

牵手福特切入北美市场，扩产+激励助推业绩高增

买入（维持）

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	130,356	318,014	451,552	569,892
同比	159%	144%	42%	26%
归属母公司净利润(百万元)	15,931	24,336	40,070	56,579
同比	185%	53%	65%	41%
每股收益-最新股本摊薄(元/股)	6.53	9.97	16.42	23.18
P/E(现价&最新股本摊薄)	79.97	52.35	31.79	22.52

投资要点

- 事件:** 1) 公告新增济宁基地 140 亿元扩产。2) 股权激励方案落地, 采用收入考核模式, 未来 5 年预计持续 20%+增长。3) 与福特签订合作协议, 切入北美市场。
- 首次进入美国传统大车企本土市场供应链, 在美布局加速, 预计 2025 年可维持全球 35%+市占率。**公司 2023 年起将为 Mach-E 供应磷酸铁锂电池包, 2024 年起为纯电皮卡 F-150 提供磷酸铁锂电池包。福特汽车 21 年电动车销量 11 万辆(纯电 6 万辆), 福特计划 2023 年纯电车产能 60 万辆, 2026 产能达到 200 万辆, 主力车型即为 Mach-E 及 F150(预计 23 年 Mach-E 达 27 万辆, F-150 达 15 万辆)。随着宁德逐步突破北美客户, 我们预计 2025 年公司在北美市场有望获得 20%份额。假设欧洲地区市占率为 30%、其他地区市占率 35%, 则中性预期下, 宁德时代 2025 年全球市占率仍能保持 35%左右, 全球龙头地位稳固。
- 宁德产能再加码, 25 年产能规划超 800gwh, 全球龙头优势再扩大。**公司新增济宁基地规划, 拟总投资 140 亿, 预计可新增 40gwh 左右产能, 公司 2025 年产能规划已超 800GWh, 遥遥领先国内二线及海外电池厂产能规划, 充分满足公司在手订单需求, 支撑公司保持全球 35%以上装机份额。公司 2021 年底产能达 220-240GWh, 随着四川基地、贵州基地、厦门基地等陆续开工投产, 我们预计 2022 年年底产能将超 400gwh, 全年有效出货能力达 300gwh+, 同比翻番增长。
- 2022 年股权激励方案落地, 要求此后 5 年营收复合增速不低于 20%, 彰显公司长期发展信心。**上市后公司共推出 5 次股权激励计划, 面向中高层和核心骨干, 覆盖人员面广, 本次公司拟实施 2022 年股权激励计划, 计划授予 513.4 万股, 占总股本 0.2%。其中股票期权 196.3 万份, 限制性股票 317.1 万股, 授予董事、高管及核心骨干 4688 人。公司考核营业收入, 不同管理层考核分别考核 3-5 年, 首次授予部分要求 2022-2026 年累计营业收入分别不低于 2300/5100/8500/12600/17500 亿元(对应 22-26 年分别不低于 2300/2800/3400/4100/4900 亿元, 23-26 年同增 22%/21%/21%/20%)。
- 盈利预测与投资评级:** 我们维持公司 2022-2024 年归母净利 243/401/566 亿元的预测, 同增 53%/65%/41%, 对应 PE 为 52/32/23x, 给予 2023 年 40xPE, 对应目标价 656.7 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 07 月 27 日

证券分析师 曾朵红
执业证书: S0600516080001
021-60199793

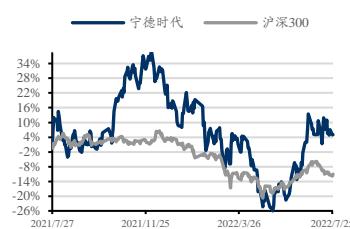
zengdh@dwzq.com.cn

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)	522.00
一年最低/最高价	368.50/688.00
市净率(倍)	14.28
流通 A 股市值(百万元)	1,064,178.70
总市值(百万元)	1,273,997.01

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)	2,440.61
流通 A 股(百万股)	2,038.66

相关研究

《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》

2022-05-03

《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

事件：1) 公告新增济宁基地 140 亿元扩产。公司拟在山东省济宁市投资建设动力电池系统及储能系统生产线，总投资不超过 140 亿元，预计建设期为 24 个月。2) 股权激励方案落地，采用收入考核模式，未来 5 年预计持续 20%+ 增长。公司拟实施 2022 年股权激励计划，计划授予 513.4 万股，占总股本 0.2%。其中股票期权 196.3 万份，限制性股票 317.1 万股，考核公司营收，首次授予部分要求 22-26 年累计营业收入不低于 2300/5100/8500/12600/17500 亿元。3) 与福特签订合作协议，切入北美市场。7 月 21 日，宁德时代与福特汽车宣布签订合作谅解备忘录，双方建立全球战略合作关系，合作内容涵盖在中国、欧洲和北美的动力电池供应。宁德时代明年起将为 Mustang Mach-E 供应磷酸铁锂电池包，2024 年起为纯电皮卡 F-150 Lightning 提供磷酸铁锂电池包。

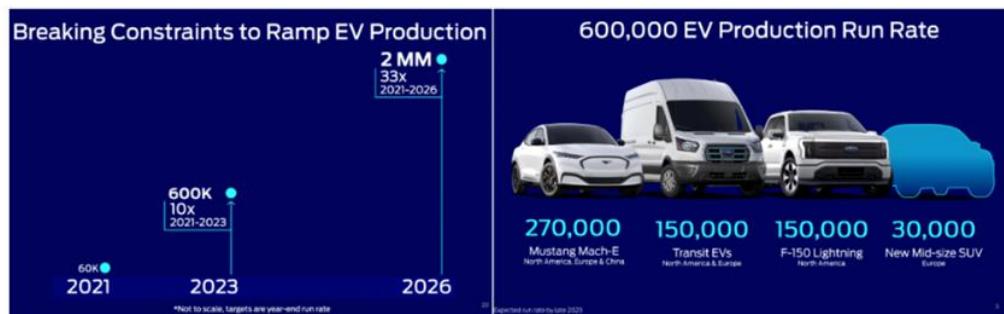
首次进入美国传统大车企本土市场供应链，以铁锂路线绑定主力车型。公司与福特签订协议，2023 年起将为 Mach-E 供应磷酸铁锂电池包，2024 年起为纯电皮卡 F-150 提供磷酸铁锂电池包。福特汽车 21 年电动车销量 11 万辆（纯电 6 万辆），福特计划 2023 年纯电车产能 60 万辆，2026 产能达到 200 万辆，主力车型即为 Mach-E 及 F150（预计 23 年 Mach-E 达 27 万辆，F-150 达 15 万辆）。公司预计 2023 年需 60gwh 电池配套，目前美国市场电池供应商主要以 SK 为主，并与 SKI 在美国成立合资公司 BlueOvalSK，规划总产能达 129GWh；欧洲市场以 LG 为主，国产主要配套比亚迪电池；本次宁德时代与福特签订战略合作协议，是宁德首次进入美国传统大车企本土市场供应链，意味着公司在北美市场取得重大突破。

表1：宁德时代北美布局

布局	公司	详情
子公司	美国时代 CATL US INC	2018 年设立，主要业务为研发、销售 2020 年设立，主要业务为制造业
	特斯拉	向特斯拉北美出口储能电池
	福特	建立全球战略合作关系，23 年起将为 Mustang Mach-E、2024 年起为纯电皮卡 F-150 Lightning 提供磷酸铁锂电池
客户	ELMS	电动商用货车初创公司，2025 年前为其提供 42 千瓦时的磷酸铁锂 CTP 电池
	Fisker	达成电池供应协议，2023-2025 年为 Fisker Ocean SUV 每年提供超过 5GWh 的电池
	Lightning eMotors	签订为期两年的供应协议，供应总量为 175MWh，2022 年 3 月装机
	阳光动力	与子公司 Phoenix Motorcars 签署一项长期供应协议，2022 年 Q1 开始交付 LEP 电池

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图1：福特电动化规划



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

宁德在美布局加速，预计全球35%+市占率可维持。美国市场电动车渗透率低，我们预计今年总体销量110-120万辆，电动化率8%，随着新车型密集推出，未来5年有望高速增长，我们预计至2025年美国电动车销量超500万辆，对应动力电池需求达到400gwh+，随着宁德逐步突破北美客户，我们预计2025年公司在北美市场有望获得20%的份额。假设欧洲地区市占率为30%、其他地区市占率35%，则中性预期下，宁德时代2025年全球市占率仍能保持35%左右，全球龙头地位稳固。

表2：宁德时代市占率敏感性测算

		美国市占率							
		0%	5%	10%	15%	20%	25%	30%	
		中国市占率	40%	30%	31%	32%	33%	34%	35%
	40%	30%	32%	33%	34%	35%	36%	37%	38%
	45%	32%	33%	34%	35%	36%	37%	38%	
	50%	35%	36%	37%	38%	39%	39%	40%	
	55%	37%	38%	39%	40%	41%	42%	43%	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：中性预期下，我们假设欧洲地区市占率为30%、其他地区市占率35%，以此计算中、美市占率

表3：宁德时代海外客户布局

合作车企	时间	进展
海外	2021.6	签订《Production Pricing Agreement》，约定将在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。
	2020.2	签署供货协议，供货期20.7-22.7
宝马		华晨宝马签订长期战略合作协议；宝马确认40亿欧元电芯采购意向；

	2018.7	签订 8 亿元电池项目+宝马可以对 CATL 进行股权投资
	2019.11	订单增至 73 亿欧元，其中宝马中国 27 亿欧元，宝马集团 45 亿欧元，成为主供
大众	2018.3	成为目前大众 MEB 在中国境内唯一、全球内优先采购商；获得部分欧洲 MEB 订单
	2021.6	获得了大众汽车集团电芯测试实验室认证，成为全球首家获得该项认证的动力电池制造商
戴姆勒	2018.5	宁德时代进入戴姆勒的电池供应链体系
	2021.5	与戴姆勒卡车扩大全球合作伙伴关系，2024 年起为电动卡车供应电池，供应期将超过 2030 年
本田	2019.2	2027 年前，宁德将向本田保供约 56GWh 动力电池
	2020.7	签署全方位战略合作协议，认购宁德股份，宁德时代向 Honda 提供稳定的动力电池供应，围绕新能源汽车动力电池的共同开发，以及未来基础技术的共同研究展开合作
丰田	2019.7	在稳定供应和进一步开发新能源汽车电池方面达成全面合作协议
沃尔沃	2019.5	在 SPA2 平台及 CMA 平台的全部车型供应动力电池
	2021.1	与现代摩比斯签署技术许可与合作意向协议，将授权摩比斯使用 CTP（高效成组）技术
现代	2017.5	将为现代汽车的插电式混合动力车索纳塔提供电池。
	2021.2	成为 E-GMP 平台电动汽车的第三批电池供应商，拿下百亿电池订单，2023 年开始供货。
捷豹路虎	2018.4	宁德时代与捷豹路虎签订战略合作协议
雷诺日产	2018.5	宁德时代将为日产的轩逸 EV 和雷诺 Kangoo 供电
雪铁龙	2017.3	LG 将为 2019 年推出的 DS7Crossback 混合动力汽车提供电池，CATL 也将参与该车的生产
福特	2022.7	建立全球战略合作关系，明年起将为 Mustang Mach-E、2024 年起为纯电皮卡 F-150 Lightning 提供磷酸铁锂电池包

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

宁德产能再加码，25 年产能规划超 800gwh，全球龙头优势再扩大。公司新增济宁基地规划，拟总投资 140 亿，预计可新增 40gwh 左右产能，公司 2025 年产能规划已超 800GWh，遥遥领先国内二线及海外电池厂产能规划，充分满足公司在手订单需求，支撑公司保持全球 35% 以上装机份额。公司 2021 年底产能达 220-240GWh，随着四川基地、贵州基地、厦门基地等陆续开工投产，我们预计 2022 年年底产能将超 400gwh，全年有效出货能力达 300gwh+，同比翻番增长。

表4：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
宁德时代	独资	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	18	12	18	18	18	18	18
	宁德湖西扩建二期	2		2	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	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			40	40	40	40
	四川时代七至十期	80				20	40	80
	宁德车里湾基地	15		15	15	15	15	15
	宁德福鼎基地	60		10	30	45	60	60
	广东肇庆一期	30			15	30	30	30
	宜春新型锂电池生产基地	50			20	40	50	50
	厦门基地	40					40	40
	贵州一期	30			15	30	30	30
	济宁基地	40						40
	合计	724	99	190	348	496	594	724
合资	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	817	117	222	411	572	680	817

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2022 年股权激励方案落地，要求此后 5 年营收复合增速不低于 20%，彰显公司长期发展信心。上市后公司共推出 5 次股权激励计划，面向中高层和核心骨干，覆盖人员面广，本次公司拟实施 2022 年股权激励计划，计划授予 513.4 万股，占总股本 0.2%。其中股票期权 196.3 万份，限制性股票 317.1 万股，授予董事、高管及核心骨干 4688 人，其中授予的股票期权行权价格为 526.46 元/份（公告前一日交易均价），限制性股票授予价格为 263.23 元/股（公告前一日交易均价 50%）。公司明确公司、个人层面考核，公司考核营业收入，不同管理层考核分别考核 3-5 年，按五期归属计算，首次授予部分要求 2022-2026 年累计营业收入分别不低于 2300/5100/8500/12600/17500 亿元（对应 22-26 年分别不低于 2300/2800/3400/4100/4900 亿元，同比增长 22%/21%/21%/20%），预留部分

若在 2022 年三季报后披露，则要求 2023-2027 年累计营业收入分别不低于 2800/6200/10300/15200/21100 亿元（对应 23-27 年分别不低于 2800/3400/4100/4900/5900 亿元，同比增长 21%/21%/20%/20%），个人层面考核绩效指标，若各年度公司层面业绩考核条件达标，激励对象个人当年实际归属的限制性股票数量=个人当年计划归属的数量 × 个人归属比例。

表5：公司层面业绩考核要求

行权期	业绩考核目标	行权期	业绩考核目标（若预留部分在 22 年三季报前授予）	业绩考核目标（若预留部分在 22 年三季报后授予）
首次授予部分第一个归属期	2022 年营业收入值不低于 2,300.00 亿元	预留授予部分第一个归属期	2022 年营业收入值不低于 2,300.00 亿元	2023 年营业收入值不低于 2,800.00 亿元
首次授予部分第二个归属期	2022-2023 年两年的累计营业收入值不低于 5,100.00 亿元	预留授予部分第二个归属期	2022-2023 年两年的累计营业收入值不低于 5,100.00 亿元	2023-2024 年两年的累计营业收入值不低于 6,200.00 亿元
首次授予部分第三个归属期	2022-2024 年三年的累计营业收入值不低于 8,500.00 亿元	预留授予部分第三个归属期	2022-2024 年三年的累计营业收入值不低于 8,500.00 亿元	2023-2025 年三年的累计营业收入值不低于 10,300.00 亿元
首次授予部分第四个归属期	2022-2025 年四年的累计营业收入值不低于 12,600.00 亿元	预留授予部分第四个归属期	2022-2025 年四年的累计营业收入值不低于 12,600.00 亿元	2023-2026 年四年的累计营业收入值不低于 15,200.00 亿元
首次授予部分第五个归属期	2022-2026 年五年的累计营业收入值不低于 17,500.00 亿元	预留授予部分第五个归属期	2022-2026 年五年的累计营业收入值不低于 17,500.00 亿元	2023-2027 年五年的累计营业收入值不低于 21,100.00 亿元

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

新增 2022-2027 年费用，2022 年需摊销约 1.4 亿元。假设公司 2022 年 9 月授予限制性股票及股票期权，据公司测算，2022-2027 年分别需分摊 1.4/3.6/2.2/1.1/0.2/0.03 亿元，将在经常性损益中列支。

表6：宁德时代股权激励费用测算

	数量 (万份)	需摊销的总费用 (万元)	2022 年 (万元)	2023 年 (万元)	2024 年 (万元)	2025 年 (万元)	2026 年 (万元)	2027 年 (万元)
首次授予的股票期权	164	14704	2117	5778	4050	2176	524	59
首次授予的限制性股票	264	70245	11511	30098	18093	8635	1642	267
合计	428	84949	13628	35876	22143	10810	2166	326

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

投资建议：我们维持公司 2022-2024 年归母净利 243/401/566 亿元的预测，同增 53%/65%/41%，对应 PE 为 52/32/23x，给予 2023 年 40xPE，对应目标价 656.7 元，维持“买入”评级。

风险提示：电动车销量不及预期，竞争加剧。

宁德时代三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	177,735	380,294	551,429	715,698	营业总收入	130,356	318,014	451,552	569,892
货币资金及交易性金融资产	90,436	177,308	269,473	362,021	营业成本(含金融类)	96,094	260,922	367,881	458,597
经营性应收款项	38,170	96,742	135,563	173,843	税金及附加	487	1,187	1,685	2,127
存货	40,200	92,931	130,018	160,823	销售费用	4,368	7,950	10,386	12,538
合同资产	77	159	226	285	管理费用	3,369	5,724	7,451	8,548
其他流动资产	8,852	13,153	16,149	18,726	研发费用	7,691	14,629	19,868	24,505
非流动资产	129,932	163,032	194,358	218,249	财务费用	-641	-260	-1,097	-1,808
长期股权投资	10,949	10,969	10,991	11,015	加:其他收益	1,673	2,067	2,484	2,849
固定资产及使用权资产	41,954	65,854	90,720	106,278	投资净收益	1,233	2,385	2,935	2,280
在建工程	30,998	36,998	40,448	45,882	公允价值变动	0	0	10	10
无形资产	4,480	6,012	7,190	8,080	减值损失	-2,048	-2,270	-2,614	-3,161
商誉	528	578	628	678	资产处置收益	-23	3	5	6
长期待摊费用	1,264	1,562	1,891	2,253	营业利润	19,824	30,047	48,197	67,367
其他非流动资产	39,759	41,059	42,489	44,062	营业外净收支	63	100	100	100
资产总计	307,667	543,326	745,787	933,947	利润总额	19,887	30,147	48,297	67,467
流动负债	149,345	354,530	496,348	615,088	减:所得税	2,026	3,316	5,071	7,084
短期借款及一年内到期的非流动负债	15,672	100	100	100	净利润	17,861	26,831	43,226	60,383
经营性应付款项	107,190	291,052	408,346	506,528	减:少数股东损益	1,929	2,495	3,155	3,804
合同负债	11,538	28,701	40,467	50,446	归属母公司净利润	15,931	24,336	40,070	56,579
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	每股收益-最新股本摊薄(元)	6.53	9.97	16.42	23.18
长期借款	22,119	32,119	43,119	55,219					
应付债券	15,855	15,855	25,855	27,855	EBIT	18,123	27,602	44,281	63,576
租赁负债	395	395	395	395	EBITDA	24,560	38,014	61,791	87,153
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	毛利率(%)	26.28	17.95	18.53	19.53
归属母公司股东权益	84,513	102,491	138,979	190,495	归母净利率(%)	12.22	7.65	8.87	9.93
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	收入增长率(%)	159.06	143.96	41.99	26.21
负债和股东权益	307,667	543,326	745,787	933,947	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	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	42,908	140,120	122,830	131,552	每股净资产(元)	36.26	43.97	59.63	81.73
投资活动现金流	-53,781	-41,574	-46,347	-45,633	最新发行在外股份(百万股)	2,441	2,441	2,441	2,441
筹资活动现金流	23,659	-12,173	15,172	6,119	ROIC(%)	13.34	15.94	20.65	22.15
现金净增加额	12,074	86,372	91,655	92,037	ROE-摊薄(%)	18.85	23.74	28.83	29.70
折旧和摊销	6,437	10,412	17,511	23,578	资产负债率(%)	69.90	79.18	79.52	77.72
资本开支	-43,765	-41,839	-47,000	-45,453	P/E(现价&最新股本摊薄)	79.97	52.35	31.79	22.52
营运资本变动	17,183	87,440	50,545	35,934	P/B(现价)	14.40	11.87	8.75	6.39

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。

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>