

宁德时代 (300750)

证券研究报告

2024年04月11日

对标 INTEL，对 CATL INSIDE 的一些思考

前言：宁德时代有溢价+国内剔除 B 后市占率 60%，开始思考 INSIDE 模式。

1) **溢价：**2021-2023 年宁德报表电池单价分别系 0.79、0.97、0.89 元/wh，而同期第三方 LFP 和 NCM 电池报价明显低于上述值。2) **国内市占率：**2021-2023 年宁德国内市占率 52%、48%、43%，而剔除比亚迪（自供），宁德国内市占率 62%、63%、59%。**电池看似是 2B 的工业制造品，但由于其露标性和定制性，其实无形中已逐步演化为 2C 的 2B 品，而考虑国内宁德市占率已达 60%（剔除比亚迪），为巩固其市占率和占领消费者心智，CATL 学习 INTEL 开始推行 CATL INSIDE。**

复盘：INTEL INSIDIE 的机遇、成功的原因和对 INTEL 产生的影响？

- 1) **机遇：为什么要去做？** 新品推出受阻，下游无动力更新产品。
- 2) **为什么能成功？** 芯片在电脑重要性高，CPU 是计算机系统的核心。
- 3) **产生的影响？** 占领消费者心智，截至 2002 年底，英特尔投资 70 亿，产生 400 亿品牌价值。

CATL INSIDIE 未来将如何占领消费者心智？

- 1) **与当年 INTEL 的异同点：相同点：遇到的困境+产品差异性终端消费者可感知。** 类似消费者可感受到电脑芯片的性能差距，电池差异化对车主来说可感知，但是个慢变量。车主可看到不同车的充电效率、续航里程指标，但是实际运行情况（特别是极端工况下的续航）、使用寿命需要时间感知和对比。但不同点在于宁德在产业链地位弱于英特尔，且宁德的下游整车厂集中度也低于电脑厂商。宁德全球动力市占率在 35-40%，英特尔在全球电脑芯片市占率 60-80%。全球电动车 CR3 占比 40%+，全球笔记本电脑 CR3 占比 60%+。
- 2) **当下是否是切入的好时机？我们认为是，原因在于快充是重要突破口，渗透率基数足够+电池格局好于整车。** 从产品角度看，神行电池专为普通消费者设计实现充电 10min，续航 400Km，目前配套的客户有阿维塔、哪吒、奇瑞、北汽、广汽等。从产业链角度看，电车渗透率达 40%带来足够大的基数，消费者对电池有了一定认知；此外整车进入收官战，电池格局明显好于整车，故我们认为此时是占领消费者心智最佳时机。
- 3) **如何切入，以占领消费者心智？** 从目前措施上看，可看到宁德给电池打广告（神行电池在机场等人流量密集区域投放广告）+在部分车企上印有“宁德时代 CATL Inside”标识，我们认为未来或可看到宁德采用类似英特尔的营销费用返利模式。

投资建议：虽然 INSIDE 模式刚起步，但我们认为近两年是占领消费者心智的最佳时间，后续值得期待的是量变可能产生的质变，维持“买入”评级。

风险提示：CATL Inside 模式推进不及预期、电动车销量不及预期、竞争格局变化超预期

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	328,593.99	400,917.04	486,031.73	574,102.44	662,514.22
增长率(%)	152.07	22.01	21.23	18.12	15.40
EBITDA(百万元)	65,497.56	94,253.36	84,221.28	96,285.49	109,577.13
归属母公司净利润(百万元)	30,729.16	44,121.25	45,025.95	55,028.25	66,769.74
增长率(%)	92.89	43.58	2.05	22.21	21.34
EPS(元/股)	6.99	10.03	10.24	12.51	15.18
市盈率(P/E)	27.57	19.20	18.82	15.40	12.69
市净率(P/B)	5.15	4.29	3.60	3.07	2.61
市销率(P/S)	2.58	2.11	1.74	1.48	1.28
EV/EBITDA	12.50	5.73	7.15	5.69	4.45

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	电力设备/电池
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	192.6 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	4,399.04
流通 A 股股本(百万股)	3,894.85
A 股总市值(百万元)	847,255.34
流通 A 股市值(百万元)	750,148.98
每股净资产(元)	44.94
资产负债率(%)	69.34
一年内最高/最低(元)	418.00/140.40

作者

孙潇雅 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520080009
sunxiaoya@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《宁德时代-年报点评报告:经营数据表现强劲，龙头优势显著》2024-03-28
- 2 《宁德时代-季报点评:一季度业绩超预期，龙头风范尽显》2023-04-23
- 3 《宁德时代-季报点评:电池销量保持高速增长，利润率持续修复》2022-11-13

内容目录

1. 引言：宁德时代均价高于市场价 +扣除比亚迪国内市占率在 60%左右	3
2. 复盘：INTEL INSIDIE 的机遇、成功的原因和对 INTEL 产生的影响？	4
3. CATL INSIDIE 未来将如何占领消费者心智？	4
3.1. 宁德与当年英特尔境遇的异同点？	5
3.2. 当下是否是切入 INSIDE 模式的好时机？	7
3.3. 如何切入，以占领消费者心智？	8
4. 投资建议	9
5. 风险提示	9

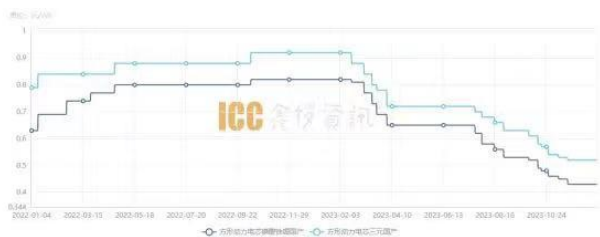
图表目录

图 1：方形铁锂/三元动力电芯价格（元/wh）	3
图 2：宁德时代电池均价（元/wh）	3
图 3：宁德时代国内动力市占率	3
图 4：要素品牌战略	4
图 5：宁德时代全球动力市占率（SNE）	5
图 6：国内动力电池装机占比	5
图 7：2023 年全球动力电池装机占比（%）	6
图 8：2023 年、2024 年 1-2 月国内动力电池装机占比（%）	6
图 9：全球 CPU 季度市占率	6
图 10：全球 2023 年全球新能源车销量占比（%）	6
图 11：2020 年全球笔记本电脑格局	6
图 12：宁德时代神行电池超快充技术	7
图 13：北京首都国际机场神行电池广告	8
图 14：上海虹桥国际机场神行电池广告	8
图 15：粘贴有“宁德时代 inside”标识的龙年新款电动装载机产品	9
表 1：要素品牌战略	4

1. 引言：宁德时代均价高于市场价+扣除比亚迪国内市占率在 60%左右

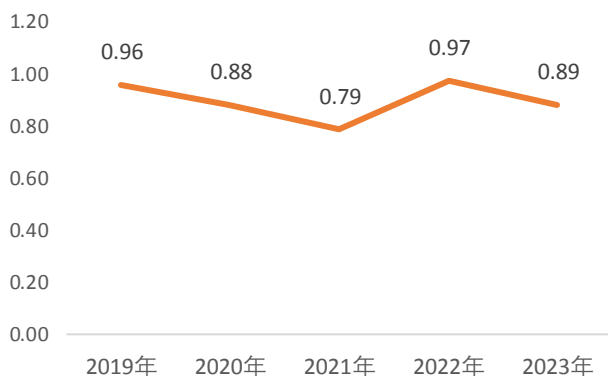
锂电产业链这两年走向过剩的过程中，大家都有看到第三方的电池价格报价下降很快，但却发现宁德时代报表显示的均价明显高于第三方的市场报价（根据鑫椤锂电数据库显示，截至 2023 年年底，方形铁锂动力和方形三元动力电芯市场平均报价分别来到 0.43 元/wh 和 0.51 元/wh，较年初高位分别降低 48%和 45%。），我们认为这或许来自宁德更加多样化的产品/客户结构，底层逻辑是电池差异性的体现。

图 1：方形铁锂/三元动力电芯价格（元/wh）



资料来源：鑫椤锂电公众号、天风证券研究所

图 2：宁德时代电池均价（元/wh）



资料来源：宁德时代年报、天风证券研究所

宁德 24 年来在国内动力市占率重回 50%+，剔除比亚迪后重回 60%+。2021 年宁德国内动力市占率在 52%，剔除比亚迪后在 62%，22、23 年呈现下降趋势，截至 23 年下降至 43%/59%，24 年来开启上升趋势，截至 24 年 2 月上升至 55%/66%。

图 3：宁德时代国内动力市占率

【天风电新】宁德时代国内装机&市占率													
GWh	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	全年
2021年	4.62	3.08	4.52	3.82	4.28	5.44	5.66	6.5	8.87	7.69	11.45	14.58	81
市占率	53%	55%	50%	46%	44%	49%	50%	52%	57%	50%	55%	56%	52%
扣除比亚迪后市占率	61%	64%	57%	53%	53%	58%	60%	64%	69%	63%	66%	65%	62%
2022年	8.13	6.57	10.81	5.08	8.51	13.4	11.41	12.99	15.12	14.76	17.35	17.89	142
YOY	76%	113%	139%	33%	99%	146%	102%	100%	70%	92%	52%	23%	76%
MOM	-44%	-19%	65%	-53%	68%	57%	-15%	14%	16%	-2%	18%	3%	
市占率	50%	48%	50%	38%	46%	50%	47%	47%	48%	48%	51%	49%	48%
扣除比亚迪后市占率	64%	61%	63%	56%	59%	61%	64%	60%	62%	65%	68%	67%	63%
2023年	7.17	9.6	12.49	10.26	11.67	14.85	13.47	15.45	14.35	16.78	19.7	21.32	167
YOY	-12%	46%	16%	102%	37%	11%	18%	19%	-5%	14%	14%	19%	18%
MOM	-60%	34%	30%	-18%	14%	27%	-9%	15%	-7%	17%	17%	8%	
市占率	44%	44%	45%	41%	41%	45%	42%	44%	39%	43%	44%	44%	43%
扣除比亚迪后市占率	68%	67%	61%	58%	60%	62%	59%	60%	53%	58%	57%	58%	59%
2024年	15.96	9.82											
YOY	123%	2%											
MOM	25%	-39%											
市占率	49%	55%											
扣除比亚迪后市占率	61%	66%											

资料来源：中国汽车动力电池产业创新联盟公众号、天风证券研究所

2. 复盘：INTEL INSIDIE 的机遇、成功的原因和对 INTEL 产生的影响？

Intel Inside 模式起源？新品推出受阻，Intel Inside 模式打破僵局。

背景：英特尔面临新品推出销售不畅，消费者仍然用老品，急需一个可以跨越几代产品的营销方案，建立公司的个人电脑芯片系列共用品牌。

解决办法：Intel Inside 模式诞生。英特尔使用了“Intel Inside”这个品牌当做其芯片产品的品牌，为了对其“Intel Inside”品牌进行维护，为计算机制造商提供了非常可观的报酬，从而将 Intel 的芯片使用到计算机整机中。所有 Intel 的合作商能有 6% 的价格折扣，这些折扣价格并没有直接给计算机制造商，而是在市场上投入关于制造商的广告，是一种间接的回报。此外，Intel 还会整体评估制造商，要求制造商在其整机中使用“Intel Inside”标志。我们认为此举主要有两个目的：1) 让英特尔的 logo 出现在电脑产品上；2) 让消费者更关心处理器。

结局：Intel Inside 模式大获成功。Intel Inside Plan 在品牌营销历史上成绩惊人，截止 2002 年底，Intel 在“Intel Inside”这一品牌上的投资就超过了 70 亿，与之而来的品牌价值达到近 400 亿，获得了极大的成功。

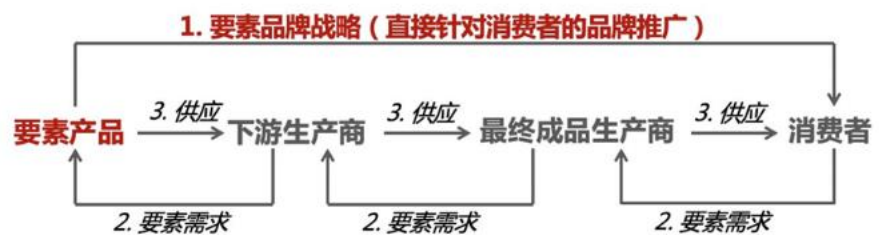
Intel Inside 模式创新之处何在？处理芯片作为工业品，传统营销模式是 TO B（即面向计算机制造商），英特尔创新的将决策权转移到终端用户，重塑了产业链议价权，使 CPU 成为消费者的关注对象，而非计算机的品牌。

Intel Inside 模式效用令人艳羡，但却不是能简单复制的，我们认为市场领导者的地位+顶尖产品力是关键。

3. CATL INSIDIE 未来将如何占领消费者心智？

从营销学理论出发，什么是 XX（品牌）Inside 模式。Intel Inside 在营销学中属于【要素品牌战略】，即把应用在 B2B 领域的关键要素产品引入到最终成品消费品市场，并通过为要素打造品牌，由此赢得知名度的战略。

图 4：要素品牌战略



资料来源：欧赛斯公众号、天风证券研究所

从营销学理论出发，实现要素品牌战略有 6 大条件：差异化、价值性、产业链下游支持、终端产品有价值、产品复杂、要素可感知。

表 1：要素品牌战略

要素	定义
差异化	必须具备高度的差异化和独特性，并且这种差异是创造客户价值的根本。
价值性	要素对终端产品的性能和品质起到了决定性的作用
产业链下游支持	产业链下游公司必须支持要素品牌生产商的要素品牌化，没有供应链支持，要素品牌战略难以实施

终端产品有价值	最终产品本身要有较高品牌价值，并因此使其产品实现差异化
产品复杂	最终产品非常复杂，由多个公司提供部件和要素产品组装而成
要素可感知	终端消费者必须能够感受到要素产品的优点

资料来源：欧赛斯公众号、天风证券研究所

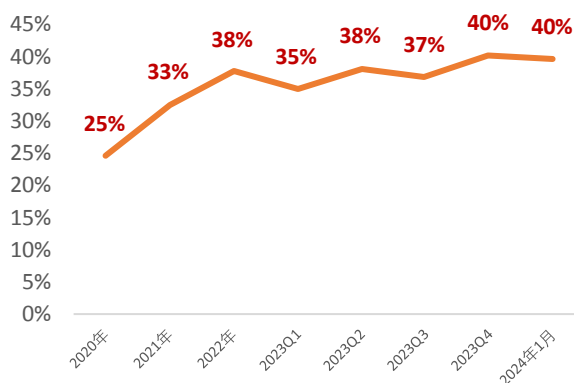
3.1. 宁德与当年英特尔境遇的异同点？

宁德和英特尔的相同点在于 1) 遇到的发展困境；2) 电池同样满足要素品牌战略要求的产品属性（价值性、终端产品有价值、产品复杂、要素可感知）。

我们认为当前时间点到了宁德需要通过 CATL Inside 模式打造品牌影响力，以推送新品，从而巩固市场份额、甚至获取超额盈利。此时间点，与当年英特尔类似。从上述复盘可以发现，英特尔当年面临了新品推出不畅，原因在于终端消费者无诉求更换新品（不了解产品差异），电脑公司更是无动力更换，传统方案针对电脑公司营销新品白费力气且并非长远之计。

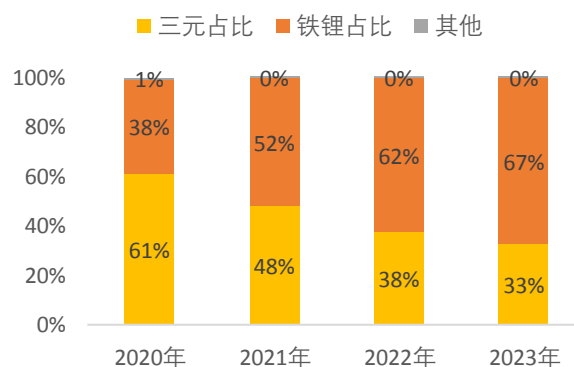
宁德全球动力市场份额达 40%，但由于大部分整车厂处于微利和亏损边缘，高性能电池推出效果一般。在新能源汽车整车厂大部分亏损和竞争到了白热化的市场状态下，整车厂对电池的选择更多看重价格，直观结局是这几年的技术路线偏好铁锂等低成本路线。在终端消费者没有明确意愿为更好的电池付出溢价，或更强消费偏好时，整车厂无足够动力追求电池性能。

图 5：宁德时代全球动力市占率（SNE）



资料来源：SNE、天风证券研究所

图 6：国内动力电池装机占比



资料来源：中国汽车动力电池产业创新联盟公众号、天风证券研究所

宁德和英特尔的不同点 1) 产业链地位有差距；2) 产品价值性、对终端产品重要性有差距。

价值性：动力电池在整车的重要性低于 CPU 对笔记本电脑。

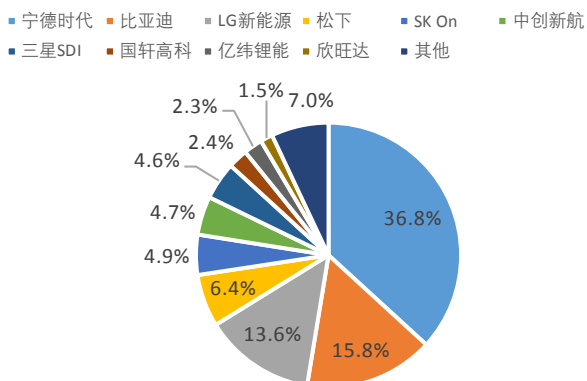
- ✓ **CPU 之于电脑：**CPU 是计算机系统的核心，CPU 在电脑中起着决定性的作用，没有它，电脑无法运行。无论是复杂的图形设计、视频编辑，还是简单的文字处理和网页浏览，都需要 CPU 来处理和执行指令。CPU 的性能决定了电脑的反应速度和处理能力，它的速度和效率直接影响了我们的用户体验。
- ✓ **动力电池之于电动车：**动力电池是电动车的动力来源，但是由于电动车不仅仅强调电动化，未来的发展趋势是迈向智能化，因此电动车的性能在未来不仅仅取决于电池，还有智能化的软硬件。

产业链下游支持：动力电池-新能源汽车市场集中度均低于 CPU-笔记本电脑。

1) 从本环节看：动力电池产业链处于一超多强格局，CPU 处于寡头垄断格局。

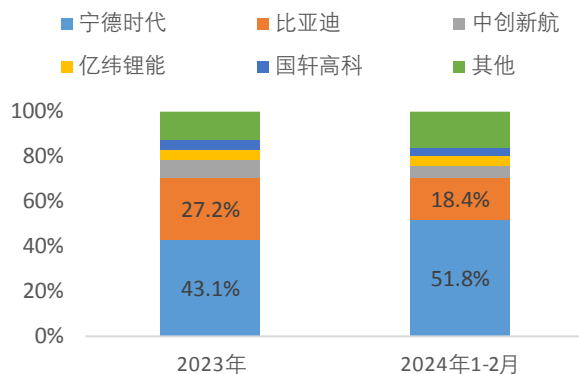
- ✓ **动力电池：**根据 SNE 数据，2023 年宁德时代在全球动力电池市场占比约 37%，其次是比亚迪 16%、LG 新能源 14%、松下 6%。国内市场，根据中国汽车动力电池产业创新联盟数据，2023 年宁德时代装机占比 43%，其次是比亚迪 27%。
- ✓ **CPU：**根据 Statista 数据，英特尔市占率在 60-80%波动，近些年在 60%左右。

图 7：2023 年全球动力电池装机占比 (%)



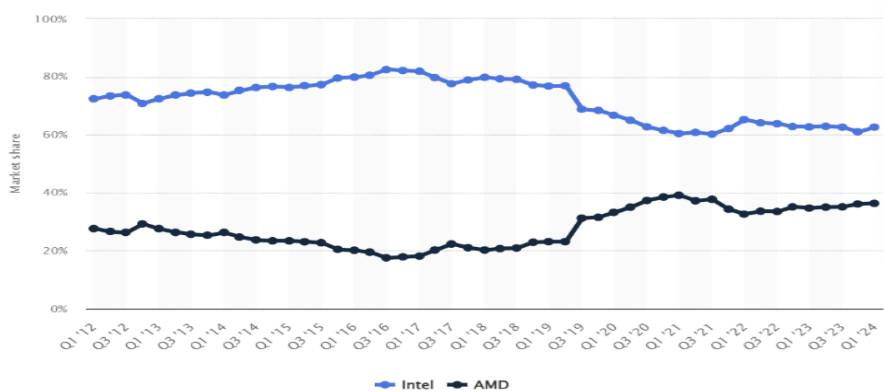
资料来源：SNE、维科网锂电公众号、天风证券研究所

图 8：2023 年、2024 年 1-2 月国内动力电池装机占比 (%)



资料来源：中国汽车动力电池产业创新联盟公众号、天风证券研究所

图 9：全球 CPU 季度市占率



资料来源：Statista 官网、天风证券研究所

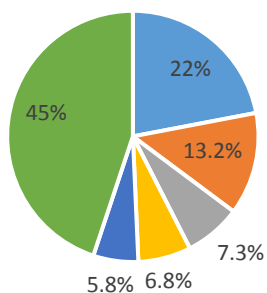
2) 从下游看：笔记本电脑集中度明显高于新能源汽车。

- ✓ **新能源车：**根据 CleanTechnica 数据，2023 年全球新能源汽车 CR3 占比 40%+，CR5 占比 55%。
- ✓ **笔记本电脑：**根据艾思博市场研究数据，2020 年全球笔记本电脑 CR3 占比 64%，CR5 占比 78.5%。

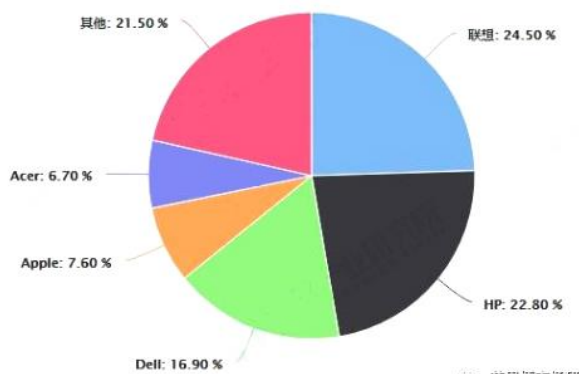
图 10：全球 2023 年全球新能源车销量占比 (%)

图 11：2020 年全球笔记本电脑格局

■ 比亚迪 ■ 特斯拉 ■ 大众 ■ 吉利-沃尔沃 ■ SAIC ■ 其他



资料来源：CleanTechnica 官网、天风证券研究所



资料来源：艾思博市场研究公众号、天风证券研究所

从产业链利润分配看，英特尔和下游利润差高于宁德和下游利润差。

- ✓ **英特尔**：所在产业链分为上游芯片设计制造，中游产品设计组装，下游代理销售，英特尔处于地位最强势的上游，其净利润率在 20%左右，而中下游联想等企业多处于微利中。
- ✓ **宁德时代**：所在产业链分为上游原材料、中游动力电池，下游整车厂，宁德处于动力电池制造环节，其净利率在 10%出头，下游整车厂优秀的如特斯拉在 15%、理想净利率在 10%左右，其他许多车企处于低盈利甚至亏损中。





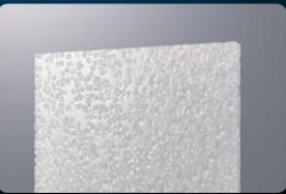
我们通过要素品牌战略需满足要素分析和英伟达对标研究，发现：

- 1) 从产品角度出发，动力电池能满足差异化、要素可感知、终端产品有价值、产品复杂这几个要素，症结点在产业链下游支持、价值性（对下游重要性）。
- 2) 对比研究发现，宁德在产业链地位弱于英特尔，但是宁德的下游整车厂集中度也低于电脑厂商；在价值性上，动力电池之于电动车重要性弱于 CPU 之于电脑，原因在于电动车不仅仅考验电池性能，未来还考验智能化能力。

3.2. 当下是否是切入 INSIDE 模式的好时机？

从产品角度看，快充的神行电池可让消费者直观感受到电池性能差异，是打造 CATL INSIDE 模式的重要突破口。纯电的痛点是快充，快充的核心在电池，而实际上消费者无法直接感知电池的差异，这跟当时 Intel 产品升级遇到情况类似。神行电池是全球首款磷酸铁锂 4C 超充电电池，是宁德为普通消费者设计的超充电电池，实现充电 10min，续航 400Km。主要参数：1) 全温域快充，-10℃实现 30 分钟内充电 80%。2) 700Km 超长续航，低温亏电下零百加速性能不减。目前神行电池配套的客户有阿维塔、哪吒、奇瑞、北汽、广汽。

图 12：宁德时代神行电池超快充技术

<p>超电子网正极技术</p> <p>搭建四通八达的超电子网上演电流传导的“速度与激情”</p> 	<p>石墨快离子环技术</p> <p>增加锂离子嵌入通道并缩短嵌入距离为离子传导搭建高速路</p> 
<p>超高导电液配方</p> <p>有效降低电解液粘度增强锂离子脱溶剂化能力为锂离子松绑，提升电导率</p> 	<p>超薄SEI膜</p> <p>能有效降低阻力使锂离子的穿透“纵享丝滑”</p> 
<p>高孔隙率隔离膜</p> <p>改善隔离膜高孔隙率低迂曲度孔道锂离子液相传输速率实现飞一样的充电速度</p> 	

资料来源：CATL 宁德时代公众号、天风证券研究所

从产业链角度看，电车渗透率达 40%+ 下游进入收官战，故我们认为此时是占领消费者心智最佳时机。一方面，目前国内电动车渗透率在 40% 左右，行业发展从起步期走向二次成长期，消费者对电动车有了一定认知，行业基数也足够大了；另一方面，下游整车厂格局之争进入收官战，格局上电池好于下游，故我们认为此时是宁德占领消费者心智的最佳时机。

3.3. 如何切入，以占领消费者心智？

23 年宁德推出神行电池，并在机场等人流密集点投放广告。宁德时代已经开始在全国各大机场候机厅、网约车集结点等人群密集点，针对普通消费者投放宁德时代神行超充电池广告。

图 13：北京首都国际机场神行电池广告



资料来源：华君传媒集团公众号、天风证券研究所

图 14：上海虹桥国际机场神行电池广告



资料来源：华君传媒集团公众号、天风证券研究所

“CATL Inside” 标识亮相东风集团豪华电动乘用车和商用车。根据宁德时代公众号：

- ✓ **乘用车**：2024 年 1 月 3 日，东风集团旗下猛士科技与宁德签署战略合作协议。根据协议，宁德将作为猛士科技动力电池的首选合作伙伴，全力支持其整车开发及生产。双方还将在新型电池产品开发、神行超充电池应用、科技创新项目、市场推广等多个维度展开紧密合作。后续上市的猛士 917 车身上也将印有“CATL Inside”，这也是首个印有此标识的百万级电动豪车。
- ✓ **商用车**：2024 年 2 月 27 日，中国龙工控股与宁德签署战略合作协议。根据协议，中国龙工控股将宁德时代作为工程机械动力电池的首选合作伙伴。战略合作协议签约仪式

式后，龙工在现场发布了粘贴有“宁德时代 inside”标识的龙年新款电动装载机产品——龙年新品电动装载机，该机搭载由宁德时代专为工程机械行业开发的新一代动力电池产品。

图 15：粘贴有“宁德时代 inside”标识的龙年新款电动装载机产品



资料来源：CATL 宁德时代公众号、天风证券研究所

4. 投资建议

CATL Inside 模式一旦成功，有望重塑整个动力电池产业链价值，同时也是对龙头公司宁德时代重新定价的关键，是无差异的周期性化工品，还是具备品牌价值和高技术壁垒的高端制造工业品？

通过复盘和类比 INTEL INSIDE 模式，我们发现宁德和英特尔相同点在于 1）产品进步得不到市场认可；2）所经营产品具备消费者可感知的差异性、且对终端产品重要性较强。不同点在于电池对于电车的重要性弱于芯片对于电脑，以及电池产业链集中度低于芯片（但好在下游整车集中度也低于电脑）。

基于对宁德当前产品和产业链发展周期分析，我们认为当前是宁德发展 CATL INSIDE 模式的好时机，原因在于 1）国内电车渗透率达 40%（基数够大，消费者有感知基础了）；2）整车竞争进入收官战，电池格局明显好于整车，宁德有能力实施 INSIDE 模式。从产品看，神行快充电池是重要突破口。

从目前措施上看，可看到宁德给电池打广告等。我们认为未来或可看到宁德采用类似英特尔的营销费用返利模式。从细分市场看，考虑到一般中高端车型消费者更看重性能，愿意支付产品溢价，我们认为宁德在中高端车型实现 CATL INSIDE 成功概率更大。

虽然 INSIDE 模式刚起步，但我们认为近两年是占领消费者心智的最佳时间，后续值得期待的是量变可能产生的质变。我们预计公司 24-26 年实现归母净利润 450、550、668 亿元，看好 CATL Inside 模式，维持“买入”评级。

5. 风险提示

CATL Inside 模式推进不及预期：公司能否成功推销 Inside 模式存在不确定性，若未成功，将影响我们对公司商业模式和估值的判断。

电动车销量不及预期：公司业绩增长以来电动车需求，若需求不及预期，将影响我们对未来利润的预期。

竞争格局变化超预期：我们对公司能否推进 CATL Inside 考虑了公司所在市场竞争格局，

若竞争格局变化超预期，将影响我们的判断。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	191,043.41	264,306.51	327,662.09	384,594.97	427,554.50	营业收入	328,593.99	400,917.04	486,031.73	574,102.44	662,514.22
应收票据及应收账款	61,492.60	65,772.26	74,636.91	84,835.99	136,664.60	营业成本	262,049.61	309,070.43	376,869.01	445,962.78	516,893.59
预付账款	15,843.28	6,962.87	9,786.86	14,988.85	13,727.46	营业税金及附加	907.48	1,695.51	1,555.30	1,951.95	2,053.79
存货	76,668.90	45,433.89	69,720.53	78,933.73	107,722.29	销售费用	11,099.40	17,954.44	20,413.33	23,997.48	26,633.07
其他	42,511.80	67,078.50	76,973.98	76,915.60	95,175.14	管理费用	6,978.67	8,461.82	10,789.90	12,630.25	13,912.80
流动资产合计	387,559.99	449,554.04	558,780.36	640,269.14	780,843.98	研发费用	15,510.45	18,356.11	25,273.65	28,992.17	31,933.19
长期股权投资	17,595.21	50,027.69	65,099.23	83,149.30	105,000.67	财务费用	(2,799.99)	(4,927.70)	(2,900.00)	(4,000.00)	(5,400.00)
固定资产	89,070.83	115,387.96	121,900.16	130,067.92	132,525.75	资产/信用减值损失	(3,973.17)	(6,107.97)	(3,550.00)	(3,150.00)	(3,100.00)
在建工程	35,397.65	25,011.91	31,432.43	31,577.18	30,303.69	公允价值变动收益	400.24	46.27	0.00	0.00	0.00
无形资产	9,539.96	15,675.88	19,431.02	23,734.57	27,820.76	投资净收益	2,514.54	3,189.20	4,000.00	5,000.00	6,000.00
其他	61,613.84	61,276.60	41,459.86	26,269.81	2,054.68	其他	(915.23)	(539.38)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	213,217.49	267,380.04	279,322.70	294,798.78	297,705.55	营业利润	36,821.98	53,718.30	54,480.54	66,417.81	79,387.78
资产总计	600,952.35	717,168.04	838,103.07	935,067.92	1,078,549.52	营业外收入	159.43	503.68	200.30	197.40	197.50
短期借款	14,415.40	15,181.01	16,549.01	13,586.01	17,284.01	营业外支出	308.55	307.92	308.24	309.72	6.54
应付票据及应付账款	220,764.44	194,553.71	311,874.48	357,069.69	446,987.02	利润总额	36,672.86	53,914.05	54,372.60	66,305.49	79,578.74
其他	38,136.79	53,283.99	97,934.40	91,496.20	108,707.06	所得税	3,215.71	7,153.02	4,893.53	5,834.88	6,366.30
流动负债合计	273,316.63	263,018.72	426,357.90	462,151.90	572,978.09	净利润	33,457.14	46,761.03	49,479.07	60,470.60	73,212.44
长期借款	59,099.36	83,448.98	71,358.98	75,314.98	46,694.98	少数股东损益	2,727.98	2,639.79	4,453.12	5,442.35	6,442.69
应付债券	19,177.89	19,237.01	18,089.99	18,834.96	18,720.65	归属于母公司净利润	30,729.16	44,121.25	45,025.95	55,028.25	66,769.74
其他	50,004.52	107,597.83	61,776.02	73,126.12	80,833.32	每股收益(元)	6.99	10.03	10.24	12.51	15.18
非流动负债合计	128,281.77	210,283.82	151,224.99	167,276.07	146,248.96						
负债合计	424,043.19	497,284.89	577,582.89	629,427.97	719,227.05	主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	12,427.91	22,175.10	25,457.04	29,506.70	34,272.36	成长能力					
股本	2,442.51	4,399.04	4,399.04	4,399.04	4,399.04	营业收入	152.07%	22.01%	21.23%	18.12%	15.40%
资本公积	88,904.37	87,907.21	87,907.21	87,907.21	87,907.21	营业利润	85.75%	45.89%	1.42%	21.91%	19.53%
留存收益	64,457.06	105,437.19	138,621.32	179,567.84	228,957.42	归属于母公司净利润	92.89%	43.58%	2.05%	22.21%	21.34%
其他	8,677.31	(35.39)	4,135.57	4,259.16	3,786.44	获利能力					
股东权益合计	176,909.16	219,883.15	260,520.18	305,639.95	359,322.47	毛利率	20.25%	22.91%	22.46%	22.32%	21.98%
负债和股东权益总计	600,952.35	717,168.04	838,103.07	935,067.92	1,078,549.52	净利率	9.35%	11.01%	9.26%	9.59%	10.08%
						ROE	18.68%	22.32%	19.15%	19.93%	20.54%
						ROIC	222.84%	188.11%	236.83%	-558.76%	-297.65%
						偿债能力					
						资产负债率	70.56%	69.34%	68.92%	67.31%	66.68%
						净负债率	-51.51%	-63.41%	-82.40%	-88.21%	-94.00%
						流动比率	1.31	1.57	1.31	1.39	1.36
						速动比率	1.05	1.41	1.15	1.21	1.17
						营运能力					
						应收账款周转率	7.58	6.30	6.92	7.20	5.98
						存货周转率	5.62	6.57	8.44	7.72	7.10
						总资产周转率	0.72	0.61	0.63	0.65	0.66
						每股指标(元)					
						每股收益	6.99	10.03	10.24	12.51	15.18
						每股经营现金流	13.91	21.10	27.29	23.18	25.32
						每股净资产	37.39	44.94	53.44	62.77	73.89
						估值比率					
						市盈率	27.57	19.20	18.82	15.40	12.69
						市净率	5.15	4.29	3.60	3.07	2.61
						EV/EBITDA	12.50	5.73	7.15	5.69	4.45
						EV/EBIT	15.36	7.42	10.35	8.04	6.11

现金流量表(百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	33,457.14	46,761.03	45,025.95	55,028.25	66,769.74
折旧摊销	13,091.16	22,528.39	26,040.74	28,067.69	29,889.35
财务费用	969.75	3,013.73	(2,900.00)	(4,000.00)	(5,400.00)
投资损失	(3,044.94)	(3,825.93)	(4,000.00)	(5,000.00)	(6,000.00)
营运资金变动	8,639.47	70,814.03	51,439.95	22,437.46	19,698.16
其它	8,096.26	(46,465.14)	4,453.12	5,442.35	6,442.69
经营活动现金流	61,208.84	92,826.12	120,059.75	101,975.75	111,399.96
资本支出	53,995.97	18,339.42	88,550.40	29,333.65	27,452.68
长期投资	6,646.17	32,432.49	15,071.54	18,050.07	21,851.36
其他	(124,781.98)	(79,959.67)	(142,514.45)	(83,073.82)	(78,405.05)
投资活动现金流	(64,139.84)	(29,187.76)	(38,892.51)	(35,690.11)	(29,101.01)
债权融资	49,079.14	29,878.71	(8,969.63)	5,998.08	(19,809.51)
股权融资	43,016.91	(7,753.34)	(8,842.03)	(15,350.83)	(19,529.92)
其他	(9,829.62)	(7,409.01)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	82,266.43	14,716.36	(17,811.67)	(9,352.76)	(39,339.43)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	79,335.43	78,354.72	63,355.57	56,932.89	42,959.52

资料来源:公司公告,天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com