

宁德时代 (300750.SZ)

买入 (维持评级)

盈利稳健报表扎实, 用价值跨越周期

当前价格: 181.00 元
目标价格: 255.51 元

投资要点:

业绩超预期中枢, Q4 盈利能力环比提升

2023 年实现收入 4009 亿元 (同+22%), 实现归母净利润 441 亿元 (同+44%), 超业绩预告中枢。23Q4 实现收入 1062 亿元 (同-10%, 环+1%), 归母净利润 130 亿元 (同-1%, 环+24%), 扣非归母净利润 131 亿元 (同+8%, 环+39%)。23Q4 非经合计-1.35 亿元, 主要为非流动资产处置损益 (含已计提资产减值准备的冲销部分)-13.67 亿元, 政府补助 15.67 亿元等。23Q4 毛利率 25.7% (环比提升 3.2pct), 净利率 13.4% (环比提升 2.9pct), 主要由于售价和成本下降, 销售/财务费用率环比变化+3.9pct/-4.2pct。

报表质量扎实: 预提减值/预计负债金额高, 库存管理持续优化

2023 年电池销量为 390GWh (产销率 100.3%), 期末存货下降到 454 亿元 (23Q3 末为 489 亿元), 库存管理能力持续提升。2023 年资产减值损失 58.5 亿元, 其中存货跌价 2.1 亿元、固定资产减值损失 26.1 亿元, 无形资产减值损失 18.5 亿元, 其他损失 11.8 亿元。2023 年预计负债增加 319 亿元, 其中销售返利新增 173 亿元。递延收益-政府补助项目余额 214.5 亿元, 全年净新增 14.8 亿元。

分业务板块盈利能力: 价格和成本下降速度匹配, 盈利能力稳定略升

2023H2 电池材料及回收毛利率 8% (环-8.95pct), 电池矿产资源毛利率 24.5% (环+12.57pct), 其他业务毛利率 56.53% (环-8.53pct)。23H2 动力电池系统毛利率 24.11% (环比+3.76pct), 储能系统毛利率 25.96% (环比+4.64pct), 电池合计毛利率为 24.44% (环+3.9pct); 我们预计 23H2 电池销量合计 220GWh, 单价 0.808 元/Wh (环-0.18 元/Wh), 单位毛利为 0.197 元/Wh (环-0.005 元/Wh), 实际盈利能力维持稳定。电池单位扣非净利润为 0.093 元/Wh (环+0.005 元/Wh), 在降价压力下盈利能力维持稳定, 通过向上游传导、内部降本消化。

全球化战略加速布局, 技术价值定义新格局

2023 年公司境外收入占比达到 33% (同+10pct)。根据 SNE 统计, 公司全球动力电池份额 36.8% (同+0.6pct), 连续 7 年第一; 储能电池份额 40%, 连续 3 年第一。公司与 BMW、Daimler、Stellantis、VW、Ford、Hyundai、Honda、Volvo 等海外车企深化全球合作, 未来将通过技术授权方式开展更多海外产能落地。研发人员达到 20,604 人占公司人员比例 17.75% (同+4pct), 研发投入 184 亿元, 推动在神行、麒麟、钠电、M3P 等新电池技术上量产, 在凝聚态电池等前沿技术上持续发力。

盈利预测与投资建议

在经历 2023 年激烈的价格战后, 公司份额仍然稳固、盈利能力稳健, 充分体现前瞻的技术布局、供应链关系维护、极限制造带来的经营韧性。人工智能化、生产力变革将对电动化有持续的需求。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润达到 449/523/624 亿元 (前次预测为 630/832/-亿元, 主要考虑到短期碳酸锂价格下跌带来的价格下行以及公司为增强客户黏性的阶段性让利), 对应当前市值 PE 为 18/15/13x, 公司提出 221 亿元现金分红计划回馈股东, 股息率提升到 2.8%。维持“买入”评级, 给予 2024 年 25x PE, 目标价 255.51 元/股 (前次目标为 369.60 元/股)。

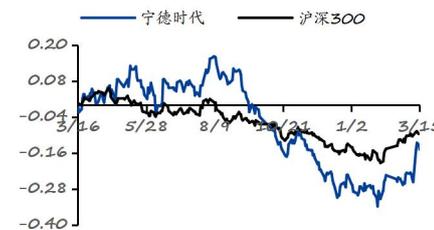
风险提示:

电动车、储能需求不及预期, 成本售价波动风险、地缘政治风险等。

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	4,399.04/3,894.85
流通 A 股市值(百万元)	704,968.66
每股净资产(元)	44.94
资产负债率(%)	69.34
一年内最高/最低价(元)	418.00/140.40

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 邓伟(S0210522050005)
DW3787@hfzq.com.cn
分析师: 游宝来(S0210523030002)
YBL3804@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、宁德时代: 扣非业绩超预期, 全球化进程推进, 新技术多点开花——2023.07.27
- 2、【华福电新】宁德时代: Q1 业绩超预期, 新技术落地巩固长期竞争力——2023Q1 报点评——2023.04.21
- 3、【华福电新】宁德时代: Q4 电池盈利大幅提升, 龙头综合竞争力优势有望扩大——2022 年报点评——2023.03.12

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	328,594	400,917	366,453	420,531	483,024
增长率	152%	22%	-9%	15%	15%
归母净利润 (百万元)	30,729	44,121	44,960	52,549	62,377
增长率	93%	44%	2%	17%	19%
EPS (元/股)	6.99	10.03	10.22	11.95	14.18
市盈率 (P/E)	25.9	18.0	17.7	15.2	12.8
市净率 (P/B)	4.8	4.0	3.4	2.8	2.3

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	264,307	268,689	320,825	385,693	营业收入	400,917	366,453	420,531	483,024
应收票据及账款	65,772	60,118	68,990	79,242	营业成本	309,070	277,684	320,155	368,801
预付账款	6,963	6,256	7,213	8,309	税金及附加	1,696	1,550	1,778	2,043
存货	45,434	40,820	47,063	54,214	销售费用	17,954	14,579	15,321	15,014
合同资产	234	214	245	282	管理费用	8,462	7,579	8,403	9,168
其他流动资产	67,312	61,563	70,584	81,009	研发费用	18,356	16,412	18,413	20,183
流动资产合计	449,788	437,446	514,675	608,467	财务费用	-4,928	-888	-1,899	-1,595
长期股权投资	50,028	50,028	50,028	50,028	信用减值损失	-254	-254	-254	-254
固定资产	115,388	111,580	113,421	119,767	资产减值损失	-5,854	-3,854	-3,354	-2,354
在建工程	25,012	35,012	40,012	40,012	公允价值变动收益	46	46	46	46
无形资产	15,676	19,108	21,197	22,078	投资收益	3,189	3,189	3,189	3,189
商誉	708	708	708	708	其他收益	6,267	6,267	6,267	6,267
其他非流动资产	60,569	61,629	62,479	63,159	营业利润	53,718	54,950	64,270	76,321
非流动资产合计	267,380	278,065	287,845	295,751	营业外收入	504	504	492	496
资产合计	717,168	715,511	802,520	904,218	营业外支出	308	308	308	308
短期借款	15,181	0	0	0	利润总额	53,914	55,146	64,454	76,509
应付票据及账款	194,554	174,796	201,531	232,153	所得税	7,153	7,317	8,551	10,151
预收款项	0	0	0	0	净利润	46,761	47,829	55,903	66,358
合同负债	23,982	21,921	25,156	28,894	少数股东损益	2,640	2,870	3,354	3,981
其他应付款	13,624	13,624	13,624	13,624	归属母公司净利润	44,121	44,959	52,549	62,377
其他流动负债	39,660	37,498	39,773	42,065	EPS (按最新股本摊薄)	10.03	10.22	11.95	14.18
流动负债合计	287,001	247,839	280,084	316,736					
长期借款	83,449	83,499	83,429	83,509					
应付债券	19,237	19,237	19,237	19,237					
其他非流动负债	107,598	107,598	107,598	107,598					
非流动负债合计	210,284	210,334	210,264	210,344					
负债合计	497,285	458,173	490,347	527,080					
归属母公司所有者权益	197,708	232,293	283,774	344,757					
少数股东权益	22,175	25,045	28,399	32,381					
所有者权益合计	219,883	257,338	312,173	377,138					
负债和股东权益	717,168	715,511	802,520	904,218					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	92,826	61,342	84,267	96,490
现金收益	64,362	73,470	80,295	91,817
存货影响	31,235	4,614	-6,243	-7,151
经营性应收影响	10,455	10,215	-6,475	-8,994
经营性应付影响	-27,592	-19,757	26,735	30,621
其他影响	14,367	-7,199	-10,045	-9,803
投资活动现金流	-29,188	-33,870	-32,892	-31,903
资本支出	-44,596	-36,153	-35,221	-34,278
股权投资	-32,432	0	0	0
其他长期资产变化	47,840	2,283	2,329	2,375
融资活动现金流	14,716	-23,090	761	281
借款增加	24,951	-15,131	-70	80
股利及利息支付	-9,481	-6,833	-6,875	-7,208
股东融资	3,324	0	0	0
其他影响	-4,078	-1,126	7,706	7,409

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	22.0%	-8.6%	14.8%	14.9%
EBIT 增长率	44.6%	10.8%	15.3%	19.8%
归母公司净利润增长率	43.6%	1.9%	16.9%	18.7%
获利能力				
毛利率	22.9%	24.2%	23.9%	23.6%
净利率	11.7%	13.1%	13.3%	13.7%
ROE	20.1%	17.5%	16.8%	16.5%
ROIC	14.3%	14.8%	14.9%	15.4%
偿债能力				
资产负债率	69.3%	64.0%	61.1%	58.3%
流动比率	1.6	1.8	1.8	1.9
速动比率	1.4	1.6	1.7	1.7
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5
应收账款周转天数	55	60	54	54
存货周转天数	71	56	49	49
每股指标 (元)				
每股收益	10.03	10.22	11.95	14.18
每股经营现金流	21.10	13.94	19.16	21.93
每股净资产	44.94	52.81	64.51	78.37
估值比率				
P/E	18	18	15	13
P/B	4	3	3	2
EV/EBITDA	72	64	58	51

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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方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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn