

# 宁德时代 (300750)

## 2023 年年报点评: 盈利能力超预期, 高分红彰显资金实力

买入 (维持)

2024 年 03 月 16 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

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	328,594	400,917	414,126	497,777	588,158
同比	152.07%	22.01%	3.29%	20.20%	18.16%
归母净利润 (百万元)	30,729	44,121	46,334	56,784	70,488
同比	92.89%	43.58%	5.01%	22.55%	24.13%
EPS-最新摊薄 (元/股)	6.99	10.03	10.53	12.91	16.02
P/E (现价&最新摊薄)	25.91	18.05	17.18	14.02	11.30

### 投资要点

- **Q4 利润符合预期、毛利率大超预期、高分红回报股东。**公司 23 年营收 4009 亿元, 同增 22%, 归母净利 441 亿元, 同增 44%, 扣非利润 401 亿元, 同增 42%, 为业绩预告中值。其中 23Q4 营收 1062 亿元, 同环比-10%/+1%, 归母净利 130 亿元, 同环比-1%/+24%, 扣非净利 131 亿元, 同环比+8%/+39%, 毛利率 25.7%, 同环比 3.1/+3.2pct; 归母净利率 12.2%, 同环比+1/+2pct。Q4 公司预计负债大增 197 亿。公司拟以 23 年归母利润的 50% 给与股东每 10 股派发现金分红 50.28 元, 对应股息率 2.8%。
- **Q4 电池出货量 120gwh、好于此前预期。**23 年公司电池出货量 390gwh, 同比+35%, 其中动力出货 321gwh, 同比增 33%, 储能出货 69gwh, 同比增 47%, 年末库存 70gwh, 同比持平。23 年产能 552gwh, 产能利用率 70.5%, 在建产能 100gwh。我们预计 Q4 动储出货量 120gwh, 同环比+20%, 好于此前预期。从份额看, 公司 23 年全球份额微增至 36.8%, 且近几个月国内份额回升明显, 我们预计 24 年全球份额稳中略升, 全年出货量 480-490gwh, 增 25%, 其中动力 395gwh, 储能 90-95gwh。
- **Q4 电池盈利水平超预期、出口大幅提升。**23 年动力电池毛利率 22.97%, 同比增 6pct; 均价 1 元/wh, 同比-9%, 单 wh 净利 0.1 元, 同增 0.03 元。Q4 预计均价 0.8 元+, 环降 20%, 我们预计若加回返利近 150 亿, 则均价 0.95 元/wh+, 环降 5-10%, 符合预期, 毛利率预计 29%, 环比大增 7pct, 单 wh 净利 0.12 元, 环比提升 0.03 元。23 年储能均价 0.98 元/wh, 同降 9%, 毛利率 23.8%, 同比+7pct, 单 wh 净利 0.1 元, 同增 0.03 元。23 年公司海外收入 1310 亿元, 同增 70%, 毛利率 25%, 同比 4pct, 较国内高 3pct, 预计对应出货量 110gwh, 占比 30%。展望 24 年, 预计公司均价同降 20% 至 0.82 元/wh+, 单 wh 利润微降至 0.088 元, 仍远好于二线。
- **材料回收、技术授权等利润下滑明显, 主业盈利更凸显。**锂电材料 23 年收入 336 亿元, 同增 29%, 毛利率 11.4%, 同降 10pct, 预计利润贡献 4 亿元, 同降 85%。矿产资源 23 年收入 77 亿元, 同增 72%, 毛利率 20%, 同+7pct, 其中下半年毛利率提升 13pct 至 24.5%, 全年贡献利润 6.7 亿元。其他业务 23 年收入 144 亿元, 同降 12%, 毛利率 46.5%, 同降 27pct, 其中 2H 毛利率 32%, 环降 33pct, 全年利润贡献 46 亿元, 同-53%。
- **预计负债激增、大额计提矿产减值、现金流大增。**Q4 公司期间费用 97 亿元, 环降 21%, 期间费率 9.1%, 同环比降 2.6pct, 其中财务费用-31 亿元, 大幅减少主要系汇兑收益贡献; 销售费用 77 亿元, 环+120%, 费率 7.3%, 预计质保金计提 20-30 亿元。减值损失 30 亿元, 环比增加 7.5 亿元, 年内计提矿产相关无形资产 18.5 亿元资产减值损失、矿产及电池固定资产减值 26 亿元, 充分释放风险。Q4 末公司存货 454 亿元, 较 Q3 末微降 7%, 库存仍维持极低水平; 预计负债 515 亿元, 环比 Q3 末增加 197 亿元, 预计质保金贡献 (50-60 亿元), 另一方面为返利计提 140 亿元。Q4 经营现金流净额 402 亿元, 同环比+14%/+158%, 进一步提升。
- **盈利预测与投资评级:** 我们基本维持 24-26 年归母净利润预期 463/568/705 亿元, (此前 24-25 年预期 463/564 亿元), 同增 5%/23%/24%, 对应 17x/14x/11x, 基于公司全球电池龙头地位, 给予 24 年 25x, 目标价 263 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。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	181.00
一年最低/最高价	140.40/418.00
市净率(倍)	4.03
流通 A 股市值(百万元)	704,968.34
总市值(百万元)	796,226.46

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	44.94
资产负债率(% ,LF)	69.34
总股本(百万股)	4,399.04
流通 A 股(百万股)	3,894.85

### 相关研究

《宁德时代(300750): 落实质量回报双提升方案, 助力公司长期高质量发展》

2024-02-08

《宁德时代(300750): 2023 年业绩报告点评: Q4 业绩超市场预期, 全球市占率再创新高》

2024-01-30

## 内容目录

1. 公司业绩：符合市场预期，Q4 毛利率环比大幅提升 .....	4
2. 电池业务：严格会计计提下单位盈利维持，毛利率提升明显，超市场预期.....	5
3. 锂电材料及回收业务、电池矿产资源业务及其他业务：其他业务毛利占比下降明显，矿产资源资产计提减值准备 .....	10
4. 公司财务计提严谨，返利及质保金大额计提，分红力度超预期 .....	10
5. 投资建议和风险提示.....	13

## 图表目录

图 1: 公司分季度业绩情况 .....	4
图 2: 公司分季度盈利情况 .....	4
图 3: 公司业务分半年度拆分 .....	5
图 4: 公司动力及储能业务拆分 .....	6
图 5: 宁德时代单月装机市占率测算 (GWh, %) .....	7
图 6: 2023 年全球动力电池竞争格局 .....	8
图 7: 2023 年国内动力电池竞争格局 .....	8
图 8: 2023 年欧洲动力电池竞争格局 .....	8
图 9: 2023 年美国动力电池竞争格局 .....	8
图 10: 2023 年国内三元动力电池装机市占率 .....	8
图 11: 2023 年国内铁锂动力电池装机市占率 .....	8
图 12: 2023 年宁德时代全球装机结构 .....	9
图 13: 2022 年宁德时代全球装机结构 .....	9
图 14: 2023 年宁德时代大型储能海外订单情况 .....	10
图 15: 公司分季度费用情况 .....	11
图 16: 公司分季度预计负债情况 .....	12
图 17: 分红比例和股息率情况 (亿元, 按照 3 月 15 日收盘价) .....	12

## 1. 公司业绩：符合市场预期，Q4 毛利率环比大幅提升

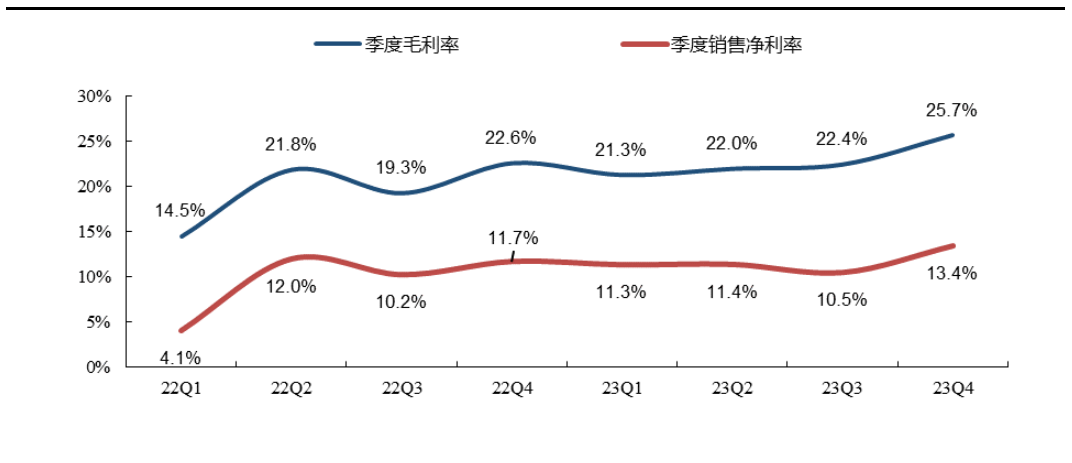
23 年公司实现归母净利润 441 亿元，同增 44%，其中 Q4 归母净利 130 亿元，毛利率 25.7%，环增 3pct，表现亮眼。2023 年公司营收 4009 亿元，同比增长 22%；归母净利润 441 亿元，同比增长 44%；扣非净利润 401 亿元，同比增长 42%；公司此前预告归母净利 425-455 亿元，因此处于业绩预告中值，符合市场预期；其中 2023 年 Q4 公司实现营收 1062 亿元，同比下降 10%，环比增长 0.8%；实现归母净利润 130 亿元，同比下降 1.2%，环比增长 24%，扣非归母净利润 131 亿元，同比增长 7.7%，环比增长 39%。盈利能力方面，23 年毛利率为 22.9%，同比增加 2.7pct；销售净利率为 11.7%，同比增加 1.5pct。23Q4 毛利率为 25.7%，同比增长 3.1pct，环比增长 3.2pct；归母净利率 12.2%，同比增长 1.1pct，环比增长 2.3pct；23Q4 扣非净利率 12.3%，同比增长 2.1pct，环比增长 3.4pct，毛利率提升表现亮眼。

图1：公司分季度业绩情况

	2023Q4	2023Q3	2023Q2	2023Q1
营业收入(百万元)	106,239.8	105,431.2	100,207.6	89,038.5
-同比	-10.16%	8.28%	55.86%	82.91%
毛利率	25.66%	22.42%	21.96%	21.27%
归母净利润(百万元)	12,975.8	10,428.2	10,895.0	9,822.3
-同比	-1.23%	10.66%	63.22%	557.97%
归母净利率	12.21%	9.89%	10.87%	11.03%
扣非归母净利润(百万元)	13,110.7	9,428.0	9,752.94	7,800.06
-同比	7.69%	4.91%	60.56%	698.35%
扣非归母净利率	12.34%	8.94%	9.73%	8.76%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图2：公司分季度盈利情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2. 电池业务：严格会计计提下单位盈利维持，毛利率提升明显，超市场预期

23 年全年出货 390GWh，同增 35%，其中 Q4 去库出货超预期，24 年预计维持 20%+增长。公司 23 年产量 389GWh，同增 20%，出货 390gwh，同增 35%，其中 Q4 出货量 120gwh，同环比+21%/+20%，好于此前预期，年底库存 70GWh，较 22 年持平。24 年产能 552gwh，产能利用率 70.5%，在建产能 100gwh。结构上看，全年动力出货 321gwh，同增 33%，我们预计 Q4 出货 99gwh，同环比+21%/21%；全年储能出货 69gwh，同比 47%，占比总出货接近 20%，我们预计 Q4 出货 21gwh，同环比+23%/16%。我们预计 24 年出货 480-490GWh，同增 25%，其中动力出货 395GWh，同增 25%，储能出货 90-95GWh，同增 35%，公司全球竞争力维持。

23 年海外营收大幅增长，预计出货占比 30%，下半年毛利率提升至 29%，超额盈利显著。23 年全年海外收入 1310 亿元，同增 70%，占总收入比例 33%，毛利率 25.2%，其中下半年海外营收 653 亿元，同增 22%，毛利率提升至 29%，较国内高 6pct，具有显著超额盈利。我们预计 23 年公司动力电池出货中海外占比 30%+，储能电池海外占比 50%+，23 年合计出口 110GWh+，24 年海外出货占比进一步增长，将支撑后续公司维持较高盈利水平。

图3：公司业务分半年度拆分

	2023H2			2023H1			2022H2		2022H1	
	营业收入 (亿元)	同比	毛利率	营业收入 (亿元)	同比	毛利率	营业收入 (亿元)	毛利率	营业收入 (亿元)	毛利率
动力电池系统	1458.35	-7%	24%	1394.18	76%	20%	1,574.5	18%	791.43	15%
储能电池系统	319.15	-1%	26%	279.85	120%	21%	322.4	21%	127.36	6%
电池材料及回收	209.20	-20%	8%	126.82	6%	17%	260.3			
电池矿产资源	48.82	8%	24%	28.52	63%	12%	45.1			
其他业务	81.19	-10%	57%	63.08	-15%	65%	90.6	73%	74.23	74.86%
分地区										
境内	1555.23	1%	23%	1144.02	38%	20%	1,536.2	17%	827.64	14%
境外	653.08	22%	29%	656.84	195%	21%	534.76	23%	222.54	15%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

全年单位毛利达 0.2 元/wh，Q4 大幅计提返利影响收入，单位毛利仍维持 0.2 元，盈利水平超预期。23 年动力电池收入 2853 亿元，同比增 21%，毛利率 22.97%，同比增 6pct；均价 1 元/wh，同比下降 9%，单 wh 毛利 0.2 元，单 wh 净利 0.1 元，同比增 0.03 元。Q4 我们预计动力收入近 720 亿元，环比持平微降，均价 0.8 元+/wh，环比降 20%，我们预计若加回返利近 150 亿元，则均价 0.95 元/wh+，环比降 5-10%，符合市场预期。Q4 我们预计动力毛利率 29%，环比大增 7pct，单 wh 毛利 0.21 元，单 wh 净利 0.12 元，环比提升 0.03 元。23 年储能收入 599 亿元，同增 33%，均价 0.98 元/wh，同降 9%，毛利率 23.8%，同增 7pct，单 wh 毛利 0.21 元，单 wh 净利 0.1 元，同比增 0.03 元。23 年公司海外收入 1310 亿元，同比+70%，毛利率 25%，同比+4pct，较国内高 3pct，我们预计对应出货量 110gwh，占比 30%。展望 24 年，预计公司均价同比下降近 20%至 0.82 元/wh+，单 wh 利润微降至 0.088 元，仍远好于二线。

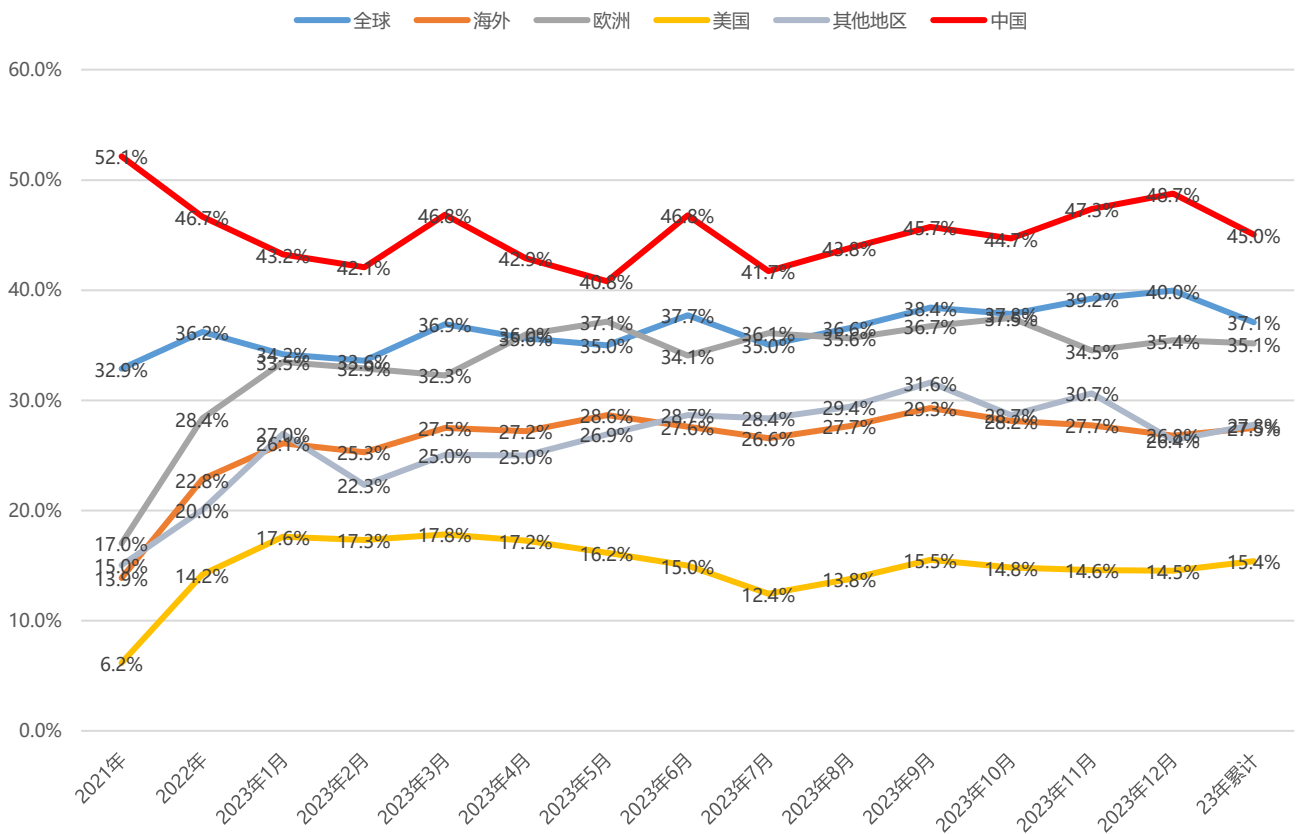
图4: 公司动力及储能业务拆分

	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4
<b>1.动力电池系统</b>					
<b>收入 (百万元)</b>	<b>87,836</b>	<b>64,824</b>	<b>74,594</b>	<b>74,001</b>	<b>71,834</b>
-同比增长	117%	78%	75%	6%	-18%
-环比增长	26%	-26%	15%	-1%	-3%
产量 (gwh, 含储能)	101.53	70.00	84.00	109.20	125.80
-环比增长	3%	-31%	20%	30%	15%
<b>销量 (gwh)</b>	<b>81.95</b>	<b>62.38</b>	<b>77.62</b>	<b>81.94</b>	<b>99</b>
-同比增长	60%	39%	65%	21%	21%
-环比增长	21%	-24%	24%	6%	21%
<b>均价 (含税, 元/wh)</b>	<b>1.21</b>	<b>1.17</b>	<b>1.09</b>	<b>1.02</b>	<b>0.82</b>
-幅度 (环比)	4.7%	-3.0%	-7.5%	-6.0%	-19.7%
<b>毛利率</b>	<b>20.02%</b>	<b>20.00%</b>	<b>20.65%</b>	<b>22.00%</b>	<b>29.05%</b>
毛利 (百万元)	17,582	12,965	15,407	16,280	20,871
<b>均毛利 (元/wh)</b>	<b>0.215</b>	<b>0.208</b>	<b>0.198</b>	<b>0.199</b>	<b>0.211</b>
<b>单位利润 (元/wh)</b>	<b>0.115</b>	<b>0.087</b>	<b>0.095</b>	<b>0.088</b>	<b>0.123</b>
<b>2.储能系统</b>				-0.0071	
<b>收入 (百万元)</b>	<b>17,669.0</b>	<b>13,619</b>	<b>14,366</b>	<b>15,668</b>	<b>16,247</b>
-同比增长	136%	218%	70%	7%	-8%
-环比增长	21%	-23%	5%	9%	4%
<b>出货量 (gwh)</b>	<b>17.0</b>	<b>13.9</b>	<b>16.1</b>	<b>18.1</b>	<b>21</b>
-同比增长	94%	179%	61%	20%	23%
-环比增长	13%	-18%	15%	12%	16%
均价 (含税, 元/wh)	1.17	1.10	1.01	0.98	0.88
<b>毛利率</b>	<b>24.6%</b>	<b>21.3%</b>	<b>21.3%</b>	<b>23.5%</b>	<b>28.3%</b>
<b>单位利润 (元/wh)</b>	<b>0.16</b>	<b>0.0922</b>	<b>0.0940</b>	<b>0.10</b>	<b>0.13</b>

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

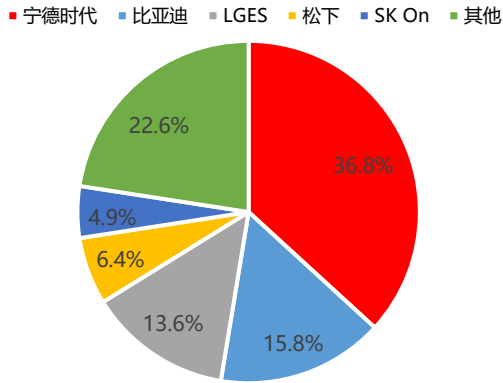
宁德时代 23 年全球动力份额 36.8%，实现连续 7 年全球第一。根据 SNE 口径，宁德时代 23 年全球装机量为 259.7GWh，同比增长 40.8%，全球市占率为 36.8%，同比增长 0.6pct，全球龙头地位稳固，其中海外装机量为 87.8GWh，同比增长 72.5%，海外市占率 27.5%，同比增长 4.7pct，海外市占率快速提升。分地区看，国内装机量为 167.1GWh，市占率为 43.11%，同比减少 5.1pct（合格证口径，全球和海外为 SNE 口径）；欧洲装机量为 54.1GWh，同比增长 59.0%，市占率为 35.1%，同比增长 6.8pct；美国装机量为 15.3GWh，同比增长 68.0%，市占率为 15.4%，同比增长 1.25pct。国内装机份额下降主要受比亚迪和二线价格战影响。分产品看，23 年公司国内三元装机 78.3GWh，同比增长 26.7%，市占率 62.1%，同比增长 0.1pct，国内铁锂装机 88.8GWh，同比增长 10.7%，市占率 34.0%，同比增长 0.2pct。

图5：宁德时代单月装机市占率测算（GWh，%）



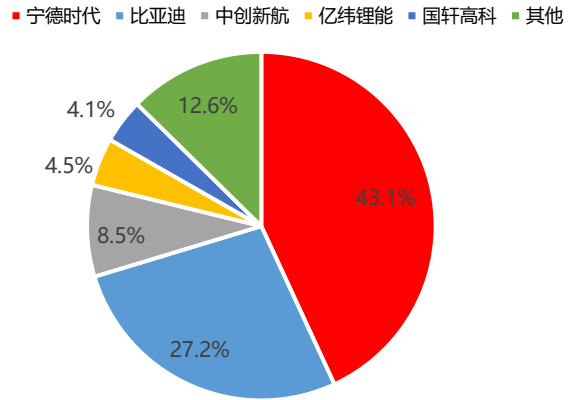
数据来源：SNE，东吴证券研究所 注：SNE 数据每月有修正，此处使用累加方式，正文与图片数据略有出入

图6: 2023 年全球动力电池竞争格局



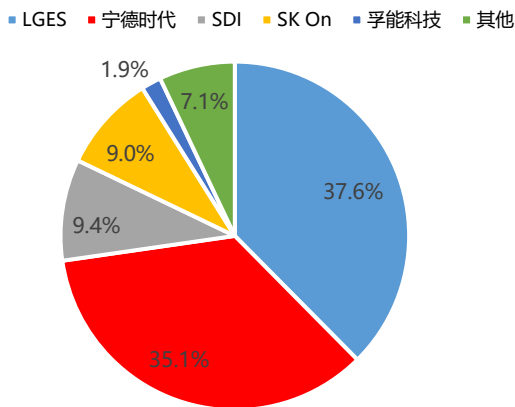
数据来源: SNE, 东吴证券研究所

图7: 2023 年国内动力电池竞争格局



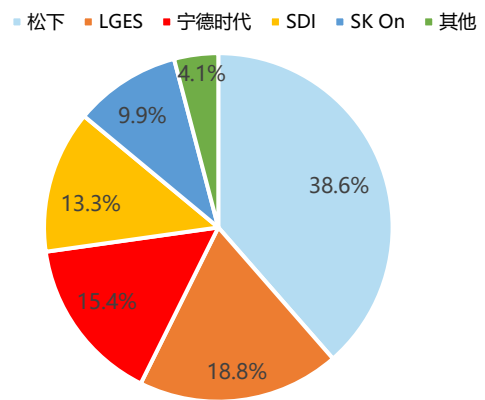
数据来源: SNE, 东吴证券研究所

图8: 2023 年欧洲动力电池竞争格局



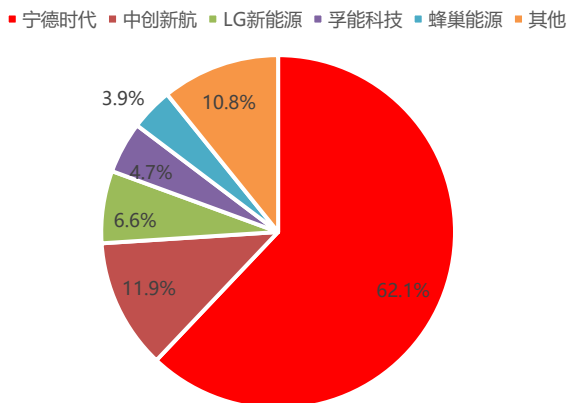
数据来源: SNE, 东吴证券研究所

图9: 2023 年美国动力电池竞争格局



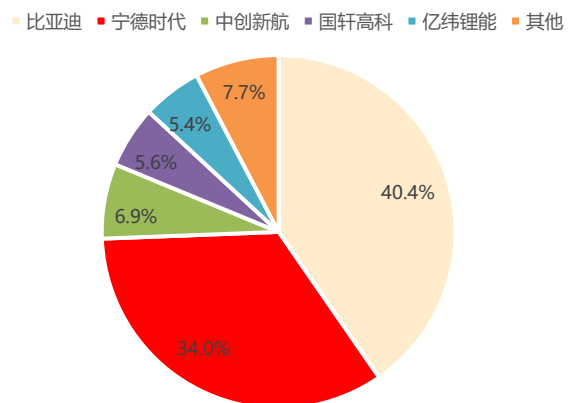
数据来源: SNE, 东吴证券研究所

图10: 2023 年国内三元动力电池装机市占率



数据来源: 动力电池产业联盟, 东吴证券研究所

图11: 2023 年国内铁锂动力电池装机市占率

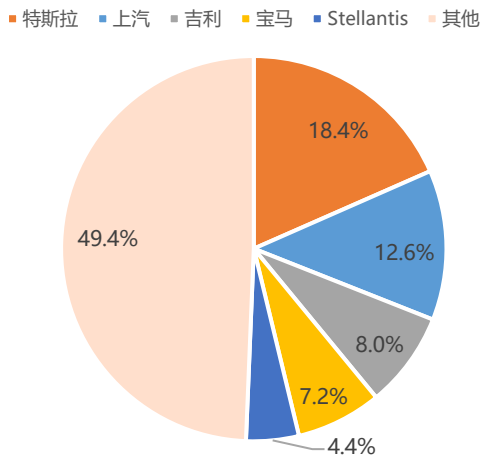


数据来源: 动力电池产业联盟, 东吴证券研究所



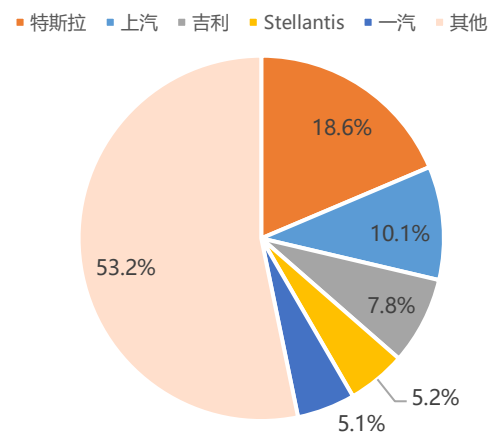
公司 24 年份额预计稳中有升, 出货预计维持 25% 增速。公司已采取更积极的策略, 如返利锁量、推广神行电池, 24 年 1-2 月国内份额升至 49.4%/51.8%, 24 年 1 月海外份额实现 25.8%, 全球份额实现 39.7%, 我们预计 24 年全球份额预计稳中有升, 国内份额预计回升至 45%, 对应出货 480-490GWh, 同增 25%, 其中动力出货 395GWh, 同增 25%, 储能出货 90-95GWh, 同增 35%, 与行业增速基本一致。

图12: 2023 年宁德时代全球装机结构



数据来源: SNE, 东吴证券研究所

图13: 2022 年宁德时代全球装机结构



数据来源: SNE, 东吴证券研究所

宁德时代 23 年全球储能市占率 40%, 实现连续 3 年全球第一, 大项目落地彰显公司实力, 持续开拓海外市场。根据 SNE, 23 年全球储能电池出货量 185GWh, 同比增长 53%, 公司市占率达 40%, 连续三年位居全球第一, 公司在国内入围多个电力央企储能系统设备框架采购, 海外市场助力 Nextera 实现 1.8GWh 规模的全球最大光储单体项目并网、为意大利国家电力公司 ENEL 交付 6.4GWh 规模的全球最大储能项目群; 为西澳电力公司 Synergy 交付 3.8GWh 规模的澳洲最大独立储能项目。此外, 公司储能订单陆续落地, 3 月 27 日, 宁德时代与电池储能项目开发公司 HGP 达成 450MWh 电池储能项目供货协议, 还将推动 5GWh 储能项目落地。6 月 16 日, 宁德时代宣布, 在国际电池储能技术博览会 (EES Europe) 期间, 与近百家头部企业锁定超过 40GWh 合作协议。9 月 19 日, 宁德时代已与西澳大利亚州政府签订合同, 分别为 Kwinana 电池二期项目和 Collie 电池项目提供 300/650 组 EnerC Plus 储能系统。11 月 7 日, 国际能源投资商 Quinbrook 公司宣布与宁德时代签署供应协议, 将在未来五年内部署 10GWh+ 宁德时代的储能解决方案。

图14：2023年宁德时代大型储能海外订单情况

时间	海外供应商	合作方式	内容
2023.11	Quinbrook	战略合作	签署一项固定式储能全球框架协议，向 Quinbrook 提供 EnerC Plus 户外集装箱解决方案，拟在未来五年内部署 10GWh 宁德时代的先进储能解决方案
2023.09	西澳大利亚州政府	战略合作	已就为 Kwinana 电池二期项目和 Collie 电池项目提供集装箱式液冷电池系统签订合同，合同价值合计超过 10 亿澳元（约 46.93 亿元人民币）
2023.06	欧洲企业	战略合作	宁德时代宣布在国际电池储能技术博览会（EES Europe）期间，与近百家头部企业深入洽谈签署并锁定超过 40GWh 合作协议
2023.03	HGP	战略合作	达成 450MWh 电池储能项目供货协议，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

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3. 锂电材料及回收业务、电池矿产资源业务及其他业务：其他业务毛利占比下降明显，矿产资源资产计提减值准备

其他业务毛利占比下降明显，矿产资源资产计提减值准备。公司 23 年其他业务收入 144 亿元，同降 13%，我们预计毛利率 47%，同减 27pct，贡献 46 亿元净利润，净利润占比 10%，其中 Q4 预计收入 44 亿元，毛利率下滑至 23%，贡献 5 亿元左右净利润，占比下滑至 4%，我们预计公司技术授权费相对稳定，其余回收等业务下滑明显。此外 23 年全年锂电材料及回收业务收入 336 亿元，同增 29%，毛利率 11%，同降 10pct，贡献 4 亿元左右净利润；电池矿产资源业务收入 77 亿元，同增 7%，毛利率 20%，下半年起毛利率逐步提升，预计主要由镍铁业务贡献，公司宜春碳酸锂产能已逐步投产，考虑公司云母资源成本相对较高，Q4 计提矿产及电池固定资产减值 26 亿元、矿产相关在建工程减值 5 亿元、矿产相关无形资产减值 18.5 亿元，会计处理审慎，在 10 万元/吨碳酸锂价格假设下，24 年预计碳酸锂业务基本盈亏平衡。

### 4. 公司财务计提严谨，返利及质保金大额计提，分红力度超预期

持续加大研发投入，23 年研发费用 184 亿元，Q4 销售费用率提升明显，公司大额计提质保金，汇兑收益对冲销售费用提升影响，整体费用率维持稳定。2023 年公司期间费用合计 398.45 亿元，同比增长 29.41%，费用率为 9.94%，同增 0.57pct，其中研发费用 183.6 亿元，研发费用率 4.58%；23Q4 期间费用合计 96.63 亿元，同比下降 8.49%，环比下降 21.31%，期间费用率为 9.10%，同比提升 0.17pct，环比下降 2.55pct；23Q4 销售费用 77.32 亿元，销售费用率 7.28%，同比提升 3.83pct，环比增长 3.94pct，主要系公

司大幅度计提质保金所致；管理费用 15.44 亿元，管理费用率 1.45%，同比下降 0.67pct，环比下滑 0.83pct；财务费用-30.94 亿元，较 Q3 的 13.25 亿大幅下降，财务费用率-2.91%，同比下降 2.10pct，环比下降 4.17pct，预计 Q4 汇兑收益 15 亿元左右；研发费用 34.80 亿元，研发费用率 3.28%，同比下滑 0.9pct，环比下滑 1.49pct。此外，公司 2023Q4 计提资产减值损失 30.06 亿元，计提信用减值损失 5.64 亿元，会计处理严谨。23Q4 公司投资收益 9.99 亿元，环比增长 29.44%。

图15：公司分季度费用情况

单位：百万元	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4
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	7,732.33
-销售费用率	3.15%	3.01%	3.65%	3.45%	3.28%	3.78%	3.34%	7.28%
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	1,544.00
-管理费用率	2.56%	2.18%	1.87%	2.12%	2.08%	2.66%	2.28%	1.45%
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	3,480.37
-研发费用率	5.28%	4.98%	4.94%	4.17%	5.22%	5.19%	4.77%	3.28%
财务费用	-0.37	-357.46	-1,484.25	-957.90	-466.75	-2,692.59	1,325.46	-3,093.81
-财务费用率	0.00%	-0.56%	-1.52%	-0.81%	-0.52%	-2.69%	1.26%	-2.91%
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	9,662.90
-期间费用率	10.98%	9.61%	8.94%	8.93%	10.06%	8.93%	11.65%	9.10%
资产减值损失	5.73	-262.35	-653.82	-1,916.49	-1,092.54	-810.95	-944.73	-3,005.71
信用减值损失	-21.97	-382.41	-110.86	-631.01	376.46	-154.95	-469.91	-564.07

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**23Q4 现金流亮眼，在手现金充裕，资本开支同比下降。**公司 23 年经营活动现金流净额 928 亿元，同增 52%，其中 Q4 经营活动现金流净额 401.72 亿元，同比增长 13.99%，环比增加 157.79%；全年投资活动产生的现金流量净额-292 亿元，同比大幅缩窄，Q4 投资活动产生的现金流量净额为-92.51 亿元，同降 54.82%，环增 18.30%；公司全年资本开支为 336.12 亿元，同降 30%，其中 Q4 资本开支 67 亿，同比大幅下滑 46%；23Q4 末公司应收账款 640.21 亿元，较年初增长 10.44%，期末公司合同负债 239.82 亿元，较 Q3 末下降 9.69%，在手订单仍充裕。公司 2023Q4 末货币资金及交易性金融资产达 2643 亿元，较年初增加 38%，在手现金充裕。2023Q4 末存货 454.34 亿元，较年初减少 40.74%，较 Q3 末减少 7.06%，其中主要为库存商品和在途商品 336 亿元，对应电池库存 70GWh，降至两个月正常水平，原材料库存维持低位。

**公司 Q4 预计负债较 Q3 末提升近 200 亿元，其中预计 Q4 质保金集中计提 50-60 亿元，返利计提近 140 亿元。**公司 Q4 末预计负债 516.39 亿元，较年初增加 319 亿元，环比 Q3 末增加 198 亿元，主要系质保金及销售返利计提大幅增加，其中质保金计提计入销售费用，预估 Q4 质保金计提 50-60 亿元左右，计提比例预计提升至 8%，销售返利

Q4 计提近 140 亿元, 较 Q3 计提 10 亿以内大幅提升。Q4 末公司递延所得税资产 173.96 亿元, 较 Q3 末增加 19%, 递延收益期末余额达 214.49 亿元, 较 Q3 末增长 7%。

图 16: 公司分季度预计负债情况

单位: 亿元	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4
预计负债	219.92	263.56	318.14	516.39
-质保金余额	-	185.95	-	283.90
-销售返利余额	-	77.61	-	231.19
-弃置费用	-	-	-	1.30
所得税递延	103.70	125.93	145.72	173.96
所得税	1930.89%	20.65	6.54	25.03
递延收益	204.63	205.35	200.48	214.49

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司加大分红力度, 注重股份回报, 分红比例达 50%, 超市场预期。公司公告 2023 年度拟分红金额合计 220.6 亿元, 占 2023 年归母净利润的 50%, 对应每股分红 5.03 元, 按 3 月 15 日收盘价 181 元计算, 股息率为 2.77%。

图 17: 分红比例和股息率情况 (亿元, 按照 3 月 15 日收盘价)

单位: 亿元	2018	2019	2020	2021	2022	2023
分红比例	8.5%	10.9%	12.6%	16.0%	23.9%	49.8%
股息率	0.20%	0.15%	0.05%	0.17%	0.65%	2.77%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 5. 投资建议和风险提示

### 盈利预测与投资评级:

我们基本维持 24-26 年归母净利润预期 463/568/705 亿元, (此前 24-25 年预期 463/564 亿元), 同增 5%/23%/24%, 对应 17x/14x/11x, 基于公司全球电池龙头地位, 给予 24 年 25x, 目标价 263 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。

## 宁德时代三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>449,788</b>	<b>487,196</b>	<b>613,445</b>	<b>751,381</b>	<b>营业总收入</b>	<b>400,917</b>	<b>414,126</b>	<b>497,777</b>	<b>588,158</b>
货币资金及交易性金融资产	264,314	290,144	378,660	473,710	营业成本(含金融类)	309,070	313,119	376,485	444,560
经营性应收款项	128,024	114,190	138,006	166,268	税金及附加	1,696	1,751	2,105	2,487
存货	45,434	68,629	81,486	95,002	销售费用	17,954	17,807	20,907	23,820
合同资产	234	207	249	294	管理费用	8,462	10,353	11,947	13,528
其他流动资产	11,781	14,026	15,045	16,108	研发费用	18,356	21,327	24,889	28,232
<b>非流动资产</b>	<b>267,380</b>	<b>272,254</b>	<b>274,971</b>	<b>275,313</b>	财务费用	(4,928)	(3,432)	(3,956)	(5,568)
长期股权投资	50,028	50,048	50,070	50,094	加:其他收益	6,267	6,212	6,471	7,058
固定资产及使用权资产	115,766	108,481	101,921	92,568	投资净收益	3,189	2,899	2,987	3,058
在建工程	25,012	29,012	31,312	34,934	公允价值变动	46	100	130	150
无形资产	15,676	22,167	27,313	31,376	减值损失	(6,108)	(6,700)	(7,370)	(8,008)
商誉	708	758	808	858	资产处置收益	17	4	5	6
长期待摊费用	4,696	4,994	5,323	5,685	<b>营业利润</b>	<b>53,718</b>	<b>55,714</b>	<b>67,623</b>	<b>83,363</b>
其他非流动资产	55,495	56,795	58,225	59,798	营业外净收支	196	320	300	300
<b>资产总计</b>	<b>717,168</b>	<b>759,450</b>	<b>888,416</b>	<b>1,026,695</b>	<b>利润总额</b>	<b>53,914</b>	<b>56,034</b>	<b>67,923</b>	<b>83,663</b>
<b>流动负债</b>	<b>287,001</b>	<b>274,730</b>	<b>326,714</b>	<b>381,782</b>	减:所得税	7,153	7,004	8,151	9,621
短期借款及一年内到期的非流动负债	22,190	100	100	100	<b>净利润</b>	<b>46,761</b>	<b>49,030</b>	<b>59,772</b>	<b>74,042</b>
经营性应付款项	194,554	197,102	234,927	274,970	减:少数股东损益	2,640	2,697	2,989	3,554
合同负债	23,982	28,181	33,884	40,010	<b>归属母公司净利润</b>	<b>44,121</b>	<b>46,334</b>	<b>56,784</b>	<b>70,488</b>
其他流动负债	46,275	49,347	57,804	66,702	每股收益-最新股本摊薄(元)	10.03	10.53	12.91	16.02
非流动负债	210,284	220,284	241,284	255,384	EBIT	45,379	49,767	61,444	75,531
长期借款	83,449	93,449	104,449	116,549	EBITDA	68,025	75,914	91,581	109,306
应付债券	19,237	19,237	29,237	31,237	毛利率(%)	22.91	24.39	24.37	24.41
租赁负债	283	283	283	283	归母净利率(%)	11.01	11.19	11.41	11.98
其他非流动负债	107,315	107,315	107,315	107,315	收入增长率(%)	22.01	3.29	20.20	18.16
<b>负债合计</b>	<b>497,285</b>	<b>495,014</b>	<b>567,998</b>	<b>637,166</b>	归母净利润增长率(%)	43.58	5.01	22.55	24.13
归属母公司股东权益	197,708	239,564	292,558	358,114					
少数股东权益	22,175	24,872	27,860	31,414					
<b>所有者权益合计</b>	<b>219,883</b>	<b>264,436</b>	<b>320,418</b>	<b>389,529</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>717,168</b>	<b>759,450</b>	<b>888,416</b>	<b>1,026,695</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	92,826	76,001	107,239	123,745	每股净资产(元)	44.94	54.46	66.50	81.41
投资活动现金流	(29,188)	(28,799)	(30,562)	(31,753)	最新发行在外股份(百万股)	4,399	4,399	4,399	4,399
筹资活动现金流	14,716	(21,973)	11,208	2,408	ROIC(%)	12.65	12.05	13.00	13.47
现金净增加额	80,536	25,230	87,886	94,400	ROE-摊薄(%)	22.32	19.34	19.41	19.68
折旧和摊销	22,646	26,147	30,137	33,775	资产负债率(%)	69.34	65.18	63.93	62.06
资本开支	(33,612)	(29,577)	(31,266)	(32,351)	P/E(现价&最新股本摊薄)	18.05	17.18	14.02	11.30
营运资本变动	25,784	(6,759)	8,701	6,087	P/B(现价)	4.03	3.32	2.72	2.22

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），北交所基准指数为北证 50 指数），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>