宁德时代（300750）

2023 年三季报点评：电池盈利逆势坚挺，汇兑及减值影响利润增速

买入（维持）

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	328,594	394,802	462,273	572,259
同比	152%	20%	17%	24%
归属母公司净利润（百万元）	30,729	43,226	52,421	65,113
同比	93%	41%	21%	24%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	6.99	9.83	11.92	14.81
P/E（现价&最新股本摊薄）	26.14	18.59	15.33	12.34

关键词：#业绩符合预期

投资要点

- **Q3 利润基本符合预期、毛利率环比进一步提升。**公司 23 年 Q1-3 营收 2947 亿元，同增 40%，归母净利 311 亿元，同增 77%，其中 Q3 营收 1054 亿元，同环比+8%/+5%，归母净利 104 亿元，同环比+11%/-4%，扣非净利 94 亿元，同环比+5%/-3%，毛利率 22.4%，同环比+3.2/+0.5pct；归母净利率 9.9%，同环比+0.2/-1pct，其中汇兑损失 25 亿，影响净利率。
- **Q3 电池出货量小幅提升、神行等新技术强化公司竞争力。**我们预计公司 Q3 动储出货量 100GWh，同环比+20%/7%，其中动力 80GWh+，环比+6%，储能 18GWh 左右，环比+12%。但 Q3 公司为年末冲量备货，预计生产 105GWh+，新增库存 5GWh+。我们预计 Q4 出货量环增 10-20%，全年出货 385GWh 左右，同增 33%，其中储能 70GWh，同比+50%；24 年仍有望实现 30-35%增长。从份额看，公司全球份额稳定，1-8 月市占率 36.9%，其中海外提升至 27.7%，同增 7pct，欧洲市占率 35%，同增 8pct；国内份额 43%，略降，但公司已发布神行电池，快充性能大幅提升，成本稳定，且 24 年高阶智能化车型基本配套宁德电池，预计 24 年国内份额将稳中有升。
- **Q3 盈利水平逆势坚挺、24 年预计下降空间有限。**动储全口径看，我们预计 Q3 公司电池均价环比下降约 4%至 1.04 元/wh，一方面由于原材料降价让利车企，另一方面公司 Q3 提前为明年计提返利，冲减收入，略有影响。但 Q3 毛利率预计仍提升 0.5-1pct 至 21.5%，单 wh 毛利预计 0.2 元/wh，环比持平，预计单 wh 净利 0.085 元/wh，环降 0.01 元/wh，若不考虑汇兑，则环比持平。展望明年，电池价格随原料下降仍有下调空间，但公司海外维持高增、超级拉线投产、一体化布局逐步完善、且新技术逐步放量，预计单 wh 利润略微下滑，整体有望维持 0.08 元/wh+。
- **Q3 汇兑损失影响利润、预计负债和合同负债环比提升、现金流依然亮眼。**23Q3 公司期间费用 123 亿元，环比+37%，期间费率 11.7%，同环比均+2.7pct，其中财务费用 13 亿元，较 Q2 的-27 亿元大幅增加，主要系汇兑损失约 25 亿影响。Q3 投资收益+7.7 亿元，较 Q2 的-1 亿元提升；其他收益 14 亿元，环比-14%。23Q3 公司计提 14 亿元减值损失（资产减值 9.4 亿元，多为固定资产减值），环比增加 4.5 亿元；Q3 末公司存货 489 亿，较 Q2 末持平，较年初减少 36%，库存维持极低水平，但仍然为 Q4 冲量增加库存商品。Q3 末合同负债 266 亿元，较 Q2 末增加 20%，在手订单充裕；预计负债 318 亿元，环比 Q2 末增加 55 亿元，一方面质保金增加（约 25 亿元），另一方面为返利计提。Q3 经营净现金流 156 亿元，同环比+114%/-3%，依然亮眼。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到行业竞争加剧，我们下修公司 23-25 年归母净利润预测至 432/524/651 亿元（原预测：469/632/857 亿元），同增 41%/21%/24%，对应 19x/15x/12x，基于公司全球电池龙头地位，给于 24 年 25x，目标价 298 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**电动车销量不及预期、原材料价格波动、竞争加剧超预期。

2023 年 10 月 20 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
证券分析师 岳斯瑶
执业证书：S0600522090009
yuesy@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	182.70
一年最低/最高价	182.28/490.56
市净率(倍)	4.46
流通 A 股市值(百万元)	711,257.56
总市值(百万元)	803,372.80

基础数据

每股净资产(元,LF)	40.96
资产负债率(%,LF)	69.92
总股本(百万股)	4,397.22
流通 A 股(百万股)	3,893.04

相关研究

《宁德时代(300750)：2023 年中报点评：海外份额提升出货量略超预期，盈利逆势坚挺》
2023-07-26

《宁德时代(300750)：2023 年一季报点评：一季报大超预期，逆市彰显龙头风范》
2023-04-21

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 公司业绩：基本符合市场预期，毛利率环比提升，汇兑损失影响利润 4
2. 业务拆分：Q3 出货小幅提升，电池盈利逆势坚挺 5
3. 公司 Q3 汇兑损失导致财务费用率提升，预计负债受返利影响增长显著 10
4. 投资建议与风险提示 11

图表目录

图 1: 宁德时代分季度业绩情况.....4
图 2: 宁德时代季度盈利能力.....4
图 3: 动力电池业务拆分.....5
图 4: 储能电池业务拆分.....5
图 5: 宁德时代单月装机市占率测算（GWh，%）.....6
图 6: 2023 年 1-8 月车企与电池企业配套关系（装机口径）.....7
图 7: 宁德时代分季度费用率.....10
图 8: 宁德时代预计负债及递延收益（亿元）.....11

表 1: 宁德时代国内市场出货量测算（GWh）.....7
表 2: 宁德时代动力出货以及全球份额测算.....8
表 3: 宁德时代大型储能海外订单情况.....8
表 4: 宁德时代上游资源布局.....9

1. 公司业绩：基本符合市场预期，毛利率环比提升，汇兑损失影响利润

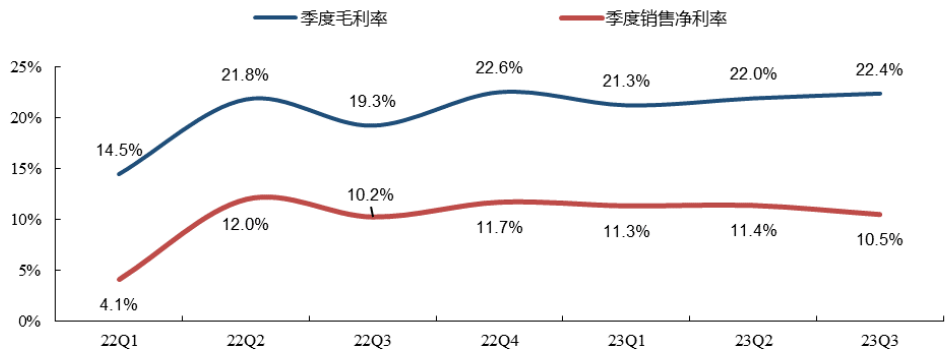
2023 年 Q3 公司实现归母净利润 104.28 亿元，环比下降 4.28%，符合市场预期，汇兑损失影响利润。2023 年前三季度公司营收 2946.77 亿元，同比增长 40.1%；归母净利润 311.45 亿元，同比增长 77.05%；扣非净利润 269.81 亿元，同比增长 68.23%；23 年前三季度毛利率为 21.92%，同比增加 2.97pct；销售净利率为 11.03%，同比增加 1.7pct。2023 年 Q3 公司实现营收 1054.31 亿元，同比增加 8.28％，环比增长 5.21%；归母净利润 104.28 亿元，同比增长 10.66%，环比下降 4.28％，扣非归母净利润 94.28 亿元，同比增长 4.91%，环比下降 3.33%。盈利能力方面，23Q3 毛利率为 22.42%，同比增长 3.15pct，环比增长 0.47pct；归母净利率 9.89%，同比增长 0.21pct，环比下降 0.98pct；23Q3 扣非净利率 8.94%，同比下降 0.29pct，环比下降 0.79pct，我们测算 Q3 公司汇兑损失 20-25 亿，影响净利率。

图1：宁德时代分季度业绩情况

	2023Q3	2023Q2	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1
营业收入(百万)	105,431.2	100,207.6	89,038.5	118,253.7	97,369.0	64,292.8	48,678.4
-同比	8.28%	55.86%	82.91%	107.48%	232.47%	158.12%	153.97%
毛利率	22.42%	21.96%	21.27%	22.57%	19.27%	21.85%	14.48%
归母净利润(百万)	10,428.2	10895.0	9822.3	13137.6	9423.6	6675.2	1492.8
-同比	10.66%	63.22%	557.97%	60.60%	188.42%	163.91%	-23.62%
归母净利率	9.89%	10.87%	11.03%	11.11%	9.68%	10.38%	3.07%
扣非归母净利润（百万）	9,428.0	9,752.9	7,800.06	12,174.71	8,987.10	6,074.27	977.02
-同比	4.91%	60.56%	698.35%	78.02%	234.70%	170.40%	-41.57%
扣非归母净利率	8.94%	9.73%	8.76%	10.30%	9.23%	9.45%	2.01%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图2：宁德时代季度盈利能力



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

2. 业务拆分：Q3 出货小幅提升，电池盈利逆势坚挺

Q3 电池出货量小幅提升、神行等新技术强化公司竞争力。我们预计公司 Q3 动储出货量 100GWh，同环比+20%/7%，其中动力 80GWh+，环+6%，储能 18GWh 左右，环+12%。但 Q3 公司为年末冲量备货，预计生产 105GWh+，新增库存 5GWh+。我们预计 Q4 出货量环比增 10-20%，全年出货 385GWh 左右，同增 33%，其中储能 70GWh，同+50%；24 年仍有望实现 30-35%增长。

Q3 盈利水平逆势坚挺、24 年预计下降空间有限。动力+储能全口径来看，我们预计 Q3 公司电池均价环比下降 4%左右至 1.04 元/wh，一方面由于原材料降价让利车企，另一方面公司 Q3 提前为明年计提返利，冲减收入，略有影响。但 Q3 毛利率预计仍提升 0.5-1pct 至 21.5%，单 wh 毛利预计为 0.2 元/wh，环比持平，单 wh 净利预计为 0.085 元/wh，环比下降 0.01 元/wh，若不考虑汇兑，则环比持平。展望明年，电池价格随原料下降仍有下调空间，但公司海外维持高增、超级拉线投产、一体化布局逐步完善、且新技术逐步放量，预计单 wh 利润略微下滑，整体有望维持 0.08 元/wh+。

图3：动力电池业务拆分

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
收入（百万）	**36,477**	**42,666**	**69,615**	**87,836**	**64,824**	**74,594**	**75,969**
-同比增长	*156%*	*163%*	*238%*	*117%*	*78%*	*75%*	*9%*
-环比增长	*-10%*	*17%*	*63%*	*26%*	*-26%*	*15%*	*2%*
销量（gwh）	**44.90**	**47.15**	**68.00**	**81.95**	**62.38**	**77.62**	**81.94**
-同比增长	*157%*	*125%*	*153%*	*60%*	*39%*	*65%*	*21%*
-环比增长	*-13%*	*5%*	*44%*	*21%*	*-24%*	*24%*	*6%*
均价（含税，元/wh）	**0.92**	**1.02**	**1.16**	**1.21**	**1.17**	**1.09**	**1.05**
-幅度（环比）	*3.2%*	*11.4%*	*13.1%*	*4.7%*	*-3.0%*	*-7.5%*	*-3.5%*
毛利率	**10.30%**	**19.09%**	**16.00%**	**20.02%**	**20.00%**	**20.65%**	**21.20%**
毛利（百万）	*3,757*	*8,146*	*11,138*	*17,582*	*12,965*	*15,407*	*16,105*
均毛利（元/wh）	**0.084**	**0.173**	**0.164**	**0.215**	**0.208**	**0.198**	**0.197**
单位利润（元/wh）	**-0.004**	**0.072**	**0.068**	**0.115**	**0.087**	**0.095**	**0.084**
合计利润（百万）	-199	3,372	4,614	9,385	5,410	7,403	6,852

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图4：储能电池业务拆分

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
收入（百万）	**4,287**	**8,449**	**14,575**	**17,669**	**13,619**	**14,366**	**15,668**
-同比增长	*155%*	*180%*	*920%*	*136%*	*218%*	*70%*	*7%*
-环比增长	*-43%*	*97%*	*73%*	*21%*	*-23%*	*5%*	*9%*
出货量（gwh）	**5.0**	**10.0**	**15.0**	**17.0**	**13.9**	**16.1**	**18.1**
-同比增长	*182%*	*149%*	*594%*	*94%*	*179%*	*61%*	*20%*
-环比增长	*-43%*	*100%*	*50%*	*13%*	*-18%*	*15%*	*12%*
均价（含税，元/wh）	0.97	0.95	1.10	1.17	1.10	1.01	0.98
毛利率	**6.0%**	**6.6%**	**17.0%**	**24.6%**	**21.3%**	**21.3%**	**23.0%**
毛利（百万）	257	562	2,478	4,354	2,901	3,066	3,604
均毛利（元/wh）	0.051	0.056	0.165	0.256	0.208	0.191	0.200
单位利润（元/wh）	**-0.034**	**-0.021**	**0.074**	**0.157**	**0.092**	**0.094**	**0.093**
合计利润（百万）	-170	-209	1,103	2,676	1,285	1,509	1,679

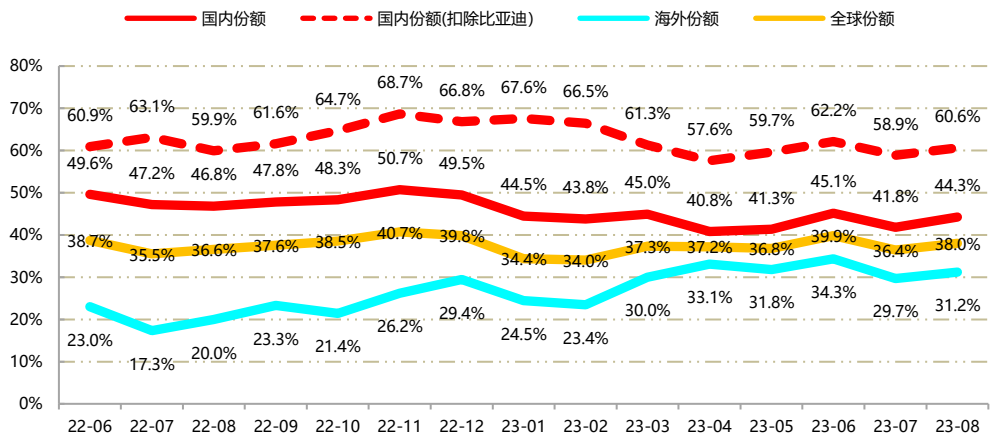
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

动力端，宁德海外市占率提升明显，全年出货预计 315GWh 左右，同增 30%+。SNE 口径，宁德时代 23 年 1-8 月全球装机量为 158.3GWh，同比增长 79%，市占率 36.9%，同增 6.2pct，保持全球龙头地位。其中公司 23 年 1-8 月海外动力电池使用量市场占率达到 27.7%，同比提升 6.9pct；1-8 月欧洲动力市场份额达到 34.9%，同比大幅提升 8.1pct；1-8 月中美欧外地区市占率 27.2%，排名第一，同比提升 9.8pct。23 年 1-9 月宁德时代国内装机量 109.3GWh，同增 19%，市占率 42.8%，同比下滑 4.8pct，扣除比亚迪车型装机量，宁德时代市占率维持于 60%+。我们预计 23 年宁德动力出货量 315GWh 左右，同增 30%+，其中海外动力出口预计 80GWh+，同增 40%+，全球份额维持 35%左右。

公司通过对核心客户返利保证市占率稳步提升，24 年预计维持 30%增长，长期 3-5 年全球市占率有望进一步提升至 35%-40%。公司 Q3 起对核心车企施行返利计划，保证核心客户中份额稳定或进一步提升，与客户互利互惠，预计 24 年全球市占率可维持，公司动力电池销量仍能保证 30%同比增长。中长期看，国内 4C 神行电池落地，阿维塔、哪吒、奇瑞及北汽等车企确定搭载，助力中端市场份额提升；欧洲 23-25 年开启新一轮定点，叠加新电池法案对安全性、回收、碳足迹等提出更多要求，仅宁德可达到，本轮竞争中欧洲市占率有望提升至 40%-50%；技术合作模式突破美国市场，后续有望推广至其他车企，叠加已有头部大客户寻求与公司在美建厂，后发优势明显，预计 24-25 年突破放量。远期 25 年假设国内市占率 40-45%，美国市占率 15-20%，欧洲及其他地区市占率 40%左右，则中性预期下，公司全球装机市占率仍能保持 35%左右。3-5 年纬度来看，考虑公司进一步突破美国市场，预计宁德时代在动力电池领域有望做到 35%-40%份额。

图5：宁德时代单月装机市占率测算（GWh，%）



数据来源：合格证，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6：2023 年 1-8 月车企与电池企业配套关系（装机口径）

		宁德时代 94.1gwh	比亚迪 59.8gwh	中航锂电 16.6gwh	国轩高科 8.7gwh	亿纬锂能 4.6gwh	LG化学 5.5gwh	蜂巢能源 3.8gwh	欣旺达 3.4gwh	孚能科技 2.8gwh	塔菲尔 1.8gwh	瑞浦能源 1.5gwh	多氟多 1.0gwh	天津捷威 0.5gwh	北电爱思特 0.4gwh	SKI 0.4gwh	其他 2.6gwh
1.乘用车（192.1gwh）																	
特斯拉	特斯拉（24.5gwh）	81.5%				18.5%											0.0%
自主（119.8gwh）	比亚迪（57.0gwh）		100.0%														0.0%
	广汽乘用车（18.9gwh）	37.7%		45.5%			9.4%			6.1%	0.6%						0.7%
	吉利汽车（13.6gwh）	70.0%		13.4%	6.9%			0.4%	9.2%								0.0%
	长安汽车（5.6gwh）	61.6%	3.5%	23.0%	11.9%												0.1%
	上汽通用五菱（5.0gwh）	11.4%		5.9%	35.8%				8.8%		1.0%	21.7%	9.1%				6.4%
	长城汽车（4.0gwh）	28.1%			26.9%			45.0%									0.0%
	上海汽车（3.4gwh）	99.7%															0.3%
	中国一汽（2.7gwh）	37.0%	46.7%								16.3%						0.0%
	东风汽车（2.6gwh）	48.1%	4.1%		3.1%			0.6%	23.9%	8.6%		7.4%	0.4%				3.8%
	金康汽车（1.7gwh）	99.9%	0.1%														0.0%
	其他（5.3gwh）	22.3%	0.5%	3.0%	41.9%		1.1%		6.4%	4.2%	0.9%		9.5%	1.1%			9.2%
新势力（29.8gwh）	理想汽车（8.6gwh）	100.0%															0.0%
	蔚来汽车（8.3gwh）	89.2%		10.8%													0.0%
	小鹏汽车（4.7gwh）	18.5%		41.3%			24.4%	2.2%	13.5%								0.0%
	零跑汽车（4.1gwh）	0.1%		27.6%	7.4%			35.6%			26.8%	2.5%					0.0%
	合众新能源（3.7gwh）	33.8%			2.3%		40.0%	7.6%						9.1%			7.2%
	其他（0.4gwh）	22.8%		6.3%	1.3%					1.5%	3.7%	32.9%		17.1%			14.4%
合资（18.0gwh）	华晨宝马（4.3gwh）	100.0%															0.0%
	一汽大众（3.5gwh）	100.0%															0.0%
	上汽大众（3.1gwh）	100.0%															0.0%
	上汽通用（1.8gwh）	94.4%	1.5%			4.1%											0.0%
	北京奔驰（1.7gwh）	5.9%								72.4%						21.7%	0.0%
	其他（3.6gwh）	58.6%	24.2%	1.8%						0.1%					11.0%		4.3%
2.客车（3.2gwh）																	
客车（3.2gwh）	宇通客车（0.5gwh）	99.6%															0.4%
	厦门金龙（0.4gwh）	97.4%										1.9%					0.8%
	福田欧辉（0.3gwh）	61.1%															38.9%
	吉利商用车（0.3gwh）	80.1%					19.9%										0.0%
	苏州金龙（0.2gwh）	99.2%		0.7%													0.0%
	其他（1.6gwh）	72.4%	14.8%	0.5%	0.7%		5.6%										5.9%
3.专用车（12.2gwh）																	
专用车（12.2gwh）	吉利商用车（1.7gwh）	60.8%		6.4%	25.6%		4.5%										2.7%
	三一汽车（1.0gwh）	52.1%			0.2%		47.5%										0.1%
	徐工汽车（0.9gwh）	97.6%					0.1%										2.3%
	北汽福田（0.7gwh）	85.4%	3.4%		6.7%												4.5%
	奇瑞汽车（0.6gwh）	24.3%		14.0%	61.6%												0.1%
	其他（7.3gwh）	69.2%	1.3%	3.1%	8.8%		4.8%	0.4%	1.2%		0.1%						11.1%
所有车型总计（207.5gwh）		45.4%	28.8%	8.0%	4.2%	2.2%	2.6%	1.8%	1.6%	1.4%	0.9%	0.7%	0.5%	0.2%	0.2%	0.2%	1.3%

数据来源：高工锂电，东吴证券研究所

表1：宁德时代国内市场出货量测算（GWh）

	2022 年	2023 年 E	同比增速
特斯拉	35.6	48.0	35%
吉利汽车	16.9	19.5	16%
蔚来汽车	12.3	15.5	26%
一汽大众	9.2	6.9	-25%
广汽乘用车	8.9	0.1	-99%
上汽大众	8.0	4.4	-45%
理想汽车	6.3	15.1	139%
长安汽车	6.7	11.3	70%
上海汽车	5.9	6.5	9%
合众新能源	5.7	2.6	-55%
小鹏汽车	5.0	4.6	-6%
东风汽车	5.2	2.5	-51%
华晨宝马	3.6	5.6	55%
金康汽车（问界）	3.7	4.5	20%
长城汽车	2.9	5.7	101%
上汽通用	3.0	3.0	0%
宇通客车	2.7	1.5	-44%
威马汽车	2.2	2.3	5%
中国一汽	2.4	2.8	20%

请务必阅读正文之后的免责声明部分

北京汽车	1.6	1.9	20%
上汽通用五菱	1.5	1.5	1%
其他车企	25.6	30.6	19%
其他：工程作业车、换电、两轮车等	20.0	26.0	30%
宁德国内动力出货合计	**194.8**	**222.6**	**14%**

数据来源：中汽协，公司公告，东吴证券研究所

表2：宁德时代动力出货以及全球份额测算

	2019	2020	2021	2022	2023E
全球总装机（GWh）	113	137	297	505	687
国内总装机（GWh）	62	61	154	290	390
海外市场总装机（GWh）	51	76	142	215	297
-美国市场装机（GWh）	*19*	*19*	*39*	*65*	*126*
-海外非美国市场总装机（GWh）	*32*	*56*	*103*	*150*	*171*
宁德时代全球装机（GWh）	33	36	97	180	235
宁德时代全球动力出货（GWh）	**40**	**45**	**117**	**250**	**320**
宁德时代全球市占率	**29%**	**26%**	**33%**	**36%**	**34%**
宁德时代国内装机（GWh）	32	31	81	138	175
宁德时代国内市占率	52%	51%	52%	48%	45%
宁德时代海外装机测算（GWh）	0	5	16	42	60
-宁德时代海外市占率	*0%*	*6%*	*11%*	*20%*	*20%*
-宁德时代海外市占率（扣除美国）	*1%*	*8%*	*16%*	*28%*	*35%*

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

储能全年预计出货 70GWh 左右，同增 50%，主供海外市场享受高增长。我们预计公司 Q1-Q3 储能出货近 50GWh，同增 60%，其中 Q3 出货 18GWh 左右，同环比+20%/+12%。随着公司在海外储能业务的持续拓展，我们预计 23 年全年出货 70GWh 左右，同增 50%。分产品看，公司大储与户储全面布局，我们预计 23 年公司户储电芯出货规模仍保持全球第一，大储以海外市场为主，在美份额近 50%。新产品方面，8 月宁德时代发布了 5MWh EnerD 直流侧产品，具有更高集成度和经济性，采用新一代 314Ah 电芯，配备 CTP 液冷 3.0 高效成组技术，产品性能领先全行业，调试运维成本下降 10%，全周期 wh 成本具备较强优势。

表3：宁德时代大型储能海外订单情况

时间	美国供应商	内容
2023.03	HGP	达成 450MWh 电池储能项目（户外预制舱系统-EnerC）供货协议，双方还将建立长期合作伙伴关系，推动高达 5GWh 公用事业级和分布式储能项目的落地，预计 24 年开始商业运营。
2022.12	GrashamHouse	达成近 7.5GWh 的长期供货协议。双方将根据市场需求，努力将合作规模扩大至 10GWh，共同推动公共事业规模储能的应用落地

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2022.10	Primergy Solar LLC (Primergy)	为 Gemini 光伏+储能项目独家供应提供长寿命、高集成和高安全的户外液冷储能电柜 EnerOne，总投资达 12 亿美元
2022.09	FlexGen	将在三年时间内为后者供应 10GWh 的先进储能产品。
2022.09	Mango Power	采用宁德时代锂铁磷电池的储能公司 Mango Power 将在 RE+ 展会上展示其 Mango Power E 和 Mango Power M 系列系统。
2022.04	Broad Reach Power	向宁德时代采购超过 900MWh 的电池储能系统，推进其 ERCOT 投资组合
2021.12	伊顿电源	助力伊顿完善其企业级应用中锂电池不间断电源解决方案，双方还将共同开拓不同应用场景的储能解决方案
2020.04	Powin	该公司与宁德时代签订了 1.85GW 的总供应协议

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

锂电材料业务、矿产资源业务及其他业务：碳酸锂产能投产开始爬坡。公司 23 年 Q1-Q3 其他业务收入预计近 105 亿元，同比下降 13%，预计毛利率 65%，同减 10pct，贡献 50 亿元净利，其中 Q3 贡献 20 亿元左右净利；此外锂电材料及回收业务收入超 190 亿元，同增 5%，毛利率 16%，毛利率同-5pct，贡献 10 亿元左右利润，其中 Q2 预计贡献接近 1.5 亿元；电池矿产资源业务收入近 60 亿元，同增 30%，毛利率 11%，基本盈亏平衡，预计主要由镍铁业务贡献，公司宜春碳酸锂产能主体已建好，目前处于爬坡状态，后续预计碳酸锂自供比例将逐步提升。

表4：宁德时代上游资源布局

资源	合作公司	合作形式	股权	产能	进展
锂	龙蟠科技	股权转让 宜丰时代	29%	3 万吨碳酸锂	22 年 9 月，控股转让，拟就年产 3 万吨碳酸锂项目开展合作
	天华超净	合资成立天宜锂业	25%	一期 2 万吨，二期 2.5 万吨，远期 16 万吨	18 年 11 月成立，锂盐优先供应宁德时代
	斯诺威矿业	控股	100%	氧化锂资源量 29.32 万吨	5075 万元正式注资斯诺威成为单一控股股东
	天华时代	参股	25%	推测锂资源储量达 4 亿吨，氧化锂品位 1.65%	21 年 9 月天华时代以 2.4 亿美元取得 Manono 项目 24%的股权
	North American Lithum	控股	44%	锂精矿 18 万吨/年	18 年 3 月斥资约 2.6 亿元通过子公司加拿大时代持有，19 年停产，23 年开始恢复生产
	四川能投	战略合作	-	在建，氧化锂资源量 50 万吨	21 年 10 月签署合作
	宜春时代矿业	子公司	65%	在建，氧化锂资源量 265 万吨，生产规模可达 20 万吨碳酸锂	22 年 4 月取得宜春陶瓷土探矿权
	天府矿业等	合资成立四川康德	40%	选矿、矿物洗选加工等	22 年 2 月成立，注册成本 20 亿元
	中国宝武	战略合作	-	25 年碳酸锂产能 5 万吨	21 年与中国宝武签订战略合作协议，优选西藏矿业作为碳酸锂战略供应商
	玻利维亚政府	竞标	-	年产 2×2.5 万吨锂盐潜力	23 年 1 月 21 日达成协议，最早将于 7 月开工
钴	洛阳钼业	认购参股（KFM）	25%（KFM）	620 万吨铜金属和超过 310 万吨钴金属	21 年 4 月认购参股，目前项目处于前期开发阶段

请务必阅读正文之后的免责声明部分

		参股（洛阳钼业）	24.68%	-	签署《投资框架协议》，交易完成后将成洛钼第二大股东
镍	蓝天金属	子公司控股	80%	3.6 万镍金属当量/年	目前 4 条 RKEF 产线运行中
	北美镍业	认购参股	20.89%	-	18 年 4 月投资 1500 万加元参股
	青山控股、格林美等	合建印尼红土镍矿	-	5 万吨镍/年	18 年 9 月投资项目
	ANTAM、IBI	参股/控股项目	-	-	斥资不超过 59.68 亿美元，包括镍矿开采和加工等项目

数据来源：公司公告，安宁工科信，东吴证券研究所

3. 公司 Q3 汇兑损失导致财务费用率提升，预计负债受返利影响增长显著

23Q3 费用率环比提升，汇兑损失导致财务费用率提升。2023 前三季度公司期间费用合计 301.82 亿元，同比增长 49%，费用率为 10.24%，同比+0.62pct，其中 23Q3 期间费用合计 122.79 亿元，同比增长 41.12%，环比增长 37.20%，期间费用率为 11.65%，同比提升 2.7pct，环比提升 2.7pct；销售费用 35.22 亿元，销售费用率 3.34%，同比下滑 0.3pct，环比下滑 0.4pct；管理费用 24.06 亿元，管理费用率 2.28%，同比提升 0.4pct，环比下滑 0.4pct；财务费用 13.25 亿元，较 Q2 的-27 亿大幅增加，主要系汇兑损失约 20-25 亿影响，财务费用率 1.26%，同比提升 2.78pct，环比提升 3.94pct；研发费用 50.26 亿元，研发费用率 4.77%，同比下滑 0.2pct，环比下滑 0.4pct。公司 2023Q3 计提资产减值损失 9.45 亿元，同比增长 44.49%，环比增长 16.50%；计提信用减值损失 4.70 亿元，同比增长 323.89%，环比增长 203.26%。23Q3 公司投资收益 7.7 亿元，环比扭亏为盈。

图7：宁德时代分季度费用率

单位：百万元	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
销售费用	1,533.48	1,934.11	3,555.61	4,076.20	2,916.57	3,783.18	3,522.35
-销售费用率	3.15%	3.01%	3.65%	3.45%	3.28%	3.78%	3.34%
管理费用	1,245.96	1,404.27	1,821.33	2,507.12	1,851.07	2,661.21	2,405.54
-管理费用率	2.56%	2.18%	1.87%	2.12%	2.08%	2.66%	2.28%
研发费用	2,568.04	3,200.06	4,808.42	4,933.94	4,652.23	5,197.86	5,025.65
-研发费用率	5.28%	4.98%	4.94%	4.17%	5.22%	5.19%	4.77%
财务费用	-0.37	-357.46	-1,484.25	-957.90	-466.75	-2,692.59	1,325.46
-财务费用率	0.00%	-0.56%	-1.52%	-0.81%	-0.52%	-2.69%	1.26%
期间费用	5,347.09	6,180.97	8,701.12	10,559.35	8,953.12	8,949.66	12,278.99
-期间费用率	10.98%	9.61%	8.94%	8.93%	10.06%	8.93%	11.65%
资产减值损失	5.73	-262.35	-653.82	-1,916.49	-1,092.54	-810.95	-944.73
信用减值损失	-21.97	-382.41	-110.86	-631.01	376.46	-154.95	-469.91

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

受备货需求影响 Q3 末存货环比基本持平，资本开支同比下降。2023Q3 末存货 488.84 亿元，较年初减少 36.24%，较 Q2 末减少 0.05%，库存维持极低水平，但仍然为 Q4 冲量增加库存商品。23Q3 末公司应收账款 687.27 亿元，较年初增长 18.56%，期末公司合同负债 265.57 亿元，较 Q2 末增加 20%，在手订单充裕。Q3 经营活动现金流净

请务必阅读正文之后的免责声明部分

额 155.8 亿元，同比增长 113.89%，环比减少 3.23%；投资活动产生的现金流量净额为-78.2 亿元，同比增长 38.64%，环比减少 23.92%；Q3 资本开支为 84.59 亿元，同比减少 23%；账面现金为 2337.60 亿元，较年初增加 22%，短期借款 159.86 亿元，较年初减少 26%。

公司 Q3 预计负债受返利影响，环比增加。公司 Q3 末预计负债 318 亿元，较年初增加 121 亿元，环比 Q2 末增加 55 亿元，我们测算一方面质保金增加约 25 亿元，另一方面为返利计提。Q3 末，公司递延所得税资产 146 亿元，较 Q2 末增加 16%，递延收益期末余额达 200 亿元，较 Q2 末减少 2%。

图8：宁德时代预计负债及递延收益（亿元）

	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
预计负债	196.97	219.92	263.56	318.14
-质保金余额	139.77	-	185.95	-
-销售返利余额	57.20	-	77.61	-
所得税递延	94.84	103.70	125.93	145.72
所得税	5.21	19.31	20.65	6.54
递延收益	199.67	204.63	205.35	200.48

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 投资建议与风险提示

盈利预测与投资评级：考虑到行业竞争加剧，我们下修公司 23-25 年归母净利润预测至 432/524/651 亿元（原预测：469/632/857 亿元），同增 41%/21%/24%，对应 19x/15x/12x，基于公司全球电池龙头地位，给于 24 年 25x，目标价 298 元，维持“买入”评级。

风险提示：

1）电动车销量不及预期：若下游需求不及预期，电动车销量下滑，影响对于电池的需求，从而影响营收水平。

2）原材料价格波动：原材料成本在整体成本中占比较高，原材料价格波动将会直接影响各板块的毛利水平，影响利润空间。

3）竞争加剧超预期：各大厂商产能扩大迅速，导致市场竞争激烈，市场平均价格逐年走低，压缩了公司的盈利水平。

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）	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	**387,735**	**444,926**	**547,658**	**696,033**
货币资金及交易性金融资产	193,025	195,681	259,240	338,937
经营性应收款项	96,302	117,265	137,470	173,427
存货	76,669	109,192	125,972	155,353
合同资产	175	197	231	286
其他流动资产	21,565	22,590	24,745	28,029
非流动资产	**213,217**	**235,104**	**255,661**	**273,735**
长期股权投资	17,595	17,615	17,637	17,661
固定资产及使用权资产	89,920	100,090	112,175	120,306
在建工程	35,398	41,398	44,848	50,281
无形资产	9,540	13,589	16,780	19,280
商誉	704	754	804	854
长期待摊费用	2,295	2,593	2,922	3,284
其他非流动资产	57,766	59,066	60,496	62,069
资产总计	**600,952**	**680,031**	**803,319**	**969,768**
流动负债	**295,761**	**331,525**	**382,764**	**471,945**
短期借款及一年内到期的非流动负债	21,648	100	100	100
经营性应付款项	220,764	258,277	298,325	368,351
合同负债	22,445	33,723	39,208	48,730
其他流动负债	30,905	39,425	45,132	54,765
非流动负债	128,282	138,282	159,282	173,382
长期借款	59,099	69,099	80,099	92,199
应付债券	19,178	19,178	29,178	31,178
租赁负债	572	572	572	572
其他非流动负债	49,432	49,432	49,432	49,432
负债合计	**424,043**	**469,806**	**542,046**	**645,327**
归属母公司股东权益	164,481	195,807	244,501	304,813
少数股东权益	12,428	14,417	16,773	19,627
所有者权益合计	**176,909**	**210,224**	**261,273**	**324,440**
负债和股东权益	**600,952**	**680,031**	**803,319**	**969,768**

利润表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	**328,594**	**394,802**	**462,273**	**572,259**
营业成本(含金融类)	262,050	306,577	356,433	442,999
税金及附加	907	1,090	1,277	1,580
销售费用	11,099	13,739	15,163	18,198
管理费用	6,979	9,673	10,863	12,590
研发费用	15,510	20,135	22,651	27,182
财务费用	(2,800)	(2,309)	(1,238)	(1,991)
加:其他收益	3,037	5,922	6,010	5,723
投资净收益	2,515	2,566	1,849	2,003
公允价值变动	400	200	280	350
减值损失	(3,973)	(4,450)	(4,890)	(5,292)
资产处置收益	(5)	4	5	6
营业利润	**36,822**	**50,140**	**60,377**	**74,490**
营业外净收支	(149)	100	150	200
利润总额	**36,673**	**50,240**	**60,527**	**74,690**
减:所得税	3,216	5,024	5,750	6,722
净利润	**33,457**	**45,216**	**54,777**	**67,968**
减:少数股东损益	2,728	1,989	2,355	2,855
归属母公司净利润	**30,729**	**43,226**	**52,421**	**65,113**
每股收益-最新股本摊薄(元)	6.99	9.83	11.92	14.81
EBIT	32,048	43,588	55,886	69,710
EBITDA	45,301	62,730	81,178	100,715
毛利率(%)	20.25	22.35	22.90	22.59
归母净利率(%)	9.35	10.95	11.34	11.38
收入增长率(%)	152.07	20.15	17.09	23.79
归母净利润增长率(%)	92.89	40.67	21.27	24.21

现金流量表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	61,209	67,486	95,345	123,348
投资活动现金流	(64,140)	(39,309)	(44,945)	(48,120)
筹资活动现金流	82,266	(26,121)	12,529	3,819
现金净增加额	82,124	2,057	62,928	79,047
折旧和摊销	13,253	19,142	25,292	31,005
资本开支	(48,215)	(39,355)	(43,962)	(46,963)
营运资本变动	16,843	(8,218)	4,664	9,972

重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
每股净资产(元)	67.34	80.17	100.10	124.79
最新发行在外股份（百万股）	4,397	4,397	4,397	4,397
ROIC(%)	13.79	13.61	15.09	15.48
ROE-摊薄(%)	18.68	22.08	21.44	21.36
资产负债率(%)	70.56	69.09	67.48	66.54
P/E（现价&最新股本摊薄）	26.14	18.59	15.33	12.34
P/B（现价）	2.71	2.28	1.83	1.46

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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