

23Q4 业绩打消市场疑虑, 拟分红比例超预期

投资要点

- 事件:** 公司发布 2023 年年报, 全年实现收入 4009.2 亿元, 同比+18.2%, 实现归母净利润 441.2 亿元, 同比+43.6%; 其中单 Q4 实现收入 1062.4 亿元, 同比-10.2%, 环比+0.8%, 实现归母净利润 129.8 亿元, 同比-1.2%, 环比+24.4%。此外, 公司拟向全体股东每 10 股派发年度现金分红和特别现金分红 50.28 元(含税), 对应分红比例约 50%。
- 库存去化基本完成, 2024 年轻装上阵。** 2023 年全年, 公司实现锂离子电池销量 390GWh, 同比+35%。其中, 动力电池系统销量 321GWh, 同比+33%; 储能电池系统销量 69GWh, 同比+47%。经测算, 对应 23Q4 锂电池销量约 120GWh, 动力、储能产品分别销售约 100GWh、20GWh, 略超预期。年报披露, 公司 2023 年末库存电池 70GWh, 同比持平, 23Q4 存货水平环比下降, 存货周转率连续 3 年提升, 整体库存去化情况良好。根据电池联盟数据, 2024 年 1~2 月, 我国动力电池累计装车 50GWh, 同比+32%; 累计出口 16GWh, 同比基本持平, 国内需求仍然强劲。预计公司 24Q1 锂电出货 80GWh+, 实现同比增长。
- 23Q4 盈利能力表现优秀, 打消市场顾虑。** 2023 年动力、储能业务毛利率分别达到 22.3%、23.8%, 同比均实现显著增长。23H2 市场对于公司担忧主要集中在 (1) 碳酸锂价格下行后公司全产业链布局优势是否存在; (2) 海外需求疲软背景下, 之前外汇收入带来的业绩膨胀能否持续等。在 23Q4 碳酸锂价格由 17 万元/吨跌至 10 万元/吨 (百川盈孚数据) 的背景下, 公司毛利率达到 25.7%, 净利率 13.4%, 同环比显著上升, 均达到近 3 年中较高水平。经测算, 23Q4 公司锂电池单位利润达到 0.11 元, 高盈利能力延续, 积极回应质疑, 打消市场顾虑。
- 公司逐步塑造品牌护城河, 新型产品进入兑现期。** 报告期内, 公司在动力电池领域发布了凝聚态电池、超快充神行电池, 第一代钠离子电池、M3P 电池、麒麟电池等实现量产; 储能电池领域发布零辅源光储直流耦合解决方案, 升级产品 EnerOne Plus、Ener D 相继落地。预计 2024 年, 伴随公司持续推进新型产品落地、规模出货, 产品的技术优势将进入集中兑现期。
- 盈利预测与投资建议。** 预计 2024-2026 年 EPS 分别为 10.64 元、13.00 元、15.02 元, 对应 PE 分别为 18 倍、15 倍、13 倍。公司 24 年海外产能稳健释放, 新型产品持续落地, 产能建设进度放缓, 提高分红比例领先行业进入兑现期, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 宏观经济与市场波动风险; 市场竞争加剧风险; 新产品和新技术开发风险; 原材料价格波动及供应风险。

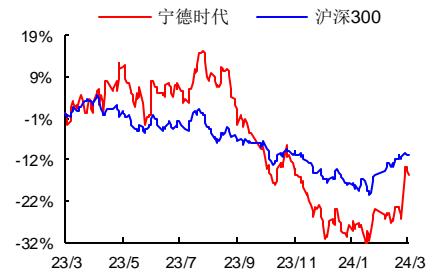
指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	400917.04	445000.00	523600.00	601000.00
增长率	22.01%	11.00%	17.66%	14.78%
归属母公司净利润(百万元)	44121.25	46791.00	57196.16	66058.13
增长率	43.58%	6.05%	22.24%	15.49%
每股收益 EPS(元)	10.03	10.64	13.00	15.02
净资产收益率 ROE	21.27%	20.23%	21.46%	21.61%
PE	19	18	15	13
PB	4.25	3.80	3.30	2.88

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨
执业证号: S1250520100002
电话: 021-58351923
邮箱: hch@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	43.99
流通 A 股(亿股)	38.95
52 周内股价区间(元)	140.75-410.37
总市值(亿元)	8,400.41
总资产(亿元)	7,171.68
每股净资产(元)	44.94

相关研究

- 宁德时代(300750): 盈利能力稳定, 动力端需求增长略显乏力 (2023-10-23)
- 宁德时代(300750): 盈利能力持续增强, 顺利出海撑起远期空间 (2023-08-06)

盈利预测

关键假设：

假设 1：2024~2026 年公司市占率稳中有升，出货略领先于下游行业需求增长，预计动力产品出货 400、480、560GWh，储能产品出货 100、140、180GWh；

假设 2：伴随着公司积极降本、原材料价格下降，2024~2026 年动力产品单价分别为 0.75、0.72、0.70 元/Wh，储能产品单价分别为 0.82、0.75、0.70 元/Wh；

假设 3：动储产品盈利能力稳定，单位净利维持在 0.1 元/Wh 水平；其他业务营业收入保持稳定，盈利能力参考 23H2 水平。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
动力电池系统	收入	285252.9	300000.0	345600.0	392000.0
	增速	20.6%	5.2%	15.2%	13.4%
	毛利率	22.3%	25.0%	25.0%	25.0%
锂电池材料及回收	收入	33602.3	40000.0	50000.0	60000.0
	增速	29.1%	19.0%	25.0%	20.0%
	毛利率	11.4%	12.0%	12.0%	12.0%
储能系统	收入	59900.5	82000.0	105000.0	126000.0
	增速	33.2%	36.9%	28.0%	20.0%
	毛利率	23.8%	26.0%	26.0%	26.0%
电池矿产资源	收入	7734.2	8000.0	8000.0	8000.0
	增速	71.5%	3.4%	0.0%	0.0%
	毛利率	19.9%	25.0%	25.0%	25.0%
其他业务	收入	14427.2	15000.0	15000.0	15000.0
	增速	-12.5%	4.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	60.3%	65.0%	65.0%	65.0%
合计	收入	400917.0	445000.0	523600.0	601000.0
	增速	22.0%	11.0%	17.7%	14.8%
	毛利率	22.9%	25.4%	25.1%	24.9%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 4450 亿元 (+11.0%)、5236 亿元 (+17.7%) 和 6010 亿元 (+14.8%)，归母净利润分别为 468 亿元 (+6.1%)、572 亿元 (+22.2%)、663 亿元 (+15.5%)，EPS 分别为 10.64 元、13.00 元、15.02 元，对应 PE 分别为 18 倍、15 倍、13 倍。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	400917.04	445000.00	523600.00	601000.00	净利润	46761.03	49777.66	60846.98	70274.61
营业成本	309070.43	332130.00	392150.00	451290.00	折旧与摊销	22528.39	16871.98	16871.98	16871.98
营业税金及附加	1695.51	1881.94	2214.34	2541.67	财务费用	-4927.70	7372.16	7304.56	7143.22
销售费用	17954.44	18690.00	20944.00	24040.00	资产减值损失	-5853.93	4000.00	3500.00	3000.00
管理费用	8461.82	27590.00	31416.00	36060.00	经营营运资本变动	1828.07	-10719.90	12489.61	12319.24
财务费用	-4927.70	7372.16	7304.56	7143.22	其他	32490.26	-7525.15	-6716.06	-6208.54
资产减值损失	-5853.93	-4000.00	-3500.00	-3000.00	经营活动现金流净额	92826.12	59776.75	94297.07	103400.50
投资收益	3189.20	3500.00	3500.00	3500.00	资本支出	-21196.23	-10000.00	-10000.00	-10000.00
公允价值变动损益	46.27	156.55	160.40	140.10	其他	-7991.54	3713.38	3660.40	3640.10
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-29187.76	-6286.62	-6339.60	-6359.90
营业利润	53718.30	56992.45	69731.50	80565.20	短期借款	765.61	818.99	0.00	0.00
其他非经营损益	195.75	223.25	207.56	210.21	长期借款	24349.62	0.00	0.00	0.00
利润总额	53914.05	57215.70	69939.06	80775.41	股权融资	959.37	0.00	0.00	0.00
所得税	7153.02	7438.04	9092.08	10500.80	支付股利	-6154.69	-22060.62	-23395.50	-28598.08
净利润	46761.03	49777.66	60846.98	70274.61	其他	-5203.55	-15918.61	-7304.56	-7143.22
少数股东损益	2639.79	2986.66	3650.82	4216.48	筹资活动现金流净额	14716.36	-37160.25	-30700.06	-35741.30
归属母公司股东净利润	44121.25	46791.00	57196.16	66058.13	现金流量净额	80536.17	16329.88	57257.42	61299.30
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	264306.51	280636.40	337893.81	399193.11	成长能力				
应收和预付款项	75747.71	83947.00	98782.19	113397.72	销售收入增长率	22.01%	11.00%	17.66%	14.78%
存货	45433.89	48823.69	57646.73	66340.41	营业利润增长率	45.89%	6.10%	22.35%	15.54%
其他流动资产	64299.89	53407.77	62839.77	72127.77	净利润增长率	39.76%	6.45%	22.24%	15.49%
长期股权投资	50027.69	50027.69	50027.69	50027.69	EBITDA 增长率	51.38%	13.91%	15.60%	11.36%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	140399.87	135602.61	130805.36	126008.11	毛利率	22.91%	25.36%	25.11%	24.91%
无形资产和开发支出	16383.76	14778.61	13173.45	11568.30	三费率	5.36%	12.06%	11.40%	11.19%
其他非流动资产	60568.72	60099.14	59629.56	59159.99	净利率	11.66%	11.19%	11.62%	11.69%
资产总计	717168.04	727322.91	810798.58	897823.10	ROE	22.32%	-	-	-
短期借款	15181.01	16000.00	16000.00	16000.00	ROA	7.10%	-	-	-
应付和预收款项	221141.79	238056.08	281022.54	323357.65	ROIC	13.67%	-	-	-
长期借款	83448.98	83448.98	83448.98	83448.98	EBITDA/销售收入	17.79%	18.26%	17.94%	17.40%
其他负债	177513.10	143755.24	146812.97	149825.86	营运能力				
负债合计	497284.89	481260.30	527284.49	572632.49	总资产周转率	0.61	0.62	0.68	0.70
股本	4399.04	4399.04	4399.04	4399.04	固定资产周转率	3.92	4.12	5.62	7.67
资本公积	87907.21	87907.21	87907.21	87907.21	应收账款周转率	6.37	6.38	6.56	6.49
留存收益	105437.19	130167.57	163968.23	201428.28	存货周转率	4.86	7.05	7.37	7.28
归属母公司股东权益	197708.05	220900.85	254701.51	292161.56	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.25%	—	—	—
少数股东权益	22175.10	25161.76	28812.58	33029.05	资本结构				
股东权益合计	219883.15	246062.61	283514.09	325190.61	资产负债率	69.34%	66.17%	65.03%	63.78%
负债和股东权益合计	717168.04	727322.91	810798.58	897823.10	带息债务/总负债	23.70%	24.66%	22.51%	20.73%
					流动比率	1.57	1.72	1.76	1.80
					速动比率	1.41	1.54	1.58	1.61
					股利支付率	13.95%	47.15%	40.90%	43.29%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标				
EBITDA	71318.99	81236.59	93908.04	104580.41	每股收益	10.03	10.64	13.00	15.02
PE	19.04	17.95	14.69	12.72	每股净资产	44.94	50.22	57.90	66.41
PB	4.25	3.80	3.30	2.88	每股经营现金	21.10	13.59	21.44	23.51
PS	2.10	1.89	1.60	1.40	每股股利	1.40	5.01	5.32	6.50
EV/EBITDA	9.04	7.66	6.02	4.82					
股息率	0.73%	2.63%	2.79%	3.40%					

数据来源: Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
