宁德时代（300750.SZ）

领先地位稳固，成本传导可期

增持

核心观点

2021年公司盈利159.31亿元，2022Q1盈利14.93亿元。公司2021年实现营收1303.56亿元，同比+159%；实现归母净利润159.31亿元，同比+185%。公司2021年毛利率为26.28%，净利率为13.70%。公司2022Q1实现营收486.78亿元，同比+154%，环比-15%；实现归母净利润14.93亿元，同比-24%，环比-82%。公司2022Q1毛利率为14.48%，同比-12.80pct，环比-10.22pct；净利率为4.06%，同比-8.17pct，环比-11.23pct。一季度盈利能力环比显著下滑主要由于原材料价格上涨过快，成本传导时滞所致。我们预计二季度动力电池行业将普遍提价，企业盈利能力将显著修复。

公司动力及储能电池出货高速增长，市场地位稳固。2021年公司动力电池销量为116.71GWh，同比+163%；售价为0.78元/Wh，同比-0.11元/Wh，主要系磷酸铁锂电池出货占比提升所致；毛利率为22.00%，同比-4.56pct。2021年公司在国内动力电池市占率达到52.1%，同比提升2.1pct；全球动力电池市占率达32.6%，同比提升8.0pct，连续5年蝉联全球榜首。2021年公司储能电池销量为16.70GWh，同比+599%，市占率达到全球第一，约为19.2%，同比提升12.4pct。此外公司电池材料及其他业务在2021年亦有亮眼表现。

布局上游资源夯实扩产基础，新技术领军行业发展。2021年以来公司公告多个产能建设计划，产能规划已超700GWh。公司在国内外积极布局锂矿、镍矿在内的上游资源，保障供应链稳定并且实现成本优化。此外，公司还持续推出EVOGO、CTP 3.0、钠离子电池等新技术和新的商业模式，夯实领先优势。

原材料短期暴涨Q1业绩短暂承压，Q2成本传导可期。我们估计2022Q1电池出货量在40-50GWh左右；动力电池平均售价在0.78-0.8元/Wh左右，环比基本持平，而行业成本端2022Q1三元6系正极/磷酸铁锂正极/负极均价环比+38/+62/+3%，预期Q2电池行业整体提价15-20%左右，同时公司发往海外的在途存货也逐步确认收入，盈利能力有望实现显著修复。

风险提示：电动车销量不及预期；投产进度不及预期；原材料涨价超预期。

投资建议：下调盈利预测，维持“增持”评级。公司是全球动力及储能电池领军企业，预计Q2提价后盈利能力显著修复，考虑2022Q1原材料涨价对单季度业绩形成较大影响，同时国内疫情和海外地缘政治给电动车产业链生产销售均带来不确定性，基于审慎性原则下调盈利预测，预计2022-2024年实现归母净利润为226.79/380.40/496.62亿元（原预测2022/2023年为304.46/464.69亿元），同比增速为24/68/31%，摊薄EPS为9.73/16.32/21.31元，对应PE分别为38/23/17倍，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	50,319	130,356	303,241	443,043	508,827
(+/-%)	9.9%	159.1%	132.6%	46.1%	14.8%
净利润(百万元)	5583	15931	22679	38040	49662
(+/-%)	22.4%	185.3%	42.4%	67.7%	30.6%
每股收益（元）	2.40	6.83	9.73	16.32	21.31
EBIT Margin	12.2%	14.1%	9.1%	11.1%	13.0%
净资产收益率（ROE）	11.0%	22.1%	23.9%	31.0%	30.9%
市盈率（PE）	153.7	53.9	37.9	22.6	17.3
EV/EBITDA	87.3	44.1	37.1	23.6	18.0
市净率（PB）	12.41	9.27	7.42	5.62	4.30

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

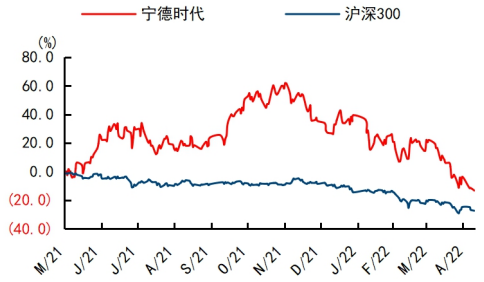
电力设备·电池

证券分析师：王蔚祺
010-88005313
wangweiqi2@guosen.com.cn
S0980520080003

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	368.50元
总市值/流通市值	858974/751372百万元
52周最高价/最低价	692.00/343.17元
近3个月日均成交额	8195.86百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《宁德时代-300750-2021年年报预告点评：业绩预增强劲，降本能力卓越》——2022-02-07
《宁德时代-300750-2021年三季报点评：盈利环比上行，股权激励彰显信心》——2021-10-31
《宁德时代-300750-2021年中报点评：动力符合预期，储能高速增长》——2021-08-28
《国信证券-电力设备新能源-宁德时代-300750-发挥资本优势募资扩产，加速迎接全面电动化》——2021-08-13

公司 2021 年实现营收 1303.56 亿元，同比+159%；对应 Q4 实现营收 569.94 亿元，环比+95%。2021 年公司实现归母净利润 159.31 亿元，同比+185%；对应 Q4 归母净利润为 81.80 亿元，环比+150%。公司 2021 年毛利率为 26.28%，同比-1.48pct；净利率为 13.70%，同比+1.57pct。公司毛利率略有下滑，主要系锂电池原材料价格持续上涨下成本承压。2021 年公司营收高速增长，基数效应下费用率下降明显，推动净利率环比提升。

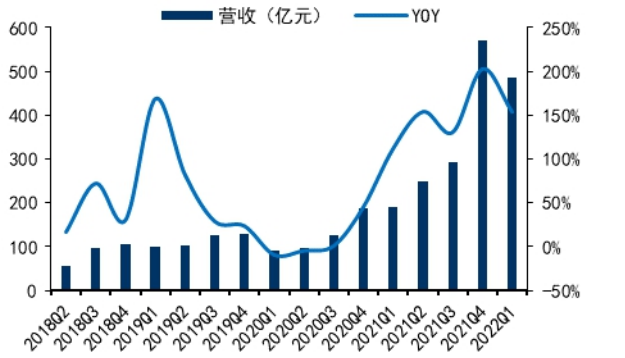
公司 2022Q1 实现营收 486.78 亿元，同比+154%，环比-15%；实现归母净利润 14.93 亿元，同比-24%，环比-82%。公司 2022Q1 毛利率为 14.48%，同比-12.80pct，环比-10.22pct；净利率为 4.06%，同比-8.17pct，环比-11.23pct。公司盈利能力下滑主要系原材料持续上涨背景下，成本端承压显著，同时向下游进行价格传导存在一定时滞，预计 Q2 涨价后盈利能力将得到显著修复。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）

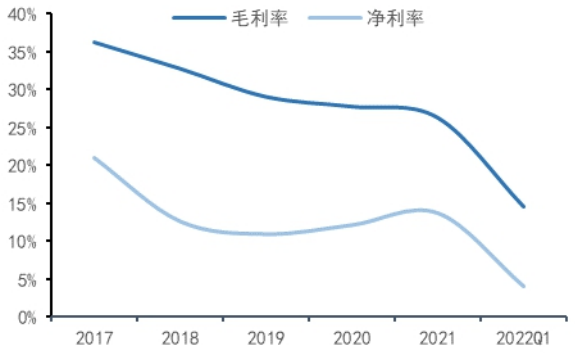


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司 2021 年期间费用率下降显著。2021 年公司期间费用率为 11.34%，同比-2.25pct，费用率下降主要系公司营收高速增长，基数效应所致。公司 2021 年销售/管理/研发/财务费率分别为 3.35%（-1.06pct）、2.58%（-0.93pct）、5.90%（-1.19pct）、-0.49%（+0.93pct）。公司 2022Q1 期间费用率为 10.98%，同比

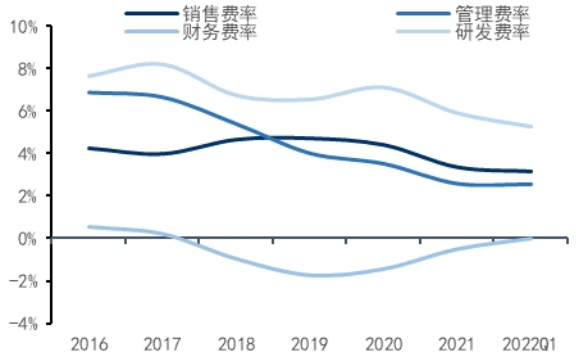
-1.49pct，环比+0.75pct。

图5：公司毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

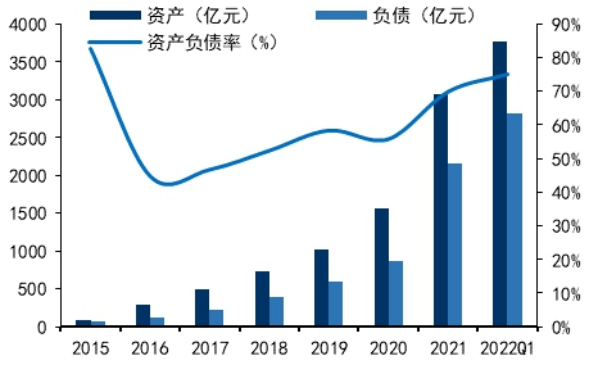
图6：公司费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司采购大量原材料，使得 2022Q1 现金流下降明显。2021 年公司经营活动净现金流为 429 亿元，同比+133%。2022Q1 公司经营活动净现金流为 70.76 亿元，同比-35%，环比-50%，现金流大幅下降预计主要系原材料在 2022 年初大幅上涨情况下，公司购买原料加强供应链保障所致。

图7：公司资产、负债和资产负债率情况（亿元，%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

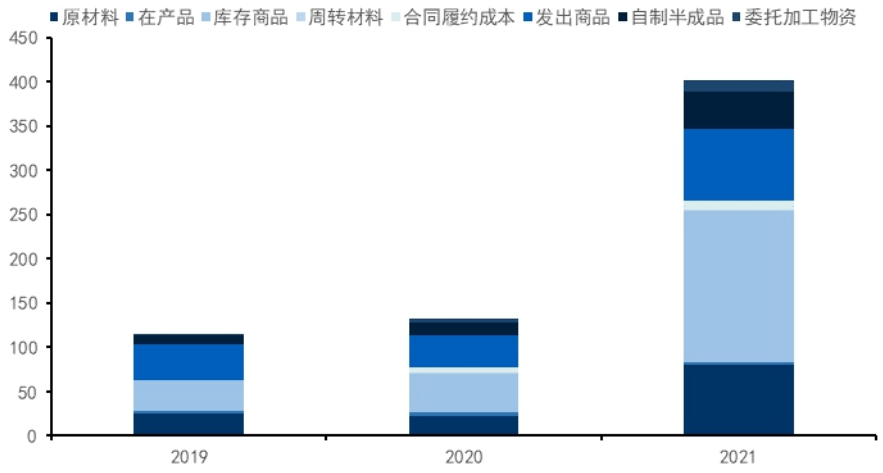
图8：公司经营活动现金流情况（亿元，%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2022Q1 公司存货快速增长。2021 年底公司锂电池库存 40.19GWh，同比+184%。公司 2021 年底存货共计 402 亿元，其中原材料存货 79.7 亿元、同比+255%；自制半成品（正极材料等）41.8 亿元，同比+175%；库存商品/在产品/发出商品等约 256.6 亿元，同比+203%。2022Q1 公司存货规模达到 615.78 亿元，较 2021 年末增长 53%，预计主要系库存商品和发出商品增加，以及原材料备货增多以及原材料大幅涨价所致。2022Q1 公司存货中库存商品和发出商品约占总存货的 60%以上，价值量达到 360 亿元以上。

图9：公司存货结构（亿元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

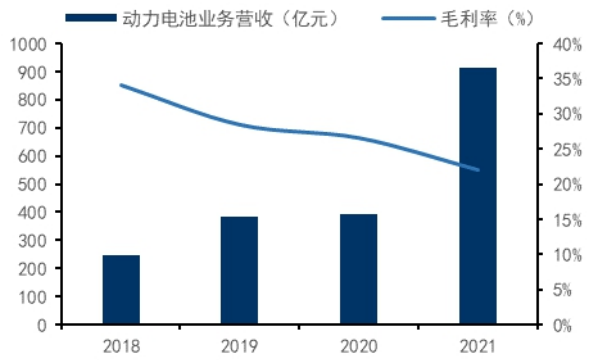
公司会计处理谨慎，财务管理稳健。2021 年公司计提资产减值损失 20.34 亿元，同比+146%，主要为库存大幅增长后计提了较多的存货跌价损失；计提信用减值损失 0.13 亿元，同比减少 3.30 亿元。2022Q1 公司冲回资产减值损失 0.06 亿元，计提信用减值损失 0.22 亿元。公司 2022Q1 产生衍生金融负债 17.87 亿元，且其他综合收益中现金流量套期储备 11.8 亿元，这主要为公司针对大宗金属商品进行的套期保值。公司现有足量现货与套保对应，并且根据会计准则套保工具在平仓前不计入当期损益，当平仓交割后有效套保部分将以成本的方式影响损益表。

公司投资收益维持高速增长态势。2021 年公司投资净收益为 12.33 亿元，2022Q1 投资净收益为 4.61 亿元。公司 2021 年投资净收益主要来自联营企业先导智能、天宜锂业、新越科技、曲靖麟铁等。2022Q1 天宜锂业利润高速增长继续贡献可观收益，展望 2022 年联营公司业绩高速增长有望提升公司投资收益。

动力电池业务：出货量高速增长，全球份额稳步提升

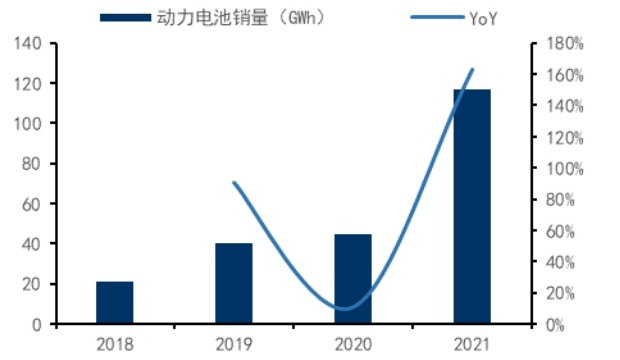
公司动力电池业务维持高增长态势。2021 年公司动力电池业务实现营收 914.91 亿元，同比+132%；销量为 116.71GWh，同比+163%；售价为 0.78 元/Wh，同比-0.11 元/Wh，主要系磷酸铁锂电池出货占比提升所致；单位毛利为 0.17 元/Wh，同比-0.07 元/Wh；毛利率为 22.00%，同比-4.56pct。公司毛利率略有下降主要系原材料价格上涨下成本压力增加所致。公司 2021 年电池系统产能为 170.39GWh，产量为 162.30GWh，产能利用率达到 95%。

图10：公司动力电池业务营收及毛利率（亿元，%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

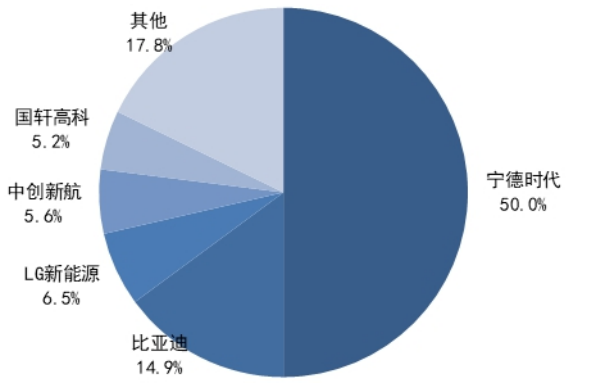
图11：公司动力电池销量及增速（GWh、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

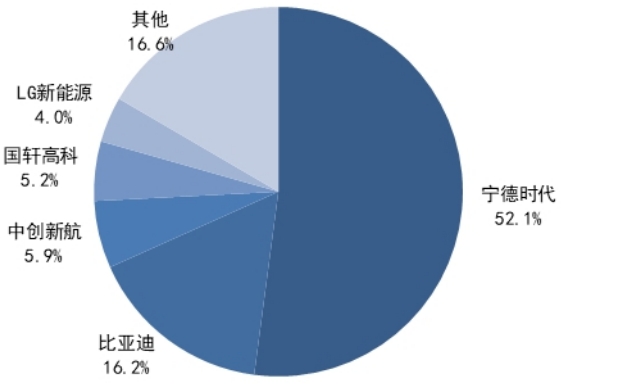
公司动力电池国内市占率稳固，全球份额稳步提升。根据动力电池联盟数据，2021 年宁德时代在国内动力电池装机量为 80.5GWh，同比增长 153%，市占率达到 52.1%，较 2020 年提升 2.1pct。根据 SNE 数据，2021 年宁德时代在全球动力电池市场装机量达到 96.7GWh，同比增长 102%；市占率达到 32.6%，同比提升 8.0pct。公司市占率连续 5 年维持全球第一，领军地位稳固。

图12：2020 年国内动力电池市场竞争格局



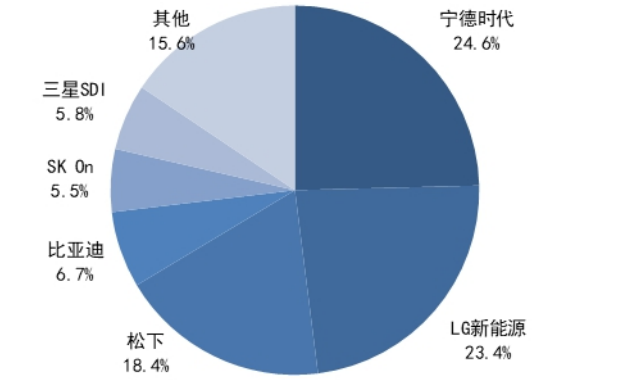
资料来源：动力电池联盟、国信证券经济研究所整理

图13：2021 年国内动力电池市场竞争格局



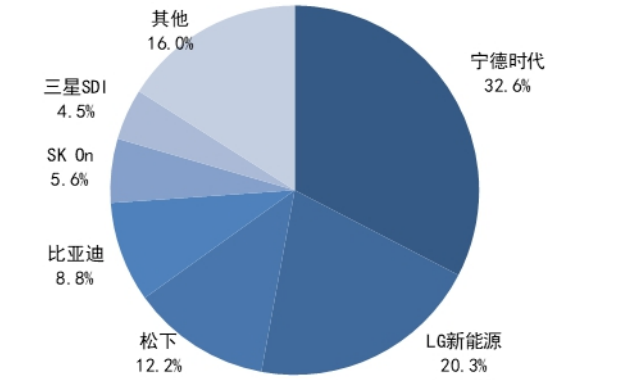
资料来源：动力电池联盟、国信证券经济研究所整理

图14：2020 年全球动力电池市场竞争格局



资料来源：SNE Research、国信证券经济研究所整理

图15：2021 年全球动力电池市场竞争格局

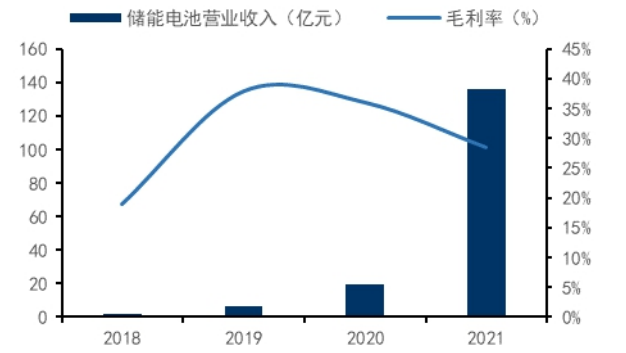


资料来源：SNE Research、国信证券经济研究所整理

储能系统及其他业务：业务快速放量，贡献可观收益

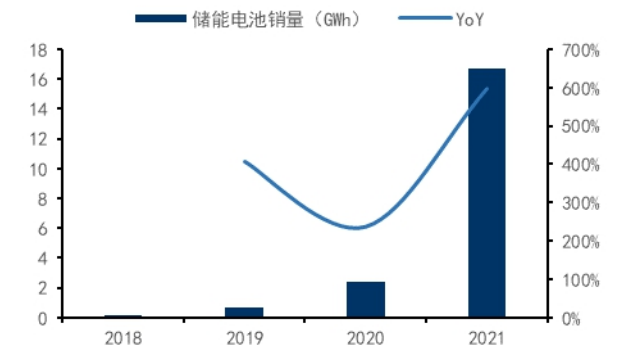
公司储能系统业务表现亮眼。2021 年公司储能系统业务营收 136.24 亿元，同比+601%；销量为 16.70GWh，同比+599%；售价为 0.82 元/Wh，同比+0.01 元/Wh；单位毛利为 0.23 元/Wh，同比-0.06 元/Wh；毛利率为 28.50%，同比-7.50pct；毛利率下行主要系原材料上涨成本承压所致。

图16：公司储能电池业务营收及毛利率（亿元，%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

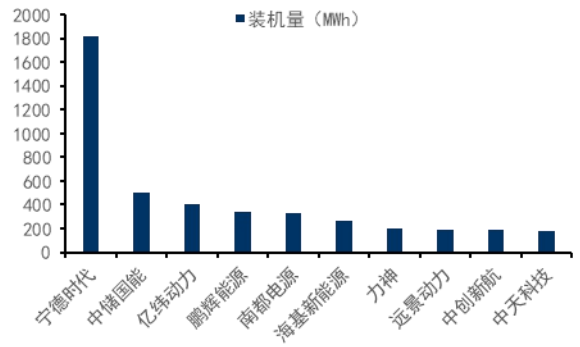
图17：公司储能电池销量及增速（GWh、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

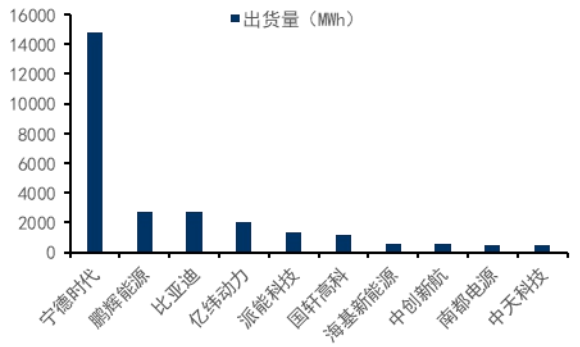
根据鑫椤锂电数据，2021 年全球储能电池产量 87.2GWh，同比+149%；预计宁德时代市占率为 19.2%，位居全球第一，市占率同比提升 12.4pct。国内市场来看，宁德时代 2021 年国内储能电池出货量超 1.8GWh，远超其他国内企业。公司与国家能源集团、中国华电、中国能建、三峡集团、阳光电源等签订战略合作协议，并且推出了户外液冷 EnerOne、户外预制舱 EnerC 等产品。在客户和领先保障下，公司储能系统业务有望维持高速增长态势。

图18：2021 年国内储能电池装机量情况（MWh）



资料来源：CNESA、国信证券经济研究所整理

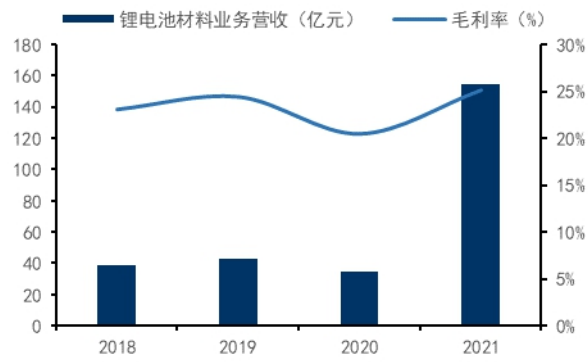
图19：2021 年国内企业在全球储能电池出货量情况（MWh）



资料来源：CNESA、国信证券经济研究所整理

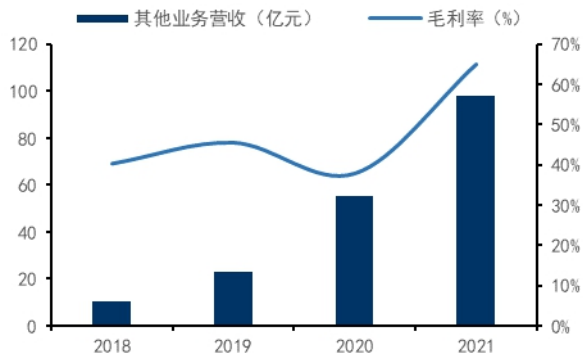
受益下游旺盛需求和材料价格上涨，公司锂电池材料业务增长迅速。2021 年，公司锂电池材料业务实现营收 154.57 亿元，同比+351%；毛利率为 25.12%，同比+4.66pct；销量为 28 万吨，同比+314%。材料业务高速增长，一方面得益于新能源车产销两旺，客户需求旺盛；另一方面得益于原材料价格高速增长，产品售价明显上行。2021 年公司印尼镍铁项目投产，新增锂电材料产能。同时公司控股子公司宜春时代获得宜丰县锂资源探矿权，材料端产能再加码有望推动材料业务维持增长势头。

图20：公司锂电池材料业务营收及毛利率（亿元，%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图21：公司其他业务营收及毛利率（亿元，%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司其他业务主要由技术授权、研发收入及废料销售组成。2021 年公司其他业务实现营收 97.85 亿元，同比+77%；毛利率为 65.06%，同比+27.05pct。2021 年公司与 ATL 签订许可协议，未来十年每年可获得 1.5 亿美元技术授权收入，对其他业务板块具有积极影响。长期来看，公司技术研发领先行业，与上下游合作研发持续深入，该业务板块营收和盈利能力有望保持稳定。

加码资源端夯实扩产基础，新技术领军行业发展

公司产能建设加速推进，远景规划饱满。2022 年 4 月公司公告拟投资 130 亿元新建厦门时代动力及储能系统生产基地，预计设计产能为 40GWh。2021 年以来公司公告多个产能建设计划，2021 年底公司电池系统建成实际产能达到 170GWh，在建产能达到 140GWh。公司现有产能规划超 700GWh，产能高速扩张有望夯实公司在全球动力及储能电池环节的领先地位。

表1：宁德时代产能规划表（GWh）（估算值）

地点	项目	公布时间	电池类型	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	规划
福建宁德	宁德原有产能	2011	动力：三元+铁锂	24	24	24	24	24	24	24	24	24
	宁德湖东（扩建）	2015.1	动力	2	2	2	2	2	2	2	2	2
	宁德湖西（IPO 募投项目）	2017.11	动力+储能		8	24	24	24	24	24	24	24
	宁德湖西（扩建）	2019.4	动力			8	16	16	16	16	16	16
	宁德福鼎基地	2020.12 & 2021.8	动力					10	20	40	60	60
	车里湾	2020.2 & 2021.8	动力+储能					5	15	15	15	15
青海西宁	青海西宁	2012	储能+动力	2	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5
江苏溧阳	江苏溧阳一、二期	2016.9	三元	2	10	10	10	10	10	10	10	10
	江苏溧阳三期	2018.11	动力+储能				6	12	24	24	24	24
	江苏溧阳四期	2021.8	动力+储能				10	20	20	30	30	30
四川宜宾	四川宜宾一期	2019.9	动力				6	12	12	12	12	12
	四川宜宾二期	2019.9	动力						6	12	18	18
	四川宜宾扩建项目	2020.12	动力				3	5	10	20	33	33
	四川宜宾五六期	2021.2	动力						15	30	40	40
	四川宜宾七至十期	2021.12	动力								40	70
广东肇庆	广东肇庆一期	2021.2 & 2021.8	动力+储能					10	20	25	30	30
贵州贵安	贵州一期	2021.11	动力+储能						20	20	20	20
福建厦门	厦门时代基地	2021.11& 2022.4								20	40	40
江西宜春	新型锂电池基地	2021.9								20	40	40
合资公司	时代上汽	2017.5	动力	2	12	18	24	36	36	36	36	36
	时代广汽	2018.7	动力				8	16	16	16	16	16
	东风时代	2018.7				10	10	10	10	10	10	10
	时代吉利	2018.12	动力+储能				5	12	12	12	12	12
	时代一汽	2019.4	动力				14	14	14	14	14	14
	时代一汽	2021.2	动力					8	10	17	17	17
	时代上汽	2021.2	动力						15	30	30	30
德国基地	德国图林根	2018.7	动力				10	14	40	70	100	100
合计				**32**	**62.5**	**102.5**	**178.5**	**266.5**	**422.5**	**595.5**	**749.5**	**749.5**

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理
注：部分生产基地公司仅披露投资额，未披露产能，相关产能为国信证券经济研究所估算。

原材料持续上涨下，公司加速一体化布局实现稳价保供。2021 年以来，锂电池原材料价格持续走高，特别是锂盐价格拉涨对公司生产成本造成较大压力。在此背景下，公司在锂资源方面加快布局，完善一体化布局保障供应链稳定。

2022 年 4 月，公司控股子公司宜春时代新能源矿业以 8.65 亿元报价竞得江西省丰县圳口里-奉新县枧下窝矿区陶瓷土（含锂）5 年探矿权。公司此次获得探矿权折合碳酸锂当量预计在 657 万吨，单吨生产成本预计在 3.5-4.5 万元。2021 年 9 月公司已投资 135 亿元在宜春新建制造基地，并与宜春市政府就产业链上下游合作达成协议。此次布局有望进一步保障供应链安全，夯实扩产基础，并且有望给宜春基地就近供应原料，减少运输等费用。

表2：宁德时代锂资源布局情况

合作企业	公司布局	资源情况
North American Lithium	持股 94.5%	2018 年开始规划产能年产 23000 吨碳酸锂项目
Neo Lithium	持股 8%	Neo Lithium 阿根廷项目预期可达年产 4 万吨电池级碳酸锂。
Pilbara Minerals	持股 8.5%	Pilbara Minerals 拥有资源总量 693 万吨碳酸锂；现有碳酸锂年产能在 5 万吨左右。
天宜锂业	持股 25%	2021 年底有年产 2 万吨氢氧化锂产能；2022 年产能将达到 5 万吨；2025 年前产能突破 10 万吨。
志存锂业	持股 9.3%	2021 年底具有年产 6 万吨碳酸锂生产线
永兴材料	成立合资公司，持股 70%	2022 年 1 月合资公司规划建设年产 5 万吨碳酸锂冶炼产能
四川天府矿业等	战略合作	宁德时代与甘孜州投资集团、宜宾三江汇达公司、四川省天府矿业公司在成都签订合资协议，共同开发四川锂资源。
宜春时代	自有资源	公司竞得江西省丰县圳口里-奉新县枧下窝矿区陶瓷土（含锂）5 年探矿权。该矿推测折合碳酸锂当量预计在 657 万吨。

资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

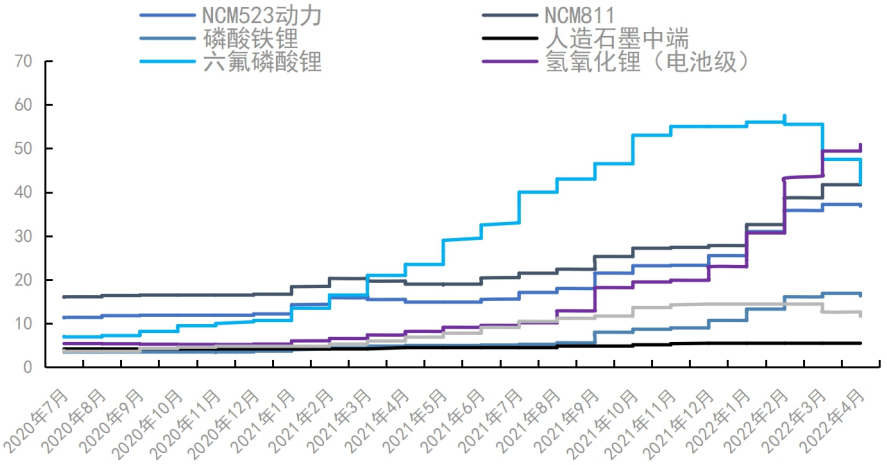
公司持续推出 CTP、EVOGO、钠离子电池等新技术，夯实领先优势。公司持续推进高镍、M3P 正极、硅碳负极等新材料体系产业化进程，并且在钠离子电池、锂金属电池、固态电池等新电池体系领域布局深入。2021 年以来，公司相继发布了 EVOGO 换电解决方案、AB 电池系统方案、第三代 CTP 技术等体系。公司最新推出的 CTP 3.0 技术具有极速、无损、安全、高效的特点，能够适配磷酸铁锂和三元体系，对应能量密度分别达到 160Wh/kg、250Wh/kg 以上。公司表示在相同的化学体系、同等电池包尺寸下，3.0 版本 CTP 电量相比 4680 系统可以提升 13%。公司在材料、电池及系统解决方案等多领域具有深入布局，有望夯实公司技术领先优势。

原材料上涨下公司 Q1 业绩承压，预计 Q2 涨价后盈利能力有望快速修复

公司 2022Q1 产品售价相对稳定，成本快速上涨致使毛利率显著下行。公司 2022Q1 实现营收 486.78 亿元，同比+154%，环比-15%；2022Q1 毛利率为 14.48%，同比-12.80pct，环比-10.22pct；净利率为 4.06%，同比-8.17pct，环比-11.23pct。

我们预计 2022Q1 公司动力及储能电池出货量在 40-50GWh 左右，环比基本持平；动力电池平均售价在 0.78-0.8 元/Wh 左右，环比基本持平。2022Q1 三元 6 系正极/磷酸铁锂正极/负极均价环比+38/+62/+3%，成本持续走高下公司涨价存在时滞进而造成盈利能力下行。

图22：锂电池主材价格情况（万元/吨）



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

公司 2022Q1 动力电池市场份额稳固。2022Q1 公司在国内动力电池市场装机量 25.51GWh，同比+109%；2022Q1 公司在全球动力电池市场装机量为 33.3GWh，同比+138%，市占率达到 35%。

展望 2022 年后续季度，量的角度来看，Q2 公司受疫情影响出货量增长或将放缓，下半年电动车传统旺季有望实现销量逐季度快速增长。盈利的角度来看，公司一方面动力电池涨价将在 Q2 落地，另一方面在上游资源端布局将稳步释放，盈利能力有望实现快速修复。此外，公司锂电材料及其他业务板块预计保持稳定增长态势，为公司贡献可观收益。

投资建议：下调盈利预测，维持“增持”评级。

公司是全球动力及储能电池领军企业，预计 Q2 提价后盈利能力显著修复，考虑 22Q1 原材料涨价对单季度业绩形成较大影响，同时国内疫情和海外地缘政治给电动车产业链生产销售均带来不确定性，基于审慎性原则下调盈利预测，预计 2022-2024 年实现归母净利润为 226.79/380.40/496.62 亿元（原预测 2022/2023 年为 304.46/464.69 亿元），同比增速为 24/68/31%，摊薄 EPS 为 9.73/16.32/21.31 元，对应 PE 分别为 38/23/17 倍，维持“增持”评级。

表3：可比公司估值表（2022 年 5 月 9 日）

代码	公司简称	股价	总市值	EPS				PE				ROE	PEG	投资评级
			亿元	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	
688005	容百科技	84.90	380.38	2.03	4.68	7.26	9.57	41.75	18.13	11.69	8.87	4.85	0.09	买入
300014	亿纬锂能	64.34	1,221.68	1.53	2.75	3.95	5.70	42.05	23.40	16.30	11.29	18.11	0.30	买入
300073	当升科技	66.63	337.48	2.15	3.46	4.56	6.24	30.93	19.23	14.60	10.68	11.97	0.19	买入
300750	宁德时代	368.50	8,589.19	6.83	9.73	16.32	21.31	53.91	37.87	22.58	17.30	21.52	0.37	增持

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理与预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	68424	89072	80000	80000	80000
应收款项	21171	25217	41540	60691	69702
存货净额	13225	40200	91388	133520	153345
其他流动资产	4355	15095	34318	49351	55733
流动资产合计	**112865**	**177735**	**265621**	**349213**	**387366**
固定资产	25372	72273	108131	166395	197320
无形资产及其他	2518	4480	4300	4121	3942
其他长期资产	11050	42230	90972	132913	152648
长期股权投资	4813	10949	13949	15949	15949
资产总计	**156618**	**307667**	**482973**	**668592**	**757225**
短期借款及交易性金融负债	7684	15672	105154	162883	166456
应付款项	31271	107190	82039	117637	131989
其他流动负债	9146	14945	63603	90749	101440
流动负债合计	**54977**	**149345**	**281120**	**415573**	**450768**
长期借款及应付债券	20450	37974	37974	37974	37974
其他长期负债	11996	27726	48096	62076	68655
长期负债合计	**32447**	**65700**	**86070**	**100050**	**106629**
负债合计	**87424**	**215045**	**367191**	**515624**	**557396**
少数股东权益	4987	8109	10304	13985	18791
股东权益	64207	84513	105479	138983	181037
负债和股东权益总计	**156618**	**307667**	**482973**	**668592**	**757225**

关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股收益	2.40	6.83	9.73	16.32	21.31
每股红利	0.24	0.74	1.95	3.26	4.26
每股净资产	29.70	39.74	49.67	65.63	85.73
ROIC	7%	14%	12%	14%	15%
ROE	11%	22%	24%	31%	31%
毛利率	28%	26%	19%	20%	22%
EBIT Margin	12%	14%	9%	11%	13%
EBITDA Margin	22%	19%	11%	13%	15%
收入增长	10%	159%	133%	46%	15%
净利润增长率	22%	185%	42%	68%	31%
资产负债率	56%	70%	76%	77%	74%
息率	0.1%	0.2%	0.5%	0.9%	1.2%
P/E	153.7	53.9	37.9	22.6	17.3
P/B	12.4	9.3	7.4	5.6	4.3
EV/EBITDA	87.3	44.1	37.1	23.6	18.0

利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	**50319**	**130356**	**303241**	**443043**	**508827**
营业成本	36349	96094	245125	352505	398090
营业税金及附加	295	487	1516	2215	2544
销售费用	2217	4368	8491	11519	12212
管理费用	1768	3369	6368	7975	8141
研发费用	3569	7691	14252	19494	21880
财务费用	(713)	(641)	371	3156	4951
投资收益	(118)	1233	1647	2405	2471
资产减值及公允价值变动	(1169)	(2048)	(1000)	(800)	(600)
其他收入	2582	3698	2500	2100	1800
营业利润	6959	19824	29264	49084	64080
营业外净收支	23	63	0	0	0
利润总额	**6983**	**19887**	**29264**	**49084**	**64080**
所得税费用	879	2026	4390	7363	9612
少数股东损益	521	1929	2195	3681	4806
归属于母公司净利润	**5583**	**15931**	**22679**	**38040**	**49662**

现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	5583	15931	22679	38040	49662
资产减值准备	(827)	(2034)	(1000)	(800)	(600)
折旧摊销	4712	6006	5572	9004	12682
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	(713)	(641)	371	3156	4951
营运资本变动	1290	39147	(54665)	(6868)	(6531)
其它	7672	(16142)	22290	19213	14464
经营活动现金流	**18430**	**42908**	**(5124)**	**58588**	**69678**
资本开支	(13302)	(43768)	(41250)	(67089)	(43428)
其它投资现金流	(1750)	(10013)	(50095)	(41536)	(17264)
投资活动现金流	**(15052)**	**(53781)**	**(91345)**	**(108625)**	**(60692)**
权益性融资	21024	4851	0	0	0
负债净变化	16181	22800	89483	57728	3573
支付股利、利息	(486)	(4633)	(1714)	(4536)	(7608)
其它融资现金流	2219	5276	89483	57728	3573
融资活动现金流	**37431**	**23659**	**87398**	**50037**	**(8986)**
现金净变动	**40809**	**12786**	**(9072)**	**0**	**0**
货币资金的期初余额	32270	68424	89072	80000	80000
货币资金的期末余额	68424	89072	80000	80000	80000
企业自由现金流	(1950)	17863	(66978)	(23019)	18790
权益自由现金流	1980	39766	22189	32027	18154

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032