



宁德时代 (300750.SZ)

买入 (维持评级)

公司深度研究
证券研究报告

从现金流视角看锂电龙头

投资逻辑：

为什么从现金流视角给公司定价？公司处在高速成长期，经营现金流逐年提升，23年达到了18年8倍的水平，仍保持高速增长；在行业高增长情况下，市场对公司的估值定价容易受到边际变化的影响而出现大幅波动，较难反映远期真实价值水平。我们从现金流角度重新审视公司悲观假设下底部市值，让投资者更清晰判断龙头公司的价值底部区间，多种情景假设下公司远期现金流折现及终值现值的估值中枢远高于当前市值，从远期价值角度，呈现显著低估状态。

基于稳健息前税后利润，公司现金流实现穿越周期的正向循环，DCF 估值中枢远高于当前：

- 成本技术壁垒高墙深厚，息前税后利润稳健增长。**当前电池面临激烈竞争，20-23年动力电池厂商数量缩减近30%，行业面对大幅淘汰态势下公司连续十年蝉联全球龙头，份额逐年提升，主要得益于深厚成本护城河及技术护城河，产品向出海及高端化发展，与行业份额、价差均拉大，息前税后利润保持长期稳健增长。
- 无虞行业周期变化，现金流实现正向循环。**公司自由现金流及货币现金分别351/2643亿元（23A），呈现逐年增长态势，同时 ROE 远超同行。基于稳健息前税后利润，公司现金流保持穿越周期的正向循环能力，行业景气下行时，公司维持合理产能利用率，资本开支大幅缩减以支撑现金流；行业加速扩张时，公司产业链议价权提升，非现金营运资本变动为负值增厚现金流。

极端零增长情景下公司仍处在绝对底部。我们与市场对于公司即将步入量利下行的悲观盈利预期有所分歧，近年来受到出海及新技术驱动，公司与二三线成本差、价格差均拉大，同时毛利差保持，盈利结构呈现积极向上态势。然而极端假设条件下，公司远期现金流折现以及终值的现值在 1.1 万亿元以上。公司市值处在绝对底部。

盈利预测、估值和评级

公司连续十年蝉联全球动力及储能电池龙头，长期高强度研发和产业链整合带来极强的护城河，即使悲观假设行业增速大幅放缓，当前市值存在严重低估。而我们认为，电池所处动力及储能赛道目前处于高速发展初期，公司是稀缺的研发领先的高成长标的。24-26 年，预计公司利润 470/542/623 亿元，YoY+6.5%/15.4%/15.0%，对应 24、25 年 PE 分别 18/16X，维持“买入”评级。

风险提示

需求不及预期，原材料价格波动，新技术商业化不及预期等。

国金证券研究所

分析师：陈传红 (执业 S1130522030001)

chenchuanhong@gjzq.com.cn

分析师：苏晨 (执业 S1130522010001)

suchen@gjzq.com.cn

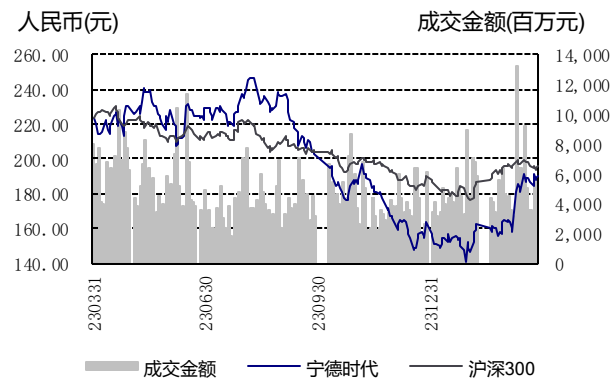
联系人：胡媛媛

huyuan yuan@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：190.16 元

相关报告：

- 《宁德时代公司点评：业绩高增长，分红超预期》，2024.3.18
- 《宁德时代公司点评：业绩同比高增，盈利保持韧性》，2024.1.31
- 《宁德时代公司点评：业绩符合预期，新技术放量在即，构筑差异化竞...》，2023.10.20



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	328,594	400,917	440,654	506,655	582,519
营业收入增长率	152.07%	22.01%	9.91%	14.98%	14.97%
归母净利润(百万元)	30,729	44,121	46,992	54,204	62,316
归母净利润增长率	92.89%	43.58%	6.51%	15.35%	14.97%
摊薄每股收益(元)	12.581	10.030	10.682	12.322	14.166
每股经营性现金流净额	25.06	21.10	15.79	22.44	24.79
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.68%	22.32%	20.76%	20.94%	21.04%
P/E	31.27	16.28	18.22	15.79	13.74
P/B	5.84	3.63	3.78	3.31	2.89

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、为什么从 DCF 视角给公司定价？	4
二、行业总量分析：仍处于高速成长赛道初期	4
2.1 汽车总量：2023 年增长势头强劲	4
2.2 电动车总量：全球车企及各国目标确立，智能浪潮驱动电动化普及	5
2.3 储能总量：新能源推动高速发展，规模有望快速突破 TWh	6
三、行业格局分析：竞争加速格局分化，海外仍有提升潜力	7
3.1 动力电池格局：行业格局分化，产能积极出海	7
3.2 储能电池格局：技术相融互补，盈利分化显著	10
四、公司盈利分析：底部、中性、乐观假设下盈利探讨	11
4.1 电池成本分析情景假设	11
4.2 电池成本结构拆分：原材料、直通率为核心	11
4.3 悲观情况下盈利预期：价格战竞争加剧	12
4.4 中性情况下盈利预期：行业中性竞争	13
4.5 乐观情况下盈利预期：海外及新技术溢价	13
五、DCF 估值模型拆解	14
5.1 模型情景汇总	14
5.2 FCF、WACC 测算	14
5.3 公司 DCF 估值	18
六、公司财报分析	19
七、历史业绩&盈利预测	20
八、投资建议	22
九、风险提示	23

图表目录

图表 1：分情景假设	4
图表 2：公司仍处于高速成长赛道初期	4
图表 3：公司现金流保持高速增长（万元）	4
图表 4：全球汽车销量（17-23A；万辆）	5
图表 5：全球汽车品牌电动化率目标（万台）	5
图表 6：各国汽车电动化率目标（万台）	6
图表 7：全球汽车销售总量及电动化率假设（万台）	6
图表 8：机构预测全球储能累计装机需求（23 年；GWh）	6
图表 9：全球及海外动力电池装机格局（22-23 年；GWh）	7
图表 10：全球新能源车企自研电池项目（23 年）	8
图表 11：欧、美针对中国电动车产业链出台法案或调查	9
图表 12：公司海外装机基本追平 LG（22-23 年；GWh）	10
图表 13：公司全球动力份额假设	10
图表 14：公司电池业务盈利不同情景下分析	11



图表 15: 锂电池成本结构 (1H22)	11
图表 16: 电池材料采购价格理论极限降本空间测算	12
图表 17: 公司及行业当前及理论三元电芯成本测算 (23 年、远期; 元/Wh)	12
图表 18: 中性预期下公司电池盈利 (元/Wh)	13
图表 19: 公司与二三线电池厂价差 (元/Wh)	14
图表 20: 公司与二三线电池厂成本、价格及毛利差	14
图表 21: 公司 DCF 模型情景汇总	14
图表 22: 公司资本密集度测算 (16-23 年; 亿元)	15
图表 23: 公司资本性支出与经营现金流净额比值 (16-23 年; 亿元)	15
图表 24: 公司资本密集度测算 (16-23 年; 亿元)	15
图表 25: 不同电池厂折旧会计准则 (23 年)	16
图表 26: 公司折旧与摊销结构 (16-1H23 年; 亿元)	16
图表 27: 公司非现金营运资本变化 (14A-23E; 亿元)	16
图表 28: 公司债权成本 R_d 测算 (24E)	17
图表 29: 公司 WACC 测算 (24E, 亿元)	17
图表 30: 公司 DCF 模型主要参数假设	18
图表 31: 公司悲观预期下 DCF 估值结果 (百万元)	19
图表 32: 公司质保金计提比例 (售后综合服务费/营业收入) 相对较高	19
图表 33: 公司真实发生售后综合服务费 (亿元)	20
图表 34: 锂电板块公司季度上下游资金占用能力评估 (1Q18-3Q23 年)	20
图表 35: 公司电池历史费用率对比 (1H23 年)	21
图表 36: 公司板块业绩拆分 (24-26E; GWh、亿元)	21
图表 37: 不同碳酸锂价格下三元、LFP 电池成本及盈利敏感性分析 (元/Wh)	22
图表 38: 锂电板块可比公司估值分析	23



一、为什么从 DCF 视角给公司定价？

得益于全球新能源市场的快速增长，公司步入高速发展期，经营现金流逐年提高，23 年达到了 18 年 8 倍的水平，仍保持高速增长。在行业高增长情况下，公司市值易受到边际变化而向下偏离，忽视公司远期真实的价值水平。我们从现金流角度重新审视公司估值，多种情景假设下，公司估值中枢远高于当前水平，为绝对低估。

本篇报告列举多种情景下公司所在行业增速、份额竞争、单位盈利等可能性，并从中选取悲观、中性、乐观三种代表情景做具体假设：1. 悲观假设下，远期全球电动化率为 70%，储能累计装机 2000GWh，动力及储能电池市场竞争加剧，以及海外市场禁入等，公司量增长受限、单价及单位盈利下滑；2. 中性假设下，假设远期全球电动化率 90%，储能装机 2500GWh，市场维持中性竞争等，公司量保持行业中性增速，价和利保持平稳下滑；3. 乐观假设下，假设远期全球电动化率 90%，储能装机 3000GWh，出海及新技术驱动公司量、价差、利差均提升。多种情景假设下公司远期现金流折现及终值现值的估值中枢远高于当前市值，从远期价值角度，呈现显著低估状态。

极端零增长情景下公司仍处在绝对底部。我们与市场对于公司即将步入量利下行的悲观盈利预期有所分歧，近年来受到出海及新技术驱动，公司与二三线成本差、价格差均拉大，同时毛利差保持，盈利结构呈现积极向上态势。然而此极端假设条件下，公司远期现金流折现以及终值的现值在 1.1 万亿元以上。公司市值处在底部。

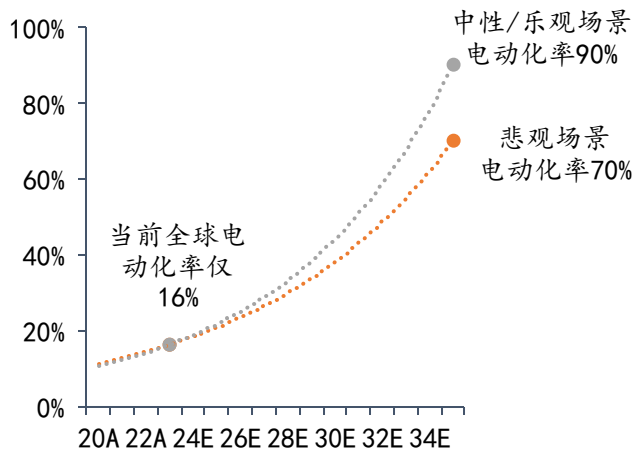
我们认为全球电动化率及储能装机快速提升、出海及新技术驱动公司盈利结构改善，符合乐观情景假设，综合考虑行业竞争、地缘政策等不确定性，我们测算中性预期下公司市值仍具备较大空间。

图表1：分情景假设

分情景假设	全球电动化率	公司动力份额	储能总量	公司储能份额	市场竞争
中性假设	90%	37%	2.5 TWh	30%	中性竞争
乐观假设	90%	50%	3.0 TWh	40%	出海、高端化
悲观假设	70%	26%	2.0 TWh	20%	价格战

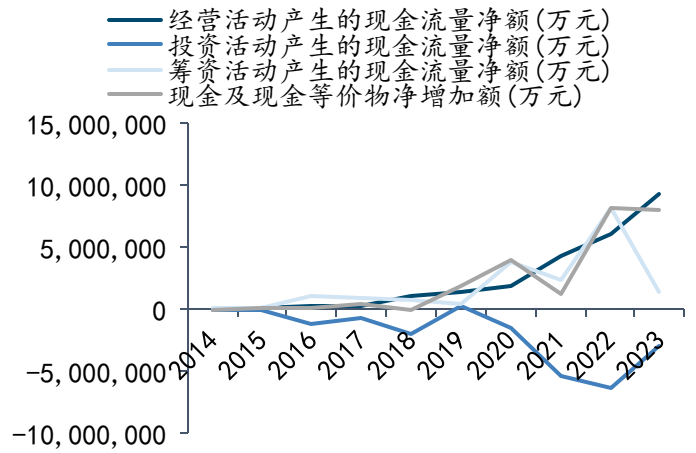
来源：国金证券研究所

图表2：公司仍处于高速增长赛道初期



来源：中汽数研、国金证券研究所

图表3：公司现金流保持高速增长 (万元)



来源：公司公告、国金证券研究所

二、行业总量分析：仍处于高速增长赛道初期

2.1 汽车总量：2023 年增长势头强劲

23 年伴随零部件供应限制缓解，制造商的生产逐渐正常化，全球汽车行业的情况不断好转，开启了自年中以来的强劲势头；23 年实现全球近 9000 万辆，YoY+9.7%。全球汽车销售量受到各国能源价格、经济发展等因素影响，全球汽车销售总量同比变动较大。



图表4: 全球汽车销量 (17-23A; 万辆)

	全球汽车销量	YOY
2017	9566	
2018	8600	-10.1%
2019	9027	5.0%
2020	7797	-13.6%
2021	8105	3.9%
2022	8205	1.2%
2023	9000	9.7%

来源: Jato Dynamic, OCIA, LMC 等, 国金证券研究所

2.2 电动车总量: 全球车企及各国目标确立, 智能浪潮驱动电动化普及

我们从多角度分析全球电动化驱动因素, 并对电动化率及电动车销量进行预测。

情景一: 全球汽车品牌电动化目标

根据汽车通讯社等, 其中丰田、通用、福特、本田、马自达等传统燃油车企均制定电动化转型目标, 大众、Stellantis、吉利、雷诺、长安等均在 70%以上电动化率目标, 其余新势力车企电动化率预计在 90%以上。当前除比亚迪、特斯拉等电动车品牌已 100%电动化, 23 年车企电动化率基本在 5%-15%。根据全球主要汽车品牌电动化率目标, 综合考虑统计车企部分仅规划地区电动化率目标 (非代表全球情况), 情景一假设远期全球电动化率为 70%-80%。

图表5: 全球汽车品牌电动化率目标 (万台)

全球车企集团	23A 销量 (万台)	23A 电动化率	35E 电动化率目标
丰田	1123	1.6%	100%
大众	923	9.6%	70%
现代起亚	730	7.4%	60%
Stellantis	639		70%
通用汽车	618		100%
福特汽车	441	4.2%	100%
本田	398	2.1%	100%
日产汽车	337	3.7%	55%
铃木汽车	307	0.1%	40%
比亚迪	302		100%
吉利控股	279	35.0%	90%
宝马	255	22.0%	50%
梅赛德斯-奔驰	249	16.0%	50%
雷诺	223	6.6%	90%
长安	195		70%
特斯拉	180	100.0%	100%
塔塔汽车	136		25%
马自达	124		100%
其他	1459		90%
合计	8918		80.9%

来源: 汽车未来科技 Lab, 汽车通讯社, marklines, 乘联会等, 国金证券研究所

注: 统计中部分车企仅规划部分地区电动化率目标, 非代表全球情况, 仅供测算假设参考

情景二: 各国汽车电动化规划目标

23 年全球实现电动化率 16.4%, 其中中国、美国、欧洲实现新能源车销量 950、295、423 万台, 电动化率分别 31.6%、18.9%、32.9%。根据各国电动化率目标统计, 如美国目标电动化率 50% (2030 年前), 欧洲、日本、墨西哥目标实现 100%电动化 (或无燃油机; 2035 年前), 中国、韩国预计实现 70%-80%电动化率, 其余国家目标在 40%-60%。根据各国电动化率目标, 情景二假设远期全球电动车渗透率为 70%。



图表6: 各国汽车电动化率目标 (万台)

	23 年汽车销量	23 年电动车销量	23 年电动化率	远期电动化率目标
中国*	3009	950	31.6%	70%
美国	1560	295	18.9%	50%
欧洲	1285	423	32.9%	100%
印度*	486			30%
日本	478			100%
东盟	337			50%
巴西	231	9	4.1%	30%
韩国	173	16	9.4%	80%
墨西哥	136			100%
其他*	1223			50%
全球汽车销量	8918	1461	16.4%	66%

来源: 电动车千人会、Kallanish、极智动力等, 国金证券研究所

注: 标*国家为相近年份电动化率目标或假设值

情景三: 智能化浪潮推动电动化

我们认为, 电动车普及将历经智能手机相似迭代路径, AI 本地模型加持下智能化突破电动化瓶颈, 真正拉开与油车质的差距, 同时为传统车企与新势力探寻可盈利的电动车业务模式及可持续竞争优势, 预计大幅加速电动化率渗透。

据产业链研判, 华为高级副总裁、ICT 战略与 Marketing 总裁彭松预测, 30 年通过 AI 大模型本地化实现应用级、网络级 L5 自动驾驶, 渗透率将超过 50%。蔚来创始人、董事长、CEO 李斌表示, 电动系自动驾驶最匹配智能驾驶路径, 延时更少、冗余更安全, 更容易软件控制, 同时预测 30 年中国智能电动汽车销量将达到 90%。情景三假设远期全球电动化率为 90%。

综上三种情景, 我们假设智能化浪潮驱动电动化趋势快速攀升, 远期全球电动化率有望突破 90%; 此外, 基于各国电动化率目标、全球汽车品牌规划, 电动化率有望实现 70%-80%。

图表7: 全球汽车销售总量及电动化率假设 (万台)

	远期汽车总量 (万台)	远期电动车总量 (万台)	远期电动化率	
情景一	全球汽车品牌规划	8603	6022-6882	70%-80%
情景二	各国电动化率目标	8603	6022	70%
情景三	智能化浪潮推动	8603	7743	90%

来源: 国金证券研究所假设

注: 全球汽车总销量假设为 17-23A 平均值 8603 万辆

2.3 储能总量: 新能源推动高速发展, 规模有望快速突破 TWh

研究机构 Bloomberg NEF 和标准认证机构 DNV 公司在 10 月分别发布了各自分析报告。两家公司预测, 随着可再生能源投资增长和激励政策推动储能部署需求以增加电网运营的灵活性需求, 全球的储能市场部署量将会激增。其中, Bloomberg NEF 发布的《2023 年下半年储能市场展望》报告中预测, 到 2030 年底, 全球累计部署的储能系统容量将达到 1.9TWh, 装机容量将达到 650GW。而 DNV 公司在其年度能源转型展望报告中预测, 到 2030 年, 仅锂离子电池储能系统的储能容量就将达到 1.6TWh。两家公司都认为在 2030 年年底之前就会突破 1TWh 大关。Lux Research 则预测到 2035 年, 全球储能累计装机规模预计达 3TWh。此外, 近期英伟达创始人黄仁勋和 OpenAI 创始人奥特曼均认为, 未来 AI 技术的发展将高度依赖于光伏和储能技术的进步。

根据主要机构预测数据及产业链研判, 我们分中性、乐观、悲观情景假设远期全球累计储能规模分别达 2.5、3.0、2.0TWh。

图表8: 机构预测全球储能累计装机需求 (23 年; GWh)

来源	全球储能装机需求预测
Bloomberg NEF	2030 年底全球累计储能装机容量 1877GWh
DNV	2030 年储能装机达 1600GWh, 2050 年达到 22000GWh



CATL 董事长、高工锂电
Wood Mackenzie
Lux Research

2030 年储能市场超过 1000GWh
2030 年累计装机接近 1000GWh 大关
2035 年累计装机规模达 3046GWh

来源：Wood Mackenzie、高工锂电等，国金证券研究所

三、行业格局分析：竞争加速格局分化，海外仍有提升潜力

3.1 动力电池格局：行业格局分化，产能积极出海

情景一：维持当前市场份额

23 年据 SNE 统计，国内电池厂宁德时代（36.8%）、比亚迪（15.8%）在全球、海外动力装机继续提升（公司海外份额提升明显，4.6pct），LG、松下、三星、SK 全球、海外市场份额均下滑；公司蝉联全球第一。

公司全球范围深度扩充车企长协，包括理想、阿维塔、广汽、长安、奇瑞、哪吒、北汽新能源、奇瑞、集度、深蓝、蔚来、Stellantis 集团、赛力斯等车企宣布与公司展开深入合作，特斯拉、宝马、戴姆勒、本田等车企巨头已与公司签署深度战略合作，长协多数覆盖至 2025-2030 年，对公司远期份额形成强有力保障。

海外市场，从项目定点看，公司 2026-2030 年的新一轮欧洲车企定点中拿到了更高的份额，预计持续支撑其市占率提升。

从国内分级别车型市场看，考虑到神行电池技术取得突破性成果，23 年公司与 A0 及 A00 市场客户开始签署长协议，远期预计有较大提升空间；我们认为，A、B 及 C 级别市场较 D 级别市场竞争壁垒低、占据市场份额最大，竞争最为激烈，二三线、自研电池主要盘踞，公司份额或一定程度承压；D 及其他高端市场对价格相对不敏感，23 年公司推出“宁德时代 Inside”打造品牌效应，预计在高端品牌市场继续维稳。

综上，考虑到公司 23 年全球份额仍坚挺，同时与全球范围车企长协多数覆盖至 2025-2030 年，在国内 A0、A00 市场仍有提升空间，以及在海外市场仍具备较大提升潜力，预计对国内潜在流失份额做出对冲，假设公司远期全球动力份额保持。

图表9：全球及海外动力电池装机格局（22-23 年；GWh）

全球市场	装机量 (GWh)			市占率		
	22 年	23 年	YoY	22 年	23 年	
宁德时代	184.4	259.7	40.8%	36.2%	36.8%	宁德时代、比亚迪持续提升全球动力装机份额，竞争力可见一斑；LG、松下、三星、SK 份额下滑
比亚迪	70.5	111.4	58.0%	13.8%	15.8%	
LG	71.6	95.8	33.8%	14.1%	13.6%	
松下	35.6	44.9	26.1%	7.0%	6.4%	
SK On	30.1	34.4	14.3%	5.9%	4.9%	
中创新航	18.5	33.4	80.5%	3.6%	4.7%	
三星 SDI	23.9	32.6	36.4%	4.7%	4.6%	
国轩高科	13.9	17.1	23.0%	2.7%	2.4%	
亿纬锂能	7	16.2	131.4%	1.4%	2.3%	
欣旺达	9.1	10.5	15.4%	1.8%	1.5%	
海外市场	装机量 (GWh)			市占率		除去中国市场，公司海外份额提升 4.6pct (LG 下滑 2.2pct)，几乎追平 LG；此外，比亚迪份额提升 1.5pct，LG、松下、三星、SK 份额下滑
	22 年	23 年	YoY	22 年	23 年	
LG	66.7	88.6	32.8%	29.9%	27.7%	
宁德时代	50.9	87.6	72.1%	22.8%	27.4%	
松下	35.2	44.6	26.7%	15.8%	14.0%	
SK On	29.8	34.1	14.4%	13.4%	10.7%	
三星 SDI	23.6	32.4	37.3%	10.6%	10.1%	
比亚迪	1.4	6.8	385.7%	0.6%	2.1%	
Farasis	2.0	5.2	160.0%	0.9%	1.6%	
PPES	1.8	4.7	161.1%	0.8%	1.5%	
AESC	4.2	3.6	-14.3%	1.9%	1.1%	



PEVE | 2.0 | 2.8 | 40.0% | 0.9% | 0.9%

来源：SNE Research, 国金证券研究所

情景二：主机厂自研电池竞争

根据麦肯锡估算，汽车生产规模达 50 万辆、电池生产规模达 15GWh 以上，自研电池才具备成本优势。我们认为，比亚迪、特斯拉具备需求规模优势、电池量产能力构成第一梯队，自研电池预计形成规模替代；大众、吉利、长安、上汽、广汽等汽车生产规模符合自研电池盈亏线门槛，目前受制于量产经验，预计 24-25 年后逐步小规模替代；其他主机厂汽车规模未达到自研电池门槛，中期维度规模自供应较难。

根据比亚迪、特斯拉、大众、吉利、长安、上汽五菱、广汽规划，预计形成产能 700、150、240、250、65、36GWh，合计 1441GWh，其中公司 23 年份额分别 0%、25%、25%、68%、65%、9%、32%；考虑各车企目标电动化率，假设单车带电量 70kWh，对应远期替代出货分别 0、0（特斯拉自研电池为三元，公司供应 LFP）、44（仅考虑上汽大众、一汽大众国内销量）、93、65、7、36GWh，合计 253GWh，对应公司远期潜在动力丢失份额约 5.3%。

图表10：全球新能源车企自研电池项目（23年）

	车企	自研电池	技术路径	配套车型	规划产能
自研电池拥有市场竞争优势，电池需求规模达 100GWh，对应约 150 万辆新能源车	比亚迪	弗迪电池	铁锂刀片	全系	700GWh
	特斯拉	4680	大圆柱	Cyber-truck、Model Y	150GWh
自研电池达到良好的运转状态，电池需求规模达 40GWh，对应约 60 万辆新能源车	大众	PowerCo			240GWh
	吉利汽车	耀宁、威睿、衡远新能源			200-300GWh
自研电池达到盈亏平衡线，电池需求规模达 25GWh，对应约 35 万辆新能源车	长安	金钟罩		长安启源、深蓝汽车	50-80GWh
	上汽通用五菱	神炼、赛克瑞浦			20GWh
	广汽埃安	因湃电池	LFP	AION V Plus	36GWh
	长城	蜂巢能源			200GWh
	小鹏	鹏博			
	蔚来汽车	固态电池			40GWh
	宝马				
	吉利极氪	金砖	LFP 超充	极氪 007	24GWh

来源：乘联会、中国经济网、吉利汽车官网、广汽集团官网等，国金证券研究所

注 1：吉利规划自研电池产能 200-300GWh，对应 300-450 万辆电动车；考虑到当前吉利总汽车销量 279 万辆，按照规划目标 70%电动化率测算电动车销量在 195 万辆，假设单车带电量为 70kWh 对应电池需求 137GWh，按照当前份额估算公司损失 93GWh；其他车企对应远期替代出货测算同；

注 2：根据车企平均电动化率目标 80%、总量 8603 万辆以及单车带电量 70kWh 测算，上述车企自研电池预计造成 253GWh 潜在份额流失，对应约 5.3%（与 37%持平假设对比）

情景三：二三线电池厂竞争

23 年，国内除公司、比亚迪外，中创新航、亿纬锂能在全全球动力装机继续提升，出货分别 33.4、16.2GWh，市占率分别 4.7%、2.3%。

近年来，二三线基于上市、价格战压力积极争夺份额，在 A、B 及 C 级别市场竞争最为激烈，如蔚来、理想、特斯拉等传统公司大客户面临份额丢失。然而，远期趋势看，较长时间盈利困难导致二三线扩产阻力加大，限制其整体规模再扩张。

我们认为，二三线电池厂较公司、车企自研电池竞争无明显优势，短期基于上市及价格战压力存在低价竞争对市场造成一定扰动，但同时或伴随二三线电池厂关停倒闭。通过神行电池与国内 A0 及 A00 客户开始合作长协，预计公司短期价格战丢失份额将通过低价位车型及远期或吞并倒闭电池厂份额弥补。

综上，假设公司远期不受到二三线威胁。

情景四：美国、欧洲本土保护法案



国内电动车产业链发展势头迅猛，22-23 年欧美等部分地区相继出台本土保护政策，针对电动车产业链及关键矿产组件等提出本土化生产要求。

政策对国内企业赴美建厂仍保留空间，如国内 G、B 等车企品牌计划在墨西哥、韩国建厂，就当前自由贸易协定看，美国或很难完全将墨西哥、韩国生产的电动车阻挡在国门外。同时，就原材料看，美国 IRA 法案于 23 年 12 月更新 FEOC 定义，中国政府拥有或控制权在 25% 以下的子公司，或与其他非 FEOC 企业的合资公司不被定义为 FEOC，仍能享受在美补贴。

根据上述分析，考虑到当前美国两党对华电动车制裁态度较坚决，极端情况下我们假设剔除公司在美国市场份额；公司 23 年 1-4 月在美市场份额为 17.6%，综合考虑美国市场预期 50% 电动化率、70kWh 带电量等，假设公司在美份额维持不变，若剔除远期美国市场全部分额对应潜在流失份额约 6.1%。同时，考虑到欧洲当前出台法案未明确限制中国企业、多数为倡议，且 23 年公司欧洲建厂、客户新定点项目拓展顺利，假设远期欧洲市场份额不受影响。

图表11：欧、美针对中国电动车产业链出台法案或调查

国家	法案/调查	日期	内容
美国	IRA	2023 年 12 月	美国能源部发布“敏感外国实体（FEOC）”的解释指南；从 2024 年起，符合税收抵免的电动车不得包含任何由 FEOC 制造或组装的电池组件，且从 2025 年开始，符合税收抵免的电动车不得包含任何由 FEOC 提取、加工或回收的关键矿物。
美国	IRA	2023 年 3 月	美国财政部、国税局发布 IRA 关键矿物比例和电池材料比例的具体指引。对于矿物需满足在北美回收或同盟国加工，价值比例 23-27 年分别 40%/50%/60%/70%/80%。组件需在北美制造或组装，23-27 年分别 50%/60%/70%/80%/90%/100%。
欧盟	反补贴调查	2023 年 10 月	欧委会开启对华电动车反补贴调查程序，包括 9 座及以下单/多电机的 BEV
欧盟	关键原材料法案	2023 年 3 月	至 30 年，锂、钴、镍、锰、天然石墨、永磁体等开采能力/中间加工/回收分别满足每年 10%/40%/15% 的消耗，同时任一加工阶段单一第三国的进口比例不超过 65%
欧盟	净零工业法案	2023 年 3 月	至 30 年，提议光伏风电锂电及储能等清洁能源本土化产能覆盖 40% 需求，并倡议锂电池本土化产能达 550GWh，覆盖 90% 需求。

来源：美国国会官网、美国财政部官网、《净零工业法案》、欧盟委员会、《关键原材料法案》、《通胀削减法案》、国金证券研究所

情景五：海外市场顺利开拓

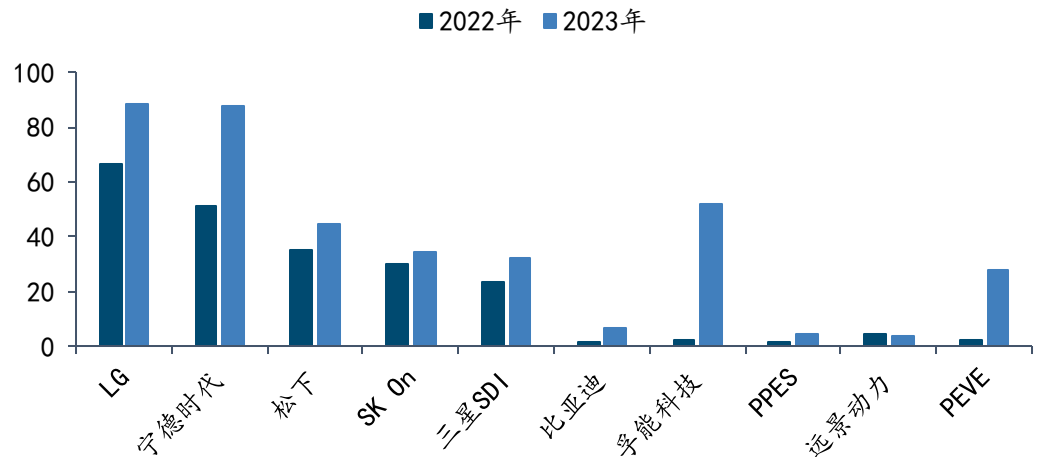
23 年，公司海外市场份额已追平 LG 达 27.4%，市占率提升 4.6pct，LG 下滑 2.2pct。根据公司 3Q23 电话会，公司报告期内连续获得多个欧、美系车企如通用、大众、Stellantis、宝马、奔驰、特斯拉等的大额订单，同时在 26-30E 的新一轮欧洲车企定点中拿到了更高的份额。

除了在美欧地区的领先优势外，公司与丰田、现代、本田等日韩头部车企的合作也在加深。据澎湃新闻，丰田将在 26-27 年的纯电动车中引入 LFP 电池，现代将公司的 CTP 技术引入韩国销售。此外，公司在东亚、东南亚的市占率也已经遥遥领先；东南亚等地区的造车新势力品牌如越南车企 VinFast、泰国车企 Arun Plus，均达成了合作意向。

综合考虑公司海外项目定点充足、海外电池厂成本远高于公司同时无明显技术优势，而海外专利、技术壁垒较高，国内仅少数二三线符合要求；假设公司远期全球市占率水平与 23 年国内持平，44.6%。



图表12: 公司海外装机基本追平 LG (22-23 年; GWh)



来源: SNE Research、国金证券研究所

情景六: 下一代电池技术

电池技术推陈出新, 传统液态电池体系存在能量密度上限、材料体系固化、本征安全性缺陷等限制条件, 固态电池、锂空电池等下一代电池技术亟待推出。新技术诞生初期成本较高, 对电池厂商的产能规模和成本控制能力都有较高要求。公司具备数倍于同行规模、管理、研发优势有望在产业发展初期抢占先机, 实现市场份额的进一步跃升。

综上六种情景, 悲观情况下假设主机厂自研电池全部落地, 预计对公司造成接近 5.3pct 的份额挤兑; 此外, 假设美国持续对华锂电产业链制裁, 极端情况下剔除在美所有份额预计造成 6.1pct 的流失。中性情况下, 考虑到公司 23 年全球份额仍坚挺, 与全球范围车企长协多数覆盖至 25-30 年, 在国内 A0-A00 市场、海外欧美及新兴市场仍具备较大提升潜力, 全球份额有望维持、或提升 8pct。乐观情况下, 液态电池向下一代电池技术迭代, 公司凭借数倍于同行业规模、管理、研发能力有望抢占先机, 实现份额进一步跃升。本篇报告对悲观、中性、乐观情况进行假设, 测算公司远期动力份额分别 26%、37%、50% 情景下公司估值。

图表13: 公司全球动力份额假设

情景	描述	远期潜在份额威胁	公司远期动力份额
情景一	保持当前水平	-	37%
情景二	主机厂自研电池	下滑 5.3pct	32%
情景三	二三线竞争	-	37%
情景四	海外本土保护法案	下滑 6.1pct	31%
情景五	海外市场开拓顺利	提升 7.8pct	45%
情景六	下一代电池技术	提升	50%-60%
最悲观假设	情景二+情景四	下滑 11.4pct	26%
最乐观假设	情景五+情景六	提升	50%-60%以上

来源: 国金证券研究所

3.2 储能电池格局: 技术相融互补, 盈利分化显著

23 年, 宁德时代储能电池系统销量 69GWh, 同比增长 46.81%。根据 SNE Research 统计, 2023 年全球储能电池出货量 185GWh, 同比增长 53%。2023 年公司全球储能电池出货量市占率为 40%, 连续 3 年排名全球第一。

从定点份额上看, 23 年公司获国内外定点超 100GWh, 国内亿纬、蜂巢、比亚迪、瑞浦、海辰分别获得 20、20、10、20、40GWh 以上订单, 公司保持龙头地位。

从行业扩产及盈利看, 23 年行业产能过剩情况下, 据 GGII, 仍有超 2.8TWh 储能电池及系统扩产项目, 新入局玩家超 7 万。行业盈利呈现马太效应, 公司、比亚迪、亿纬、海辰等头部企业产能规划领先持续规模效益, 反观其他电池厂承接订单不足呈现大幅亏损。

从海外影响力看, 公司、比亚迪、瑞浦、南都等开拓海外市场, 填补三星、LG 等日韩电



池厂产能不足造成的市场空缺。

再从新技术分流影响看，23年，已投运新型储能结构中，锂电池仍为绝对主导，随后为压缩空气、铅炭、液流，及其他电池。远期看，钠离子仍有较大降本空间，同时制约锂价；液流电池本质安全、长寿命，在长时领域有望与锂、钠电池协同。

根据上述分析，考虑公司连续多年蝉联全球储能装机第一，市场份额稳定，同时20-23年斩获国内外定点远超同行电池厂；然而，公司同样面临二三线电池厂以及储能新技术分流风险。综上，我们分中性、乐观、悲观情景假设公司远期全球储能份额分别为30%、40%、20%。

四、公司盈利分析：底部、中性、乐观假设下盈利探讨

4.1 电池成本分析情景假设

我们分情景分析公司盈利，情景一假设悲观情况下行业竞争加剧，价格受到价格战影响呈现非正常联动或年降，我们测算极限原材料成本、公司底部电池成本，假设极端悲观情况下，公司底部盈利为与竞争对手电池极限成本差。

情景二假设行业面临中性竞争，行业价格随电池材料成本联动及正常年降。

情景三假设行业面临竞争下降，公司享有出海或新技术溢价，同时对材料议价权提升。

图表14：公司电池业务盈利不同情景下分析

	格局	价格趋势	成本趋势	盈利趋势
情景一	竞争加剧	价格战	正常下降	底部极限成本差
情景二	中性竞争	联动年降	正常下降	下降
情景三	竞争下降	海外及新技术溢价， 价格差扩大	产业链议价权提升， 成本差扩大	提升

来源：国金证券研究所假设

4.2 电池成本结构拆分：原材料、直通率为核心

电池厂成本差距主要体现在直通率、产能利用率、原材料单耗，以及原材料采购价格。

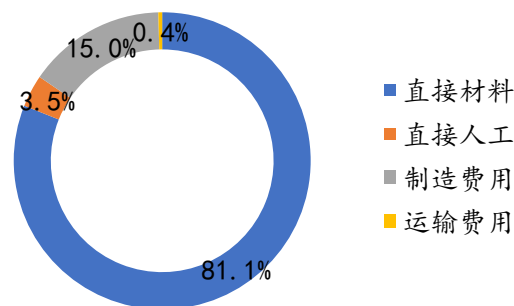
直通率：测算为公司一次投料实际产出/折算产出。直通率的差距主要体现在前道环节如搅拌、涂布、模切环节，和投料过程中膏体、边角料损耗（设备影响），以及配方（结构创新影响），目前公司与海外电池厂存在差距，伴随国产设备精进、一体化程度提升等，整体国内电池厂前道良率预计提升；后道环节良率公司与二三线拉开较大差距，主要系公司自动化、数字化、综合管理能力，以及人员经验更丰富，需要规模与经验积累，二三线较难赶超。

产能利用率：测算为实际产出/设计产能。产能利用率对制造费用产生影响。

原材料单耗：测算为生产单位电池所需投料的量。公司电芯能量密度更高，同时对于材料结构创新理解更深刻，平均单耗低于二三线。趋势看电池能量密度不断提升，材料及配方更加精益，单耗保持逐年下降。

原材料采购价格：测算为采购原材料所需成本。

图表15：锂电池成本结构（1H22）





来源：蜂巢能源招股说明书、国金证券研究所

4.3 悲观情况下盈利预期：价格战竞争加剧

原材料理论极限成本测算

电池材料售价结构为成本+毛利，我们对于远期成本及毛利分别分析，其中假设 1. 成本：拆分电池材料成本结构，如隔膜原材料/制造成本分别占比 52.5%/47.5%，假设原材料、制造费用远期残值分别为 70%、50%，考虑到材料厂通过一体化工艺、自动化设备、材料配方创新等降本；2. 毛利：假设隔膜、正极、负极、电解液、结构件远期毛利率残值为 25%、15%、15%、25%、20%，综合考虑材料环节竞争壁垒、扩产速度以及供给格局等。

得出结论：隔膜、正极、负极、电解液、结构件理论采购价格下降空间分别为 38.7%、22.9%、36.1%、27.2%、32.0%。

图表16：电池材料采购价格理论极限降本空间测算

材料采购价格 理论下降空间 上限测算	成本结构			23 年			采购价格标准化			理论采购价格下降空间			远期残值比例假设		
	原材料	制造	毛利率	原材料	制造	毛利率	材料	制造	毛利率	合计	原材料	加工费	毛利率		
隔膜	52.5%	47.5%	40.0%	0.32	0.29	0.40	9.5%	14.3%	15.0%	38.7%	70%	50%	25%		
正极	95.1%	4.9%	10.0%	0.86	0.04	0.10	25.7%	2.2%	-5.0%	22.9%	70%	50%	15%		
负极	43.0%	57.0%	16.6%	0.36	0.48	0.17	10.8%	23.8%	1.6%	36.1%	70%	50%	15%		
电解液	83.4%	16.7%	28.4%	0.60	0.12	0.28	17.9%	6.0%	3.4%	27.2%	70%	50%	25%		
结构件	62.8%	37.2%	23.3%	0.48	0.29	0.23	14.4%	14.3%	3.3%	32.0%	70%	50%	20%		

来源：Wind、国金证券研究所测算

公司电池理论极限成本测算

我们拆分公司及行业三元、LFP 电芯成本结构测算当前及远期成本，公司折旧占比较高主要系折旧准则激进（公司/行业=4/10 年）、单产线人工较低主要系公司自动化水平更高，以及直接材料占比低主要系单耗及采购价格更低。

悲观假设下，价格战导致竞争加剧，公司远期获利为与行业的极限成本差。以三元电芯为例，测算分别假设远期公司及行业开工率、直通率为 80%/70%、98.5%/96.5%，并对单线人工、年开机时长、时薪等分别假设，远期公司、行业在三元电芯成本测算为 0.21、0.25 元/Wh，公司与行业在三元电芯成本差为 0.04 元/Wh。

图表17：公司及行业当前及理论三元电芯成本测算（23 年、远期；元/Wh）

项目/成本（元/Wh）	规格	开工率=①	直接材	年开机	直接人工=③			能耗（水电气）=④			折旧=⑤		
			料=②	时长	单线人工	时薪	人工成本	能耗成本	设备投资	厂房投资	设备折旧	厂房折旧	折旧成本
			元/Wh	小时	元	元/Wh	元/Wh	元/Wh	元/Wh	元/Wh	元/Wh	元/Wh	元/Wh
公司 23 年三元电芯成本测算	NCM	70%	0.35	8000	120	26.3	0.025	0.050	0.20	0.12	25.0%	5.0%	0.056
三元电芯生产要素成本合计 = ②+③+④+⑤/①							0.50						
直通率							95.5%						
单位成本（元/Wh）							0.53						
行业 23 年三元电芯成本测算	NCM	50%	0.41	8000	160	24.5	0.031	0.050	0.21	0.11	12.5%	5.0%	0.032
三元电芯生产要素成本合计 = ②+③+④+⑤/①							0.55						
直通率							92.5%						



单平成本 (元 /Wh)	0.60												
公司远期三元电芯成本测算	NCM	80%	0.15	8000	30	26.3	0.0063	0.035	0.03	0.12	25.0%	5.0%	0.014
生产要素成本合计	=												
②+③+④+⑤/①	0.21												
直通率	98.5%												
单平成本 (元 /Wh)	0.21												
行业远期三元电芯成本测算	NCM	70%	0.17	8000	40	24.5	0.0078	0.035	0.04	0.11	25.0%	5.0%	0.016
生产要素成本合计	=												
②+③+④+⑤/①	0.24												
直通率	96.5%												
单平成本 (元 /Wh)	0.25												

来源：国金证券研究所测算

注1：图表测算数据如单线人工、薪酬、开机小时数等均为假设值；

注2：测算过程模拟同一产品生产成本，实际报表中涉及到产品结构不同，整体成本结构与上述测算存在差异；如，公司直接材料绝对值及占比从报表端看高于行业，主要系公司高端、出口产品比例显著更高；

注3：测算公式为：单位成本=生产要素成本合计/直通率，其中生产要素成本测算为直接材料+直接人工+能耗+折旧/开工率。

4.4 中性情况下盈利预期：行业中性竞争

中性竞争假设下，假设行业价格按照成本联动（包含金属&材料）+额外年降，其中成本联动比例假设为87%（假设70%/30%订单执行M-1/Q-1联动）。

图表18：中性预期下公司电池盈利（元/Wh）

	2024E	2025E	2026E
联动比例	87%	87%	87%
金属+材料联动-三元	-14.0%	-4.6%	-3.0%
金属+材料联动-LFP	-8.7%	-4.3%	-2.9%
额外年降-动力	2.0%	1.5%	0.5%
额外年降-储能	1.5%	1.0%	0.5%
对应动力电池价格降幅	-13.3%	-5.9%	-3.5%
对应储能电池价格降幅	-10.2%	-5.3%	-3.4%

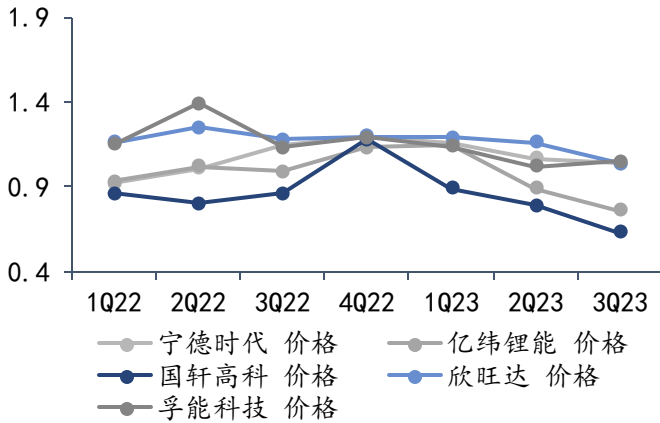
来源：国金证券研究所测算

4.5 乐观情况下盈利预期：海外及新技术溢价

乐观情况下，假设行业面临竞争下降，一般由出海及新技术驱动，溢价导致公司与行业价差扩大，同时对上游议价权提升与行业成本差扩大。公司当前正处于该阶段，1Q22年公司价格从0.9元/Wh小幅提升，价格位于行业中上游；同时1Q22-3Q23年，公司与二三线成本差、价格差均拉大，同时毛利差保持，彰显公司整体产品结构向高端化提升。



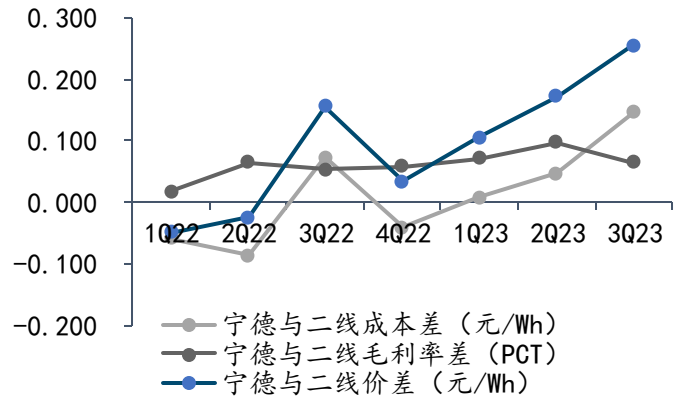
图表19: 公司与二三线电池厂价差 (元/Wh)



来源: 各公司公告、国金证券研究所

注: 根据各公司披露收入、毛利率, 及假设出货量数据测算

图表20: 公司与二三线电池厂成本、价格及毛利差



来源: 各公司公告、国金证券研究所

注: 根据各公司披露收入、毛利率, 及假设出货量数据测算

五、DCF 估值模型拆解

5.1 模型情景汇总

我们汇总不同情景下公司营收及利润假设条件, 并对部分情景做 DCF 估值。

悲观假设下, 全球电动化率 70%、储能累计装机 2.0TWh, 公司动力、储能充分面临二三线、主机厂自研电池威胁, 同时美国市场份额完全剔除, 动力、储能份额分别 26%、20%, 远期处于激烈价格战。

乐观假设下, 全球电动化率 90%、储能累计装机 3.0TWh, 公司海外拓展顺利, 在下一代电池中取得竞争优势地位, 动力、储能份额分别 50%、40%, 享受高端产品及出口溢价。

中性假设下, 全球电动化率 90%、储能累计装机 2.5TWh, 公司维持当前动力及储能市场份额, 分别 37%、30%, 市场竞争保持中性。

图表21: 公司 DCF 模型情景汇总

汽车总量 (万台)	电动化率	公司动力份额	储能总量 (TWh)	公司储能份额	市场竞争
8603	70%	26%	2.0	20%	价格战
	80%	37%	2.5	30%	中性竞争
	90%	50%	3.0	40%	出海、高端化
悲观假设	70%	26%	2.0	20%	价格战
乐观假设	90%	50%	3.0	40%	出海、高端化
中性假设	90%	37%	2.5	30%	中性竞争

来源: 国金证券研究所

注: 前三行列出项目为独立假设条件, 悲观、乐观、中性假设为组合假设

5.2 FCF、WACC 测算

公司历史 FCF 分析

21-23 年, 公司自由现金流 201/317/610 亿元, CAGR=74.2%, 主要系息前税后利润稳健 (CAGR=59.0%, 23 年=425.3 亿元)、资本开支逐年放缓 (CAGR=-12.3%, 主要系单线产能提升及单线投资额下降), 以及非现金营运资本变动为负值 (23 年=-294.5 亿元, 贡献正现金流)。基于稳健息前税后利润, 公司现金流实现穿越周期的正向循环:

1. 成本技术壁垒高墙深厚, 息前税后利润稳健增长。当前电池面临激烈竞争, 20-23 年动力电池厂商数量缩减近 30%, 行业面对大幅淘汰态势下公司连续七年蝉联全球龙头, 24 年 1-2 月份额再度提升, 主要得益于深厚成本护城河及技术护城河, 产品向出海及高端化发展, 与行业份额、价差均拉大, 息前税后利润保持长期稳健增长。

2. 无虞行业周期变化, 现金流实现正向循环。公司自由现金流及账面现金分别 600/2600



亿元（行业基本为负值），呈现逐年增长态势，同时 ROE 远超同行（22 年为 25%，行业为 15%至负值）。基于稳健息前税后利润，公司现金流保持穿越周期的正向循环能力，行业景气下行时，公司维持合理产能利用率，资本开支大幅缩减以支撑现金流；行业加速扩张时，公司产业链议价权提升，非现金营运资本变动为负值增厚现金流。

后续看，考虑到中性预期下公司单产线产能提升资本开支逐步放缓（预计降低现金流流出），以及主要折旧在近年完成（预计贡献息前税后利润），公司远期现金流有望保持稳健。息前税后净利润稳步上升，为自由现金流上行提供强劲支撑。

资本性支出

公司资本密集度放缓，步入成熟期。我们从资本密集度、资本支出与经营现金流净额比值、资本支出与折旧摊销比值三个指标来评估公司的资本开支情况；2023 年，公司资本密集度、资本支出与经营现金流净额比值分别为 8.4%、36.2%，较 20-22 年均值（24.9%、84.3%）显著回落，此外 2023 年，公司资本支出与折旧摊销比值为 1.5，较 20-22 年均值（4.4）显著回落。公司步入成熟期，维持性资本开支占比扩大。

图表22：公司资本密集度测算（16-23年；亿元）

	16A	17A	18A	19A	20A	21年	22年	23年
公司资本性支出（亿元）	28.0	71.8	66.3	96.3	133.0	437.7	482.2	336.25
公司营业收入（亿元）	148.8	200.0	296.1	457.9	503.2	1303.6	3285.9	4009.17
公司资本密集度	18.8%	35.9%	22.4%	21.0%	26.4%	33.6%	14.7%	8.4%

来源：公司公告、Wind、国金证券研究所

图表23：公司资本性支出与经营现金流净额比值（16-23年；亿元）

	16A	17A	18A	19A	20A	21年	22年	23年
公司资本性支出（亿元）	28.0	71.8	66.3	96.3	133.0	437.7	482.2	336.25
公司经营现金流净额（亿元）	21.1	23.4	113.2	134.7	184.3	429.1	612.1	928.26
公司资本性支出与经营现金流净额比值	132.8%	306.7%	58.6%	71.5%	72.2%	102.0%	78.8%	36.2%

来源：公司公告、Wind、国金证券研究所

公司资本性开支由维持性资本开支和扩张性资本开支构成，其中维持性资本开支基本等同于折旧摊销，维持性资本开支越大说明企业战略保守（公司 23 年资本支出与折旧摊销的比值为 1.5，呈下降趋势）；此外，扩张性资本开支占比提升表明公司战略激进，一般包含技改、投资第 N 业务曲线等，22 年起公司扩张性资本开支放缓。

图表24：公司资本密集度测算（16-23年；亿元）

	16A	17A	18A	19A	20A	21年	22年	23年
公司资本性支出（亿元）=1+2	28.0	71.8	66.3	96.3	133.0	437.7	482.2	336.2
1、维持性资本开支（亿元）	7.8	13.8	23.0	44.1	48.7	63.5	130.9	225.3
其中：固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	7.3	12.8	21.3	41.4	45.8	58.5	119.6	211.0
无形资产摊销	0.5	0.8	1.0	1.1	1.4	1.6	2.4	3.3
长期待摊费用摊销	0.1	0.3	0.8	1.6	1.6	3.4	8.9	11.0
公司资本性支出与折旧摊销的比值	3.6	5.2	2.9	2.2	2.7	6.9	3.7	1.5
2、扩张性资本开支（亿元）	20.2	58.0	43.3	52.2	84.3	374.2	351.2	111.0
占比资本性支出	72%	81%	65%	54%	63%	86%	73%	33%

来源：公司公告、Wind、国金证券研究所

折旧与摊销

公司机器设备折旧年限相对激进。公司折旧准则中残值率、年折旧率均相对同行更为激进；21-22 年公司资本性开支快速扩张，折旧与摊销（测算口径为维持性资本开支）同比快速增长，22/23 年达 131/225 亿元，其中固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧占比较高，主要反映公司新建电池产线折旧，分别为 120、211 亿元。

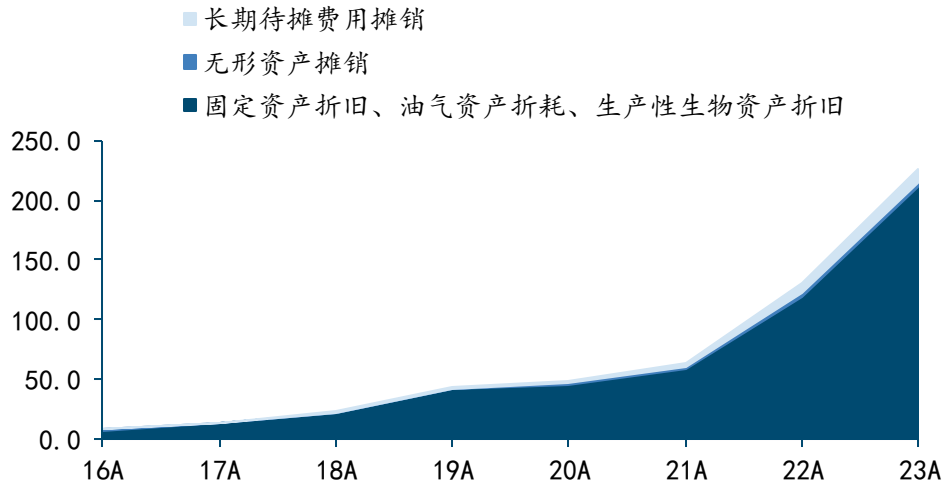


图表25: 不同电池厂折旧会计准则 (23年)

		1、折旧年限					
	公司	比亚迪	中创新航	亿纬锂能	国轩高科	欣旺达	孚能科技
机器设备	3-10	3-12	-	10	8-15	5-10	3-10
专用设备	5-25						
		2、年折旧率 (%)					
	公司	比亚迪	中创新航	亿纬锂能	国轩高科	欣旺达	孚能科技
机器设备	33-9.5	7.9-33.3	-	9	6.33-11.88	9.5-19	9.5-32.33
专用设备	20-3.8						
		3、残值率 (%)					
	公司	比亚迪	中创新航	亿纬锂能	国轩高科	欣旺达	孚能科技
机器设备	0-5	0-5	-	10	5	5	3-5
专用设备	0-5						

来源: 各公司公告、国金证券研究所

图表26: 公司折旧与摊销结构 (16-1H23年; 亿元)



来源: 公司公告、国金证券研究所

非现金营运资本变动

非现金营运资本反映企业占用产业链资金能力, 22年起公司非现金营运资本、非现金营运资本变动常年为负数, 表示公司营运资产(如应收账款等)变动小于营运负债(如应付账款等), 负值变动贡献正自由现金流 FCF。

图表27: 公司非现金营运资本变化 (14A-23E; 亿元)

	14A	15A	16A	17A	18A	19A	20A	21年	22年	23年
非现金营运资本=1-2	12.2	7.6	105.8	36.6	-29.9	-58.9	0.1	-406.0	-754.6	-1049.0
1、营运资产	18.3	42.1	193.0	189.4	256.7	362.2	396.7	802.9	1745.9	1298.9
其中: 应收票据及应收账款	3.7	28.2	78.9	123.8	159.7	179.9	211.7	252.2	614.9	657.7
预付款项	0.2	0.7	1.0	3.1	8.6	5.4	10.0	64.7	158.4	69.6
其他应收款(合计)	0.3	0.6	1.9	1.4	6.8	45.7	33.0	31.1	86.8	34.4
存货	3.1	10.4	13.6	34.2	70.8	114.8	132.2	402.0	766.7	454.3
其他流动资产	11.0	2.3	97.6	27.0	10.8	16.5	9.7	52.9	119.1	82.9
2、营运负债	6.1	34.5	87.2	152.8	286.6	421.2	396.6	1208.9	2500.5	2348.0
其中: 应付票据及应付账款	4.9	25.1	75.7	137.9	189.0	281.1	312.7	1071.9	2207.6	1945.5
预收款项	0.1	1.7	0.9	2.0	49.9	61.6				
应付职工薪酬	0.2	2.0	4.5	5.2	11.2	15.8	26.6	51.2	94.8	148.5
应交税费	0.3	2.5	2.5	4.4	7.2	9.6	13.2	24.0	47.9	117.4
其他应付款(合计)	0.6	3.2	3.7	3.3	29.2	53.0	44.1	61.8	150.1	136.5



非现金营运资本变动 =T2-T1	-4.6	98.2	-69.3	-66.5	-29.0	59.0	-406.1	-348.5	-294.5
---------------------	------	------	-------	-------	-------	------	--------	--------	--------

来源：公司公告、国金证券研究所

WACC 值测算

1. Re (CAPM)、BETA

Re 为企业股权成本，CAPM 公式为 $Re=Rf+\beta*(Rm-Rf)$ ，其中：1、Rf：10 年期国债收益率（2.4%）；2、BETA：选取沪深 300（399300）为基准指数测算公司 BETA 值，以 22-24A 月度收益率测算回归，公司 BETA 值为 1.3；3、Rm：6.9%，沪深 300 成立以来收益率。根据公式，公司 Re 测算为 8.2%。

2. Rd (CAPM)

Rd 为企业债券成本，测算公式为 $Rd=((SD*TN+LD*TB)*(1-TR))/(SD+LD)$ ，其中：1、SD：公司短期债务，包括短期借款、应付票据、短期应付债券，22 年为 1423 亿元；2、LD：公司长期债务，包括长期借款、应付债券，22 年为 783 亿元；3、TN：公司短期利率，假设为 3%；4、TB：公司长期利率，假设为 5%。根据公式，公司历史 Rd 区间为 2.6%-3.4%，测算 WACC 假设公司 Rd 值为 3.5%。

图表28：公司债权成本 Rd 测算（24E）

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021 年	2022 年	2023 年
SD=短期债务	3	16.2	56.2	110.6	130.2	195.5	227.3	717.7	1422.7	921.6
其中：短期借款	1.97	5.8	12.3	22.5	11.8	21.3	63.4	121.2	144.2	151.8
应付票据	1	10.4	43.9	88.1	118.4	174.2	156.4	584.1	1262.3	775.2
短期应付债券							7.60	12.4	16.2	20.9
LD=长期债务	0	0	3	21.3	34.9	64.9	204.5	379.7	782.8	1026.9
其中：长期借款			3.02	21.3	34.9	49.8	60.7	221.2	591	834.5
应付债券						15.08	143.8	158.6	191.8	192.4
TR=所得税	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
TN		3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
TB		5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Rd		2.6%	2.6%	2.8%	2.9%	3.0%	3.4%	3.1%	3.2%	3.4%

来源：公司公告、国金证券研究所

3. WACC

根据公式 $(E/V)*Re+(D/V)*Rd*(1-Tc)$ ，其中：1、E：公司股权资本，取自市值 8305 亿元；2、D：公司有息债务资本，包括短期借款、1 年内到期流动负债、长期借款、应付债券、租赁负债及长期应付款，测算为 1229 亿元；3、V：E+D，公司总资本；4、Tc：公司所得税，15%。根据公式，公司 WACC 测算为 7.6%。

图表29：公司 WACC 测算（24E，亿元）

项目	数值
Rf	2.42%
β	1.3
Rm	6.9%
Re	8.2%
D	1228.5
Rd	3.5%
Tc	15%
E	8304.5
V	9533.0
WACC	7.57%

来源：公司公告、国金证券研究所

注：图表中公司市值、有息债务资本等测算取自 2024 年 3 月 28 日公司信息



5.3 公司 DCF 估值

我们根据中性假设、乐观假设、悲观假设分别测算公司远期 FCF，分 1-3 年、3-7 年、7-12 年维度分别假设：

- 息税前利润：假设中性、乐观、悲观预期下电动车销量分别保持 12%-20%、12%-20%、8%-20% 的增速，储能累计装机分别保持 13%-63%、15%-63%、10%-63% 的增速，电动车及储能累计装机主要根据前述章节中不同情景下远期全球电动化率及累计储能装机量目标假设；此外，公司全球动力份额假设为 35-37%、35%-47%、28%-35%，公司全球储能份额假设为 29%-30%、29%-38%、22%-29%，动力及储能份额主要根据前述不同情景下远期公司份额目标假设；此外，公司动力电池成本降幅假设为 -4.0%~-4.3%、-4.3%~-6.5%、-3.5%~-4.3%，储能电池成本降幅为 -0.4%~0.4%、-6.5%~0.4%、-4.5%~0.4%，中性及悲观假设下公司成本假设自然年降至前述章节中材料极限成本，乐观假设下公司成本跟随产品结构改善保持提升；同时，公司动力电池价格降幅假设为 -3.8%~-4.3%、-3.8%~-6.5%、-3.8%~-4.3%，公司储能电池价格降幅假设为 -3.4%~-4.3%、-3.4%~-6.5%、-3.4%~-4.3%，根据前述章节中不同竞争条件下公司价格跟随成本年降比例及额外年降假设。其他业务方面，公司锂电材料业务收入增速假设为 5%-21%，综合考虑公司锂电材料需求伴随电池出货量提升、同时材料价格下滑；此外，公司其他业务收入增速假设为 5%-20%，增长主要系海外投资进展顺利，公司通过专利授权等方式获取收入。费用方面，公司研发费用占比假设为 4.2%-4.4%、4.6%-4.8%、3.9%-4.4%，销售费用占比假设为 3.2%-3.4%、3.2%-3.4%、2.8%-3.4%，管理费用占比假设为 1.9%-2.0%、1.9%-2.0%、1.7%-2.0%，公司研发费用占比根据收入扩张增速保持收缩，销售费用中前期含较多计提减值费用远期占比预计下降，管理费用保持行业平均水平以下假设保持平稳。
- 资本性支出：考虑到超级拉线等新产线技术，公司单产线产能逐年提升，同时设备投资额下降。根据上述假设行业整体产能扩张幅度放缓，公司资本开支增速预计放缓。
- 非现金营运资本变动：根据中性、乐观、悲观预期下假设公司营运资产及负债周转率变动，根据前述假设，悲观情况下公司整体扩张幅度放缓，同时对上下游产业链话语权下降，占用产业链资金能力预计下降，而中性、乐观假设下公司保持一定扩张增速，同时对下游产业链保持一定话语权。假设中性、乐观、悲观预期下公司流动资产周转天数增速为 2%/1%/3%，流动负债周转天数增速为 -2%/-1%/-3%。

此外，中性、乐观、悲观假设下公司永续增长率分别为 0.5%、1.0%、0.0%。

图表30：公司 DCF 模型主要参数假设

分情景 DCF 主要参数假设	中性假设			乐观假设			悲观假设		
	1-3 年	3-7 年	7-12 年	1-3 年	3-7 年	7-12 年	1-3 年	3-7 年	7-12 年
全球电动车销量增速	19.8%	15.0%	12.0%	19.8%	15.0%	12.0%	19.8%	13.0%	8.0%
全球储能累计装机增速	63.1%	20.0%	13.0%	63.1%	23.0%	15.0%	63.1%	17.0%	10.0%
公司动力份额（区间均值）	35%	37%	37%	35%	40%	47%	35%	31%	28%
公司储能份额（区间均值）	29%	30%	30%	29%	37%	38%	29%	28%	22%
公司动力电池成本降幅	-4.3%	-4.0%	-4.0%	-4.3%	-6.5%	-6.0%	-4.3%	-3.5%	-3.5%
公司储能电池成本降幅	0.4%	-4.0%	-4.0%	0.4%	-6.5%	-6.0%	0.4%	-4.5%	-4.5%
公司动力电池价格降幅	-3.8%	-4.3%	-4.3%	-3.8%	-6.5%	-5.0%	-3.8%	-4.3%	-4.3%
公司储能电池价格降幅	-3.4%	-4.3%	-4.3%	-3.4%	-6.5%	-5.0%	-3.4%	-4.3%	-4.3%
公司锂电材料收入增速	21.3%	10.0%	5.0%	21.3%	10.0%	5.0%	21.3%	10.0%	5.0%
公司其他业务收入增速	20.0%	7.0%	5.0%	20.0%	7.0%	5.0%	20.0%	7.0%	5.0%
研发费用占比（区间均值）	4.4%	4.4%	4.2%	4.6%	5.0%	4.8%	4.4%	4.0%	3.9%
销售费用占比（区间均值）	3.4%	3.3%	3.2%	3.4%	3.3%	3.2%	3.4%	3.0%	2.8%
管理费用占比（区间均值）	2.0%	2.0%	1.9%	2.0%	2.0%	1.9%	2.0%	1.8%	1.7%



营运资产周转天数变动	2.0%	2.0%	2.0%	1.0%	1.0%	1.0%	3.0%	3.0%	3.0%
营运负债周转天数变动	-2.0%	-2.0%	-2.0%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-3.0%	-3.0%	-3.0%
永续增长率		0.5%			1.0%			0.0%	

来源：公司公告、国金证券研究所

我们根据最悲观预期进行模型假设，同时假设永续增长率为零，公司远期现金流折现以及终值的现值仍高于当前市值水平，测算结果在 1.1 万亿元以上，中性及乐观预期下公司市值远超当前水平。公司市值处于底部。

图表31：公司悲观预期下 DCF 估值结果（百万元）

DCF	悲观预期
TV 增长率 G:	0.0%
BETA:	1.3
KE:	8.2%
WACC:	7.6%
FCFF 现值:	475293
TV:	1103737
TV 现值:	532308
企业价值:	1007601
归母股权价值:	1147032
总股数（百万股）:	4399

来源：国金证券研究所测算

六、公司财报分析

1) 售后综合服务费：公司拥有在行业较同行平均更高的质保金计提比例，高计提会影响当期利润，然而计提的金额并非实际发生金额，如果发生真实赔偿，但未超过先前计提金额，或者质保期内未发生赔偿，则这部分计提了但未发生的金额，可以在将来重新加回。我们获取 15-23 年公司年报中的“销售费用-售后综合服务费”、“预计负债-售后综合服务费”两项，根据公式：当期净

支出售后综合服务费（实际为真实发生与计提冲回之间的差额）=期末“预计负债-售后综合服务费”-期初“预计负债-售后综合服务费”-当期计提“销售费用-售后综合服务费”，我们测算得到 16-22 年公司对外净支出了质保金（售后综合服务费主要为质保金），但 23 年公司选择了将未发生的质保金做了加回处理，从而对利润产生正向贡献。我们统计 15-22 年公司的累计净支出质保金为 20.65 亿元，为该段时间总计提质保金的 12.9%，可参考作为真实发生质保金赔偿/计提的比例。23 年公司的预计负债中质保金为 283.9 亿元，假设真实发生质保金赔偿 12.9%，则还有约 247 亿元可在将来加回，可增厚未来的单位盈利。我们判断，公司拥有行业领先的品控能力，叠加严格的质保金计提政策，使得这一部分能成为公司未来规模不小的利润释放点。

2) 销售返利：类似地，销售返利是公司针对因一些销售返利计划在将来可能给客户的真实返利而做的准备，但是如果真实返利额不及先前计提，后续依旧存在加回余地。在利润表上，销售返利体现在对营业收入的冲减，由于这一细项未披露，仅凭资产负债表的“预计负债-销售返利”一项，难以测算真实发生销售返利的金额。但整体上看，23 年底公司的“预计负债-销售返利”的规模达到了 230 亿元，接近预计负债中售后综合服务费的体量。尽管当前难以准确测算其未来可冲回的比例，但这部分不小的体量，依旧有可能在未来成为公司的又一利润释放点。

图表32：公司质保金计提比例（售后综合服务费/营业收入）相对较高

公司	比亚迪	亿纬锂能	国轩高科	欣旺达	孚能科技
2019	2.6%	3.5%	1.1%	4.3%	0.5%
2020	2.5%	2.9%	0.8%	3.2%	0.4%
2021	2.4%	0.6%	0.4%	2.1%	0.3%
2022	2.6%	1.5%	0.2%	0.9%	0.2%
1H23	2.6%	1.7%	0.3%	1.4%	0.5%

来源：公司财报，国金证券研究所



图表33: 公司真实发生售后综合服务费 (亿元)

年份	销售费用- 售后综合服务费	预计负债- 售后综合服务费	净支出售后综合服务费	预计负债-销售返利
2023	114.12	283.90	-30.01	231.19
2022	85.80	139.77	14.25	57.20
2021	31.69	68.22	2.77	31.32
2020	12.40	39.30	1.06	28.68
2019	11.73	27.96	0.60	24.94
2018	7.31	16.83	1.28	8.29
2017	4.75	10.81	0.68	7.08
2016	4.19	6.74	0.17	2.57
2015	2.56	2.72	-0.16	3.09

来源: 公司财报, 国金证券研究所

七、历史业绩&盈利预测

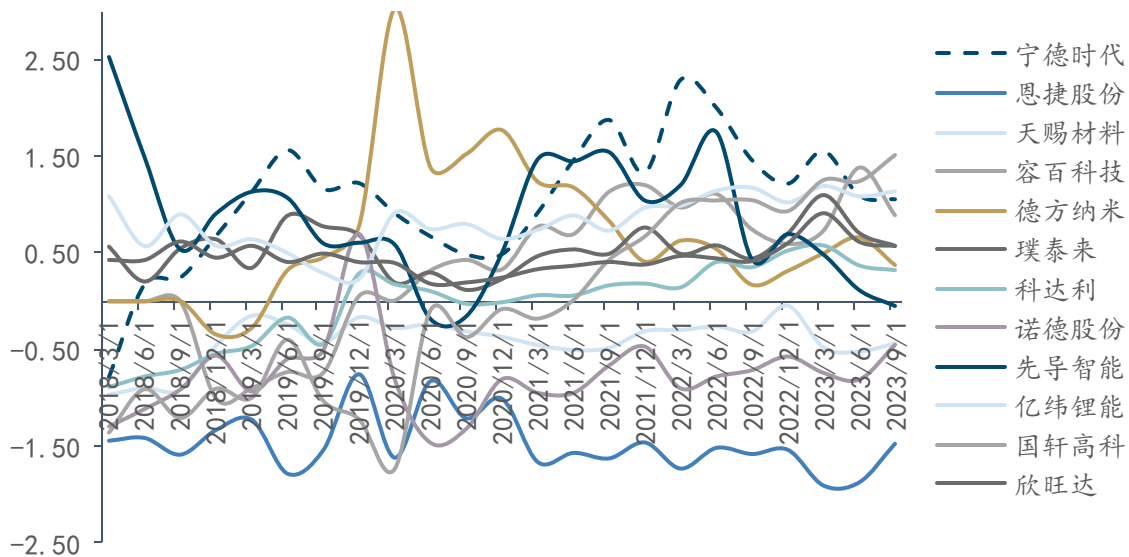
公司历史业绩分析

21-23年, 公司实现总收入 1303.6/3285.9/4009.2 亿元, YoY+159.1%/152.1%/22.0%, 实现归母净利 159.3/307.3/441.2 亿元, YoY+185.3%/92.9%/43.6%; 公司实现毛利率 26.3%/20.3%/22.9%, 净利率 13.7%/10.2%/11.7%, 在 21-23 年碳酸锂等原材料出现较大波动的情形下公司盈利保持稳定主要系产品结构高端化、公司议价能力较强等。

公司主要动力、储能电池业务拆分: 21-23 年, 1) 动力业务: 实现收入 914.9/2464.2/2852.5 亿元, 毛利率分别 22%/17.2%/22.3%, 动力电池业务增长主要系国内、海外电动车销量保持强劲, 同时公司市场地位稳固; 2) 储能业务: 实现收入 136.2/497.6/599.0 亿元, 毛利率分别 28.5%/17.0%/23.8%, 储能业务增长主要系海外大储需求强劲, 公司全球份额提升。

此外, 从产业链话语权角度看, 我们测算资金占用能力综合指标, 1Q18-3Q23 年, 公司面对原材料企业明显强势, 资金占用量占收入比例显著高出供应链。

图表34: 锂电板块公司季度上下游资金占用能力评估 (1Q18-3Q23 年)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

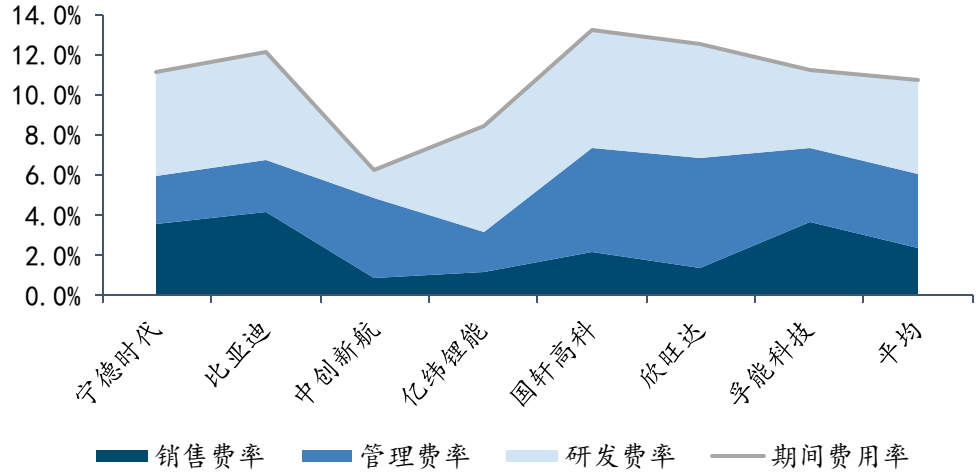
注: 测算为[(应付票据+应付账款+预收账款)-(应收票据+应收账款+预付账款)]/营业收入

费用率: 会计准则严苛, 费用控制得当。公司财报整体严苛, 如销售费用中计提大量售后综合服务费用(22 年计提 72 亿元, 占比销售费用 77%, 剔除计提实际费用率仅 1.2%,



报表为 3.4%)。公司整体费用率保持同行较低水平，主要系管理、财务费用较低，其中财务费用贡献正收益(18A 起连续为负值)，主要系利息收入冲抵。此外，16-22 年公司研发占收入比例维持在 5%-8%，且全部费用化；研发占利润比例接近 40%-50%，技术迭代后期占比或下

图表35：公司电池历史费用率对比（1H23 年）



来源：公司官网，公司公告，国金证券研究所

收入分拆预测

我们预计，公司 24/25/26E 收入 4406.5/5066.5/5825.2 亿元，同比+9.9%/15.0%/15.0%，毛利率保持在 22%左右水平，具体假设如下：

动力及储能电池出货量：公司全球动&储电池龙头地位稳固，假设 24-26 年国内电动车销量 1100/1300/1450 万辆，CAGR=19.9%，海外电动车销量 650/808/1062 万辆，CAGR=23.4%；平均带电量 49.0/49.5/50.5kWh/辆；24-26 年全球新增储能装机功率 119/172/237GWh，CAGR=42.3%。此外，24-26 年公司动力、储能份额分别保持在 34-36%、26%-32%。公司全球动力 24-26 年出货量分别为 387/464/548GWh，CAGR=20.6%，储能出货量分别为 91/109/120GWh，CAGR=17.2%。

动力及储能电池成本：考虑到 24-26 年碳酸锂、隔膜、负极等原材料仍有下降空间、下游降价诉求保持，同时公司自身结构高端产品占比提升（长续航、长寿命、出口电池比例提升），综合假设公司电池成本 CAGR 为-1.1%。

动力及储能电池价格：公司电池售价与材料多数联动，综合考虑电池成本降幅、产品结构改善等，24-26 年售价 CAGR 假设为-1.5%。

锂电材料&其他业务：考虑到公司海外投资进展顺利，与福特、通用等采用专利授权等模式进行合作，其他业务收入预计提升（主要系技术*专利许可等收入）。此外，考虑到锂电材料整体市场价格呈下降趋势，公司锂电材料业务收入预计保持在 20%增速。

费用率：公司整体费用率保持行业较低水平，预计伴随规模提升等仍有下降空间，预计 24/25/26 年销售&管理&研发费用占比收入比例合计保持在 10%左右水平。

图表36：公司板块业绩拆分（24-26E；GWh、亿元）

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（亿元）	1303.6	3418.3	4009.7	4406.5	5066.5	5825.2
YOY		162.2%	17.3%	9.9%	15.0%	15.0%
毛利率						
1、动力&储能电池业务						
总收入	1051.1	2961.8	3451.5	3751.6	4273.3	4867.0
YOY		181.8%	16.5%	8.7%	13.9%	13.9%
其中：动力	914.9	2464.2	2852.5	3090.8	3519.0	4051.9
储能	136.2	497.6	599.0	660.7	754.2	815.1
量（GWH）	133.7	302.7	390.0	477.6	572.1	667.9
YOY		126.4%	28.8%	22.5%	19.8%	16.8%
其中：动力	117.0	248.0	321.0	386.6	463.5	547.5



价 (元/WH)	储能	16.7	54.7	69.0	91.0	108.6	120.4
	YOY	0.79	0.98	0.89	0.79	0.75	0.73
	其中: 动力		24.5%	-8.9%	-11.9%	-4.9%	-2.4%
	储能	0.78	0.99	0.89	0.80	0.76	0.74
毛利率	储能	0.82	0.91	0.87	0.73	0.69	0.68
	其中: 动力	22.8%	17.1%	22.9%	21.6%	20.9%	21.1%
	储能	22.0%	17.2%	22.3%	23.0%	23.1%	23.8%
成本 (元/WH)	储能	28.5%	17.0%	23.8%	15.5%	11.3%	8.7%
	YOY	0.61	0.81	0.69	0.62	0.59	0.57
	其中: 动力		33.7%	-15.2%	-10.5%	-4.1%	-2.8%
	储能	0.61	0.82	0.71	0.62	0.58	0.56
2、锂电材料业务		0.58	0.75	0.61	0.61	0.62	0.62
总收入 (亿元)							
	YOY	154.6	300.7	336.0	482.0	585.7	709.2
	毛利率		94.5%	11.7%	43.5%	21.5%	21.1%
3、其他业务							
总收入 (亿元)							
	YOY	97.9	155.8	144.3	172.9	207.5	249.0
	毛利率		59.1%	-7.4%	19.9%	20.0%	20.0%
		65.0%	70.0%	60.3%	70.0%	70.0%	70.0%

来源: 公司公告、国金证券研究所测算

情景分析: 碳酸锂对于电池成本及盈利影响

根据公司电池成本结构, 我们测算碳酸锂价格变动对于公司成本及利润影响, 其中假设: 1、公司三元、LFP 成本分别 0.46、0.30 元/Wh, 根据单耗及价格测算; 2、公司三元、LFP 价格分别 0.60、0.40 元/Wh, 对应毛利率分别 23%、26%。

根据测算, 公司电池成本及盈利对碳酸锂价格较为敏感: 当碳酸锂价格在 15 万元/吨以下, 假设公司三元、LFP 价格维持当前水平, 电池单位盈利为 0.04-0.14 元/Wh; 当碳酸锂价格在 20 万元/吨及以上时, 假设公司三元、LFP 价格维持当前水平, 公司电池预计出现亏损。

图表37: 不同碳酸锂价格下三元、LFP 电池成本及盈利敏感性分析 (元/Wh)

不同碳酸锂价格下 5 系三元电池成本 (假设价格维持在 0.6 元/WH)									
碳酸锂价格 (万元/吨)	3	5	8	10	12	15	20	30	50
对应三元电池成本 (元/WH)	0.40	0.42	0.45	0.46	0.48	0.50	0.55	0.63	0.80
毛利率	33%	30%	26%	23%	20%	16%	9%	-5%	-34%
单位盈利 (元/WH)	0.14	0.12	0.09	0.08	0.06	0.04	-0.01	-0.09	-0.26
不同碳酸锂价格下 LFP 电池成本 (假设价格维持在 0.4 元/WH)									
碳酸锂价格 (万元/吨)	3	5	8	10	12	15	20	30	50
对应 LFP 电池成本 (元/WH)	0.23	0.25	0.27	0.28	0.29	0.31	0.35	0.42	0.56
毛利率	42%	39%	33%	30%	26%	21%	13%	-4%	-39%
单位盈利 (元/WH)	0.13	0.11	0.09	0.08	0.07	0.05	0.01	-0.06	-0.20

来源: 鑫锂锂电、国金证券研究所测算

八、投资建议

公司处在高速成长期, 经营现金流逐年提升, 23 年达到了 18 年 8 倍的水平, 仍保持高速增长。然而, 在行业高增长情况下, 市场对公司的估值定价容易受到边际变化的影响而出现大幅波动, 较难反映远期真实价值水平。

本报告从现金流角度重新审视公司悲观假设下底部市值, 列举多种情景下公司所在行业增速、份额竞争、单位盈利等可能性, 并从中选取悲观、中性、乐观三种代表假设做估值测算。我们认为全球电动化率及储能装机快速提升、出海及新技术驱动公司盈利结构改善, 符合乐观假设预期, 综合考虑行业竞争、地缘政策等不确定性, 我们测算中性预



期下公司市值仍具备较大空间。

极端零增长假设下公司仍处在绝对底部。我们与市场对于公司即将步入量利下行的悲观盈利预期有所分歧，近年来受到出海及新技术驱动，公司与二三线成本差、价格差均拉大，同时毛利差保持，盈利结构呈现积极向上态势。然而假设极端预期下，公司永续增长率为零，模型估值中枢仍远高于当前市值，公司处在绝对底部。

此外，我们对比公司及锂电板块其他公司，24-26年，预计公司利润470/542/623亿元，YoY+6.5%/15.4%/15.0%，对应24、25年PE分别18/16X。所选可比公司24年平均PE为29X，高于公司水平。

综上，现金流视角下及PE估值法下公司当前市值均属于低估，维持“买入”评级。

图表38：锂电板块可比公司估值分析

板块公司	代码	归母净利润（亿元）			PE		
		23年	24年	25年	23年	24年	25年
科达利	002850	12	14	18	21	17	14
天赐材料	002709	19	15	21	26	30	22
国轩高科	2074	7	12	18	57	32	21
欣旺达	300207	11	14	19	24	19	14
亿纬锂能	300014	44	60	78	19	14	11
平均PE						29	
公司	300750	470	542	623	17	18	16

来源：Wind、国金证券研究所测算

注：归母净利润及PE取自Wind一致预期，2024年4月3日收盘价

九、风险提示

动力及储能电池产销量不及预期：电池产销量受到宏观经济环境、行业支持政策、消费者购买意愿等因素的影响，存在不确定性。

原材料价格波动风险：上游碳酸锂等原材料价格波动或带来电池及电池材料企业的利润波动。

新技术商业化落地不及预期风险：行业内新技术的推进进展、量产节奏具有不确定性，存在落地不及预期风险。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	130,356	328,594	400,917	440,654	506,655	582,519
增长率		152.1%	22.0%	9.9%	15.0%	15.0%
主营业务成本	-96,094	-262,050	-309,070	-341,679	-395,974	-454,115
%销售收入	73.7%	79.7%	77.1%	77.5%	78.2%	78.0%
毛利	34,262	66,544	91,847	98,975	110,681	128,403
%销售收入	26.3%	20.3%	22.9%	22.5%	21.8%	22.0%
营业税金及附加	-487	-907	-1,696	-1,763	-2,006	-2,307
%销售收入	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	-4,368	-11,099	-17,954	-14,982	-17,226	-19,806
%销售收入	3.4%	3.4%	4.5%	3.4%	3.4%	3.4%
管理费用	-3,369	-6,979	-8,462	-8,813	-10,133	-11,650
%销售收入	2.6%	2.1%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%
研发费用	-7,691	-15,510	-18,356	-19,829	-21,279	-26,213
%销售收入	5.9%	4.7%	4.6%	4.5%	4.2%	4.5%
息税前利润 (EBIT)	18,347	32,048	45,379	53,588	60,036	68,427
%销售收入	14.1%	9.8%	11.3%	12.2%	11.8%	11.7%
财务费用	641	2,800	4,928	-2,285	-2,374	-2,197
%销售收入	-0.5%	-0.9%	-1.2%	0.5%	0.5%	0.4%
资产减值损失	-2,048	-3,973	-6,108	-3,377	-2,251	-2,276
公允价值变动收益	0	400	46	0	0	0
投资收益	904	1,984	2,552	3,000	4,000	5,000
%税前利润	4.5%	5.4%	4.7%	5.2%	6.0%	6.6%
营业利润	19,824	36,822	53,718	57,926	66,411	75,954
营业利润率	15.2%	11.2%	13.4%	13.1%	13.1%	13.0%
营业外收支	63	-149	196	300	300	300
税前利润	19,887	36,673	53,914	58,226	66,711	76,254
利润率	15.3%	11.2%	13.4%	13.2%	13.2%	13.1%
所得税	-2,026	-3,216	-7,153	-8,734	-10,007	-11,438
所得税率	10.2%	8.8%	13.3%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	17,861	33,457	46,761	49,492	56,704	64,816
少数股东损益	1,929	2,728	2,640	2,500	2,500	2,500
归属于母公司的净利润	15,931	30,729	44,121	46,992	54,204	62,316
净利率	12.2%	9.4%	11.0%	10.7%	10.7%	10.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	17,861	33,457	46,761	49,492	56,704	64,816
少数股东损益	1,929	2,728	2,640	2,500	2,500	2,500
非现金支出	8,484	17,226	28,754	29,383	33,478	38,682
非经营收益	-907	-6,874	-8,472	792	662	130
营运资金变动	17,470	17,400	25,784	-10,209	7,885	5,443
经营活动现金净流	42,908	61,209	92,826	69,458	98,729	109,071
资本开支	-43,765	-48,215	-33,612	-34,603	-32,800	-32,850
投资	-11,391	-11,457	1,683	-20,000	-20,000	-20,000
其他	1,375	-4,469	2,741	2,997	3,997	4,997
投资活动现金净流	-53,781	-64,140	-29,188	-51,606	-48,803	-47,853
股权募资	1,551	47,455	3,324	407	0	0
债权募资	20,819	33,352	22,800	-859	9,335	5,009
其他	1,288	1,459	-11,408	-26,459	-29,644	-33,357
筹资活动现金净流	23,659	82,266	14,716	-26,911	-20,309	-28,348
现金净流量	12,074	82,124	80,536	-9,058	29,617	32,870

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	89,072	191,043	264,307	255,171	284,731	317,561
应收款项	34,819	89,137	124,500	119,754	140,444	164,703
存货	40,200	76,669	45,434	67,466	79,750	93,289
其他流动资产	13,645	30,886	15,547	23,150	25,531	28,158
流动资产	177,735	387,735	449,788	465,540	530,457	603,711
%总资产	57.8%	64.5%	62.7%	61.0%	62.3%	64.1%
长期投资	24,590	40,776	66,982	86,985	106,988	126,991
固定资产	72,273	124,468	140,400	139,012	132,799	121,760
%总资产	23.5%	20.7%	19.6%	18.2%	15.6%	12.9%
无形资产	6,272	12,539	21,080	27,530	33,634	39,434
非流动资产	129,932	213,217	267,380	297,886	320,762	338,510
%总资产	42.2%	35.5%	37.3%	39.0%	37.7%	35.9%
资产总计	307,667	600,952	717,168	763,426	851,219	942,220
短期借款	15,672	21,648	22,190	22,141	31,476	36,485
应付款项	113,366	235,779	208,208	240,273	272,810	306,682
其他流动负债	20,307	38,335	56,603	53,815	59,898	66,684
流动负债	149,345	295,761	287,001	316,230	364,185	409,851
长期贷款	22,119	59,099	83,449	83,449	83,449	83,449
其他长期负债	43,581	69,182	126,835	112,762	117,577	123,023
负债	215,045	424,043	497,285	512,441	565,211	616,323
普通股股东权益	84,513	164,481	197,708	226,311	258,833	296,223
其中：股本	2,331	2,443	4,399	4,399	4,399	4,399
未分配利润	34,095	63,243	103,245	131,440	163,962	201,352
少数股东权益	8,109	12,428	22,175	24,675	27,175	29,675
负债股东权益合计	307,667	600,952	717,168	763,426	851,219	942,220

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	6.835	12.581	10.030	10.682	12.322	14.166
每股净资产	36.259	67.341	44.943	51.445	58.839	67.338
每股经营现金净流	18.409	25.060	21.101	15.789	22.443	24.794
每股股利	0.000	4.478	0.000	4.273	4.929	5.666
回报率						
净资产收益率	18.85%	18.68%	22.32%	20.76%	20.94%	21.04%
总资产收益率	5.18%	5.11%	6.15%	6.16%	6.37%	6.61%
投入资本收益率	11.19%	10.49%	11.37%	12.08%	12.10%	12.47%
增长率						
主营业务收入增长率	159.06%	152.07%	22.01%	9.91%	14.98%	14.97%
EBIT增长率	199.74%	74.68%	41.59%	18.09%	12.03%	13.98%
净利润增长率	185.34%	92.89%	43.58%	6.51%	15.35%	14.97%
总资产增长率	96.44%	95.33%	19.34%	6.45%	11.50%	10.69%
资产管理能力						
应收账款周转天数	49.1	45.4	55.5	56.6	57.8	58.9
存货周转天数	101.5	81.4	72.1	73.5	75.0	76.5
应付账款周转天数	122.3	99.8	124.9	122.4	120.0	117.6
固定资产周转天数	115.6	98.9	105.1	95.6	79.7	63.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-39.98%	-52.95%	-63.41%	-51.94%	-52.65%	-54.74%
EBIT利息保障倍数	-28.6	-11.4	-9.2	23.5	25.3	31.2
资产负债率	69.90%	70.56%	69.34%	67.12%	66.40%	65.41%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	7	57	88	105	206
增持	1	7	12	16	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.13	1.11	1.12	1.13	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服



【公众号】
国金证券研究