限公司		-0.20	-4%						
Inceptio Group Limited		-0.50							
其他		4.72	82%	-0.45	-8%				
合计		**5.76**	100%	**5.76**	100%			**17.30**	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

资本开支稳步增长，产能规划庞大支撑龙头高增。2022Q1 公司资本开支为 116 亿元，同比增长 30%；在建工程 288.94 亿元，较年初下降 7%；固定资产 562.66 亿元，较年初增长 36.32%，主要由于为新增产能增加基地建设投资。我们估计 2021 年底公司产

请务必阅读正文之后的免责声明部分

能 220-240GWh，随着贵州、厦门基地等陆续开工，我们预计 2022 年底产能超 400GWh，至 2025 年远期产能规划超 800GWh。

4. 加快布局上游镍、钴、锂资源，技术研发引领行业，看好公司长期成长

海外电池厂、二线电池厂 2021Q4 盈利触底，2022 年年初陆续开始调价，2022Q1 已逐步反应涨价结果。二线电池厂盈利抗压能力较弱，2021Q4 毛利率已环比下滑 5-10pct，同比下滑 10-15pct，触及盈亏平衡点，因此 2022 年 1 月起二线电池厂开始陆续调价，部分定价方式定为成本加成模式，涨价幅度 10-20%，并且 Q1 涨价已陆续落地。部分电池厂毛利率已体现，LGES 公告 2022Q1 扩大价格传导机制，2022Q1 营业利润率达 6%，环比提升 4pct；孚能公告 2022 年 1 月起形成了更为合理的价格联动机制，产品单价大幅提升；派能科技 2022Q1 单 wh 售价环比上涨，带动毛利率环比回升。

宁德时代涨价落地时间较二线电池厂更慢，低价库存被摊薄，导致成本上涨影响一次性体现。宁德时代与下游客户大多签订锁量锁价协议，且车企已支付预付款，宁德时代有低价库存储备及碳酸锂长单情况下，2021 年年末宁德抗压能力仍较强，因此宁德时代为了行业稳定，2022 年 Q1 没有过多调整价格，价格传导较二线电池企业更较慢，主要由公司自身承担成本上涨，叠加 Q1 碳酸锂涨价幅度超市场预期，低价库存成本优势被摊薄，导致成本上涨结果一次性体现，公司毛利率环比下滑 11pct，同比下滑 13pct，下滑幅度与行业基本一致。

图21：宁德时代与国内上市电池企业毛利率对比

	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	同比	环比
宁德时代（动力板块）	24%	22%	22%	21%	12%	-12pct	-10pct
亿纬锂能（动力板块）	23%	19%	18%	15%	12%	-11pct	-3pct
欣旺达（动力板块）	6%	5%	1%	-3%	5%	-1pct	8pct
国轩高科	25%	17%	16%	19%	14%	-10pct	-4pct
孚能科技	4%	6%	-3%	-8%	7%	3pct	15pct
派能科技	39%	36%	30%	24%	28%	-11pct	4pct
鹏辉能源	18%	16%	15%	16%	17%	-1pct	2pct

数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

图22：宁德时代与海外电池企业营业利润率对比

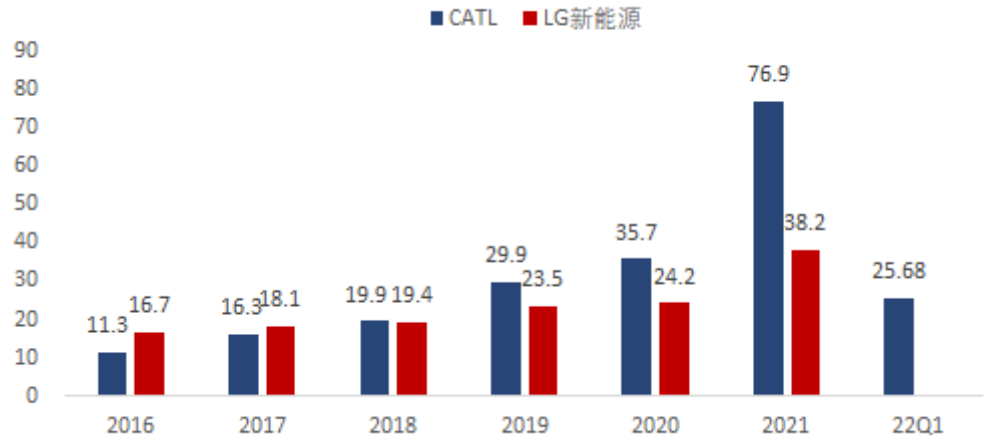
	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1
宁德时代	15%	14%	16%	16%	5%
LG（电池板块，扣除一次性影响）	8%	6%	6%	2%	6%
松下（能源部门）	16%	7%	-2%	9%	
SK（电池板块）	-34%	-16%	-12%	-29%	-22%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

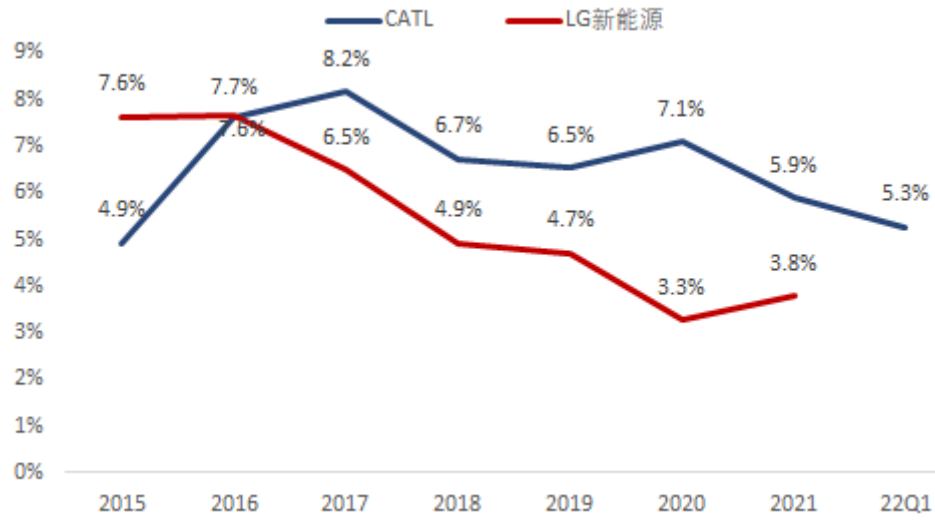
研发投入高于海外，新技术储备充分，形成技术优势代差。2022Q1 宁德研发费用 25.68 亿元，同增 217.4%，研发费用率 5.3%，同比下降 0.89pct，环比下降 0.16pct，维持高位水平。LG 由于尚未披露 Q1 审计财报，但从历史数据来看，宁德时代领先于 LG 化学的电池板块研发投入。2021 年以来，宁德时代陆续发布 CTP/CTC、钠离子电池、换电解决方案等新技术，固态电池等新技术路线均有布局，且进展顺利，现已发布第一代钠离子电池，并实现锂离子与钠离子混搭的 AB 电池系统，完成第三代 CTP 技术研发，无热扩散技术正处于研发阶段中。公司在材料体系应用激进，高镍、锰铁锂、硅碳负极、PET 铜箔铝箔等均率先开发应用，引领全行业发展。公司作为全球领先的新能源创新科技公司，将持续推进构建材料体系、系统结构、极限制造和商业模式等四大创新体系作为保持核心竞争力的重要举措之一，我们预计公司技术领先优势将长期保持。

图23：LG 与 CATL 研发费用对比（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图24：LG 与 CATL 研发费用率对比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

宁德加大锂、镍资源布局，保障供应链安全。近期，公司子公司宜春时代以 8.65 亿元的报价成功竞得江西省宜丰县圳口里-奉新县枧下窝矿区陶瓷土（含锂）探矿权，估算碳酸锂当量 600 万吨以上；此外，公司投资 1.11 亿元美元（持股 49%）与印尼 ANTAM 投资印尼红土镍矿开发项目。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25：宁德时代上游资源布局情况

锂资源公司	合作形式	产能	锂矿资源	地理位置	平均品位	储量
Neo Lithium	8%股权(858万加元)	电池级碳酸锂2万吨/年，设计寿命35年	Tres Quebradas锂盐湖	阿根廷	621mg/L	756.5万吨LCE
天宜锂业	25%股权(天华超净子公司)	氢氧化锂2万吨/年，2024满产10万吨	Pilbara （Pilgangoora锂辉石矿）	澳大利亚	1.27% Li2O	693万吨LCE
			AMG （Mibra锂辉石矿）	巴西	1.06% Li2O	53.05万吨LCE
			AVZ （Manono锂辉石矿）	非洲	1.58% Li2O	364 万吨LCE
北美锂业	94.75%股权（超1亿加币）	电池级碳酸锂2.3万吨/年	La Corne锂辉石矿	加拿大魁北克	1.19% Li2O	97.57万吨LCE
Pilbara Minerals	8.24%股权（5500万澳元）	碳酸锂4.88万吨/年	Pilgangoora锂辉石矿	澳大利亚	1.27% Li2O	693万吨LCE
Milennial	全资收购（待定）	碳酸锂2.4万吨/年（在建）	Pastos Grandes锂盐湖	阿根廷	300mg/L	17.9万吨LCE
江西志存锂业	9.3%股权	碳酸锂2万吨/年	宜春锂云母矿	江西宜春	-	-
四川能投	战略合作	在建	李家沟锂辉石矿	四川	1.3% Li2O	125万吨LCE
永兴材料	合资（占比70%）	电池级碳酸锂1万吨投产，2万吨在建	宜春锂云母矿	江西宜春	0.34% Li2O	54万吨LCE
--	--	--	枧下窝矿区陶瓷土（含锂）	江西宜春	0.35%-0.5%LI2O	600万吨+LCE
ANTAM	49%股权（1.11亿美元）	--	印尼红图镍矿	印尼	1.5%-2.5%	3500万吨

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

全球电动车销量高增，叠加储能需求加持，公司 2022 年我们预计出货高增。2022 年为中美欧新车型大年，我们预计全球电动车销量有望突破 1000 万辆大关，同比仍保持 60%+增长，随着电动化加速渗透，叠加储能开始爆发，2022 年锂电高增长确定，且国内锂电龙头全球份额进一步提升。因此我们预计受益于国内市场爆发及全球化采购，我们预计公司 2022 年电池出货量有望达到 290GWh，同比翻番，其中动力市场出货 250GWh，储能有望达到 40GWh，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 700GWh，2020-2025 年复合增速近 70%，开启高速增长。

投资建议：考虑原材料上涨影响，我们下修公司 2022-2024 年归母净利至 243/401/566 亿元（原预测 286/430/599 亿元），同增 53%/65%/41%，对应 PE 为 39/24/17x，给予 2022 年 58xPE，对应目标价 605.52 元，维持“买入”评级。

风险提示：电动车销量不及预期，竞争加剧

请务必阅读正文之后的免责声明部分

宁德时代三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	**177,735**	**380,294**	**551,429**	**715,698**
货币资金及交易性金融资产	90,436	177,308	269,473	362,021
经营性应收款项	38,170	96,742	135,563	173,843
存货	40,200	92,931	130,018	160,823
合同资产	77	159	226	285
其他流动资产	8,852	13,153	16,149	18,726
非流动资产	**129,932**	**163,032**	**194,358**	**218,249**
长期股权投资	10,949	10,969	10,991	11,015
固定资产及使用权资产	41,954	65,854	90,720	106,278
在建工程	30,998	36,998	40,448	45,882
无形资产	4,480	6,012	7,190	8,080
商誉	528	578	628	678
长期待摊费用	1,264	1,562	1,891	2,253
其他非流动资产	39,759	41,059	42,489	44,062
资产总计	**307,667**	**543,326**	**745,787**	**933,947**
流动负债	**149,345**	**354,530**	**496,348**	**615,088**
短期借款及一年内到期的非流动负债	15,672	100	100	100
经营性应付款项	107,190	291,052	408,346	506,528
合同负债	11,538	28,701	40,467	50,446
其他流动负债	14,945	34,677	47,436	58,015
非流动负债	65,700	75,700	96,700	110,800
长期借款	22,119	32,119	43,119	55,219
应付债券	15,855	15,855	25,855	27,855
租赁负债	395	395	395	395
其他非流动负债	27,330	27,330	27,330	27,330
负债合计	**215,045**	**430,230**	**593,048**	**725,888**
归属母公司股东权益	84,513	102,491	138,979	190,495
少数股东权益	8,109	10,604	13,760	17,564
所有者权益合计	**92,622**	**113,096**	**152,739**	**208,059**
负债和股东权益	**307,667**	**543,326**	**745,787**	**933,947**

利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	**130,356**	**318,014**	**451,552**	**569,892**
营业成本(含金融类)	96,094	260,922	367,881	458,597
税金及附加	487	1,187	1,685	2,127
销售费用	4,368	7,950	10,386	12,538
管理费用	3,369	5,724	7,451	8,548
研发费用	7,691	14,629	19,868	24,505
财务费用	-641	-260	-1,097	-1,808
加:其他收益	1,673	2,067	2,484	2,849
投资净收益	1,233	2,385	2,935	2,280
公允价值变动	0	0	10	10
减值损失	-2,048	-2,270	-2,614	-3,161
资产处置收益	-23	3	5	6
营业利润	**19,824**	**30,047**	**48,197**	**67,367**
营业外净收支	63	100	100	100
利润总额	**19,887**	**30,147**	**48,297**	**67,467**
减:所得税	2,026	3,316	5,071	7,084
净利润	**17,861**	**26,831**	**43,226**	**60,383**
减:少数股东损益	1,929	2,495	3,155	3,804
归属母公司净利润	**15,931**	**24,336**	**40,070**	**56,579**
每股收益-最新股本摊薄(元)	6.83	10.44	17.19	24.27
EBIT	18,347	27,602	44,281	63,576
EBITDA	24,784	38,014	61,791	87,153
毛利率(%)	26.28	17.95	18.53	19.53
归母净利率(%)	12.22	7.65	8.87	9.93
收入增长率(%)	159.06	143.96	41.99	26.21
归母净利润增长率(%)	185.34	52.75	64.66	41.20

现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	42,908	140,120	122,830	131,552
投资活动现金流	-53,781	-41,574	-46,347	-45,633
筹资活动现金流	23,659	-12,173	15,172	6,119
现金净增加额	12,074	86,372	91,655	92,037
折旧和摊销	6,437	10,412	17,511	23,578
资本开支	-43,765	-41,839	-47,000	-45,453
营运资本变动	17,183	87,440	50,545	35,934

重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
每股净资产(元)	36.26	43.97	59.63	81.73
最新发行在外股份（百万股）	2,331	2,331	2,331	2,331
ROIC(%)	13.51	15.94	20.65	22.15
ROE-摊薄(%)	18.85	23.74	28.83	29.70
资产负债率(%)	69.90	79.18	79.52	77.72
P/E（现价&最新股本摊薄）	59.89	39.21	23.81	16.86
P/B（现价）	11.29	9.31	6.87	5.01

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。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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