

## 宁德时代（300750.SZ） 深度绑定核心客户，宁德时代全球市占率有望持续提升

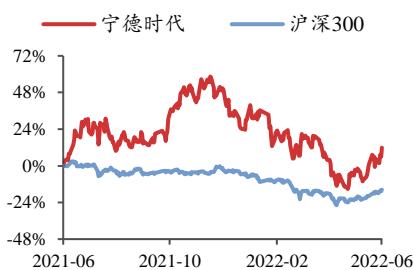
2022年06月17日

——公司深度报告

投资评级：买入（维持）

日期	2022/6/17
当前股价(元)	486.06
一年最高最低(元)	692.00/353.00
总市值(亿元)	11,329.34
流通市值(亿元)	9,909.09
总股本(亿股)	23.31
流通股本(亿股)	20.39
近3个月换手率(%)	55.47

## 股价走势图



数据来源：聚源

刘强（分析师）

liuqiang@kysec.cn

证书编号：S0790520010001

## ● 宁德时代预计在未来仍是多数主流车企的第一电池供应商选择

2021年因需求端快速增长，宁德时代的优质电池产能供不应求，车企加快与宁德时代外的其他电池企业定点。市场担心其他电池企业是否会抢占宁德时代的市场份额，甚至部分车企是否会自己做电池。我们认为从车企的角度出发，定点除宁德时代之外的其他电池供应商可以保障其供应链安全，同时适当加强其产业链议价权，是必要之举。但基于宁德时代的技术能力、产品成本控制能力、和客户多途径深度绑定，宁德时代仍然有望是众多车企的第一电池供应商选择。我们维持此前盈利预测，预计公司2022-2024年归母净利润有望达到258.22/398.50/589.70亿元，EPS分别为11.08/17.10/25.30元/股，当前股价对应市盈率分别为43.9/28.4/19.2倍，维持“买入”评级。

## ● 宁德时代是国内外大部分核心车企的第一供应商，客户优质且结构分散

宁德时代目前国内的核心客户是特斯拉、蔚来汽车、理想汽车、小鹏汽车、南北大众等，海外核心客户是宝马、大众、奔驰、PSA、雷诺日产等。目前全球销量前10的新能源车企中，除比亚迪和上汽通用五菱外，宁德时代均是其核心电池供应商，客户本身质量高，成长性好。且从宁德时代的客户结构看，除特斯拉占其出货量的15%-20%之外，其他客户均占宁德时代出货量的10%以下，其他核心电池公司前三大客户的占比均在50%以上。宁德时代的客户结构分散且优质。

## ● 多途径深度绑定核心客户，宁德时代动力电池市占率有望进一步提升

电池厂与车企合资建厂锁定产能，加强深度绑定。国内多家传统车企（上汽、东风、广汽、吉利和一汽等）在2017至2019年期间与宁德时代合资建厂。合资公司从本质上深入双方的绑定程度，双方共享行业成长红利。车企与宁德时代签订长单锁定供应。十余家车企与宁德时代签订长单，尤其是海外车企的长单通常在5-10年，长单夯实稳定的合作关系。我们认为宁德时代全球市占率或将持续提升，原因：（1）技术优势；（2）成本优势；（3）优质产能满足客户需求。

## ● 风险提示：公司流失核心客户，竞争加剧，下游需求不及预期

## 财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	50,319	130,356	268,580	362,066	494,972
YOY(%)	9.9	159.1	106.0	34.8	36.7
归母净利润(百万元)	5,583	15,931	25,822	39,850	58,970
YOY(%)	22.4	185.3	62.1	54.3	48.0
毛利率(%)	27.8	26.3	23.8	25.3	26.8
净利率(%)	11.1	12.2	9.6	11.0	11.9
ROE(%)	8.8	19.3	23.5	26.7	28.4
EPS(摊薄/元)	2.40	6.83	11.08	17.10	25.30
P/E(倍)	202.9	71.11	43.87	28.43	19.21
P/B(倍)	17.6	13.4	10.3	7.6	5.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 宁德时代和其他电池厂比客户结构最为分散，是国内外核心车企的第一电池供应商选择 .....	4
1.1、 宁德时代是国内外核心新能源车企的第一电池供应商选择.....	4
1.2、 宁德时代客户优质且多元化 .....	10
2、 多途径深度捆绑核心客户 .....	11
2.1、 与车企共建合资厂，深度绑定核心客户 .....	11
2.2、 宁德时代在手长单较多，锁定中长期份额 .....	13
2.3、 通过技术优势与客户深度捆绑 .....	13
2.3.1、 同车型下，宁德时代供应的电池性能更为优异.....	13
2.3.2、 车企高端品牌选择宁德时代 .....	15
2.3.3、 技术优势是宁德时代的根基 .....	15
2.4、 宁德时代的产品具备成本优势 .....	17
2.5、 宁德时代逐步释放优质产能满足客户的需求.....	17
3、 盈利预测与投资建议 .....	17
4、 风险提示 .....	19
附：财务预测摘要 .....	20

## 图表目录

图 1： 特斯拉的电池应用路线经历了从圆柱-方形-圆柱 .....	5
图 2： 宁德时代盈利能力优于同行竞争对手 .....	6
图 3： 目前小鹏的主力供应商是中创新航（三元）、宁德时代（铁锂）、亿纬锂能 .....	6
图 4： 大众目前在应用的纯电平台包括 MEB、J1 和 PPE (MLB 是面向中高端燃油车的平台) .....	8
图 5： 理想汽车将于 2023 年基于 Whale/Shark 纯电平台推出纯电动汽车 .....	9
图 6： 宁德时代在乘用车、客车以及专用车领域中占比均超过 50% .....	10
图 7： 宁德时代客户多元化发展，全方位覆盖 .....	11
图 8： 宁德时代前三大客户占比仅为 37.16% .....	11
图 9： 宁德时代客户集中度低，结构分散 .....	11
图 10： 宁德供应的电池能量密度更高，整车质量更低 .....	14
图 11： 其他供应商供应电池背景下整车质量增加 30kg.....	14
图 12： P5 宁德时代的电池能量密度为 140Wh/Kg .....	14
图 13： P5 其他电池供应商供应的能量密度为 135Wh/Kg.....	14
图 14： P5 宁德时代电池供应能量密度为 170Wh/Kg .....	14
图 15： P5 非宁德时代电池供应能量密度为 160Wh/Kg .....	14
图 16： G3-520 宁德时代供应电池能量密度 170Wh/kg .....	15
图 17： G3-520 其他电池供应能量密度为 160Wh/Kg .....	15
图 18： 车企对宁德时代产品热扩散要求呈不断提高趋势 .....	16
图 19： 宁德时代在研发投入的绝对值层面显著领先于竞争对手(单位：亿元) .....	16

表 1： 从 2021 年上险口径各车企装机量来看，宁德时代为国内多数核心车企的主要供应商 .....	4
表 2： 铁锂版本 M3 和 MY 较三元版本优惠 6-8 万元，差距主要在加速度和续航.....	5
表 3： 在有明显成本优势的背景下，宁德时代提供的铁锂电池综合质量优秀 .....	5
表 4： 小鹏 P7 铁锂版本车型相对性价比更高 .....	7
表 5： 宁德时代是目前大众 MEB、PPE 平台的主要供应商之一 .....	8

表 6: 全球传统的汽车巨头主要来自于欧、美、日韩，其电动化转型较慢.....	9
表 7: 奔驰目前在用的电动平台仅有 MEA-EVA 平台，后续更纯粹的电动平台将于 2024-2025 年逐步量产应用 .....	10
表 8: 宁德时代与多家车企建立合资厂 .....	12
表 9: 宁德时代通过合资厂快速建设并释放产能 .....	12
表 10: 宁德时代手握多笔国内外长单 .....	13
表 11: 在高端品牌车型中，宁德时代电池占比高.....	15
表 12: 宁德时代为下游客户准备相对充裕的产能（单位：GWh） .....	17
表 13: 预计 2022-2023 年宁德时代归母净利润有望达 258 亿/399 亿元 .....	18
表 14: 和业内其他龙头公司相比，宁德时代的估值适中具备配置价值.....	19

## 1、宁德时代和其他电池厂比客户结构最为分散，是国内外核心车企的第一电池供应商选择

### 1.1、宁德时代是国内外核心新能源车企的第一电池供应商选择

宁德时代 2021 年全球装机 96.7GWh，其中国内装机 80.51GWh，海外装机 16.19GWh。国内装机占比 83.26%，海外装机占比 16.74%。国内核心客户（按照装机量排序）为特斯拉、蔚来汽车、小鹏汽车、南北大众、吉利汽车、理想汽车、东风汽车、长城汽车、华晨宝马等公司。海外核心客户为大众、奔驰、宝马、PSA、雷诺-日产。

表1：从 2021 年上险口径各车企装机量来看，宁德时代为国内多数核心车企的主要供应商

整车企业/电池企业	CATL	BYD	中创新航	国轩高科	LG 新能源	蜂巢能源	亿纬锂能	孚能科技	瑞浦能	捷威动力	其他
比亚迪			100.00%								
特斯拉	69.65%				30.35%						
上汽通用五菱			20.16%	56.54%					23.30%		
奇瑞汽车				66.73%						33.27%	
吉利汽车	90.29%		6.02%	3.43%	0.26%						
广汽埃安			76.33%					23.67%			
长城汽车	46.24%				44.93%					8.83%	
小鹏汽车	80.58%		4.17%			15.25%					
理想汽车	93.17%									6.83%	
长安汽车	42.55%	3.77%	39.27%	14.41%							
蔚来汽车	100.00%										
零跑汽车			33.80%	60.78%		5.42%					
上汽大众	92.52%									7.48%	

数据来源：GGII（交强险口径）、开源证券研究所

特斯拉是宁德时代的第一大客户且供货量远超其他客户。2021 年特斯拉购买宁德时代电芯的总采购金额约为 130 亿元，其中电芯均价为 0.6-0.7 元，假设为 0.65 元/Wh，对应向特斯拉的电池销量为 20GWh 左右，除特斯拉外，宁德时代向第二大客户的销量在 10GWh 以内，宁德时代向特斯拉供货的量远超其他车企一个量级。

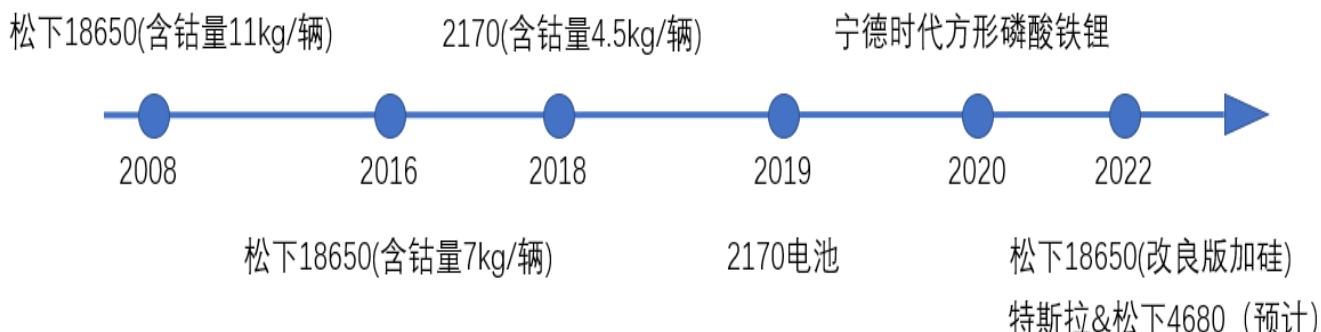
2021 年特斯拉上海工厂约 70% 的车是铁锂版本，均由宁德时代供应。宁德时代向特斯拉供应铁锂版本的 ModelY 和 Model3，经查询汽车之家，铁锂版本的 ModelY 和 Model3 均为 60 度电，结合 20GWh 左右的出货，约能满足 33.3 万辆汽车使用。2021 年特斯拉上海工厂共产出 47.4 万辆车，则对应三元版本的 Model3/ModelY 共生产 14.1 万辆。即 2021 年特斯拉上海工厂生产的三元版本/铁锂版本比例约为 3:7。三元版本的 ModelY 和 Model3 带电量均为 78.4 度电，则 LG 化学在 2021 年供上海工厂的电池总量约为 11.05GWh。

**表2：铁锂版本 M3 和 MY 较三元版本优惠 6-8 万元，差距主要在加速度和续航**

铁锂 M3	三元 M3	铁锂 MY	三元 MY
价格	约 29 万	约 37 万	约 32 万
快充时间	1h	1h	1h
最大功率	194KW	357KW	194KW
百公里加速	6.1s	3.3s	6.9s
整车质保	4 年/8 万公里	4 年/8 万公里	4 年/8 万公里
轴距	2875mm	2875mm	2890mm
电池能量	60KWh	78.4KWh	60KWh
电池组质保	8 年/16 万公里	8 年/19.2 万公里	8 年/16 万公里
驱动方式	后置后驱	四驱	后置后驱
			四驱

资料来源：汽车之家、开源证券研究所（注：价格为特斯拉 2022 年多次涨价后的最新价格）

**特斯拉早期电池应用偏向圆柱方向。**特斯拉最早（2004-2008 年期间）采用松下供应的小圆柱电池，主要是因为松下的 18650 电池已经非常成熟稳定，选择了用几千个单体电池组装的方案，虽然对 BMS 的考验比较大，但在当时确实也比其他动力电池方案更为靠谱。随着动力电池的发展，18650 电池逐步升级为 2170 电池，特斯拉以及它的供应商松下、LG 化学等就越来越专精于圆柱电池。

**图1：特斯拉的电池应用路线经历了从圆柱-方形-圆柱**


资料来源：高工锂电、开源证券研究所

**特斯拉上海工厂核心目标在于降本提升销量，宁德时代的方形铁锂电池质优价廉符合特斯拉条件，特斯拉在国内采用方形铁锂电池。**特斯拉上海工厂的整体理念是打造更亲民的汽车，让销量快速上一个台阶，实现汽车制造的规模效应。基于中国消费者的消费能力，降本需求迫切。相比松下的小圆柱三元电池，宁德时代的方形铁锂电池兼顾质量和成本优势。

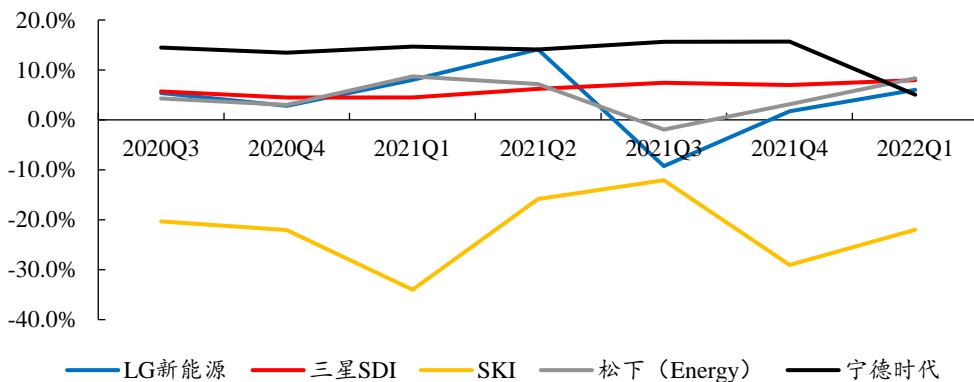
**表3：在有明显成本优势的背景下，宁德时代提供的铁锂电池综合质量优秀**

宁德时代磷酸铁锂电池		三元小圆柱电池
质量	磷酸铁锂电池系统的能量密度可以做到 160Wh/Kg，目前量产的特斯拉磷酸铁锂电池系统的能量密度约为 130Wh/Kg	目前特斯拉量产的三元版本的系统能量密度约为 160-170Wh/Kg
成本	碳酸锂成本在 10 万/吨以下时，铁锂电池成本能够低至 0.5 元/Wh	三元电池成本通常比铁锂电池成本高 20% 左右

资料来源：高工锂电、开源证券研究所

依靠电池技术优势叠加成本优势，宁德时代有望维持在特斯拉电池供应体系中的首要地位。从电池厂利润/车企成本角度来看，向特斯拉销售电池的电池均价或低于向其他车企的电池销售均价，单位盈利或不如其他车企项目，基于此其他电池厂若尝试向特斯拉供应电池，或在电池盈利上面对更大的挑战。宁德时代的电池技术优势叠加成本优势，有望维持其在特斯拉电池供应体系中的首要地位。

**图2：宁德时代盈利能力优于同行竞争对手**



数据来源：各公司年报、LG 招股说明书、开源证券研究所

蔚来汽车是宁德时代的第二大且最稳定的客户之一。目前蔚来汽车是宁德时代的第二大客户，且是最稳定的客户之一。蔚来汽车均采用三元电池，且目前是由宁德时代独家供应电池。截至 2022 年目前最新的工信部公告，蔚来汽车的电池供应均由宁德时代提供电芯，包括最新一批公告中申报的 ES7 中搭载的三元/LFP 混搭电池系统同样由江苏时代供应，是宁德时代 AB 电芯设计方案的具体落地项目。

小鹏汽车是宁德时代 2021 年的第三大客户。2021 年及以前，宁德时代是小鹏汽车电池的独供，2021 年以来小鹏汽车逐步引入多家电池供应商，目前宁德时代仍是小鹏汽车的铁锂一供，亿纬锂能是其铁锂二供；三元电池的一供逐步由宁德时代过渡至中创新航，三元的二供同样为亿纬锂能。我们认为宁德时代仍有望维持小鹏体系内一供的地位：(1) 同车型内铁锂版本的销售量高于三元版本；(2) 小鹏是宁德时代第二代 CTP 的主要客户之一，第二代 CTP 显著加强了 P7 的竞争力，我们认为在面临比亚迪推出 CTB 热门车型海豹的背景下，小鹏将在第二至第三代 CTP 应用上和宁德时代加强合作。

**图3：目前小鹏的主力供应商是中创新航（三元）、宁德时代（铁锂）、亿纬锂能**



资料来源：各公司官网、开源证券研究所

**表4：小鹏 P7 铁锂版本车型相对性价比更高**

	小鹏 P72022 款 480G+	小鹏 P72022 款 480E	小鹏 P72022 款 586G	小鹏 P72022 款 670E+BlackLabelEdition
<b>基础参数</b>				
价格 (万元)	23.99	25.99	25.99	32.99
电池类型	磷酸铁锂电池	磷酸铁锂电池	三元锂电池	三元锂电池
NEDC 纯电续航里程 (km)	480	480	586	670
电池能量 (Kwh)	60.2	60.2	70.8	
百公里耗电量 (Kwh/100km)	13.8	13.8		
快充时间 (小时)	0.45	0.45	0.42	0.55
慢充时间 (小时)	5	5	5.7	6.5
快充电量 (%)	80	80	80	80
<b>驾驶/泊车/智能化相关</b>				
并线辅助	无	有	无	有
车道偏离预警系统	无	有	无	有
车道保持辅助系统	无	有	无	有
道路交通标识识别	无	有	无	有
主动刹车/主动安全系统	无	有	无	有
疲劳驾驶提示	无	有	无	有
前/后驻车雷达	后	前+后	后	前+后
驾驶辅助影像	倒车影像	360 度全景影像	倒车影像	360 度全景影像
倒车车侧预警系统	无	有	无	有
巡航系统	定速巡航	全速自适应巡航	定速巡航	全速自适应巡航
自动泊车入位	无	有	无	有
辅助驾驶芯片	无	英伟达 Xaier	无	英伟达 Xaier
芯片总算力	无	30TOPS	无	30TOPS
摄像头数量	1	13	1	14
超声波雷达数量	4	12	4	12
毫米波雷达数量	无	5	无	5

资料来源：汽车之家、开源证券研究所

南北大众是宁德时代 2021 年的核心客户。大众目前在国内卖的 ID4、ID6 等电动车主要是基于 MEB 平台，MEB 平台是大众专为新能源车型打造的专属模块化平台，于 2018 年诞生，MEB 平台打造的电动车主要面向家庭用户的日常通勤用车，所以大众旗下的 ID 系列，包括 ID.3、ID.4X/CROZZ、ID.6X/CROZZ，斯柯达 VISIONiV (待产)、西雅特 el-borm (待产)、奥迪品牌 Q4e-tron (待上市)、Q5e-tron 甚至奥迪 e-tron Sport back(进口)全都是基于 MEB 平台生产。目前 MEB 平台的动力电池均为三元 NCM811 电池，单体能量密度最高达 245Wh/Kg。国内就 NCM811 电芯的质量、安全性等层面，宁德时代仍领先其他动力电池厂家，预计宁德时代将维持南北大众 MEB 平台下三元电池一供的地位。

图4：大众目前在应用的纯电平台包括 MEB、J1 和 PPE（MLB 是面向中高端燃油车的平台）



资料来源：智电动汽车

表5：宁德时代是目前大众 MEB、PPE 平台的主要供应商之一

平台	基本信息	技术结构解读	主要车型	电池供应商
MEB	大众自主开发，大众旗下主流家用型使用，以 400V 电压为标准	MEB 平台将整个电池平铺嵌入车底并位于前后轴之间，电控单元放在前轴，驱动电动放在后轴。可以做到在更短的车身中加入更长的轴距和更平整的后排地板。MEB 平台下，每 24 片状电芯组成一个模组，再由模组组成电池包。最多可以组装 12 个模组	ID 系列、斯柯达、奥迪 Q4 等	CATL、LG、SKI 等
J1	从保时捷技术发展而来，是纯燃油平台电气化改造后的过渡平台	相比 MEB 平台，J1 平台采用前双叉臂式独立悬挂，同时可以配备空气弹簧、后轮转向、弯道扭矩控制等技术含量更高的配置，提升车辆的操控性，并且零部件和架构材料都采用更轻量化的材质，也是为了保障将性能发挥	Taycan、奥迪 e-tronGT	CATL、SKI 等
PPE	由奥迪和保时捷合作开发，定位高端小众化，电压是 MEB 平台的 2 倍，覆盖 B-D 级车，是大众大型电动车的主要平台	PPE 的电池总容量高达 100kWh，采用 12 个柱状电池模组，是一种双排大模组形式。模组中间设有隔板，将模组分为左右两排电芯区，而加入中间隔板的作用一，一来用于电池管理单元（BMU）的固定，二来可以消除电芯膨胀力的影响。	奥迪 A6e-tron、Q6e-tron、保时捷 MacanEV	CATL、SKI 等
SSP	2024 年后启动应用，集成大众旗下所有品牌所有车型的机电一体化平台架构	SSP 平台就是将旗下所有平台技术相结合，合体后将电池、软件、车身、自动驾驶等方面进行整合，生产更加简洁，效率更高。而 SSP 平台最大的亮点就是完美实现四电机布局，可以达成前轮/后轮/全轮驱动模式	车型全覆盖，高端/中低端均可适用	CATL、国轩高科、Northvolt 等

资料来源：电车之家、开源证券研究所

预计在近两年宁德时代仍将是理想汽车的电池独供。理想汽车目前虽然是插混体系，但理想 one 的单车带电量高达 40.5 度，理想 L9 的电车带电量小幅提升至 44.5 度，均采用宁德时代供应的三元电池。宁德时代和理想汽车的合作较为稳定，且本次宁德时代给理想汽车提价的幅度相对较低，电池价格相对更“公道”。我们预计宁德时代在未来两年将保持为理想汽车电池独供的格局。

图5：理想汽车将于 2023 年基于 Whale/Shark 纯电平台推出纯电动汽车



资料来源：理想汽车招股说明书

海外车企方面，宁德时代目前最有优势的是奔驰、宝马和大众。全球主要车企集团（出国内车企外）主要包括美系车企、欧洲车企（以德系为代表）、日系车企、韩系车企。日系和韩系基于本国均有较强势的电池企业，目前以与其本国电池厂合作为主，宁德时代也有参与，但参与程度尚且有限。美系车企因国际关系问题，与中国电池厂的合作紧密程度不如与日韩电池厂，美系车企目前主要由日韩核心电池厂供应。目前宁德时代有优势的车企主要集中在欧洲车企，尤其是德系三强（奔驰、宝马、大众）。

表6：全球传统的汽车巨头主要来自于欧、美、日韩，其电动化转型较慢

单位：万辆	厂家	2021年总销量 (万辆)	2021年新能源车销量 (万辆)	国家/地区
1	丰田	1050	11.6	日本
2	大众	888	36.7	欧洲
3	雷诺日产三菱	768	13.7	欧洲
4	现代	667	15.9	韩国
5	通用	600	-	美国
6	标致&雪铁龙等	538	12.5	欧洲
7	本田	448	-	日本
8	福特	372	11.2	美国
9	铃木	276	-	日本
10	宝马	252	27.6	欧洲

资料来源：Marklines、开源证券研究所

宝马是宁德时代早期发展至关重要的核心客户。早在 2012 年，宁德时代逐一落实华晨宝马德文的动力电池生产标准，成为华晨宝马首批动力电池供应商。2018 年宝马与宁德时代签署 40 亿欧元大单，2019 年，双方将订单金额从 40 亿欧元进一步提升至 73 亿欧元（欧洲宝马采购 45 亿欧元，华晨宝马采购 28 亿欧元，合同期限从 2020

年至 2031 年)。宁德时代是目前宝马集团的第一大电池供应商，除宁德时代外，宝马的主要供应商是三星 SDI (2021-2031 年 29 亿欧元长单)、Northvolt (2024 年后 20 亿欧元长单) 和亿纬锂能 (48V 电池系统，用于混动车型) 等。

**奔驰的动力电池供应商主要包括宁德时代、孚能科技、SK 等。**宁德时代目前为奔驰体系内高端电动车提供电池，2021 年公司宣布为奔驰 EQS 提供 811 高镍电池，2022 年公司宣布为 2025 年前后上市的 G-Glass 提供新一代高能量密度电池，奔驰与宁德时代持续在领先电池技术领域展开合作。除宁德时代外，奔驰 EVA 平台的电车主要由孚能科技和 SK 供应。

**表7：奔驰目前在用的电动平台仅有 MEA-EVA 平台，后续更纯粹的电动平台将于 2024-2025 年逐步量产应用**

平台	基本信息	主要车型
MEA/EVA	从奔驰 MFA 纯油平台转型，有一定油改电的倾向	EQA、EQB、EQC 等
MMA	计划 2024 年推出，模块化架构平台，为纯电动车型专属	紧凑车型
MB·EA	计划 2025 年推出，纯电动架构平台，取代现阶段过渡性质的 EVA 平台	中大型车
AMG·EA	计划 2025 年推出的纯电架构平台	性能电动车
VAN·EA	计划 2025 年推出的纯电架构平台	纯电 MPV 及纯电轻型商务车

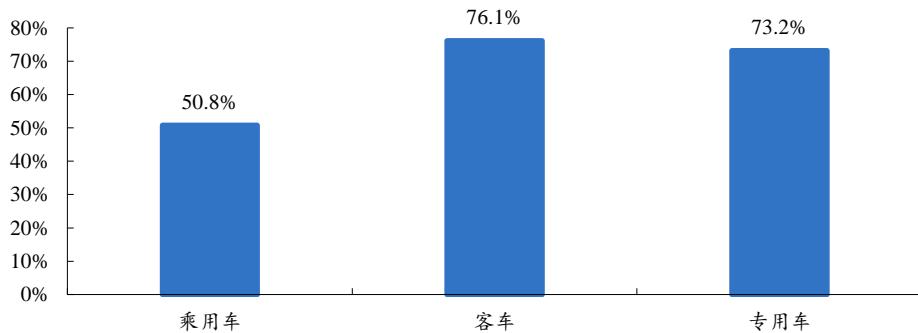
资料来源：电池中国、开源证券研究所

**宁德时代是大众在国内的核心供应商。**大众目前全球范围内的供应商为宁德时代(国内)、LG (欧洲目前主供)、SDI (欧洲目前二供)、Northvolt (欧洲未来主供)、SKI (美国目前主供)。大众在国内引入国轩高科作为标准电芯平台的供应商，国轩高科预计将先供应江淮大众。

## 1.2、宁德时代客户优质且多元化

**宁德时代客户多元化发展，海内外车企客户全方位覆盖。**宁德时代的客户来源丰富。2021 年，宁德时代已完全渗入到乘用车、客车以及专用车领域之中。截止 2022 年 Q1，宁德时代在国内三者中的占比均超过 50%，在所有车型中占比达 52.8%。在乘用车领域，宁德时代也已经实现国内新势力车企、传统车企、以及海外欧美日韩车企全方位覆盖。新势力头部企业蔚来汽车、小鹏汽车、理想汽车，传统车企吉利汽车、长城汽车、长安汽车，欧美车企特斯拉、大众、宝马，以及日韩车企本田、现代都是宁德时代的长期客户。

**图6：宁德时代在乘用车、客车以及专用车领域中占比均超过 50%**

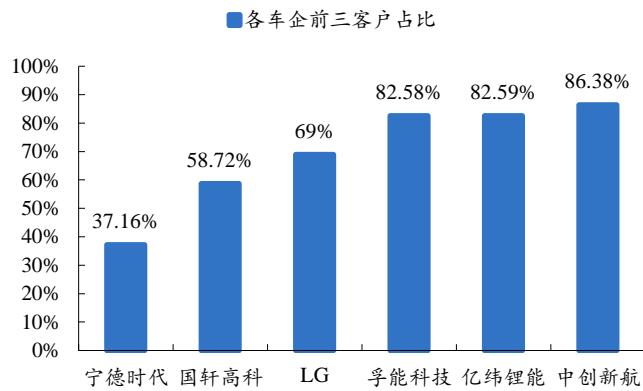


数据来源：GGII、开源证券研究所

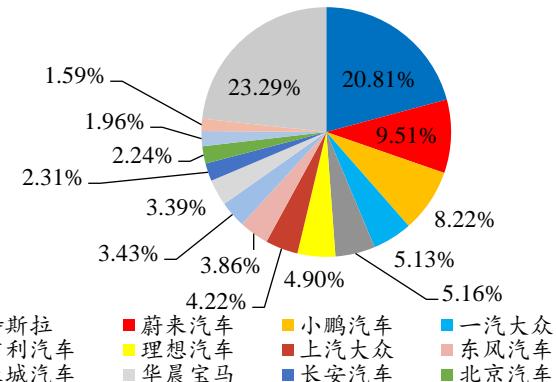
**图7：宁德时代客户多元化发展，全方位覆盖**


资料来源：公司公告、开源证券研究所

宁德时代客户集中度不高，结构优质。2021年宁德时代的前三大客户占比仅为37.16%，远低于海内外其他电池厂商，客户结构优质。特斯拉作为宁德时代2021年第一大客户，仅占宁德时代总装机量的21%。宁德时代不存在将自己的业务全部依托于一个或几个主机厂的情况，充分体现宁德时代客户结构的灵活性，也使宁德时代掌握一定的议价能力。同时，宁德时代通过向不同客户输出解决方案，从整车厂处得到正向反馈，不断改进研发思路，优化产品设计。在此基础上进行方案输出，从而客户结构也得到了良性循环。

**图8：宁德时代前三大客户占比仅为37.16%**


数据来源：GGII、开源证券研究所

**图9：宁德时代客户集中度低，结构分散**


数据来源：GGII、开源证券研究所

## 2、多途径深度捆绑核心客户

### 2.1、与车企共建合资厂，深度绑定核心客户

宁德时代与多家车企建立合资公司，奠定长期稳定合作的发展方式。目前已与上汽集团成立时代上汽（宁德时代持股51%）、与浙江吉润成立时代吉利（宁德时代持股51%）、与广汽集团成立时代广汽（宁德时代持股51%）、与东风成立时代东风汽车（宁德时代持股50%）。宁德时代通过与车企建立合资公司，将过去双方的不稳定的供需关系上升为长期合作的合资关系，对于供应商而言是长期稳定合作的发展方式。

**表8：宁德时代与多家车企建立合资公司**

合作车企	合资厂	时间	合作细节
上汽	时代上汽	2017年6月	注册资本20亿元，宁德时代持股比例51%；
	上汽时代		注册资本3亿元，宁德时代持股比例49%
东风	东风时代	2018年4月	注册资本1亿元，宁德时代持股比例50%
		2020年6月	签署深化战略合作框架协议，联合开发东风自主新能源汽车电池系统
广汽	时代广汽	2018年7月	注册资本10亿元，宁德时代持股比例51%；
	广汽时代		注册资本1亿元，宁德时代持股比例49%
吉利	时代吉利	2018年12月	注册资本10亿元，宁德时代持股比例51%
一汽	时代一汽	2019年4月	注册资本20亿元，宁德时代持股比例51%

资料来源：各公司公告、开源证券研究所

通过合资建厂的形式，电池企业和车企间利润共享，风险共担，能将双方优势更好发挥。车企控股负责电池系统的合资公司，是因为电池包以及BMS等，会最终决定电动车的动力性能与续航，并且车企的不同车型需要开发多种电池系统进行适配。车企进行相关工作有其优势。而动力电池企业倚仗的核心产品是电池电芯，需要将资源投注在电芯的能量密度提升和产品质量管理上。因此，宁德时代控股动力电池合资公司，把精力集中在高质量电芯上。这样合资模式形成了车企和动力电池企业间利润共享、风险共担的捆绑关系，又保证了双方各自的优势能够更好地发挥。

通过合资建厂快速扩产，缓解车企电池需求端压力。目前五个合资厂规划产能总计106.6GWh，通过与车企合资的形式增加投资建设产能的效率。2021年宁德时代5个合资基地的产能约为27GWh，预计到2023年合资基地产能合计为82.6GWh，大部分产能直接供应用于整车厂，缓解整车厂电池需求端压力。当前时代广汽的产能还未得到释放，预计产能完成爬坡并充分释放之后，宁德时代在广汽的供货占比将得到进一步提升。

**表9：宁德时代通过合资公司快速建设并释放产能**

合资基地	规划产能(GWh)	2021	2022E	2023E
时代一汽	26		10	15
时代吉利	25		5	12
时代广汽	10		5	10
时代上汽	36	22	28	36
东风时代	9.6	5	9.6	9.6
合计	106.6	27	57.6	82.6

数据来源：公司公告、开源证券研究所

上汽旗下的乘用车电芯供应正加速从宁德时代向时代上汽倾斜。目前，时代上汽产能充沛，除直接向上汽主机厂供货之外，还积极开拓其他用户。2021年，时代上汽实现装机电量约3.99GWh，同比增长149.38%，国内市场排名第6，市占率2.85%。背靠上汽系，时代上汽除给上海汽车、上汽通用、上汽大众、上汽大通等集团体系车企供货外，积极开拓了理想汽车、合众新能源等外部客户。其中理想汽车已成为其第三大客户，2021年装机贡献240MWh。

建立合资公司进一步推进宁德时代电池技术发展。宁德时代通过与整车厂建立合资公司，进一步加深技术上的交流，合资双方一般会优先考虑内部技术，有益于宁德时代从整车角度进行技术的更新与迭代，这为宁德时代推动电池芯业务打下良好的基

础。由上汽与宁德时代共同开发的“掺硅补锂”电芯搭载于智己 L7，最大续航里程超 1000 公里，目前已量产交付。

## 2.2、宁德时代在手长单较多，锁定中长期份额

宁德时代目前手握多笔长单，其中国际订单数量亮眼。2021 年以来，宁德时代已锁定多个长单，包括拿下吉利旗下浙江远景 57GWh 大单、美国 Fisker 公司 3 年合计 15GWh 订单、美国商用电动汽车 ELMS 订单、金康新能源 5 年订单、特斯拉 4 年订单、与长城汽车签署 10 年长期战略合作协议、获奔驰商用车 7 年订单以及加大供货宝马、大众、现代、劳斯莱斯等。国际车企选择与中国动力电池企业合作已经成为显著趋势，而宁德时代手握多笔国际订单，走在国际供应的前端。

**表10：宁德时代手握多笔国内外长单**

采购方	时间	合作年限	合作细节
浙江远景	2021.12	5 年	吉利控股集团旗下控股子公司浙江远景与宁德时代签署协议，宁德时代将在 2022 年至 2026 年期间向浙江远景供应动力电池产品，合计采购量不低于 57GWh。
菲斯克	2021.11	3 年	美国电动初创公司菲斯克与宁德时代达成旗舰车型 OceanSUV 的电池供应协议。2023 年到 2025 年初始电池产能为每年超过 5GWh。
ELMS	2021.10	5 年	美国商用电动汽车制造商 ElectricLastMileSolutions(ELMS)宁德时代签署电池供应协议，交易将持续到 2025 年。双方还在研究于美国建立一家电池工厂。
宝马	2021.9		宝马与宁德时代 10 年订单总额 73 亿欧元。锁定下一代大圆柱平台的核心供应商地位
金康新能源	2021.9	5 年	金康新能源将在 2022 年至 2026 年期间向宁德时代采购动力电池产品，
特斯拉	2021.6	4 年	宁德时代将在 2022 年 1 月至 2025 年 12 月期间向特斯拉供应锂离子动力电池产品。
长城	2021.6	10 年	宁德时代与长城汽车签署十年长期战略合作框架协议
劳斯莱斯	2021.6		劳斯莱斯正在量产首款纯电动车型 SilentShadow，将搭载宁德时代和 SDI 的电池。
戴姆勒卡车	2021.5	超 6 年	将为 2024 年量产的奔驰 eActrosLongHaul 电动卡车供应锂离子电池包。
CSI	2021.5		美国技术公司 WorkhorseGroupInc 与宁德时代商用车电池系统达成了供应协议。
大众	2021.3		大众集团 CEO 确认将加大宁德时代电池的采购。
现代	2021.2		现代将宁德时代和 SKI 敲定为其纯电动汽车第三批整车供货商，2023 年开始供货。
沃尔沃	2019.5		在 SPA2 平台及 CMA 平台的全部车型供应动力电池
本田	2019.2	9 年	2027 年前，宁德将向本田保供约 56GWh 动力电池

资料来源：高工锂电、开源证券研究所

宁德时代通过多笔长单更深度绑定和下游客户的关系。宁德时代作为业内龙头，在海内外订单多点开花，与一线车企的合作进一步加深。多笔长单不仅能够提前锁定宁德时代的现有产能，推动其积极扩产，更是对宁德时代多年来深耕的产品质量及扎实的业务能力的认可，进一步巩固其行业龙头的地位。

## 2.3、通过技术优势与客户深度捆绑

### 2.3.1、同车型下，宁德时代供应的电池性能更为优异

供应同款车型，宁德时代的电池性能优于同行。同一车型的电池选用上会存在多家电池供应商提供电池的情况，经对比发现，相同车型上，宁德时代供应的电池性能要优于同行。以小鹏汽车具体几款车型为例进行比对说明。

小鹏 P7480 系列产品，宁德时代电池性能更优。宁德时代供应的电池系统能量密度为 126(Wh/kg) 优于同行 125(Wh/kg)，装成后的整备质量 1895kg 优于同行 1925kg。

**图10：宁德供应的电池能量密度更高，整车质量更低**

车辆基本信息	配置ID：NC003059	配置ID：NC003060
外廓尺寸长 (mm) :	4880	4880
外廓尺寸宽 (mm) :	1896	1896
外廓尺寸高 (mm) :	1450	1450
总质量 (kg) :	2295	2295
整备质量 (kg) :	1895/1920	1895/1920
最高车速 (km/h) :	170	170
30分钟最高车速 (km/h) :	150	150
续驶里程 (km, 工况法) :	480	480
电池系统能量密度 (Wh/kg) :	126.00	126.00
工况条件下百公里耗电量 (Y) (kWh/100km) :	13.90	13.90
储能装置种类：	磷酸铁锂动力蓄电池	磷酸铁锂动力蓄电池
驱动电机类型：	永磁同步电机	永磁同步电机
驱动电机峰值功率/转速/转矩 (kW/r/min/N.m) :	196/12000/390	196/12000/390

资料来源：工信部《新能源推广应用车型目录》

**图11：其他供应商供应电池背景下整车质量增加 30kg**

车辆基本信息	配置ID：NC008136	配置ID：NC008137
外廓尺寸长 (mm) :	4880	4880
外廓尺寸宽 (mm) :	1896	1896
外廓尺寸高 (mm) :	1450	1450
总质量 (kg) :	2325	2325
整备质量 (kg) :	1925/1950	1925/1950
最高车速 (km/h) :	170	170
30分钟最高车速 (km/h) :	150	150
续驶里程 (km, 工况法) :	480	480
电池系统能量密度 (Wh/kg) :	125.00	125.00
工况条件下百公里耗电量 (Y) (kWh/100km) :	13.80	13.80
储能装置种类：	磷酸铁锂动力蓄电池	磷酸铁锂动力蓄电池
驱动电机类型：	永磁同步电机	永磁同步电机
驱动电机峰值功率/转速/转矩 (kW/r/min/N.m) :	196/12000/390	196/12000/390

资料来源：工信部《新能源推广应用车型目录》

小鹏 P5460 系列，宁德时代电池性能更优。宁德时代供应的电池系统能量密度 140wh/kg，优于同行的 135wh/kg，整备质量 2055kg 优于同行的 2110kg。

**图12：P5 宁德时代的电池能量密度为 140Wh/Kg**

车辆基本信息	配置ID：NC006487
外廓尺寸长 (mm) :	4808
外廓尺寸宽 (mm) :	1840
外廓尺寸高 (mm) :	1520
总质量 (kg) :	2055
整备质量 (kg) :	1680
最高车速 (km/h) :	170
30分钟最高车速 (km/h) :	150
续驶里程 (km, 工况法) :	470
电池系统能量密度 (Wh/kg) :	140.00
工况条件下百公里耗电量 (Y) (kWh/100km) :	470
储能装置种类：	磷酸铁锂动力蓄电池
驱动电机类型：	永磁同步电机
驱动电机峰值功率/转速/转矩 (kW/r/min/N.m) :	155/12000/310

资料来源：工信部《新能源推广应用车型目录》

**图13：P5 其他电池供应商供应的能量密度为 135Wh/Kg**

车辆基本信息	配置ID：NC010232	配置ID：NC010289
外廓尺寸长 (mm) :	4808	4808
外廓尺寸宽 (mm) :	1840	1840
外廓尺寸高 (mm) :	1520	1520
总质量 (kg) :	2110	2110
整备质量 (kg) :	1734	1735
最高车速 (km/h) :	170	170
30分钟最高车速 (km/h) :	150	150
续驶里程 (km, 工况法) :	460	450
电池系统能量密度 (Wh/kg) :	135.00	135.00
工况条件下百公里耗电量 (Y) (kWh/100km) :	13.40	13.60
储能装置种类：	磷酸铁锂动力蓄电池	磷酸铁锂动力蓄电池

资料来源：工信部《新能源推广应用车型目录》

小鹏 P5550 系列，宁德时代电池性能更优。宁德时代供应的电池能量密度为 170(wh/kg)，优于同行 160 (wh/kg)，整备质量 1715kg 优于同行 1725kg。

**图14：P5 宁德时代电池供应能量密度为 170Wh/Kg**

车辆基本信息	配置ID：NC006519	配置ID：NC006530
外廓尺寸长 (mm) :	4808	4808
外廓尺寸宽 (mm) :	1840	1840
外廓尺寸高 (mm) :	1520	1520
总质量 (kg) :	2090	2090
整备质量 (kg) :	1715	1715
最高车速 (km/h) :	170	170
30分钟最高车速 (km/h) :	150	150
续驶里程 (km, 工况法) :	550	535
电池系统能量密度 (Wh/kg) :	170.00	170.00
工况条件下百公里耗电量 (Y) (kWh/100km) :	13.30	13.60
储能装置种类：	三元材料锂离子动力蓄电池	三元材料锂离子动力蓄电池
驱动电机类型：	永磁同步电机	永磁同步电机
驱动电机峰值功率/转速/转矩 (kW/r/min/N.m) :	155/12000/310	155/12000/310

资料来源：工信部《新能源推广应用车型目录》

**图15：P5 非宁德时代电池供应能量密度为 160Wh/Kg**

车辆基本信息	配置ID：NC008380
外廓尺寸长 (mm) :	4808
外廓尺寸宽 (mm) :	1840
外廓尺寸高 (mm) :	1520
总质量 (kg) :	2100
整备质量 (kg) :	1725
最高车速 (km/h) :	170
30分钟最高车速 (km/h) :	150
续驶里程 (km, 工况法) :	550
电池系统能量密度 (Wh/kg) :	160.00
工况条件下百公里耗电量 (Y) (kWh/100km) :	13.30
储能装置种类：	三元锂离子动力蓄电池
驱动电机类型：	永磁同步电机
驱动电机峰值功率/转速/转矩 (kW/r/min/N.m) :	155/12000/310

资料来源：工信部《新能源推广应用车型目录》

小鹏 G3520 系列，宁德时代性能更优。宁德时代供应的电池密度 170(Wh/kg) 优于同行 160 (Wh/kg)。

**图16：G3-520 宁德时代动力电池能量密度 170Wh/kg**

车辆基本信息	配置ID: NC007079	配置ID: NC007080	配置ID: NC007081	配置ID: NC007007
外廓尺寸长 (mm) :	4495	4495	4495	4495
外廓尺寸宽 (mm) :	1820	1820	1820	1820
外廓尺寸高 (mm) :	1610	1610	1610	1610
总质量 (kg) :	2065	2065	2065	2065
整备质量 (kg) :	1655	1655	1655	1655
最高车速 (km/h) :	170	170	170	170
30分钟最高车速 (km/h) :	150	150	150	150
续驶里程 (km, 工况法) :	520	520	520	520
电池系统能量密度 (Wh/kg) :	170.00	170.00	170.00	170.00
工况条件下百公里耗电量 (Y)	13.80	13.80	13.80	13.80
(kWh/100km) :				
储能装置种类:	三元材料锂离子蓄电池	三元材料锂离子蓄电池	三元材料锂离子蓄电池	三元材料锂离子蓄电池
驱动电机类型:	永磁同步电机	永磁同步电机	永磁同步电机	永磁同步电机
驱动电机峰值功率/转速转矩 (kW /r/min/N.m) :	145/12000/300	145/12000/300	145/12000/300	145/12000/300

资料来源：工信部《新能源推广应用车型目录》

**图17：G3-520 其他电池供应能量密度为 160Wh/Kg**

车辆基本信息	配置ID: NC009432	配置ID: NC009435	配置ID: NC009440	配置ID: NC009442	配置ID: NC009455	配置ID: NC009314
外廓尺寸长 (mm) :	4495	4495	4495	4495	4495	4495
外廓尺寸宽 (mm) :	1820	1820	1820	1820	1820	1820
外廓尺寸高 (mm) :	1610	1610	1610	1610	1610	1610
总质量 (kg) :	2080	2080	2080	2080	2080	2080
整备质量 (kg) :	1665	1665	1670	1670	1670	1665
最高车速 (km/h) :	170	170	170	170	170	170
30分钟最高车速 (km/h) :	150	150	150	150	150	150
续驶里程 (km, 工况法) :	520	520	500	500	500	520
电池系统能量密度 (Wh/kg) :	160.00	160.00	160.00	160.00	160.00	160.00
工况条件下百公里耗电量 (Y)	13.80	13.80	14.20	14.20	14.20	13.80
(kWh/100km) :						
储能装置种类:	三元锂离子动力电池	三元锂离子动力电池	三元锂离子动力电池	三元锂离子动力电池	三元锂离子动力电池	三元锂离子动力电池
驱动电机类型:	永磁同步电机	永磁同步电机	永磁同步电机	永磁同步电机	永磁同步电机	永磁同步电机
驱动电机峰值功率/转速转矩 (kW /r/min/N.m) :	145/12000/300	145/12000/300	145/12000/300	145/12000/300	145/12000/300	145/12000/300

资料来源：工信部《新能源推广应用车型目录》

### 2.3.2、车企高端品牌选择宁德时代

在高端品牌车型中，宁德时代电池占比高。我们通过统计 2021 年第一批至 2022 年第四批的工信部《新能源汽车推广应用推荐车型目录》中公布的国内电车企业旗下高端品牌的电池搭载情况，发现宁德时代是高端品牌车型的主要选择。

**表11：在高端品牌车型中，宁德时代电池占比高**

车企	高端品牌	总申报数	宁德时代供货数	宁德时代供货占比
吉利汽车	极氪牌	6	5	83.33%
东风汽车集团有限公司	岚图牌	7	3	42.86%
	东风日产 Ariya	3	3	100.00%
上海汽车集团有限公司	上汽飞凡牌	5	5	100.00%
	智己牌	2	2	100.00%
重庆金康新能源汽车有限公司	塞力斯牌	7	4	57.14%
长安汽车	阿维塔牌	1	1	100.00%
安徽江淮汽车集团股份有限公司	蔚来 EST	1	1	100.00%
肇庆小鹏新能源投资有限公司	小鹏 P7 系列	4	2	50.00%
北汽蓝谷表格纳汽车有限公司	ARCFOX 极狐牌	7	7	100.00%
浙江豪情汽车制造有限公司	极星牌	10	6	60.00%
中国第一汽车集团有限公司	红旗牌	11	7	63.64%
一汽-大众汽车有限公司	奥迪 (AUDI) 牌	3	3	100.00%
	ID.6、ID.4 系列	5	5	100.00%
上汽大众汽车有限公司	奥迪 (AUDI) 牌	5	5	100.00%
华晨宝马汽车有限公司	ix3 型	2	2	100.00%

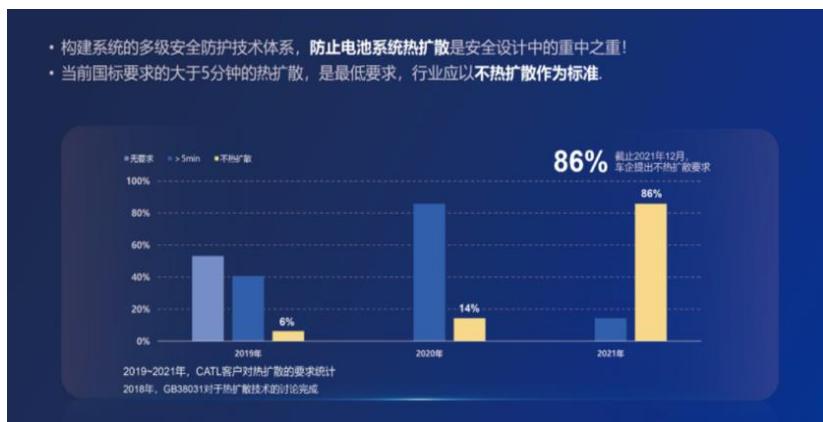
资料来源：工信部《新能源汽车推广应用推荐车型目录》、开源证券研究所

### 2.3.3、技术优势是宁德时代的根基

宁德时代在电化学技术取得突破，率先发布第一代钠离子电池。宁德时代率先发布的钠离子电池，具备高能量密度、高倍率充电、优异的热稳定性、良好的低温性能与高集成效率等优势。钠离子电池可实现与锂电池生产设备、工艺的完美兼容，生产线改造成本较低，产线可进行快速切换。第一代钠离子电池循环寿命有望 3000 次以上（与三元相当）。在-20° C 低温环境中，也拥有 90%以上的放电保持率。系统集成效率可达 80%以上，热稳定性远超国家强标的安全要求。

**宁德时代无热扩散技术领先行业。**无热扩散技术指电池单体失效的情况下，系统不发生热扩散，极大降低热失控后的危害。2020年9月，宁德时代率先在811产品上实现了无热扩散。宁德时代一直致力于打造安全设计下的高比能体系，1000km对应更高比能的无热扩散技术也将会在2023年实现量产。

**图18：车企对宁德时代产品热扩散要求呈不断提高趋势**



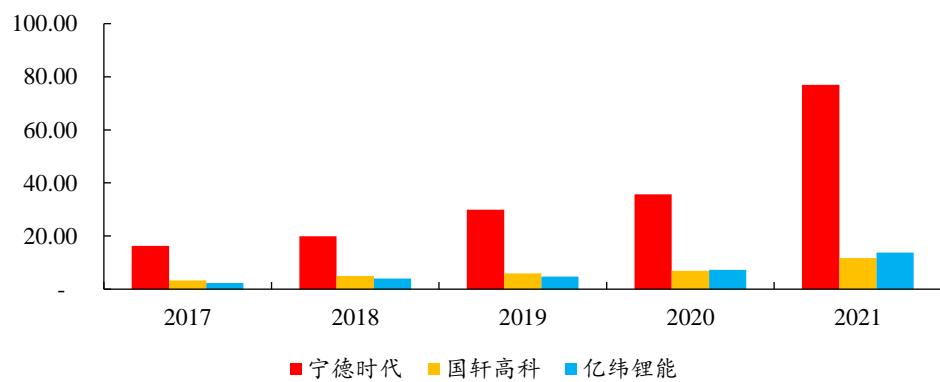
资料来源：高工锂电

**宁德时代在高效成组技术上领先。**宁德时代通过技术迭代，推出第三代CTP技术，CTP技术最大程度的减少电池Pack内部，各个模组之间的侧板、底板、连接线束、固定件、非必要的横梁，纵梁等零部件。通过简化模组结构，使得电池包体积利用率提15%~20%，零部件数量减少40%，生产效率提升50%。

**宁德时代提出新的电池结构方案，推出AB电池系统解决方案。**AB电池是两种电池按一定比例进行混搭，集成到同一个电池系统里，通过BMS精准算法进行不同电池体系的均衡控制。蔚来汽车最新申报的ET7最大亮点是同时申报搭载三元电池和三元/LFP混合电池的两种电池系统，表明三元+LFP混合电池技术已经进入量产阶段。

**宁德时代重视科技研发，研发投入规模加速增长。**强大的技术创新归功于宁德时代大规模的研发投入。截至2021年末，宁德时代研发人员数量已经达到10079人，占员工总数12.06%，从研发费用的角度看宁德时代同期研发费用77亿元人民币，占收入总额的5.9%。研发费用规模远高于同行。

**图19：宁德时代在研发投入的绝对值层面显著领先于竞争对手(单位：亿元)**



数据来源：各公司年报、开源证券研究所

## 2.4、宁德时代的产品具备成本优势

**宁德时代产品具备成本优势。**主要是基于：(1) 生产规模效应，单位制造费用降低，单位折旧费用降低；(2) 材料采购规模量大，且与各环节原材料厂有合资建厂、长单、长协等形式，采购价格有优势；(3) 一体化布局上游资源端，金属原材料领域有优势；(4) 布局回收，产业链循环金属再利用。

## 2.5、宁德时代逐步释放优质产能满足客户的需求

**宁德时代为下游客户准备相对充裕的产能。**2022 年全年宁德时代有效产能超 300GWh+。目前在建：四川项目、江苏项目及欧洲项目延续 2020 年的建设，其中公司 2021 年新增了四川宜宾基地 5-10 期项目、江苏基地 4 期项目、福鼎及蕉城时代项目的扩建规划。从累计投入预算占比看，江苏时代项目建设已经过半；同时 2021 年公司新建设两个项目，均位于宁德，合计涉及 200+GWh，且主要项目总体建设进度仍未过半，公司仍处在高速扩产进程之中。

表12：宁德时代为下游客户准备相对充裕的产能（单位：GWh）

制造基地	规划产能	2021	2022E	2023E
<b>自建基地</b>				
福建宁德	171	98	125	145
江苏溧阳	75	42	50	64
四川宜宾	100	15	47	73
广东肇庆	25			20
江西宜春	50	-		
上海临港	80		20	20
福建厦门	20			20
贵州贵安	20			15
青海基地	15	15	15	15
德国图林根	14		14	14
<b>合计</b>	<b>570</b>	<b>169.5</b>	<b>271</b>	<b>386</b>
<b>合资基地</b>				
时代一汽	26		10	15
时代吉利	25		5	12
时代广汽	10	5	10	10
时代上汽	36	22	28	36
东风时代	9.6	5	10	10
<b>(独资+合资) 合计</b>	<b>676.6</b>	<b>201.5</b>	<b>334</b>	<b>469</b>

数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 3、盈利预测与投资建议

我们预计宁德时代 2023 年的归母净利润有望达 399 亿元。对应盈利预测的核心假设为：(1) 动力电池出货量：2022-2024 年分别为 211.33/310.15/451.45GWh；(2) 动力电池销售均价：2022-2024 年分别为 0.95/0.87/0.83 元/Wh；(3) 动力电池毛利率 2022-2024 年稳步提升，主要是基于公司碳酸锂等上游原材料布局日趋完善，材料端降本幅度高于产品降价的幅度；(4) 储能电池出货量：2022-2024 年分别为 40/60/80GWh；(5) 储能电池均价：2022-2024 年分别为 0.96/0.90/0.86 元/Wh；(6) 储能电池毛利

率稳中有降，2022 年至 2024 年从 40%+降至 30%+。

**核心盈利预测结论：**(1) 营业收入：2022-2024 年分别为 2689.68/3620.66/4949.72 亿元；(2) 毛利率：2022-2024 年分别为 23.8%/25.3%/26.8%；(3) 归母净利润：2022-2024 年分别为 258.22/398.50/589.70 亿元。

**表13：预计 2022-2023 年宁德时代归母净利润有望达 258 亿/399 亿元**

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>动力电池</b>						
营收（亿元）	385.84	393.36	914.13	2,017.78	2,708.78	3,760.21
产能（GWh）	47.26	51.71	145.60	242.24	324.59	370.04
出货量（GWh）	40.25	44.45	116.71	211.33	310.15	451.45
装机量（GWh）	32.91	31.90	96.70	176.11	258.46	376.21
销售均价（元/Wh）	0.96	0.88	0.78	0.95	0.87	0.83
营业成本（亿元）	276.05	217.22	670.40	1,643.87	2,134.08	2,847.04
单位成本（元/Wh）	0.69	0.49	0.57	0.78	0.69	0.63
单位原材料成本（元/Wh）	0.63	0.45	0.54	0.75	0.66	0.61
毛利率	0.72	0.55	0.73	0.81	0.79	0.76
<b>储能电池</b>						
营业收入（亿元）	6.10	19.12	136.27	384.00	540.00	688.00
出货量（GWh）	0.71	2.39	16.70	40.00	60.00	80.00
单价（元/Wh）	0.86	0.80	0.82	0.96	0.90	0.86
毛利润（亿元）	2.31	6.90	57.78	160.00	222.00	264.00
毛利率	37.87%	36.06%	42.40%	41.67%	41.11%	38.37%
<b>锂电材料</b>						
营业收入（亿元）	43.05	34.29	154.63	257.90	336.88	465.51
毛利润（亿元）	10.50	7.01	41.11	97.90	116.88	145.51
毛利率	24.39%	20.45%	26.59%	37.96%	34.69%	31.26%
<b>其他</b>						
营业收入（亿元）	22.89	55.21	98.00	30.00	35.00	36.00
毛利润（亿元）	10.45	20.98	75.00	10.00	15.00	16.00
毛利率	45.65%	38.00%	76.53%	33.33%	42.86%	44.44%
<b>整体</b>						
营业收入（亿元）	457.88	501.99	1,303.03	2,689.68	3,620.66	4,949.72
YOY	54.63%	9.63%	159.58%	106.42%	34.61%	36.71%
毛利润（亿元）	133.05	211.03	417.62	641.81	928.59	1,338.67
毛利率	29.06%	42.04%	32.05%	23.80%	25.30%	26.80%
归母净利润（亿元）	45.60	55.83	159.31	258.22	398.50	589.70
YOY		22.43%	185.34%	62.08%	54.32%	47.98%
净利率	9.96%	11.12%	12.23%	9.60%	11.01%	11.91%

数据来源：Wind、开源证券研究所

整体上，我们认为在国内电池厂竞争加剧的背景下，宁德时代仍然有望维持住在国内的市占率，同时提升在全球的市占率。宁德时代的核心是技术领先和成本领先。

**(1) 技术领先**是基于材料体系创新（锰铁锂、钠离子电池、硅基负极、PET 铜箔等）、系统结构创新（CTP 技术、下一代 CTC 技术）、极限制造创新（提升生产效率，保障

全生命周期可靠性，降低电芯安全失效率)。(2) 成本领先是基于公司的上游投资、产业链布局、规模化采购和制造。目前看宁德时代仍牢牢掌握这两条核心优势，且伴随新一轮新技术和上游布局落地，其领先优势或更加明显。我们预计宁德时代在未来将以更“公道”的价格售卖更多的电池，依旧是诸多车企的第一选择。我们维持此前盈利预测，预计公司 2022-2024 年归母净利润有望达到 258.22/ 398.50/ 589.70 亿元，EPS 分别为 11.08/ 17.10/ 25.30 元/股，当前股价对应市盈率分别为 43.9/28.4/19.2 倍，维持“买入”评级。

**表14：和业内其他龙头公司相比，宁德时代的估值适中具备配备价值**

评级	收盘价/ 元		总市值/ 亿元		归母净利润/亿元			P/E	
	2022/6/17	2022/6/17	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
比亚迪	买入	338	8,871.20	96.19	139.44	183.66	92.23	63.62	48.3
璞泰来	买入	78.13	1,086.71	29.51	40.69	54.42	36.83	26.71	19.97
恩捷股份	买入	239.9	2,140.89	52.86	71.98	92.74	40.5	29.74	23.08
容百科技*	暂未评级	125.32	561.48	20.02	30.13	40.01	28.05	18.64	14.03
当升科技	买入	94.13	476.77	15.45	20.09	27.42	30.86	23.73	17.39
平均值						45.69	32.49	24.56	
宁德时代	买入	486.06	11,329.34	258.22	398.5	589.7	43.87	28.43	19.21

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：标\*公司尚未覆盖，盈利预测采用 Wind 一致预测）

## 4、风险提示

公司流失核心客户，竞争加剧，下游需求不及预期。



## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A					2021A								
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E				
流动资产	112865	177735	245517	264528	415032	营业收入	50319	130356	268580	362066	494972			
现金	68424	89072	68964	96013	125883	营业成本	36349	96094	204525	270408	362404			
应收票据及应收账款	21171	25217	70359	58485	117654	营业税金及附加	295	487	1432	1557	2029			
其他应收款	3304	3115	10110	7718	16655	营业费用	2217	4368	11683	15315	20789			
预付账款	997	6466	8911	11819	16521	管理费用	1768	3369	9140	11840	16087			
存货	13225	40200	73508	76828	124655	研发费用	3569	7691	14235	21724	29698			
其他流动资产	5744	13665	13665	13665	13665	财务费用	-713	-641	-1390	-746	-902			
非流动资产	43753	129932	195988	230701	277797	资产减值损失	-827	-2034	-2045	-6426	-7104			
长期投资	4813	10949	17224	23535	29892	其他收益	1136	1673	991	1112	1228			
固定资产	19622	41275	92581	118910	153096	公允价值变动收益	287	0	0	79	91			
无形资产	2518	4480	4988	5455	6041	投资净收益	-118	1233	305	335	439			
其他非流动资产	16801	73228	81194	82802	88768	资产处置收益	-10	-23	-31	-16	-20			
资产总计	156618	307667	441504	495229	692829	营业利润	6959	19824	32265	49905	73709			
流动负债	54977	149345	247562	261170	395115	营业外收入	94	183	101	110	122			
短期借款	6335	12123	12123	12123	12123	营业外支出	71	120	69	80	85			
应付票据及应付账款	31271	107190	187509	202121	320068	利润总额	6983	19887	32296	49934	73746			
其他流动负债	17371	30032	47929	46926	62924	所得税	879	2026	3788	5928	8549			
非流动负债	32447	65700	72812	69201	67801	净利润	6104	17861	28509	44006	65196			
长期借款	20450	37974	45086	41476	40075	少数股东损益	521	1929	2686	4156	6226			
其他非流动负债	11996	27726	27726	27726	27726	归母净利润	5583	15931	25822	39850	58970			
负债合计	87424	215045	320373	330372	462915	EBITDA	11531	26803	43427	69051	99871			
少数股东权益	4987	8109	10795	14952	21178	EPS(元)	2.40	6.83	11.08	17.10	25.30			
股本	2329	2331	2331	2331	2331									
资本公积	41662	43164	43164	43164	43164									
留存收益	19799	35254	62335	105240	167987									
归属母公司股东权益	64207	84513	110336	149906	208736									
负债和股东权益	156618	307667	441504	495229	692829									
现金流量表(百万元)														
2020A					2021A					2020A				
经营活动现金流					2021A					2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	18430	42908	40845	82022	101522	营业收入(%)	9.9	159.1	106.04	34.81	36.71			
净利润	6104	17861	28509	44006	65196	营业利润(%)	20.8	184.8	62.8	54.7	47.7			
折旧摊销	4868	6347	11396	19429	27373	归属于母公司净利润(%)	22.4	185.3	62.08	54.32	47.98			
财务费用	-713	-641	-1390	-746	-902									
投资损失	118	-1233	-305	-335	-439									
营运资金变动	5930	17183	2604	19731	10364									
其他经营现金流	2123	3392	31	-63	-71									
投资活动现金流	-15052	-53781	-77177	-53744	-73959									
资本支出	13302	43768	59781	28403	40739									
长期投资	-4044	-11154	-6275	-6414	-6357									
其他投资现金流	-5794	-21167	-23671	-31755	-39578									
筹资活动现金流	37431	23659	16225	-1229	2308									
短期借款	4209	5788	0	0	0									
长期借款	13962	17524	7112	-3610	-1401									
普通股增加	121	1	0	0	0									
资本公积增加	20032	1502	0	0	0									
其他筹资现金流	-892	-1156	9113	2382	3708									
现金净增加额	40232	12074	-20108	27049	29870									
主要财务比率														
成长能力					2021A					2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(%)					2021A					9.9	159.1	106.04	34.81	36.71
营业利润(%)					2021A					20.8	184.8	62.8	54.7	47.7
归属于母公司净利润(%)					2021A					22.4	185.3	62.08	54.32	47.98
盈利能力														
毛利率(%)					2021A					27.8	26.3	23.8	25.3	26.8
净利率(%)					2021A					11.1	12.2	9.6	11.0	11.9
ROE(%)					2021A					8.8	19.3	23.5	26.7	28.4
ROIC(%)					2021A					6.0	11.9	14.5	18.7	21.8
偿债能力														
资产负债率(%)					2021A					55.8	69.9	72.6	66.7	66.8
净负债比率(%)					2021A					-50.8	-20.2	13.4	-7.6	-17.8
流动比率					2021A					2.1	1.2	1.0	1.0	1.1
速动比率					2021A					1.7	0.8	0.6	0.6	0.7
营运能力														
总资产周转率					2021A					0.4	0.6	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率					2021A					2.6	5.6	5.6	5.6	5.6
应付账款周转率					2021A					1.2	1.4	1.4	1.4	1.4
每股指标(元)														
每股收益(最新摊薄)					2021A					2.40	6.83	11.08	17.10	25.30
每股经营现金流(最新摊薄)					2021A					7.91	18.41	17.52	35.19	43.56
每股净资产(最新摊薄)					2021A					27.55	36.26	47.34	64.31	89.55
估值比率														
P/E					2021A					202.91	71.11	43.87	28.43	19.21
P/B					2021A					17.6	13.4	10.3	7.6	5.4
EV/EBITDA					2021A					95.3	41.8	26.7	16.4	11.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现；
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

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

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号  
楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号  
楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn