

业绩符合预期，锂电龙头再证王者之姿

➤ **事件说明。**2023年3月9日,公司发布2022年年报,全年实现营收3285.94亿元,同比增长152.07%,实现归母净利润307.29亿元,同比增长92.89%,扣非后归母净利润282.13亿元,同比增长109.88%,业绩处于预告中值区域,符合预期。

➤ **Q4 盈利能力超预期。营收和净利：**公司2022Q4营收1182.54亿元,同增107.48%,环增21.45%,归母净利润为131.38亿元,同增60.60%,环增39.41%,扣非后归母净利润为121.75亿元,同增78.02%,环增35.47%。**毛利率：**2022Q4毛利率为22.57%,同比-2.14pcts,环比3.30pcts。**净利率：**2022Q4净利率为11.69%,同比-3.60pcts,环比1.46pcts。**Q4 盈利能力环比提升超预期**,我们测算,公司Q4动力系统毛利率约19%,同比提升2pcts,储能毛利率约27%,同比提升超11pcts,公司盈利能力环比提升的主要原因为:**1.规模效应带来的成本摊薄;2.价格调整机制带来的盈利释放。**

➤ **市占率持续突破,全球龙头地位巩固。出货量方面**,公司22年全年实现锂电池销量289GWh,同比增长116.6%,其中动力电池242GWh,同比增速107.1%,储能系统47GWh,同比增速181%;**市占率方面**,公司22年动力系统全球市占率37%,同比提升4pcts,储能系统全球市占率43.4%,同比提升5.1pcts,全球龙头地位稳固。

➤ **产能持续加码,完善全球化布局。**报告期内,公司电池产能390GWh,在建产能152GWh,同时公司产能持续升级,国内方面,福鼎、车里湾、宜春、贵州等基地节奏推进,并新增厦门、洛阳、济宁等新基地布局,海外方面,公司德国图林根工厂实现电池模组及电芯量产,匈牙利二期工厂已宣布建设,规划产能100GWh。

➤ **新技术密集放量,增厚核心壁垒。**公司22年研发投入155.1亿元,同比增长101.7%,预计23年多款新技术可量产落地。**钠离子电池**:公司已发布第一代钠离子电池,预计今年可实现量产。**麒麟电池**:系统集成度创新高,体积利用率突破72%,预计今年可实现量产。**M3P电池**:兼顾续航里程和成本优势,有效提升公司磷酸盐体系竞争力。

➤ **投资建议:**我们预计公司2023-2025年实现营收4508.78、6026.06、7761.45亿元,同比增速分别为37.2%、33.7%、28.8%,归母净利润为459.54、621.87、824.58亿元,同比增速为49.5%、35.3%、32.6%,2023年3月10日对应估值22、16、12倍,考虑到公司行业龙头地位稳固,储能业务增速显著,新技术释放夯实核心壁垒,维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:**原材料价格波动及供应风险,新能源车市场需求不及预期风险,汇率波动,国际政策变动等海外市场特有风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	328594	450878	602606	776145
增长率 (%)	152.1	37.2	33.7	28.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	30729	45954	62187	82458
增长率 (%)	92.9	49.5	35.3	32.6
每股收益 (元)	12.58	18.81	25.46	33.76
PE	32	22	16	12
PB	6.0	4.7	3.6	2.8

资料来源:Wind,民生证券研究院预测;(注:股价为2023年3月10日收盘价)

推荐
维持评级
当前价格:
405.79 元

分析师 邓永康

执业证书: S0100521100006

电话: 021-60876734

邮箱: dengyongkang@mszq.com

研究助理 李孝鹏

执业证书: S0100122010020

电话: 021-60876734

邮箱: lixiaopeng@mszq.com

研究助理 赵丹

执业证书: S0100122120021

电话: 021-60876734

邮箱: zhaodan@mszq.com

研究助理 席子屹

执业证书: S0100122060007

电话: 021-60876734

邮箱: xiziyi@mszq.com

相关研究

1.宁德时代 (300750.SZ) 2022 年三季报点评:业绩超预期,盈利能力持续修复-2022/10/23

2.宁德时代 (300750.SZ) 2022 年半年报点评:盈利能力修复,产能扩张+技术创新助力增长-2022/08/24

3.宁德时代 (300750.SZ) 深度报告 乘时代之风云,划时代之宁德-2022/06/28

4.宁德时代 (300750.SZ) 2021 年年报点评:业绩符合预期,龙头技术+供应链壁垒深厚-2022/04/22

5.宁德时代(300750):21Q2 业绩创新高,龙头扩产一骑绝尘-2021/08/26

目录

1 22 年全年业绩符合预期，Q4 盈利能力超预期	3
2 市占率持续突破，全球龙头地位稳固	3
3 产能持续加码，完善全球化布局	5
4 新技术密集放量，增厚核心壁垒	6
5 风险提示	8
插图目录	10
表格目录	10

1 22年全年业绩符合预期，Q4 盈利能力超预期

2022年3月9日，公司发布2021年年报，全年实现营收3285.94亿元，同比增长152.07%，实现归母净利润307.29亿元，同比增长92.89%，扣非后归母净利润282.13亿元，同比增长109.88%，业绩处于预告中值区域，符合预期。

分季度看，Q4 整体盈利能力环比超预期。

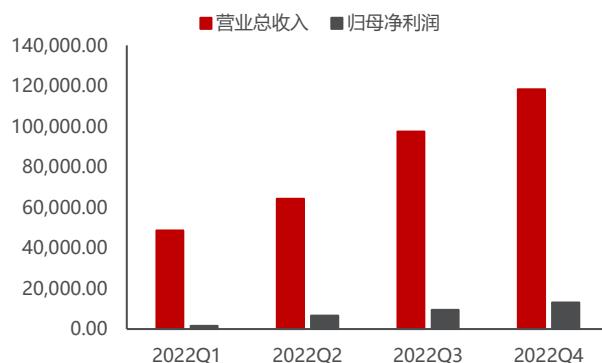
营收和净利：公司2022年Q4实现营收1182.54亿元，同比增长107.48%，环比增长21.45%，归母净利润实现131.38亿元，同比增长60.60%，环比增长39.41%，扣非后归母净利润实现121.75亿元，同比增长78.02%，环比增长35.47%。

毛利率：2022Q4毛利率为22.57%，同比-2.14pcts，环比3.30pcts。

净利率：2022Q4净利率为11.69%，同比-3.60pcts，环比1.46pcts。

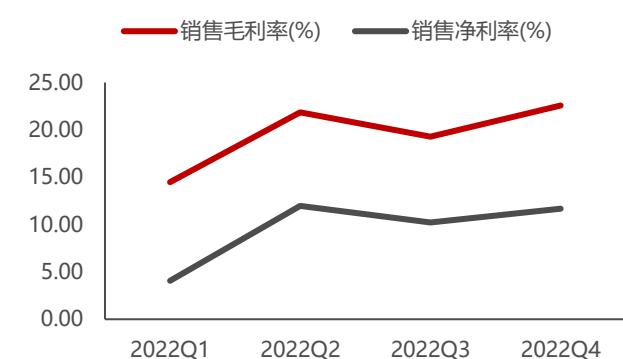
Q4 盈利能力环比提升超预期，我们测算，公司Q4动力系统毛利率约19%，同比提升2pcts，储能毛利率约27%，同比提升超11pcts，公司盈利能力环比提升的主要原因为：1.规模效应带来的成本摊薄；2.前期价格调整机制带来的盈利集中释放。

图1：2022年Q1-Q4营业收入和归母净利润(百万元)



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：2022年Q1-Q4毛利率和净利率走势



资料来源：wind，民生证券研究院

2 市占率持续突破，全球龙头地位稳固

2022年，公司全年实现锂电池销量289GWh，同比增长116.6%，其中动力电池242GWh，同比增速107.1%，储能系统47GWh，同比增速181%。分季度来看，公司2022年Q4出货约100GWh，其中动力电池系统约83GWh，环比提升15%，储能电池系统约17GWh，环比提升13%。

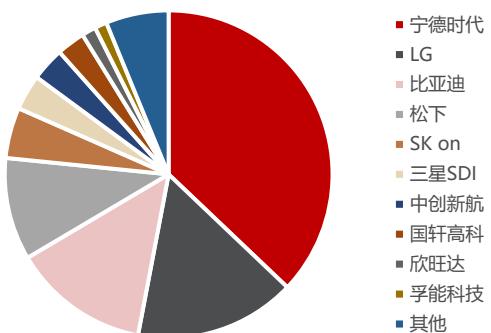
表1：公司电池销售情况

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
动力电池系统销 (GWh)	12	21	40	44	116	242
YOY	74%	79%	90%	10%	162%	107%
储能电池系统销 (GWh)	/	0.1	0.7	2.4	16.7	47.0
YOY	/	/	446%	237%	599%	181%
电池系统总销量 (GWh)	12	21	41	47	133	242
YOY	74%	80%	92%	14%	184%	108%
库存 (GWh)	1.4	5.6	10.5	14.2	40.2	70

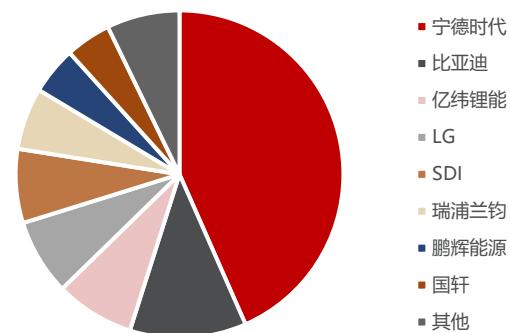
资料来源：Wind，民生证券研究院

动力电池端，根据 SNE Research 数据，2022 年全球电池装机量 498GWh，公司全球装机量 185GWh，占比 37%，比去年同比提升 4 个 pcts，连续 6 年位列全球第一。**海外方面**，公司多层次绑定海外大客户：1、与福特开展全球战略合作，涵盖北美、欧洲及中国的动力电池供应；2、与本田加强全方位战略合作，覆盖动力电池共同开发、稳定供给、回收等领域；3、与宝马达成圆柱电池供应框架协议，继续深化双方长期伙伴关系；4、与日本大发、越南 Vinfast 等公司达成合作，共同助力日本、越南等东南亚地区电动化转型。**国内方面**，公司巩固战略型客户：1、与吉利旗下极氪汽车签署长期战略合作协议，实现麒麟电池首发；2、与蔚来签订五年全面战略合作协议，涉及新品牌、新项目、新市场的全面合作。

储能电池端，根据 SNE Research，22 年全球储能电池系统出货量 142.7GWh，公司市占率达 43.4%，同比提升 5.1 个 pcts，连续 2 年位列全球第一。公司储能产品广泛应用于全球大型重要储能项目：1、为美国公用事业和分布式光伏储能开发运营商 Primergy Solar 独家供应美国最大光伏储能项目；2、为意大利国家电力公司 ENEL 独家供应意大利最大储能项目群等；3、为大型清洁能源项目开发商及独立电商 Nextera、Broad Reach Power、Jupiter Power、Neoen 等的储能项目提供业内领先的液冷方案；4、与美国储能技术平台和解决方案供应商 FlexGen 达成合作协议，深化双向合作伙伴关系；5、与英国新能源投资商 Gresham House 储能基金公司达成合作协议，共同推动公用事业规模储能的应用落地。

图3：2022年全球动力电池装机份额


资料来源：SNE, 民生证券研究院

图4：2022年全球储能电池装机份额


资料来源：wind, 民生证券研究院

3 产能持续加码，完善全球化布局

根据公告，报告期内公司电池产能 390GWh，在建产能 152GWh。公司产能持续升级，国内方面，福鼎、车里湾、宜春、贵州等基地节奏推进，并新增厦门、洛阳、济宁等新基地布局，新基地规划产能超 150GWh，海外方面，公司德国图林根工厂实现电池模组及电芯量产，匈牙利二期工厂已宣布建设，规划产能 100GWh。我们预测，23 年底公司产能可达 580GWh，到 25 年公司已规划产能约 850GWh，可有效支撑公司出货目标。

表2：宁德时代扩产项目 (单位: GWh)

持股	基地	规划产能	公告时间	建设期	2021	2022	2023E	2024E	2025E
	宁德东桥	26			26	26	26	26	26
	宁德湖东	26			26	26	26	26	26
	宁德湖西一二期	24	2017/11/10		24	24	24	24	24
	宁德湖西三期	16	2019/4/25	36 个月	10	16	16	16	16
	宁德车里湾基地	45	2020/2/27	2 年	30	40	45	45	45
	宁德福鼎一期	60	2020/12/29	26 个月	20	35	50	60	60
	福建厦门	40	2022/4/22	26 个月	0	0	0	40	40
独资	江苏溧阳一二期	10	2017/2/12		10	10	10	10	10
	江苏溧阳三期	25	2018/11/1	24 个月	25	25	25	25	25
	江苏溧阳四期	40	2020/12/29	24 个月	5	25	35	40	40
	青海西宁	15	2014		15	15	15	15	15
	四川宜宾一二期	15	2019/1/1	一期已运营，二期两年	15	15	15	15	15
	四川宜宾三四期	30	2020/12/29	2 年	15	28	30	30	30
	四川宜宾五六期	35	2021/2/2	26 个月/期	13	30	35	35	35
	四川宜宾七至十期	80	2021/12/30	20 个月/期	10	20	40	80	
	广东肇庆一期	25	2021/2/2	24 个月	5	15	20	25	25

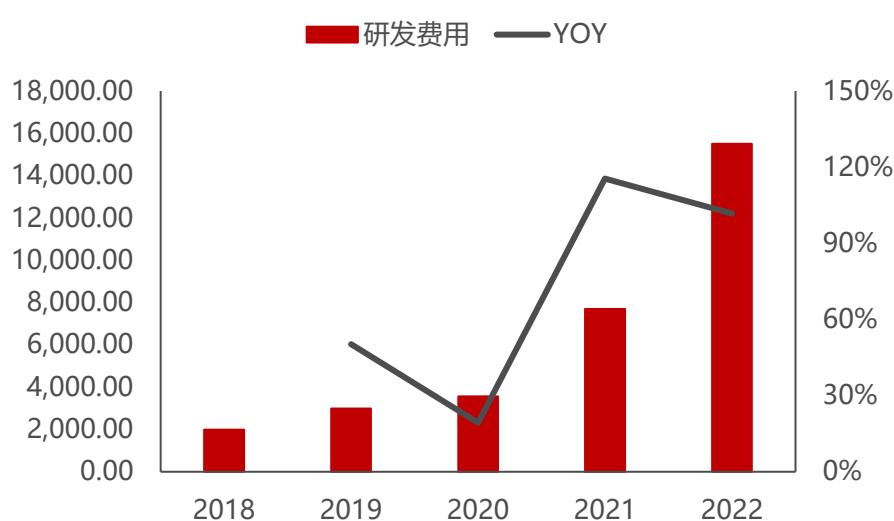
江西宜春	50	2021/9/13	30 个月	0	25	45	50	50
贵州贵安	30	2021/11/5	18 个月	0	13	30	30	30
德国图林根一期	8	2018/7/9	2021 投产	8	8	8	8	8
德国图林根二期	6	2019/6/26	60 个月	0	2	3	4	6
济宁基地	40	2022/7/21	24 个月	0	0	0	20	40
匈牙利基地	100	2022/8/13	64 个月	0	0	0	0	50
洛阳基地	40	2022/9/28	36 个月	0	0	0	20	40
合资	时代一汽一期	26	2019/4/25	36 个月	15	20	26	26
	时代一汽二期	15	2021/2/2	12 个月	8	15	15	15
	时代广汽	10	2018/7/19	24 个月	10	10	10	10
	时代上汽一期	18	2017/6/19		18	18	18	18
	时代上汽二期	30	2021/2/25	一期 15 个月，二期在一期建设后一年启动	8	15	25	30
	时代吉利	25	2020/8/11	26 个月	4	16	25	25
	东风时代	9.6	2018/7/5	2 年	9.6	9.6	9.6	9.6
	合计 (独资+合资)			293.6	465.6	580.6	711.6	843.6

资料来源：Wind，民生证券研究院

4 新技术密集放量，增厚核心壁垒

公司高度重视研发投入，2022 年研发费用投入达 155.10 亿元，同比增长 101.66%，研发人员数量 1.6 万人，同比增加 62%，研发人员数量占比 13.73%，同比增组 1.67 个 pcts。

图5：公司研发费用逐年提升 (百万元)



资料来源：wind，民生证券研究院

新技术密集放量，夯实公司核心壁垒。

麒麟电池：报告期内，公司发布第三代 CTP——麒麟电池，系统集成度创全

球新高，体积利用率突破 72%，实现了续航、快充、安全、寿命、效率以及低温性能的全面提升，被《时代》周刊评为 2022 年度最佳发明，并与吉利旗下极氪契合签署长期战略合作协议，实现新品首发。

钠离子电池：公司已发布第一代钠离子电池，我们预计今年可实现量产，应用领域包括四轮车、储能领域等。

M3P 电池：兼顾续航里程和成本优势，有效提升公司磷酸盐体系竞争力，我们预计今年可实现量产。

表3：公司主要研发投入

主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
钠离子电池	推动电化学体系多元化，进一步降低电池成本，适用更丰富应用场景	已发布第一代钠离子电池，与客户推进落地中	推动钠离子电池产业化	钠离子电池原材料储量丰富、分布广泛，其性能与锂离子电池优势互补，提供灵活的多层次、多元化的解决方案
麒麟电池	实现更高体积利用率及快充、低温、安全、寿命的全面提升	技术已发布，与客户推进落地中	助力新能源车实现 1,000km 的续航里程，4C 的快充能力	提升新能源车在续航、补能便利性的竞争力，巩固公司在动力电池系统创新领域领先地位
第二代无热扩散技术	突破高比能电池系统热扩散设计技术，变“被动防护”为“主动隔离”，实现气电解耦	与客户推进落地中	引领全球电池安全标准的新高地	实现高比能电池高效集成与高安全兼得，进一步提升公司产品竞争力
M3P 多元磷酸盐电池	提升能量密度，降低成本	与客户推进落地中	磷酸盐体系能量密度和低温放电能力改善	兼顾续航里程与成本优势，有利于提升公司磷酸盐体系的竞争力
凝聚态电池	在突破能量密度的同时提升产品安全	与客户洽谈合作中	打造高比能、高安全电芯产品	实现高比能与高安全兼得，助力公司动力电池芯产品持续保持竞争力和领先性

资料来源：Wind，民生证券研究院

5 风险提示

1) 原材料价格波动及供应风险: 如果发生主要原材料供应短缺、价格大幅上升的情况, 或内部采购管理措施未能得到有效执行, 将可能导致公司不能及时采购生产所需的原材料或采购价格较高, 从而对公司的生产经营产生不利影响。

2) 新能车市场需求不及预期风险: 如果未来市场需求不及预期, 市场可能出现结构性、阶段性的产能过剩。公司作为全球锂电龙头企业之一, 下游市场需求若达不到预期, 会对公司经营业绩表现造成较大影响。

3) 汇率波动, 国际政策变动等海外市场特有风险: 公司海外收入占比较高, 若汇率波动超预期, 或国际政策变动带来公司海外收入降低, 将对公司经营业绩产生不利影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	328594	450878	602606	776145
营业成本	262050	357846	482188	625336
营业税金及附加	907	1127	1507	1940
销售费用	11099	14879	18681	22508
管理费用	6979	8116	9642	10866
研发费用	15510	20740	27720	35703
EBIT	31407	51678	68395	87453
财务费用	-2800	-1676	-2687	-6126
资产减值损失	-2827	-1600	-1100	-600
投资收益	2515	3156	4218	5433
营业利润	36822	54911	74200	98412
营业外收支	-149	-20	80	80
利润总额	36673	54891	74280	98492
所得税	3216	4940	6685	8864
净利润	33457	49950	67595	89628
归属于母公司净利润	30729	45954	62187	82458
EBITDA	44659	74486	97863	122992

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	191043	231484	369046	532932
应收账款及票据	61493	42712	76309	78320
预付款项	15843	21471	28931	37520
存货	76669	60993	97236	109709
其他流动资产	42687	48361	64546	80525
流动资产合计	387735	405022	636069	839006
长期股权投资	17595	25595	29595	32895
固定资产	89071	117394	128836	133977
无形资产	9540	12410	14280	15150
非流动资产合计	213217	256510	278142	292003
资产合计	600952	661533	914211	1131010
短期借款	14415	14415	14415	14415
应付账款及票据	220764	216603	372738	461044
其他流动负债	60582	75378	104325	143191
流动负债合计	295761	306396	491479	618650
长期借款	59099	59099	59099	59099
其他长期负债	69182	69182	69182	69182
非流动负债合计	128282	128282	128282	128282
负债合计	424043	434678	619761	746932
股本	2443	2442	2442	2442
少数股东权益	12428	16424	21832	29002
股东权益合计	176909	226855	294450	384078
负债和股东权益合计	600952	661533	914211	1131010

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	152.07	37.21	33.65	28.80
EBIT 增长率	73.29	64.55	32.35	27.86
净利润增长率	92.89	49.55	35.32	32.60
盈利能力 (%)				
毛利率	20.25	20.63	19.98	19.43
净利润率	9.35	10.19	10.32	10.62
总资产收益率 ROA	5.11	6.95	6.80	7.29
净资产收益率 ROE	18.68	21.84	22.81	23.22
偿债能力				
流动比率	1.31	1.32	1.29	1.36
速动比率	0.96	1.01	1.01	1.10
现金比率	0.65	0.76	0.75	0.86
资产负债率 (%)	70.56	65.71	67.79	66.04
经营效率				
应收账款周转天数	44.77	40.00	35.00	35.00
存货周转天数	80.28	70.00	60.00	60.00
总资产周转率	0.72	0.71	0.76	0.76
每股指标 (元)				
每股收益	12.58	18.81	25.46	33.76
每股净资产	67.34	86.15	111.61	145.37
每股经营现金流	25.06	43.65	76.79	86.38
每股股利	2.52	2.82	3.82	5.06
估值分析				
PE	32	22	16	12
PB	6.0	4.7	3.6	2.8
EV/EBITDA	17.92	10.20	6.36	3.73
股息收益率 (%)	0.62	0.70	0.94	1.25
现金流量表 (百万元)				
经营活动现金流	61209	106610	187564	210973
资本开支	-48215	-58220	-47120	-46120
投资	-11457	-8000	-4000	-3300
投资活动现金流	-64140	-63064	-46902	-43987
股权募资	47455	-5	0	0
债务募资	33352	0	0	0
筹资活动现金流	82266	-3105	-3100	-3100
现金净流量	82124	40441	137562	163885

插图目录

图 1: 2022 年 Q1-Q4 营业收入和归母净利润 (百万元)	3
图 2: 2022 年 Q1-Q4 毛利率和净利率走势	3
图 3: 2022 年全球动力电池装机份额	5
图 4: 2022 年全球储能电池装机份额	5
图 5: 公司研发费用逐年提升 (百万元)	6

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司电池销售情况	4
表 2: 宁德时代扩产项目 (单位: GWh)	5
表 3: 公司主要研发投入	7
公司财务报表数据预测汇总	9

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026