

宁德时代 (300750.SZ)

动力电池龙头优势稳固，储能开启加速发展新篇章

核心观点

公司连续七年蝉联全球动力电池榜首位置。公司是全球领先的锂电池生产企业，主营产品包括动力电池、储能电池、锂电池材料等。公司成立于2011年，前身是全球消费电池领先企业ATL的动力电池事业部。2017年公司登顶全球动力电池出货量排行榜，自此稳居榜首，2023年公司全球动力电池市占率达到36.8%。公司自2021年开始连续位列全球储能电池排行榜第一位，2023年市占率达到40%。

动力与储能电池需求稳步增长，领先企业强者恒强。新能源车市场方面，电动化趋势下动力电池需求持续增加，我们预计2024年全球动力电池需求为1002GWh，2027年有望达到1476GWh。储能市场方面，全球融资成本后续或稳步下降有望助推储能需求释放，我们预计2024年全球储能电池需求为231GWh，2027年有望达到381GWh。锂电池行业是典型的技术密集、资本密集、人才密集型行业，在产能供应充足背景下，公司依托技术、规模、渠道等优势，深入绑定核心客户，市场份额有望稳中有升。

公司研发与制造能力全球领先，全球化布局夯实竞争优势。公司重视科技创新，研发投入与团队规模显著领先同行，产品具有性能突出、布局全面等特点。制造方面，公司自研自产核心设备，通过超级拉线等技术降低设备投入、提高生产效率和质量。公司在德国、匈牙利等地布局超100GWh基地，并且积极通过技术授权模式与欧美客户合作。目前公司在全球化布局速度、低碳化项目推进等方面，显著领先国内同行企业。

公司全球动力电池份额有望稳中有升，储能等场景将助力长期发展。国内市场方面，公司依托神行电池等持续获得主机厂定点、并通过CATL Inside强化消费者品牌认知，市场份额稳步回暖；海外市场方面，公司依托海外基地、高质量产品有望在新一轮欧洲车企定点中获取更多份额。全球融资成本下降大背景下，公司重点客户储能系统交付量持续提升，公司电池销量有望快速增长。盈利能力方面，公司海外客户开拓顺利、有望增益盈利能力；公司折旧政策严格、单位产能投资额低，后续进入扩产平稳阶段单位制造费用有望显著降低。此外，公司会计处理谨慎，质保金、应收账款减值计提充分，但实际发生金额较少，后续或可能冲回增益利润。

盈利预测与估值：公司研发与制造等能力全球领先，全球电池龙头地位稳固。我们预计公司2024-2026年归母净利润为497.7/570.9/651.0亿元，同比+13%/+15%/+14%，EPS为11.31/12.98/14.80元，动态PE为17/15/13倍。结合多种估值方式，我们预计公司合理股价为在226.2-238.0元之间，相对于公司目前股价有20%-26%溢价空间，维持“优于大市”评级。

风险提示：新能源车销量不及预期；行业竞争加剧的风险；原材料价格大幅波动的风险；贸易保护主义和贸易摩擦风险；海外产能建设进展不及预期。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	328,594	400,917	388,726	453,872	523,313
(+/-%)	152.1%	22.0%	-3.0%	16.8%	15.3%
净利润(百万元)	30729	44121	49769	57089	65104
(+/-%)	92.9%	43.6%	12.8%	14.7%	14.0%
每股收益(元)	12.58	10.03	11.31	12.98	14.80
EBIT Margin	9.8%	11.3%	13.2%	13.3%	13.4%
净资产收益率(ROE)	24.8%	23.6%	22.5%	22.6%	22.6%
市盈率(PE)	15.0	18.8	16.6	14.5	12.7
EV/EBITDA	20.0	19.8	16.2	14.8	13.6
市净率(PB)	2.60	3.77	3.30	2.89	2.53

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

电力设备·电池

证券分析师：王蔚祺

证券分析师：李全

010-88005313

021-60375434

wangweiqi2@guosen.com.cn | liquan2@guosen.com.cn

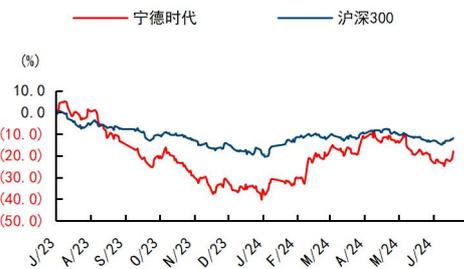
S0980520080003

S0980524070002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	226.20 - 238.00元
收盘价	188.35元
总市值/流通市值	828515/733596百万元
52周最高价/最低价	251.33/140.40元
近3个月日均成交额	3591.62百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《宁德时代(300750.SZ)-2023年年报点评-盈利能力表现强劲，高比例分红回馈全体股东》——2024-03-18
- 《宁德时代(300750.SZ)-2023年三季报点评-财务业绩表现稳健，技术创新铸就护城河》——2023-10-23
- 《宁德时代(300750.SZ)-2023年中报点评-二季度盈利环比稳定，股权激励彰显发展信心》——2023-07-27
- 《宁德时代(300750.SZ)-2023年一季报点评-一季度盈利能力维持高位，新技术密集落地》——2023-04-24
- 《宁德时代(300750.SZ)-2022年年报点评-四季度盈利能力环比改善显著，全球电池龙头地位稳固》——2023-03-14

内容目录

宁德时代：全球锂电池行业领军企业	6
深耕锂电十余载、厚积薄发的电池行业龙头	6
受益全球汽车电动化浪潮，公司业绩持续稳步增长	7
同行业对比情况	11
汽车电动化扎实推进，电池领先企业强者恒强	16
全球新能源车销量稳步提升，储能市场持续增长	16
行业集中度逐步提升，国内企业加速海外布局	18
技术制造等多维度布局领先，电池龙头发展前景广阔	22
复盘：全球锂电池领军企业发展之路	22
研发与制造能力全球领先，会计处理谨慎铸就高质量报表	23
展望：电池龙头地位稳固，储能与电动飞机等场景助力长期发展	30
盈利预测	34
假设前提	34
2024-2026 年业绩预测	36
估值与投资建议	37
绝对估值：223.4-238.0 元	37
相对估值：226.2-237.5 元	38
投资建议	38
风险提示	39
附表：财务预测与估值	41

图表目录

图 1: 宁德时代发展历程	6
图 2: 宁德时代股权结构图 (截至 2024Q1 末)	6
图 3: 宁德时代营业收入及增速 (亿元、%)	7
图 4: 宁德时代归母净利润及增速 (亿元、%)	7
图 5: 宁德时代毛利率、净利率情况	8
图 6: 宁德时代 ROE、ROIC 情况	8
图 7: 宁德时代营业收入结构 (亿元)	8
图 8: 宁德时代各业务毛利率情况	8
图 9: 宁德时代动力电池单价及单位毛利 (元/Wh)	9
图 10: 宁德时代动力电池销量情况 (GWh)	9
图 11: 宁德时代储能电池单价及单位毛利 (元/Wh)	9
图 12: 宁德时代储能电池销量情况 (GWh)	9
图 13: 宁德时代期间费用率情况	10
图 14: 宁德时代各项费用率情况	10
图 15: 公司历年股票激励计划情况	10
图 16: 宁德时代与部分电池企业营业收入对比 (亿元)	11
图 17: 宁德时代与部分电池企业归母净利润对比 (亿元)	11
图 18: 宁德时代与部分电池企业毛利率对比 (%)	12
图 19: 宁德时代与部分电池企业净利率对比 (%)	12
图 20: 宁德时代与部分电池企业单位毛利情况 (元/Wh)	12
图 21: 宁德时代与部分电池企业期间费用率对比	13
图 22: 宁德时代与部分电池企业经营活动现金流净额 (亿元)	13
图 23: 宁德时代与部分电池企业在手现金情况 (亿元)	13
图 24: 宁德时代与部分电池企业存货周转率对比	13
图 25: 宁德时代与部分电池企业应收账款周转率对比	13
图 26: 宁德时代与部分电池企业资产负债率对比	14
图 27: 宁德时代与部分电池企业权益乘数对比	14
图 28: 宁德时代与部分电池企业流动比率对比	14
图 29: 宁德时代与部分电池企业速动比率对比	14
图 30: 宁德时代与部分电池企业新增固定资产+在建工程情况 (亿元)	15
图 31: 宁德时代与部分电池企业在建工程/固定资产情况	15
图 32: 国内新能源车单车带电量情况 (kWh)	16
图 33: 全球储能新增装机容量 (GWh)	17
图 34: 全球储能电池需求量及预测 (GWh)	17
图 35: 国内新能源车配套电池企业数量	19
图 36: 宁德时代发展复盘	22
图 37: 宁德时代全球动力电池市占率情况	23

图 38: 宁德时代海外动力电池市占率情况	23
图 39: 部分锂电池企业研发费用情况 (亿元)	23
图 40: 部分锂电池企业研发费用率情况 (%)	23
图 41: 部分锂电池企业研发人员数量 (人)	24
图 42: 宁德时代麒麟电池与神行电池	24
图 43: 宁德时代神行 PLUS 电池	24
图 44: 宁德时代第一代钠离子电池	25
图 45: 宁德时代凝聚态电池	25
图 46: 宁德时代高效智能制造情况	26
图 47: 宁德时代产能情况 (GWh)	26
图 48: 宁德时代全球化布局情况	27
图 49: 部分电池企业应收款项周转率情况	28
图 50: 部分电池企业应付款项周转率情况	28
图 51: 部分电池企业单位折旧情况 (元/Wh)	30
图 52: 宁德时代 Inside	31
图 53: 2024 年各月度美国大储装机量	32
图 54: 特斯拉储能各季度装机量 (MWh)	32
图 55: 宁德时代国内外销售毛利率情况	33
表 1: 宁德时代董事、高管及其他重要人员情况	7
表 2: 宁德时代 2023 年股权激励计划业绩考核目标	11
表 3: 全球新能源车销量及预测 (万辆)	16
表 4: 全球动力电池需求量及预测 (GWh)	17
表 5: 部分车企自研电池布局情况	18
表 6: 全球动力电池市场竞争格局	18
表 7: 国内动力电池市场竞争格局	19
表 8: 国内动力电池市场竞争格局 (不含比亚迪情况下)	19
表 9: 海外动力电池市场竞争格局	20
表 10: 全球储能电池市场竞争格局	20
表 11: 全球动力与储能电池供需预测 (GWh)	21
表 12: 宁德时代在 CTP/CTC 技术领域布局情况	25
表 13: 部分电池企业产品性能及研发进展	25
表 14: 部分电池企业技术授权合作情况	26
表 15: 部分电池企业在欧洲、东南亚以及美国产能规划情况	27
表 16: 部分电池企业零碳目标及零碳工厂情况	28
表 17: 部分电池企业售后综合服务费 (质保金) 计提比例情况	29
表 18: 部分电池公司针对不同账龄应收账款坏账准备计提比例 (2023 年年报)	29
表 19: 部分电池企业固定资产折旧年限	29
表 20: 宁德时代部分储能客户情况	31
表 21: 宁德时代业务拆分	35

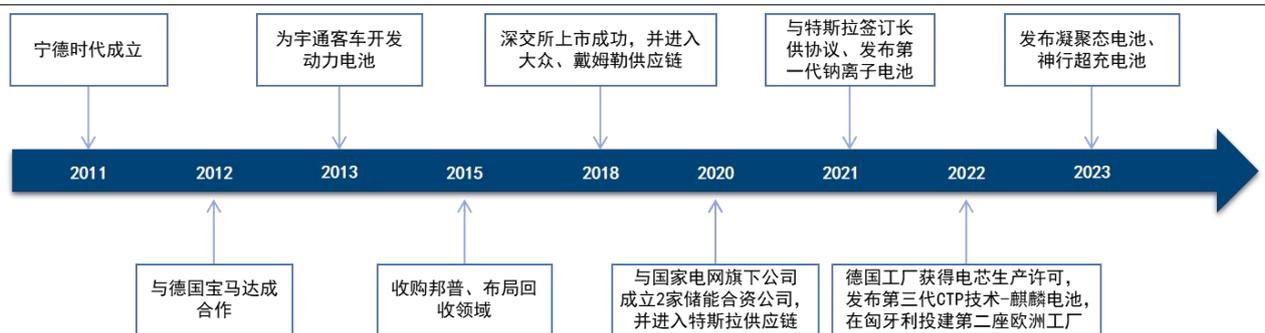
表 22: 公司盈利预测假设条件	36
表 23: 公司 2024-2026 年业绩预测	36
表 24: 公司盈利预测假设条件 (%)	37
表 25: 资本成本假设	37
表 26: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	37
表 27: 可比公司情况 (2024. 7. 18)	38

宁德时代：全球锂电池行业领军企业

深耕锂电十余载、厚积薄发的电池行业龙头

公司是全球第一大动力储能电池企业。公司成立于 2011 年，前身是全球消费电池领先企业 ATL 的动力电池事业部。2012 年公司与宝马达成合作，后续又相继开拓宇通、上汽、吉利等客户。2018 年公司在深交所 IPO，并进入戴姆勒、大众供应链。2023 年公司发布凝聚态电池、神行超充电电池等新产品。公司 2023 年全球动力电池市场占有率达到 36.8%，连续七年位列全球第一；2023 年全球储能电池市场占有率为 40%，蝉联全球榜首。

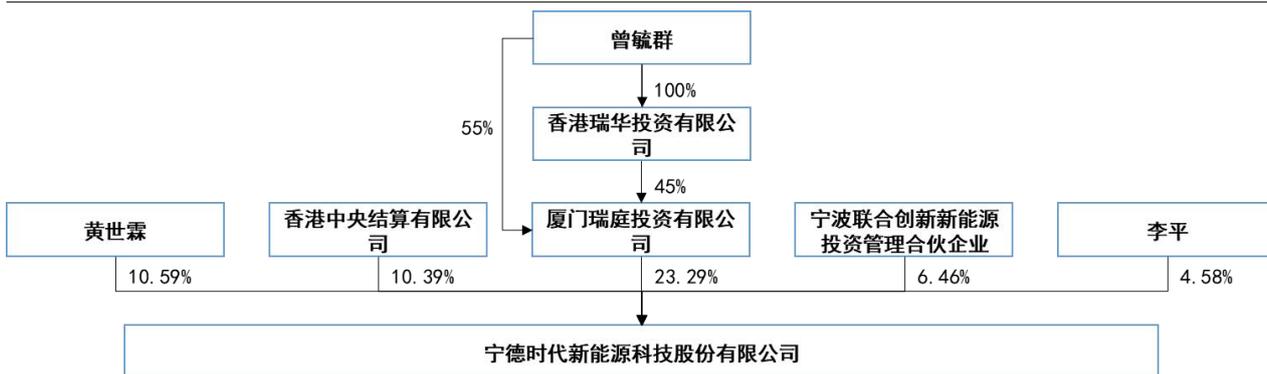
图1：宁德时代发展历程



资料来源：宁德时代公告，国信证券经济研究所整理

公司实际控制人为董事长曾毓群。截至 2024Q1 末，公司控股股东为厦门瑞庭投资有限公司，持股比例为 23.29%。公司实际控制人为董事长曾毓群，其直接或间接通过瑞庭投资持有公司 23.29% 股权。

图2：宁德时代股权结构图（截至 2024Q1 末）



资料来源：宁德时代公告，国信证券经济研究所整理

公司管理团队经验丰富，对行业技术理解深入。公司创始人、董事长曾毓群是中国科学院物理研究所博士，先后创立了 ATL、CATL，具有雄厚的锂电行业理论知识和丰富的实践经验。

表1: 宁德时代董事、高管及其他重要人员情况

姓名	职务	个人履历
曾毓群	董事长、总经理	中国科学院物理研究所博士。曾任 AT&T 总裁、CEO, TDK 副总裁、高级副总裁。现任公司董事长、总经理。
李平	副董事长	中欧国际工商学院 EMBA。曾任公司董事长, 现任公司副董事长。
周佳	副董事长	芝加哥大学硕士。曾任公司总经理、常务副总经理、财务总监, 贝恩咨询战略咨询顾问, 美国资本集团投资经理, 鼎晖投资执行董事, 宁德新能源科技财务总监。现任公司副董事长。
潘健	董事	芝加哥大学硕士。曾任公司副董事长, 科尔尼咨询咨询顾问, 贝恩咨询咨询顾问, MBK Partners 投资基金副总裁, 绿叶制药非执行董事, 晨光文具董事。现任公司董事。
欧阳楚英	董事	中国科学院物理研究所博士, 瑞士联邦理工学院物理系博士后。曾任江西师范大学首席教授、韩国科学技术研究院访问学者。现任公司董事、研发体系联席总裁, 兼任江西师范大学教授。
忻榕	董事	美国加州大学管理学博士。曾任教于美国南加州大学、香港科技大学和瑞士洛桑管理学院。现任中欧国际工商学院管理学教授、副教授, 公司董事。
谭立斌	副总经理	浙江大学学士。曾任公司董事, 东莞新科电子厂部门经理, 戴尔(中国)计算机公司 NPI 经理, 东莞新能源科技销售总监, 宁德新能源科技销售副总裁。现任公司副总经理。
蒋理	副总经理、董事会秘书	北京大学硕士。曾任银河证券投资银行部业务经理, 瑞银证券投资银行部执行董事, 国开证券董事会办公室主任。现任公司副总经理、董事会秘书。
郑舒	财务总监	福州大学会计学、计算机科学与技术双学士, 会计师。曾任公司财务部负责人, 中国铁通集团福建分公司财务部副经理, 华为海外区域预算经理、子公司财务负责人, 万鼎硅钢集团财务部总经理, 搜狐畅游财务总监。现任公司财务总监。
吴凯	首席科学家	上海交通大学博士。曾任武汉理工大学讲师、宁德新能源科技技术副总裁, 公司副总经理、董事。现任公司首席科学家。

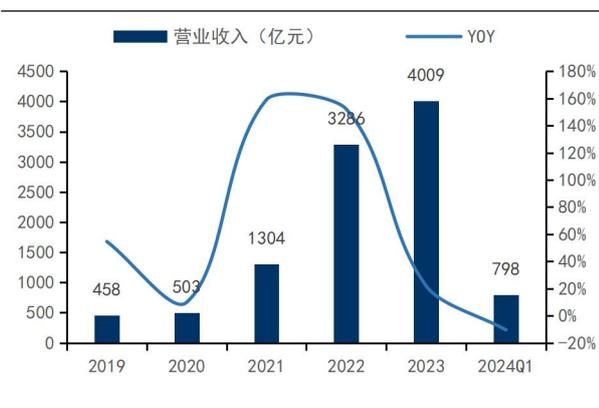
资料来源: 宁德时代公告, 国信证券经济研究所整理

受益全球汽车电动化浪潮, 公司业绩持续稳步增长

受益于全球汽车电动化与储能市场的快速发展, 公司 2019-2023 年营收与利润均呈现显著增长态势。公司 2023 年实现营收 4009.2 亿元, 同比+22%, 2019-2023 年均复合增速为 72%。公司 2023 年实现归母净利润 441.2 亿元, 同比+44%, 2019-2023 年均复合增速为 76%。

公司 2024Q1 实现营收 797.7 亿元, 同比-10%、环比-25%; 实现归母净利润 105.1 亿元, 同比+7%、环比-19%。受到原材料价格下行等因素影响, 公司 2024Q1 营收出现同环比下滑。

图3: 宁德时代营业收入及增速 (亿元、%)



资料来源: 宁德时代公告, 国信证券经济研究所整理

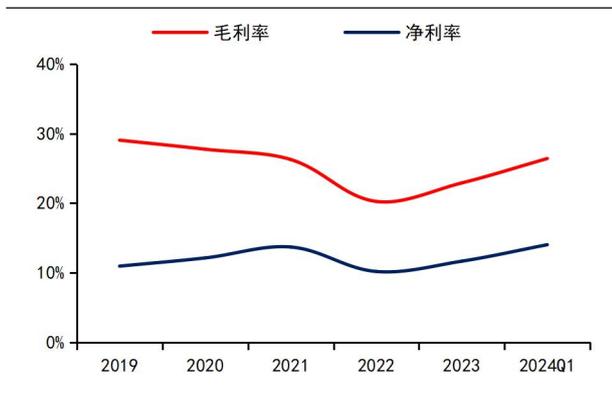
图4: 宁德时代归母净利润及增速 (亿元、%)



资料来源: 宁德时代公告, 国信证券经济研究所整理

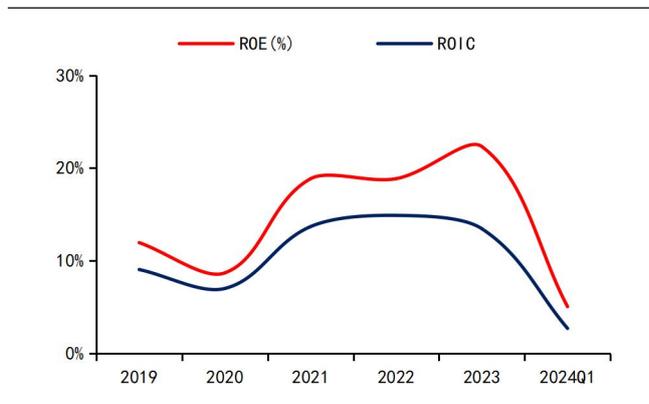
公司盈利能力表现稳健。公司 2023 年毛利率为 22.9%，同比+2.7pct，净利率为 11.7%，同比+1.5pct；摊薄 ROE 为 22.3%，同比+3.6pct。公司 2024Q1 毛利率为 26.4%，同比+5.2pct、环比+0.8pct；净利率为 14.0%，同比+2.7pct、环比+0.6pct。2019 年以来公司净利率持续维持在 10%以上，盈利能力表现亮眼。

图5：宁德时代毛利率、净利率情况



资料来源：宁德时代公告，国信证券经济研究所整理

图6：宁德时代 ROE、ROIC 情况



资料来源：宁德时代公告，国信证券经济研究所整理

公司主要产品与服务包括：1) 动力电池系统：涵盖电芯、模组及电池包产品。2) 储能电池系统：涵盖电芯、电池柜、储能集装箱以及交流侧系统等产品解决方案。3) 电池材料及回收：电池材料产品主要包括锂盐、前驱体及正极材料等，公司亦通过回收方式提取废旧电池金属材料及其他材料加工成电池所需要材料。4) 电池矿产资源：锂镍磷等资源项目投资、运营。5) 其他业务：主要包括废料处理和技术许可、研发服务等。

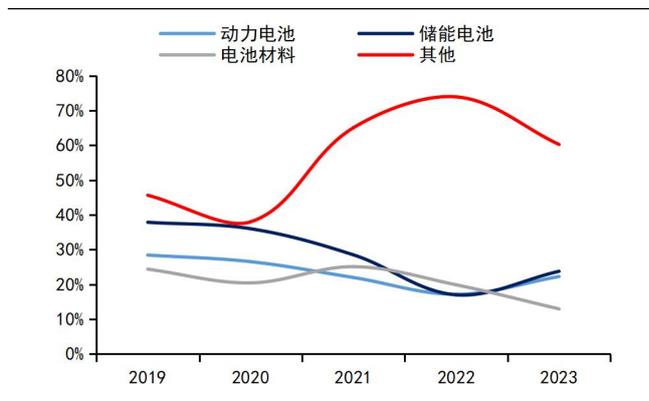
公司 2023 年实现营收 4009.2 亿元，其中动力电池/储能电池/电池材料及回收/电池矿产资源/其他业务营收分别为 2852.5/599.0/336.0/77.3/144.3 亿元，占公司总营收的 71%/15%/8%/2%/4%。公司 2023 年毛利率为 22.9%，动力电池/储能电池/电池材料及回收/电池矿产资源/其他业务毛利率分别为 22.3%/23.8%/11.4%/19.9%/60.3%。

图7：宁德时代营业收入结构（亿元）



资料来源：宁德时代公告，国信证券经济研究所整理；注：电池材料业务包括电池材料及回收、电池矿产资源两个细分业务，2021 年之前两个细分业务为合并列示

图8：宁德时代各业务毛利率情况

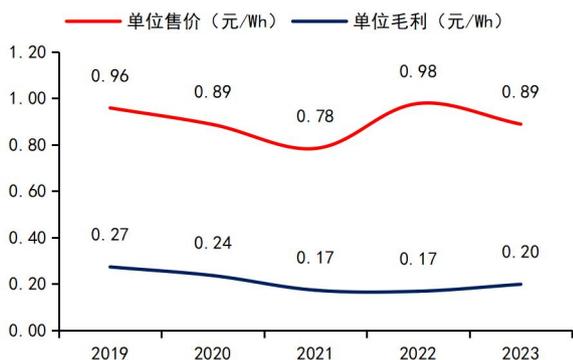


资料来源：宁德时代公告，国信证券经济研究所整理

动力电池业务：2023 年公司动力电池实现营收 2852.53 亿元，同比+21%。2023 年公司动力电池销量为 321GWh，同比+33%；电池售价为 0.89 元/Wh，同比-0.09 元/Wh，主要受到原材料价格波动影响。公司 2023 年动力电池毛利率为 22.27%，同比+5.1pct；单位毛利为 0.20 元/Wh，同比+0.03 元/Wh。

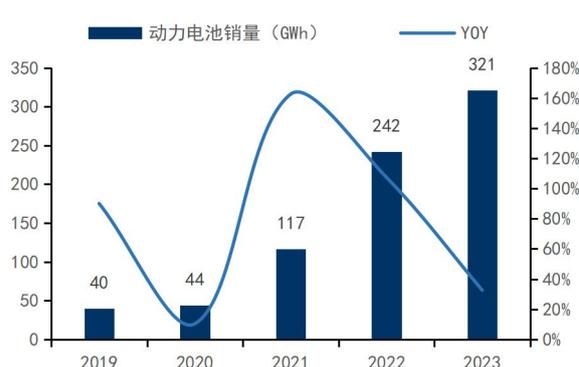
2021-2022 年电池原材料碳酸锂价格持续走高，公司价格传导略有滞后、成本显著承压，致使盈利能力同比下滑。2023 年公司产能利用率维持高位、碳酸锂价格稳步下滑持续优化成本，盈利能力显著修复。

图9：宁德时代动力电池单价及单位毛利（元/Wh）



资料来源：宁德时代公告，国信证券经济研究所整理

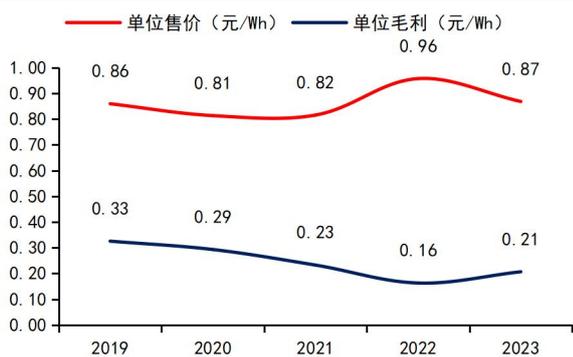
图10：宁德时代动力电池销量情况（GWh）



资料来源：宁德时代公告，国信证券经济研究所整理

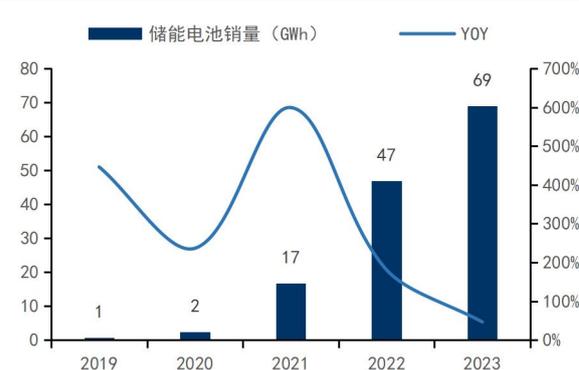
储能电池业务：公司 2023 年储能电池营收 599.01 亿元，同比+33%；销量为 69GWh，同比+47%；单位售价为 0.87 元/Wh，同比-0.09 元/Wh。公司 2023 年储能电池毛利率为 23.79%，同比+6.78pct；单位毛利为 0.21 元/Wh，同比+0.04 元/Wh。

图11：宁德时代储能电池单价及单位毛利（元/Wh）



资料来源：宁德时代公告，国信证券经济研究所整理

图12：宁德时代储能电池销量情况（GWh）



资料来源：宁德时代公告，国信证券经济研究所整理

电池材料及回收业务方面，公司 2023 年实现营收 336.0 亿元，同比+29%；毛利率为 11.4%，同比-9.9pct。电池矿产资源业务方面，公司 2023 年实现营收 77.3 亿元，同比+72%；毛利率为 19.9%，同比+7.6pct。其他业务方面，公司 2023 年实现营收 144.3 亿元，同比-12%；毛利率为 60.3%，同比-13.7pct。

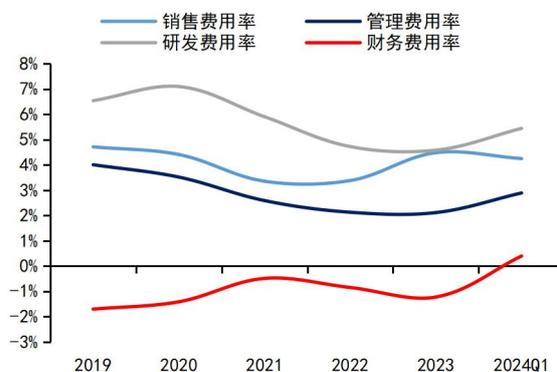
公司研发投入稳定高位,期间费用率稳中略降。公司持续推动降本提效,2019-2023年期间费用率分别为13.54%/13.60%/11.34%/9.37%/9.94%,整体呈现稳中向下趋势。其中,公司持续推动体系优化,管理费用率从2019年的4.00%降低到2023年的2.11%;公司重视科技研发与创新投入,研发费用率持续维持较高水平。

图 13: 宁德时代期间费用率情况



资料来源: 宁德时代公告, 国信证券经济研究所整理

图 14: 宁德时代各项费用率情况



资料来源: 宁德时代公告, 国信证券经济研究所整理

公司上市以来进行多轮股权激励,与员工共享企业发展成果。公司自2018-2023年每年均发布一期股权激励计划,各期激励计划覆盖员工人数基本均保持在数千人规模。公司通过股权激励计划深入绑定核心人才骨干,与员工共享发展成果,夯实企业核心竞争力。

图 15: 公司历年股票激励计划情况



资料来源: 宁德时代公告, 国信证券经济研究所整理; 注: 所统计为激励计划草案数据

表2: 宁德时代 2023 年股权激励计划业绩考核目标

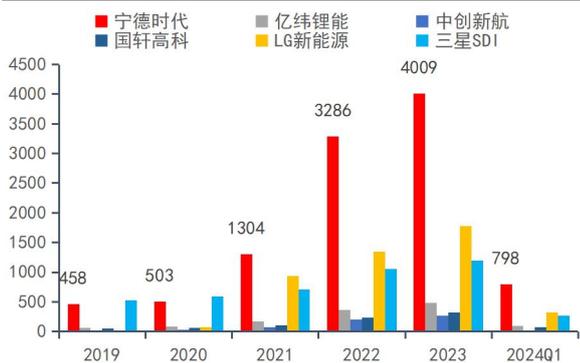
归属期	考核目标
第一个归属期	2023 年营业收入值不低于 3800 亿元
第二个归属期	2023-2024 年两年的累计营业收入值不低于 8100 亿元
第三个归属期	2023-2025 年三年的累计营业收入值不低于 12900 亿元
第四个归属期	2023-2026 年四年的累计营业收入值不低于 18300 亿元
第五个归属期	2023-2027 年五年的累计营业收入值不低于 24300 亿元

资料来源: 宁德时代公告, 国信证券经济研究所整理

同行业对比情况

公司营业收入和归母净利润规模远超同行。公司 2019 年-2023 年营业收入由 457.9 亿元增长至 4009.2 亿元, 年均复合增速为 72%。公司 2019-2023 年归母净利润由 45.6 亿元增长至 441.2 亿元, 年均复合增速为 76%。作为全球电池龙头企业公司营业收入与归母净利润规模显著高于同行。

图 16: 宁德时代与部分电池企业营业收入对比 (亿元)



资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

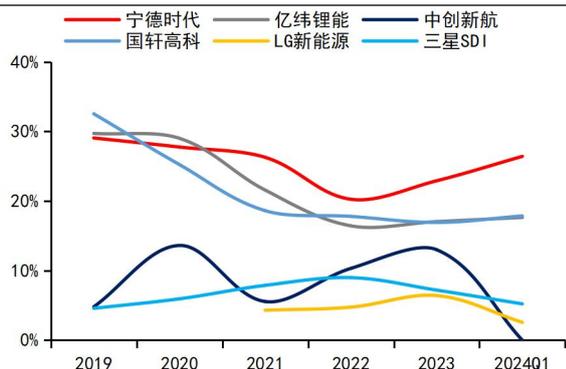
图 17: 宁德时代与部分电池企业归母净利润对比 (亿元)



资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

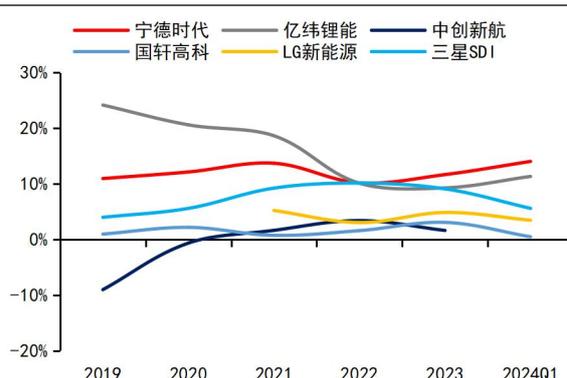
公司盈利能力处于行业领先水平。公司 2019-2023 年毛利率分别为 29.06%/27.76%/26.28%/20.25%/22.91%, 2024Q1 毛利率为 26.42%; 2019-2023 年净利率分别为 10.95%/12.13%/13.70%/10.18%/11.66%, 2024Q1 净利率 14.03%。公司 2019-2023 年动力电池单位毛利为 0.27/0.24/0.17/0.17/0.20 元/Wh; 储能电池单位毛利为 0.33/0.29/0.23/0.16/0.21 元/Wh。公司凭借技术溢价、高产能利用率、规模优势等, 盈利能力领先同行。

图 18: 宁德时代与部分电池企业毛利率对比 (%)



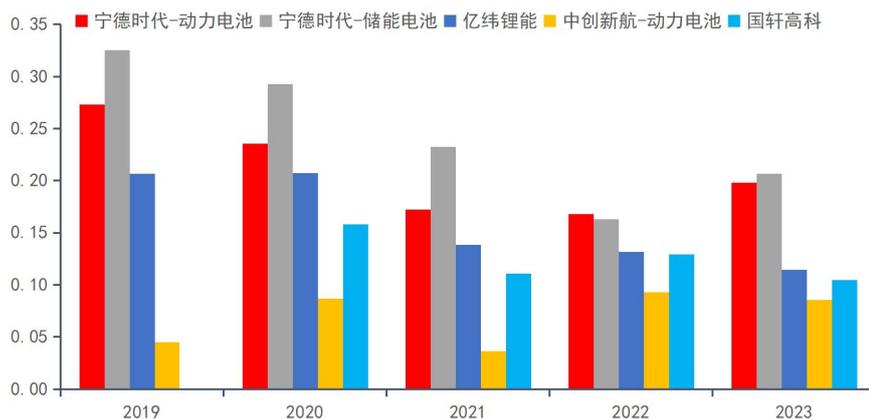
资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所整理; 注: LG 新能源营业利润率为含 IRA 税收抵免数据

图 19: 宁德时代与部分电池企业净利率对比 (%)



资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 20: 宁德时代与部分电池企业单位毛利情况 (元/Wh)

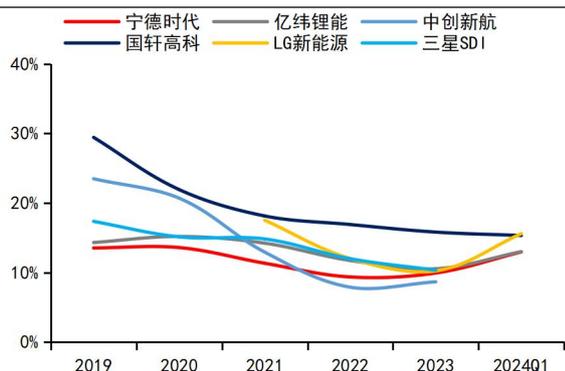


资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司期间费用率处于行业较低水平。公司 2019-2023 年期间费用率分别为 13.5%/13.6%/11.3%/9.4%/9.9%，2024Q1 期间费用率 13.0%。公司期间费用率处于行业较低水平，且近年来持续推动体系优化，管理费用率逐渐降低，整体呈稳中略降趋势。

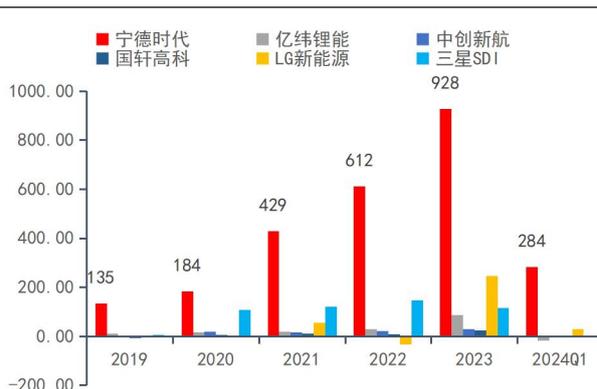
公司经营活动现金流表现优异。公司 2019-2023 年经营活动现金流净额分别为 134.7/184.3/429.1/612.1/928.3 亿元，2024Q1 经营活动现金流净额为 283.6 亿元，显著领先行业。

图 21: 宁德时代与部分电池企业期间费用率对比



资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 22: 宁德时代与部分电池企业经营活动现金流净额 (亿元)



资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

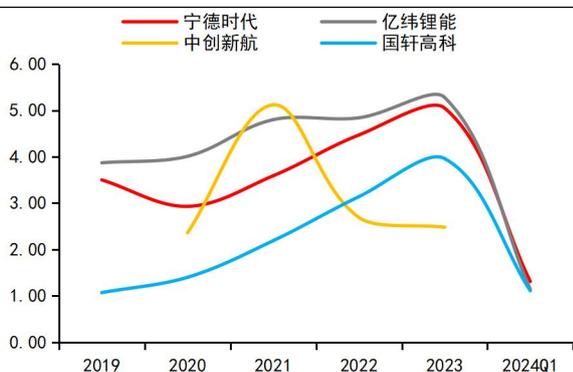
图 23: 宁德时代与部分电池企业在手现金情况 (亿元)



资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所整理; 注: 在手现金为货币资金与交易性金融资产之和

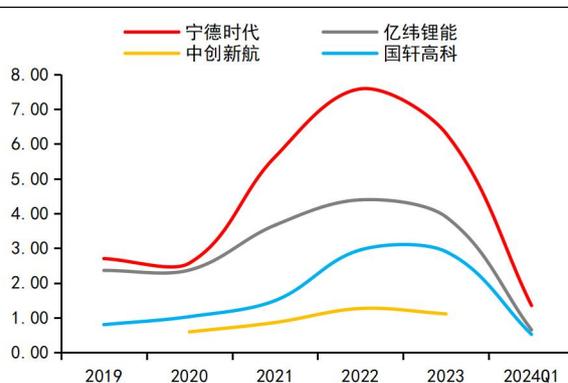
公司存货周转率与应收账款周转率处于行业较高水平。公司存货管理效率持续优化, 存货周转率整体呈上升趋势, 且处于行业较高水平。得益于公司规模以及技术优势, 公司对下游议价能力高, 应收账款周转率行业领先。

图 24: 宁德时代与部分电池企业存货周转率对比



资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

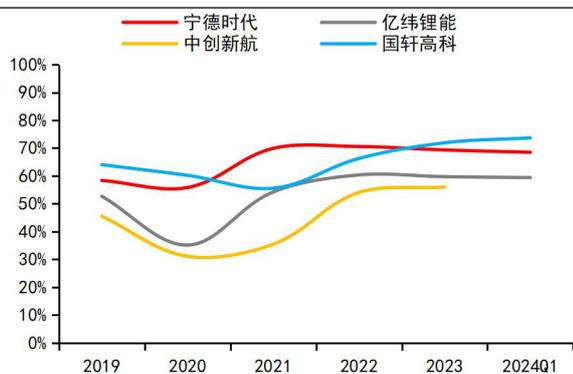
图 25: 宁德时代与部分电池企业应收账款周转率对比



资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

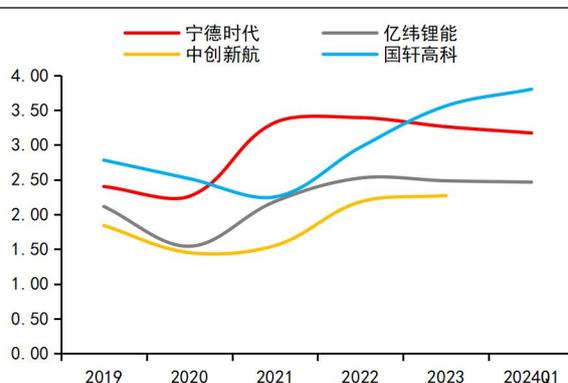
公司资产负债率处于行业平均水平，偿债能力优异。行业整体呈现持续扩张状态，公司近五年来资产负债率维持在 70% 左右，公司资产负债率、权益乘数均处于行业平均水平。偿债能力方面，公司速动比率、流动比率整体维持较高水平。

图 26: 宁德时代与部分电池企业资产负债率对比



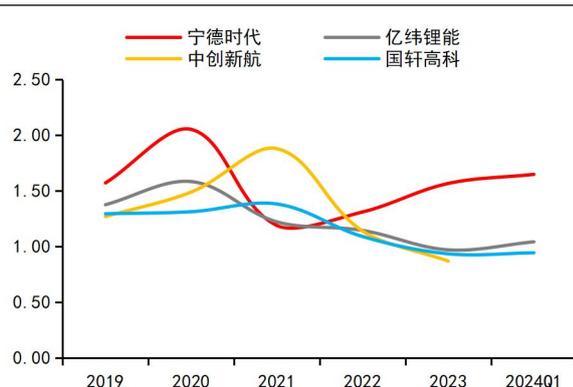
资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 27: 宁德时代与部分电池企业权益乘数对比



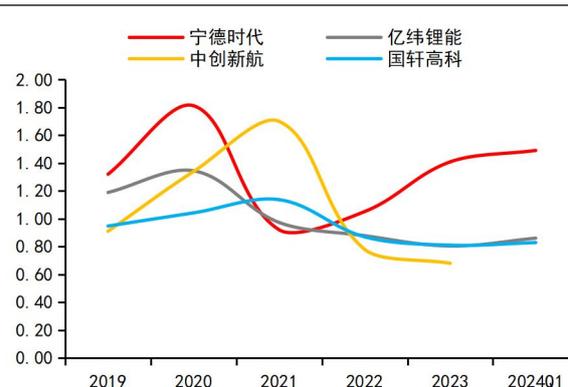
资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 28: 宁德时代与部分电池企业流动比率对比



资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

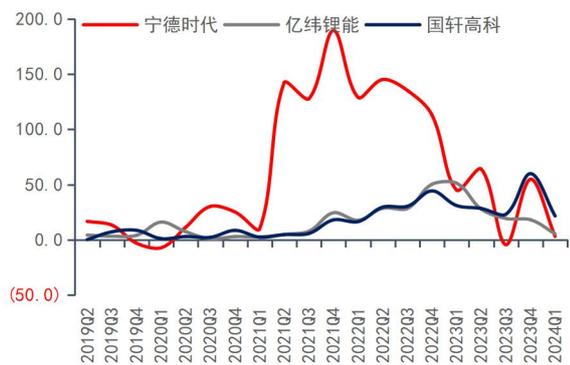
图 29: 宁德时代与部分电池企业速动比率对比



资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

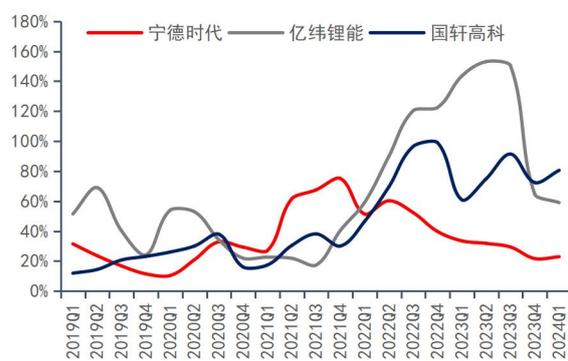
公司产能扩张节奏放缓、固定资产+在建工程新增金额自 2022Q2 以来显著回落; 同时, 在建工程/固定资产比值在行业内处于较低位置。

图30: 宁德时代与部分电池企业新增固定资产+在建工程情况 (亿元)



资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

图31: 宁德时代与部分电池企业在建工程/固定资产情况



资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

汽车电动化扎实推进，电池领先企业强者恒强

全球新能源车销量稳步提升，储能市场持续增长

全球新能源车市场在政策、供给、需求推动下仍有望保持可观增速。

1) **政策**：国内双积分政策、双碳政策，欧洲碳减排政策对新能源车产业发展具有正向推动作用。同时美国、欧洲部分国家、中国仍对电动车产业具有补贴政策，政策刺激下新能源车渗透率稳步提升。

2) **供给**：国内外车企持续加大电动化投入，新能源车型持续丰富。

3) **需求**：国内部分城市实施限购政策致使消费需求向电动车倾斜；同时电车在国内较燃油车仍具有长期经济性。

我们预计 2024-2027 年全球新能源车销量分别为 1611/1856/2090/2304 万辆，同比增长 19%/15%/13%/10%。

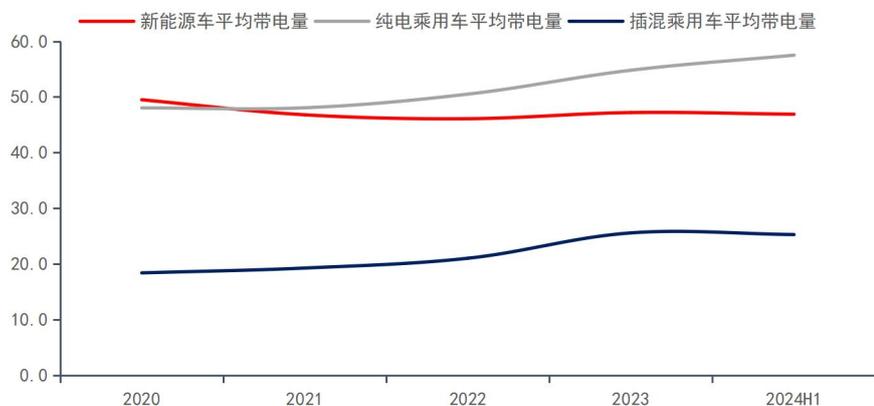
表3: 全球新能源车销量及预测 (万辆)

	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
中国	829.2	1021.4	1186.0	1337.9	1484.5
YoY	34%	23%	16%	13%	11%
欧洲	300.9	307.1	325.5	341.8	355.5
YoY	16%	2%	6%	5%	4%
美国	146.8	175.5	205.4	236.2	264.5
YoY	49%	20%	17%	15%	12%
其他地区	73.7	106.9	138.9	173.7	199.7
YoY	74%	45%	30%	25%	15%
合计	1350.6	1610.8	1855.8	2089.5	2304.2
YoY	32%	19%	15%	13%	10%

资料来源：GGII, Marklines, 国信证券经济研究所整理与预测；注：中国数据为批销量扣除出口量

新能源车单车带电量有望持续提升。国内来看，车企持续完善纯电产品矩阵，推出中高端车型扩大覆盖领域；插电混动车型带电量持续提升，以便给消费者提供更好的驾乘及智能化体验。美国市场，SUV、皮卡市场占总市场的 70%左右，未来伴随该细分市场电动化率持续提升，单车带电量显著提升。根据中国动力电池产业创新联盟数据，2023 年国内新能源车平均带电量为 47.2kWh，同比增加 1.1kWh。

图 32: 国内新能源车单车带电量情况 (kWh)



资料来源：动力电池产业创新联盟，国信证券经济研究所整理

新能源车销量快速增长与单车带电量提升下，动力电池增速有望高于整车销量增速。我们预计 2024-2027 年全球动力电池需求量（考虑库存等）有望分别达到 1002/1171/1336/1476GWh，同比增长 18%/17%/14%/11%。

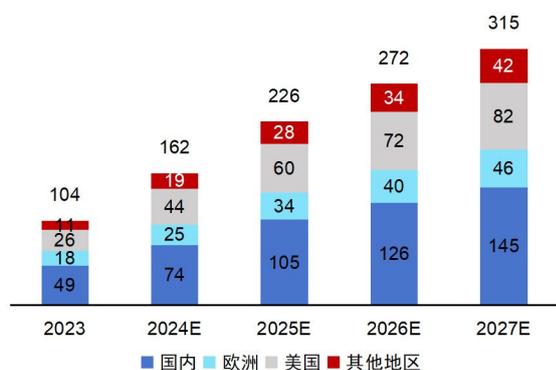
表4: 全球动力电池需求量及预测 (GWh)

	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
中国	465.2	568.4	673.0	764.4	848.2
YoY	26%	22%	18%	14%	11%
欧洲	220.1	225.6	242.2	259.8	272.3
YoY	22%	2%	7%	7%	5%
美国	107.4	128.9	152.8	179.5	202.6
YoY	56%	20%	18%	18%	13%
其他地区	53.9	78.5	103.4	132.0	153.0
YoY	82%	46%	32%	28%	16%
合计	846.6	1001.5	1171.3	1335.8	1476.1
YoY	31%	18%	17%	14%	11%

资料来源：动力电池产业创新联盟，SNE Research，国信证券经济研究所整理与预测；注：考虑库存等因素

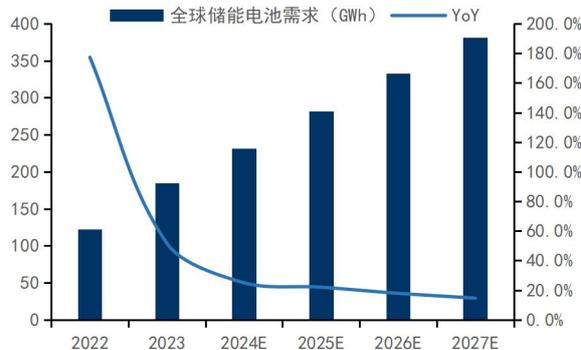
伴随全球融资成本后续或稳步下降，储能市场将维持高速增长态势。国内集中式电站项目有望继续超过分布式成为新能源装机主力，配储需求有望稳步增加。同时，共享储能、工商业储能等场景快速发展，有望带动储能装机稳步走高。海外在融资成本后续有望下行背景下，储能需求有望进一步释放。此外，锂电池价格下降带动储能系统报价持续走低，储能项目经济性有望稳步提升。由此，我们预计 2024 年全球储能电池需求量有望突破 231GWh，2027 年需求量有望达到 381GWh 以上，2024-2027 年均复合增速为 18%。

图 33: 全球储能新增装机容量 (GWh)



资料来源：CPIA，SolarPower Europe，SEIA，国信证券经济研究所整理与预测

图 34: 全球储能电池需求量及预测 (GWh)



资料来源：SNE Research，CPIA，SolarPower Europe，SEIA，国信证券经济研究所整理与预测

行业集中度逐步提升，国内企业加速海外布局

电池行业市场份额持续向头部企业集中。锂电池是明显的技术密集、资本密集、人才密集型行业，工艺优化需要长期时间积累和试错，是各家电池企业的核心竞争力。伴随行业竞争加剧，头部企业依托技术、规模等优势，深入绑定核心客户，市场份额稳中有升。此外，目前部分主机厂依旧坚持资产自研电池，但在整体行业产能充足、头部企业成本和技术优势显著领先的大背景下，第三方电池企业仍将是行业未来最主要的参与者。

表5: 部分车企自研电池布局情况

车企	布局进展
蔚来	2022年投资2.19亿元在上海建立电芯和电池包研发实验室，2023年2月计划在合肥建立40GWh产能基地，2023年7月宣布放缓电池工厂的设备采购节奏。
长安	到2030年，计划将推出从液态到固态等八款自研电芯，预计会形成约150GWh的产能，并开展锂硫电池、金属电池等多方面应用领域的研究。
广汽	2011年开始动力电池相关研究，2017年广汽埃安首款自主开发EV电池包投产，2022年成立因湃电池科技，目前已经建成产能6GWh，后期将完成36GWh产线导入。
吉利汽车	2013年吉利成立威睿电动，2017年收购LG南京工厂使用权，2020与孚能科技合作建设年产120GWh电池厂，2021年与赣州市经济技术开发区合作，投资300亿元建设年产42GWh的动力电池项目。2024年6月推出神盾短刀电池。

资料来源：各公司公告，电池中国，起点锂电，国信证券经济研究所整理；注：最新情况以各公司公告为准

全球动力电池市场：宁德时代强者恒强、国内企业市占率快速提升。宁德时代在2024年1-5月在全球动力电池装机量排名第一，市占率为37.5%，较2023年提升0.7pct。2024年1-5月全球动力电池市场CR5为75.3%，较2023年下降2.2pct。近年来，以宁德时代、比亚迪、中创新航为代表的国内企业积极开拓国内外客户，全球份额稳步提升。

海外企业表现低迷，国内头部电池企业份额有望稳中有升。2024年7月LG新能源表示受电动汽车销量低迷影响，公司预计2024Q2营业利润约为10.3亿元、同比下滑58%；若将IRA法案税收抵免剔除后，LG新能源2024Q2预计亏损13.3亿元。同月，在自母公司剥离后、经历了连续10个季度亏损后，SK On表示将冻结所有高管级员工年薪，直至公司扭亏为盈。海外企业自身经营困难或对后续其技术研发、产能布局产生一定拖累，而宁德时代、亿纬锂能等国内头部动力电池企业盈利能力稳健，并且积极进行产品迭代和海外产能布局，后续在全球市场份额有望稳中向好。

表6: 全球动力电池市场竞争格局

	2021	2022	2023	2024年1-5月
宁德时代	32.60%	37.00%	36.80%	37.50%
比亚迪	8.70%	13.60%	15.80%	15.70%
LG新能源	19.70%	13.60%	13.60%	20.30%
三星SDI	4.80%	4.70%	4.62%	4.80%
松下	12.00%	7.30%	6.40%	4.70%
SK On	5.70%	5.40%	4.90%	4.87%
中创新航	2.60%	3.86%	4.73%	4.56%
其他	13.50%	14.54%	13.15%	7.57%
CR5	78.70%	76.90%	77.50%	75.30%

资料来源：SNE Research，国信证券经济研究所整理

国内动力电池市场：宁德时代份额小幅回暖，头部企业份额相对集中。2024H1 宁德时代在国内动力电池市占率为 46.4%，较 2023 年提升 3.3pct；在不含比亚迪的国内动力电池市场中市占率为 61.9%，较 2023 年提升 2.7pct。依托神行电池等高性能产品抢占市场以及核心客户销量的快速爬升，宁德时代市场占有率有望稳中向好。

2024H1 国内动力电池 CR5 为 86.1%，较 2023 年小幅下滑 1.2pct。2024H1 国内新能源汽车市场共有 50 家动力电池企业实现装车配套，较 2023 年下降 2 家。

表7：国内动力电池市场竞争格局

	2021	2022	2023	2024H1
宁德时代	52.10%	48.20%	43.11%	46.38%
比亚迪	16.20%	23.45%	27.21%	25.10%
中创新航	5.90%	6.53%	8.49%	6.87%
亿纬锂能	1.90%	2.44%	4.45%	4.21%
国轩高科	5.20%	4.52%	4.10%	3.56%
蜂巢能源	2.10%	2.07%	2.24%	3.06%
其他	16.60%	12.79%	10.40%	10.82%
CR5	83.40%	85.32%	87.36%	86.12%

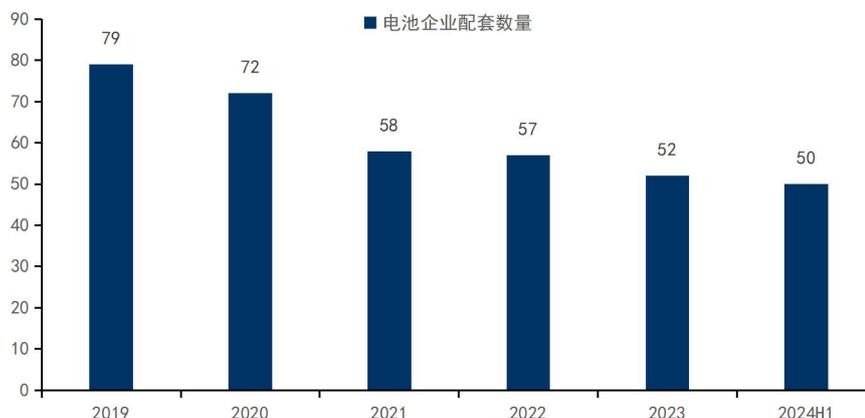
资料来源：动力电池联盟，国信证券经济研究所整理

表8：国内动力电池市场竞争格局（不含比亚迪情况下）

	2021	2022	2023	2024H1
宁德时代	62.17%	62.97%	59.23%	61.92%
中创新航	7.04%	8.53%	11.66%	9.17%
亿纬锂能	2.27%	3.19%	6.11%	5.62%
国轩高科	6.21%	5.90%	5.63%	4.75%
蜂巢能源	2.51%	2.70%	3.08%	4.09%
其他	19.81%	16.71%	14.29%	14.45%

资料来源：动力电池联盟，国信证券经济研究所整理

图 35：国内新能源车配套电池企业数量



资料来源：动力电池产业创新联盟，国信证券经济研究所整理

海外动力电池市场：宁德时代份额稳步提升，现已超越 LG 新能源。2024 年 1-5 月宁德时代在海外动力电池市场占有率为 26.9%，超过 LG 新能源、位居全球第一。公司与特斯拉、大众、戴姆勒等客户深入合作，持续开拓欧洲市场；凭借突出技术、全面的产品配套能力，实现份额提升。展望未来，欧洲车企电动化稳步推进、且新一轮定点将陆续落地，宁德时代依托德国、匈牙利工厂完善的配套能力，强有力、全方面的产品服务能力，有望实现份额持续提升。

表9：海外动力电池市场竞争格局

	2021	2022	2023	2024 年 1-5 月
宁德时代	14.00%	22.83%	27.48%	26.90%
比亚迪	0.40%	0.63%	2.13%	3.80%
LG 新能源	35.10%	29.91%	27.74%	25.90%
三星 SDI	9.40%	10.58%	10.14%	10.50%
松下	23.60%	15.78%	13.96%	10.30%
SK On	11.10%	13.36%	10.68%	10.70%
其他	6.40%	6.91%	7.61%	11.90%
CR5	93.20%	92.47%	90.01%	84.30%

资料来源：SNE Research，国信证券经济研究所整理

全球储能电池市场：国内企业依托铁锂电池技术占据显著优势地位。2023 年宁德时代在全球储能电池市场占有率排名第一，份额为 40.0%。2023 年全球储能电池出货量排名前五企业均为中国企业，前十名中有 8 家中国企业，竞争力显著。

表10：全球储能电池市场竞争格局

	2021	2022	2023
宁德时代	38.30%	42.98%	40.00%
比亚迪	10.10%	11.57%	11.89%
亿纬锂能	2.30%	8.26%	11.35%
瑞浦兰钧	3.20%	5.79%	7.57%
海辰储能		4.13%	7.03%
三星 SDI	18.50%	7.44%	4.86%
LG 新能源	17.80%	7.44%	4.32%
CR5	87.90%	77.00%	78.00%

资料来源：SNE Research，国信证券经济研究所整理

电池行业产能相对充足，国内企业加速海外扩张。根据国内外各家主要动力电池企业的扩产计划，我们预期未来几年全球二线及以上动力电池企业的产能足以保障全球动力电池和储能电池的需求。而受到海外政策等限制影响，国内企业纷纷加速海外产能扩张，普遍在欧洲、东南亚等地区建设新基地，以更好服务海外客户。

表 11：全球动力与储能电池供需预测（GWh）

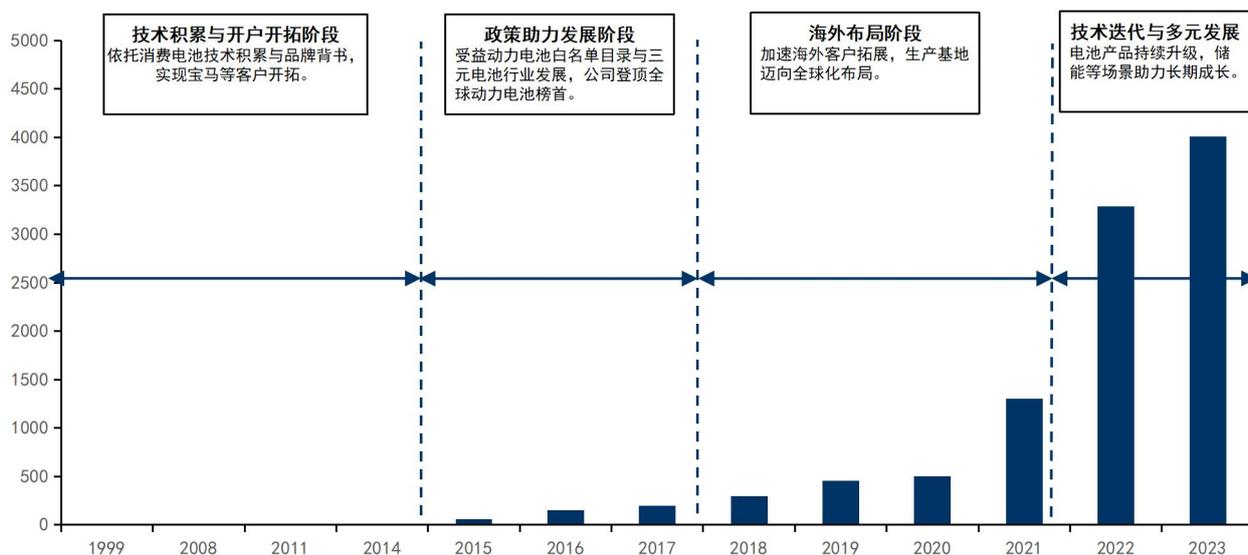
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
宁德时代	390	552	700	800	850
比亚迪	160	250	280	300	300
中创新航	35	80	120	150	170
国轩高科	100	140	160	200	220
蜂巢能源	30	50	65	85	10
亿纬锂能	84	135	180	210	240
孚能科技	20	30	55	70	80
欣旺达	40	60	66	76	76
LG 新能源	205	260	340	450	520
三星 SDI	60	70	90	120	140
松下	59	75	100	120	140
SK On	75	86	140	180	200
Northvolt	16	30	50	80	100
产能规划总计	1274	1818	2346	2841	3046
总实际产能（预测值）	1019	1454	1877	2273	2437
动力+储能总需求（考虑库存等）	769	1032	1233	1453	1668
产能保障比例	132%	141%	152%	156%	146%

资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理与测算；注：最新情况以各公司公告为准

技术制造等多维度布局领先，电池龙头发展前景广阔

复盘：全球锂电池领军企业发展之路

图36：宁德时代发展复盘



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理；注：纵轴为公司营业收入（亿元）

技术积累与客户开拓阶段（2014年之前）： 依托原有消费电池技术积累与品牌背书，公司实现宝马等标志性客户开拓。公司创始团队于1999年成立ATL，并将其逐渐打造成为全球最大的消费电池生产企业。2008年ATL成立动力电池事业部。2011年，创始团队二次创业与ATL共同成立CATL。

2012年公司依托多年技术积累、ATL品牌背书以及突出的客户服务能力，获得了华晨宝马首款纯电车型之诺1E的订单。基于宝马对于电池的各项要求，公司逐渐完善并形成了国际顶尖的产品开发、生产与服务能力。此后，依托宝马订单的背书，公司在2013年开始为全球最大客车企业宇通开发动力电池。随后，公司相继与北京普莱德、吉利汽车、中国中车、东风汽车、厦门金龙等达成合作。

政策助力加速发展阶段（2015-2017年）： 受益动力电池白名单目录与三元电池行业发展，公司登顶全球动力电池榜首位置。2015年工信部发布《汽车动力蓄电池行业规范条件》助力国内本土电池企业快速发展；2016年底财政部等印发《关于调整新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，将财政补贴与动力电池系统能量密度相挂钩。公司前瞻性布局三元电池与磷酸铁锂电池等多技术路线，受益三元电池行业发展实现快速成长。2017年，公司首次登顶全球动力电池装机量榜首位置。

海外布局阶段（2018-2021年）： 公司加速海外客户拓展，生产基地迈向全球化布局。2018年，公司与宝马集团、华晨宝马、大众汽车、日产等达成供应协议，并进入戴姆勒供应链。同年，公司正式开始布局德国工厂，该工厂于2023年初正式投产。2019年公司与丰田达成全面合作协议。2020年公司与特斯拉达成供应协议。2024年1月，公司海外动力电池装机量首次超越LG新能源，成为全球第一。

图 37: 宁德时代全球动力电池市占率情况



资料来源: SNE Research, 中汽协, 国信证券经济研究所整理

图 38: 宁德时代海外动力电池市占率情况



资料来源: SNE Research, 国信证券经济研究所整理

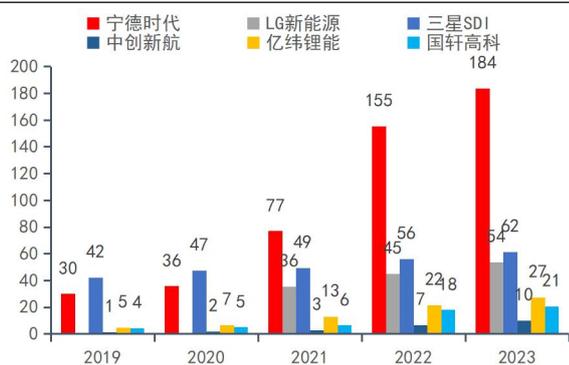
技术迭代与多元发展阶段 (2022 年至今): 电池产品持续迭代升级, 储能、电动飞机、电动船舶等新领域助力公司长期成长。近年来, 公司相继发布钠离子电池、麒麟电池、凝固态电池、神行电池、天行电池等产品, 持续优化动力电池产品性能、夯实全球领先地位。同时, 公司积极推动储能、电动飞机、电动船舶等多领域布局, 助力公司长期可持续发展。

研发与制造能力全球领先, 会计处理谨慎铸就高质量报表

技术: 公司研发实力全球领先, 产品布局全面、性能优异且迭代速度快

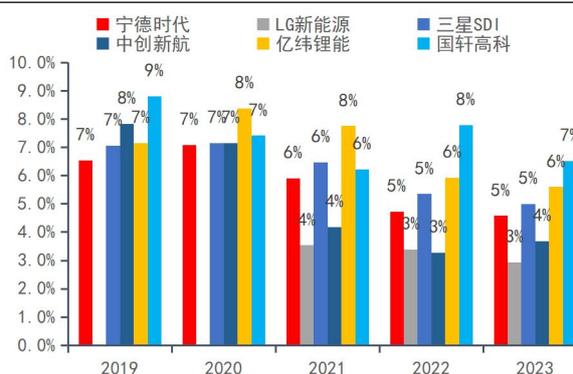
公司重视技术创新, 研发投入与研发团队规模处于全球领先地位。在研发投入方面, 2023 年公司研发费用为 183.6 亿元, 同比+18%, 2019-2023 年均复合增速为 57%, 高于亿纬锂能 (+56%)、国轩高科 (+47%)、三星 SDI (+10%)。在研发团队方面, 2023 年公司研发人员为 2.06 万人, 占公司总人数的 18%, 处于行业领先水平。

图 39: 部分锂电池企业研发费用情况 (亿元)



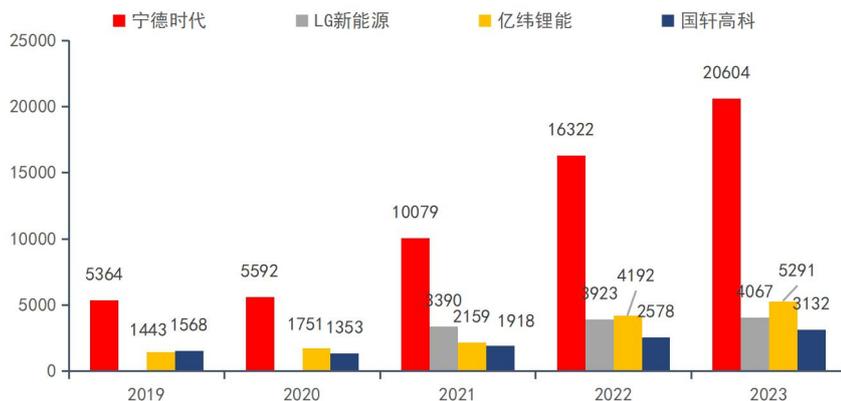
资料来源: 各公司公告、各公司官网, 国信证券经济研究所整理

图 40: 部分锂电池企业研发费用率情况 (%)



资料来源: 各公司公告、各公司官网, 国信证券经济研究所整理

图41：部分锂电池企业研发人员数量（人）



资料来源：各公司公告、各公司官网，国信证券经济研究所整理

公司在材料体系、电池体系与系统结构等方面布局完善，且技术持续更新迭代，产品性能处于行业优势地位。

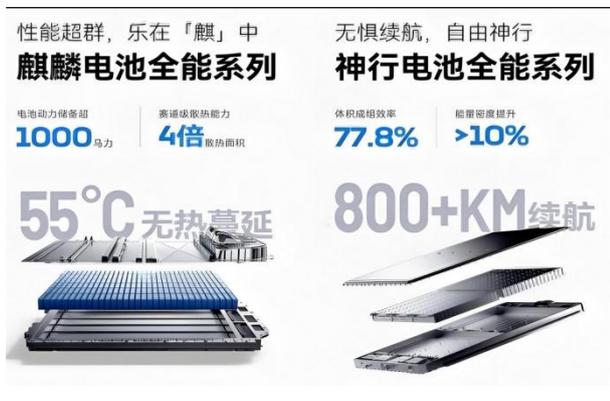
1) 材料体系：三元与铁锂双线并举，新材料应用稳步推进。三元电池方面，公司高镍产品能量密度超 255Wh/kg、倍率性能超 5C，性能优势明显。同时，公司具有超高镍三元电池、高镍三元电池、中镍高电压三元电池等多体系解决方案，以此满足客户多样化需求。

磷酸盐系电池方面，公司 2023 年推出神行电池、在行业内率先实现铁锂 4C 快充；2024 年又推出神行 PLUS 版本，使其兼具续航 1000km 与 4C 快充的突出性能。此外，针对续航里程在 700km 左右的中高端车型，公司推出兼具高安全、长寿命、高性价比的 M3P 电池，目前已配套智界 S7、奇瑞星途瑶光等车型。

针对储能应用场景，公司于 2024 年发布搭载了 L 系列储能专用长寿命磷酸铁锂电芯的天恒储能系统。该系统实现了 20 尺集装箱 6.25MWh 的超高能量储备，并且可以实现首五年容量零衰减，首 5 年功率零衰减。

公司积极应用碳纳米管、硅基负极等材料，提升电池能量密度与倍率性能；同时，公司还布局复合集流体等先进材料，持续优化材料体系。

图42：宁德时代麒麟电池与神行电池



资料来源：宁德时代发布会，国信证券经济研究所整理

图43：宁德时代神行 PLUS 电池



资料来源：宁德时代发布会，国信证券经济研究所整理

2) 电池体系：钠离子电池、凝聚态电池等产品产业化持续加速。2021 年公司发布第一代钠电池产品、能量密度超 160Wh/kg、性能全球领先。2023 年 4 月公司发布凝聚态电池产品，单体能量密度超 500Wh/kg，实现高比能与高安全兼备。

图 44：宁德时代第一代钠离子电池



资料来源：宁德时代发布会，国信证券经济研究所整理

图 45：宁德时代凝聚态电池



资料来源：宁德时代发布会，国信证券经济研究所整理

3) 系统结构：2019 年公司发布全球首款 GTP 电池包，2022 年发布 CTP 3.0 技术，电池体积利用率从 55%提升至 72%，持续优化电池包结构。2024 年公司宣布基于 CTC 技术的 C11C 一体化智能底盘将首发落地阿维塔，并计划于 2024 年内实现量产。此外，公司还推出 AB 电芯混搭技术，突破了单一材料体系性能边界、实现优势互补。

表 12：宁德时代在 GTP/CTC 技术领域布局情况

	CTP1.0	CTP2.0	CTP3.0	C11C
发布时间	2019 年	2021 年	2022 年	2024 年
体积利用率	55%	60%	72%	75%
续航里程 (km)	500+	600+	1000+	1000+
能量密度 (Wh/kg)	180+	200+	250+	增加约 5%~10%
结构变化	取消模组侧板	去掉模组端板，利用箱体纵横梁代替端板	进一步去掉横梁，采用多功能弹性夹层替代	将电池、电驱动和热管理等子系统高度集成到底盘

资料来源：宁德时代官网，国信证券经济研究所整理

表 13：部分电池企业产品性能及研发进展

电池类型	宁德时代	A 公司	B 公司	C 公司
三元电池	能量密度：255Wh/kg+ 超充性能：量产 5C+电池	能量密度：250Wh/kg+ 超充：5C+；2024 年 6 月发布大圆柱产品具备 6C 性能	能量密度：<240Wh/kg 倍率性能：3C	能量密度：<220Wh/kg 倍率性能：2026 年计划量产 6C+电池（9min 充满）
磷酸铁锂电池	能量密度：205Wh/kg 超充性能：4C 第一代产品能量密度	超充：3C+	2025 年开始批量生产，已有安培公司订单	2025 年预计完成产线建设，并开始批量生产
钠离子电池	160Wh/kg、已小批量交付； 2025 年计划发布第二代产品	研发阶段	研发阶段	研发阶段
磷酸锰铁锂电池	2023 年 M3P 电池已经实现装车量产	研发阶段	研发阶段	研发阶段
凝聚态电池/固态电池	2023 年推出凝聚态电池，单体能量密度达 500Wh/kg。 2027 年预计实现固态电池小批量生产	2026 年推出全固态电池， 2028 年推出能量密度为 400Wh/kg 的全固态电池	2026 年前量产聚合物基半固态电池；2027 年计划量产基于液态电解质能量密度 500Wh/kg 的锂硫电池	2027 年计划量产固态电池

资料来源：各公司公告、各公司官网，国信证券经济研究所整理；注：不完全整理，最新情况以各公司公告为准

制造：产线效率高、良率优，规模效应明显

公司生产线具有单位投入低、效率高、良率高等特点。公司针对制程工艺复杂性，自主研发高速分散搅拌系统、高速挤压式涂布机、高速模切机等关键设备，提高产品一致性。同时，公司协同人工智能、大数据等技术打造智能平台，提高全过程产品质量控制水平和良品率。目前，公司电芯及模组单线生产效率分别为 1s/个、20s/个；产品缺陷率只有十亿分之一。

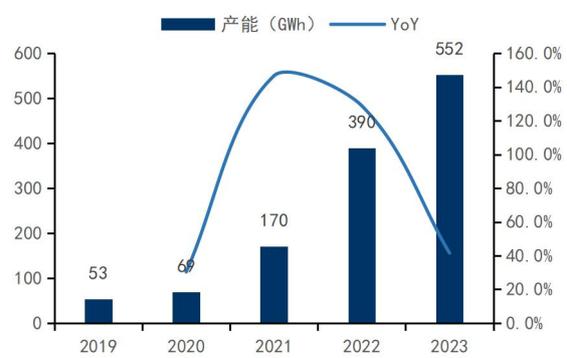
公司基于多代产线的经验积累，推出超级拉线设计。公司第 8 代超级智造产线 PSL，实现了人员数量下降 70%、速度提升 300%。2023 年公司新一代超级拉线开始全面应用，极限产能达成率从 30%提升至 71%。此外，公司超级拉线技术使得生产效率大幅提升，进而显著降低单 GWh 产能固定资产投资、提升资金使用效率。

图 46：宁德时代高效智能制造情况



资料来源：宁德时代公告，国信证券经济研究所整理

图 47：宁德时代产能情况 (GWh)



资料来源：宁德时代公告，国信证券经济研究所整理

市场：全球化布局低碳生产基地，技术授权模式参与全球电动车市场

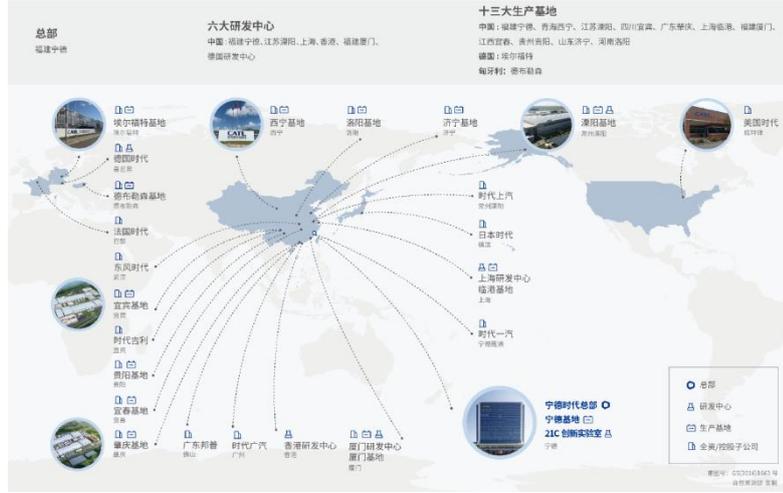
公司一方面通过全球化投资进行产能布局，另一方面通过技术授权模式参与海外电动车市场发展。目前，公司在中国和德国建设了六大研发中心，并在中国、德国、匈牙利布局十三大生产基地。此外，公司正与福特汽车等海外客户开展技术授权模式合作，积极参与美国等电动车市场。相较于国内企业，公司海外基地规划规模以及建设速度更快，并且在技术授权模式推进进度处于行业领先地位。

表 14：部分电池企业技术授权合作情况

公司名称	合作对象	规划产能	项目进展	合作内容
宁德时代	福特	20GWh	2026 年投产	宁德时代将为福特磷酸铁锂电池工厂的生产提供技术与服务支持。
亿纬锂能	康明斯、戴姆勒卡车和 PACCAR	21GWh	2024 年 6 月开工，2026 年投产	亿纬锂能出资 10%，并作为其技术合作伙伴。2024 年内亿纬锂能拟向该合资工厂提供服务，预计金额为 2300 万美元。

资料来源：各公司公告，各公司官网，国信证券经济研究所整理

图 48: 宁德时代全球化布局情况



资料来源：宁德时代官网，国信证券经济研究所整理

表 15: 部分电池企业在欧洲、东南亚以及美国产能规划情况

企业名称	所在地区	规划产能 (GWh)	项目进展
宁德时代	德国	14	已投产
	匈牙利	100	预计 2025-2026 年建成
	匈牙利	30	预计 2026 年建成
亿纬锂能	马来西亚	10	预计 2026 年建成
	泰国-合资	6	项目推进中
中创新航	葡萄牙一期	15	预计 2025 年底建成
	越南	5	预计 2024 年大规模生产
国轩高科	斯洛伐克	20	预计 2027 年投产，后续或扩展至 40GWh
	摩洛哥	20	远期或扩建至 100GWh
	美国		
LG 新能源	波兰	115	现有产能超 70GWh，剩余产能 2025 年建设完成
	加拿大-Stellantis 合资	49	预计 2024 年投产
	美国-密歇根州	40	产能扩建中
	美国-亚利桑那州	53	预计 2026 年投产，2024 年 6 月其中 17GWh 软包铁锂产线暂停建设
	美国-通用合资-俄亥俄州	40	现有 30GWh+，并逐步爬产中
	美国-通用合资-密歇根州	50	预计 2025 年投产
	美国-通用合资-田纳西州	50	已投产，产能爬坡中
	美国-本田-俄亥俄州	40	预计 2025 年投产
	美国-现代-佐治亚州	30	预计 2025 年投产
	印尼-现代合资	30	2024 年投产 10GWh，后续扩建
三星 SDI	匈牙利	60	现有 40GWh+产能
	美国-Stellantis 第一合资工厂	33	预计 2025 年初投产
	美国-Stellantis 第二合资工厂	34	预计 2027 年初投产
	美国-通用合资	30	预计 2026 年投产

资料来源：电池中国，各公司公告，各公司官网，国信证券经济研究所整理；注：最新情况以各公司公告为准

公司积极推动工厂节能降碳，贯彻绿色发展理念、积极响应政策要求。2023年欧盟正式通过新电池法，其中指出容量大于2kWh的可充电工业电池、轻型交通工具电池和的动力电池需满足碳足迹的相关标准，依照规定的计算方法提供碳足迹报告。2024年4月欧盟委员会发布电动车电池碳足迹计算规则草案及附件，仅保留了“全国平均电力消费组合”和“直连电力”两种计算模型。根据欧盟的程序，碳足迹计算规则草案或许将于2024年8月前后生效，所涉及的碳足迹强制声明也将于2025年8月前后开始实施。而根据新电池法要求，自2028年2月18日起超过碳足迹上限值的电池产品将禁止进入欧盟市场。

公司提出到2025年实现核心运营碳中和、到2035年实现整个价值链的碳中和。目前，公司零碳电力使用比例大幅提升至65.4%，已成功点亮4座零碳工厂。

表16: 部分电池企业零碳目标及零碳工厂情况

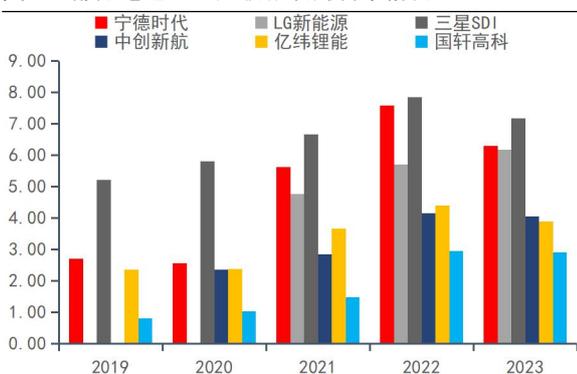
企业	零碳目标	零碳工厂	产能(GWh)
宁德时代	2025年核心运营碳中和, 2035年整个价值链碳中和	四川时代	现有超150GWh产能
		时代吉利	15
		广东瑞庆时代	30
		成都新津时代	10
亿纬锂能	2030年实现运营碳中和, 2040年实现核心价值链碳中和	荆门“60”工厂(在建)	60
瑞浦兰钧	2026年运营碳中和, 2035年价值链碳中和	到2026年, 零碳电池总产能将超过200GWh	
欣旺达动力	2029年碳达峰, 2050年碳中和	南昌基地	
国轩高科	2040年实现碳中和		

资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所整理; 注: 不完全整理, 最新情况以各公司公告为准

财务: 会计处理谨慎, 报表质量优异

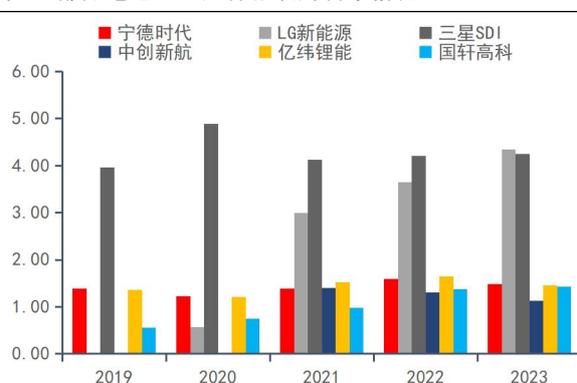
公司上下游议价能力强, 资金周转能力领先行业。公司是全球最大的动力储能电池生产企业, 具有规模可观的采购需求、对于上游供应链具有较强占款能力。同时, 公司产品性能优、一致性好, 对于下游亦有一定议价权, 回款速度亦优于同行业其他企业。

图49: 部分电池企业应收款项周转率情况



资料来源: Wind, 各公司公告, 国信证券经济研究所整理; 注: 海外企业应收款项为报表所示应收款及其他应收款科目、国内企业应收款项为报表所示应收账款及应收票据科目

图50: 部分电池企业应付款项周转率情况



资料来源: Wind, 各公司公告, 国信证券经济研究所整理; 注: 海外企业应付款项为报表所示应付款及其他应付款科目、国内企业应付款项为报表所示应付账款及应付票据科目

公司质保金计提充足且实际发生金额较少，未来质保期满或冲回增益利润。2016年之前公司对动力电池与储能电池系统按销售收入 5%计提质保金，2016 年开始计提比例改为 3%，但计提比例仍处于行业领先水平。公司产品品质优，实际发生售后服务金额较少，故而在质保期（一般为 8 年左右）到期后、质保金或冲回增益利润。

表 17: 部分电池企业售后综合服务费（质保金）计提比例情况

		2019	2020	2021	2022	2023
宁德时代	当年售后服务费计提比例	2.8%	2.7%	2.8%	2.5%	4.2%
	测算实际发生售后服务费用比例	0.2%	0.3%	0.3%	0.5%	0.1%
国轩高科	当年售后服务费计提比例	-2.0%	-0.4%	-0.1%	0.5%	0.4%
	测算实际发生售后服务费用比例	6.3%	3.3%	1.8%	0.8%	0.8%
LG 新能源	当年售后服务费计提比例			8.2%	2.5%	2.2%
	测算实际发生售后服务费用比例			3.4%	4.9%	2.8%
三星 SDI	当年售后服务费计提比例	3.2%	1.0%	0.4%	1.0%	0.4%
	测算实际发生售后服务费用比例	1.1%	2.1%	0.4%	0.6%	0.3%

资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理与测算

公司应收账款计提比例较高，信用减值计提谨慎。2023 年末，公司针对 1 年以内 /1-2 年 /2-3 年 /3 年以上的应收账款计提比例分别为 1.39%/37.34%/87.26%/100.0%。相较于同行业企业，公司在中长期应收账款上计提比例更高。

表 18: 部分电池公司针对不同账龄应收账款坏账准备计提比例（2023 年年报）

	宁德时代	亿纬锂能	国轩高科	中创新航
未逾期	-	-	5.0%	
1 年以内	1.4%	5.0%	10.0%	半年以内 5.6%，半年到 1 年 21.9%
1-2 年	37.3%	20.0%	30.0%	50.0%
2-3 年	87.3%	50.0%	50.0%	50.0%
3 年-4 年	100.0%	100.0%	80.0%	50.0%
4 年以上	100.0%	100.0%	100.0%	50.0%

资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

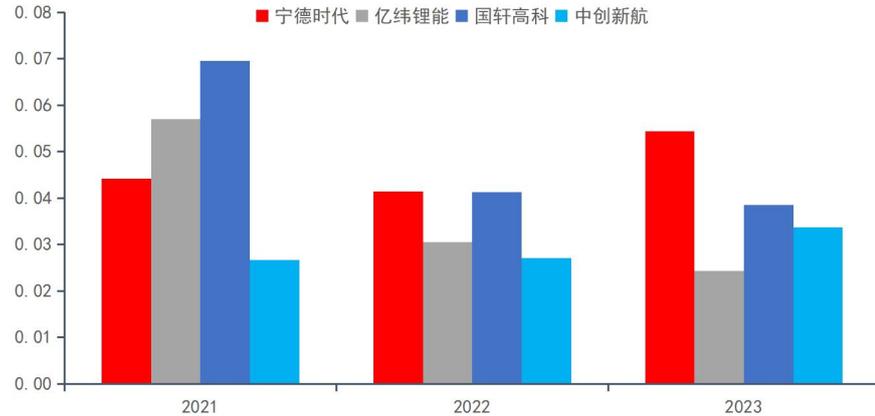
公司设备折旧年限短，产能扩张平稳后、单位折旧或呈现显著优势。公司在 2019 年进行会计政策变更，电池生产设备折旧年限由 5 年变更为 4 年，显著低于同行业公司。在经历了 2020-2023 年的产能高速扩张期后，公司产能建设速度趋于平稳，后续单位折旧或稳步下降、进而持续释放利润。

表 19: 部分电池企业固定资产折旧年限

	房屋	设备
宁德时代	10-50	3-10
亿纬锂能	30	10
国轩高科	10-35	8-15
中创新航	20-35	10
LG 新能源	25-50	6-15
三星 SDI	10-60	5-10

资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

图51：部分电池企业单位折旧情况（元/Wh）



资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理与测算

展望：电池龙头地位稳固，储能与电动飞机等场景助力长期发展

出货展望：动力电池市场份额稳中有升，储能等新场景助力出货快速增长

动力电池：国内份额有望维持稳中向好，欧美客户合作持续深入

公司依托麒麟电池、神行电池等旗舰产品，有望在国内市场份额实现稳步回升。2021-2023年国内新能源车需求呈现爆发式增长态势，带动碳酸锂价格从2020年底的4万元/吨一度冲高至近60万元/吨。出于供应链安全以及成本等因素考虑，部分自主品牌车企和新势力车企纷纷寻找新的电池供应商，替代部分宁德时代份额。受此影响，公司市占率在2021-2023年小幅下滑。

展望未来，我们预计宁德时代国内动力电池份额有望稳中向好，原因如下：

1) 技术与产品：近年来，公司相继发布麒麟电池、神行电池等多款旗舰产品，其中神行电池依托4C快充以及高性价比的优势，在发布三个月时间内先后获得阿维塔、哪吒、奇瑞、北汽、东风岚图等多家企业定点。公司依托新产品和新技术的持续领先，有望实现份额的稳步回暖。

2) 主机厂客户：供应链多元化调整已近尾声，多数客户供应份额有望相对稳定

合资车企：对于产品质量、安全性要求高，定点周期较长且供应关系稳定，宁德时代有望依托长期供应关系、优质的产品，维持在多数客户超9成的供应份额。

自主品牌车企：公司与广汽、吉利、一汽、上汽等具有合资电池工厂，合作关系稳固。同时，自主品牌车企正加速推动燃油车向新能源车转型，多选择一二线电池企业进行深入绑定，公司与头部客户合作时间长、产品质量优，有望在客户起量过程中维持份额稳固。

新势力车企：2024年以来，传统新势力车企已基本完成供应链多元化的调整，宁德时代依托产品性能等优势份额有望保持稳固。而对于新进入者，如赛力斯、小米汽车等，需依托宁德时代高性能电池为其提供可靠动力系统，故而份额有望维持高位。

3) 消费者：2023年8月神行电池发布后，公司在国内各大机场、高铁站、网约

车集结点等人群密集点，针对消费者投放广告，开创动力电池行业向普通消费者投放广告先河。2024年1月，宁德时代与东风集团旗下猛士科技达成战略合作，其中猛士917车型将会印有“CATL Inside”标识。在国内电动车渗透率超40%、且终端客户对于快充、续航等电池性能认知显著提升背景下，宁德时代通过广告+CATL Inside的C端营销模式，有望增强公司品牌影响力、提升客户粘性，稳定市场份额。

图52: 宁德时代 Inside



资料来源：宁德时代官网，国信证券经济研究所整理

公司欧洲基地进展顺利，新一轮定点份额有望显著提升。公司在德国具有超14GWh产能，在建匈牙利基地规划100GWh、产能有望在2025年开始陆续释放。在2026-2030年新一轮欧洲车企定点中，宁德时代依托本土化生产、技术与产品优势，有望获得更高的供应份额，以此实现海外市占率的稳步提升。

美国市场方面，公司积极通过技术授权方式与福特汽车、海外头部车企等深度合作，参与到美国电动车发展浪潮之中。

储能电池：全球客户合作广泛，受益降息出货量有望快速增长

公司产品布局全面，与各类储能客户深度合作。公司储能产品包括电芯、电柜、集装箱等，覆盖国内外表前储能、户用储能、通信备电等多应用场景。宁德时代凭借高比能、长寿命以及安全稳定的电池产品，在海外与Tesla、Fluence、Wartsila、Flexgen、阳光电源等头部集成商开展多区域、多领域合作。在国内与国家能源集团、中国能源建设集团、国家电力投资集团、中国华能、中国华电等达成战略合作协议。

表20: 宁德时代部分储能客户情况

类型	客户
表前储能及工商业储能	国家电网、国家能源集团、国家电力投资集团、中国华电、中国华能、中国广核、中国长江三峡集团，中国能源建设集团
户用储能	Nextra, Fluence, Wartsila, Tesla, Powin, Flexgen, Primergy Solar, Jupiter Power, Neoen, Broad Reach Power, ENEL
户用储能	Tesla、华为

资料来源：宁德时代官网、宁德时代公告，国信证券经济研究所整理；注：最新情况以公司公告为准

海外需求增长迅猛，全球融资成本下降背景下公司储能业务有望快速发展。根据美国能源署（EIA）数据，美国 1-5 月大储累计装机 2.99GW，同比+309%，EIA 估计美国 6 月装机旺季背景下，有望实现大储装机 3.09GW，同比+192%，环比+188%，预计 2024 全年将实现储能装机 14.5GW，同比+128%。海外大储装机有望迎来放量。特斯拉生产交付报告显示，2024Q2 其储能装机达 9.4GWh，同比增长 157%，环比增长约 132%，再创单季度储能装机新纪录。2024 年 7 月，特斯拉与 Intersect Power 签署约 15.3GWh 的 Megapack 储能系统供应协议。

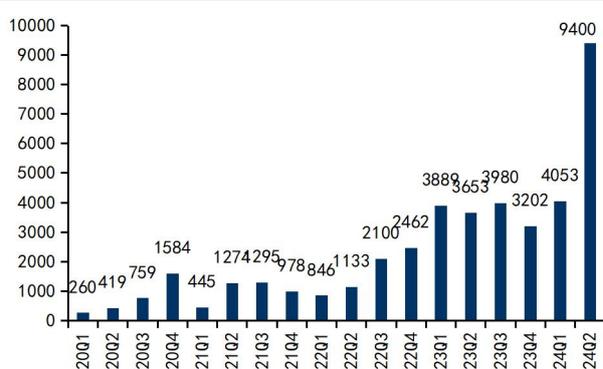
公司储能重点客户交付持续提升，有望带动公司储能电池快速发展。此外，随着全球融资成本进入下降通道，储能市场将充分受益于项目的融资成本下行带来的需求释放。公司在渠道、产品、认证方面优势明显，有望受益储能行业发展，实现快速增长。

图 53：2024 年各月度美国大储装机量



资料来源：美国能源署（EIA），国信证券经济研究所整理

图 54：特斯拉储能各季度装机量（MWh）



资料来源：特斯拉公司公告，国信证券经济研究所整理

电动飞机、电动船舶等新型应用场景有望给公司带来新增量

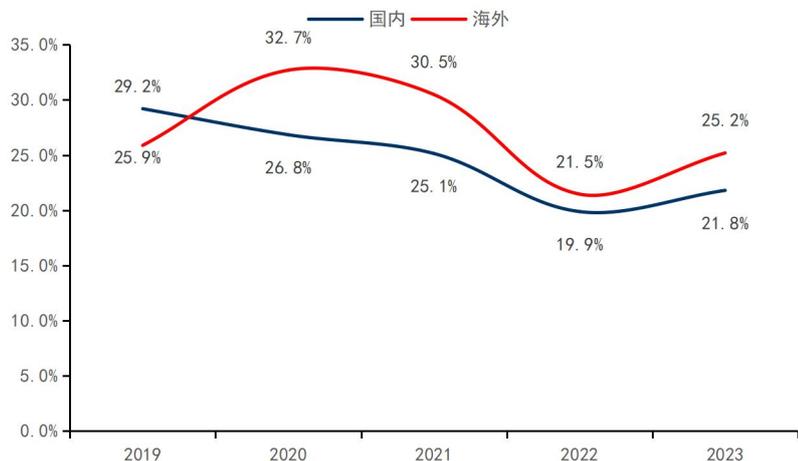
电动船舶市场：根据交通运输部数据，国内 2023 年末水上运输船舶保有量为 11.8 万艘，净载重量为 3.01 亿度。假设未来全部替换为电动船舶、单吨载重量对应电池需求为 1.5kWh，则市场潜在空间为 450GWh 左右。公司 2017 年开始布局船舶电动化，是首家获得中国船级社最新检测指南认可和检验的动力电池企业。目前，全球已有超 500 艘搭载宁德时代电池的新能源船舶投入应用。未来伴随电动船舶市场锂电化持续推进，公司电池出货量有望稳步提升。

电动飞机市场：2023 年 10 月，工信部等四部门印发《绿色航空制造业发展纲要（2023-2035 年）》，纲要指出到 2025 年使用可持续航空燃料的国产民用飞机实现示范应用，电动通航飞机投入商业应用，电动垂直起降航空器（eVTOL）实现试点运行。公司目前已经成功试飞 4 吨级民用电动飞机，正在积极投入并加速 8 吨级研发。该 8 吨级飞机预计于 2027 到 2028 年发布，届时可支持约 2000 到 3000 公里的航程。

盈利展望：技术、规模与客户优势助力供应盈利稳定

公司海外市场份额有望稳步提升，助力盈利能力相对稳定。公司在欧洲市场份额后续有望稳中有升，海外客户供应关系稳定且产品具有一定溢价，有利用助推公司盈利能力保持稳定。

图 55：宁德时代国内外销售毛利率情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司后续单位制造费用有望稳中有降，进而增益盈利能力。一方面，公司采用 4 年设备折旧的会计政策，在经过了高速扩产期后、后续单位制造费用有望显著下滑。另一方面，公司最新的超级拉线等技术，使得产线单 GWh 投资额显著下降，对于后续制造费用的降低亦有积极影响。

盈利预测

假设前提

1、动力电池业务

按假设前提,我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 497.7/570.9/651.0 亿元,同比增长 13%/15%/14%,每股收益分别为 11.31/12.98/14.80 元。

销量:全球新能源车市场稳步增长、单车带电量持续提升,有望助推全球动力电池需求持续增长。公司依托技术、制造等优势以及全球化生产布局,有望实现全球市占率的稳中略增。由此,我们假设公司 2024-2026 年动力电池销量为 394/475/565GWh,同比+23%/+21%/+19%。

价格:考虑到后续碳酸锂等原材料供应充足,价格或维持稳中有降趋势;我们假设公司 2024-2026 年动力电池产品单价分别为 0.68/0.66/0.65 元/Wh。

营业收入:由上述假设,我们预计公司 2024-2026 年动力电池收入分别为 2663.4/3135.0/3672.5 亿元,同比-7%/+18%/+17%。

毛利率:考虑到 2024 年材料价格下滑带来毛利率的被动提升、以及后续行业竞争相对激烈的发展趋势,我们假设公司 2024-2026 年动力电池毛利率分别为 26.4%/25.8%/25.4%。

2、储能电池业务

销量:全球融资成本后续或稳中下行,有望助推储能需求市场。公司依托渠道和产品优势,市场份额有望保持稳定。由此,我们假设公司 2024-2026 年储能电池销量为 92/115/135GWh,同比+33%/+25%/+17%。

价格:考虑到后续碳酸锂等原材料供应充足,价格或维持稳中有降趋势;我们假设公司 2024-2026 年储能电池产品单价分别为 0.65/0.64/0.63 元/Wh。

营业收入:由上述假设,我们预计公司 2024-2026 年储能电池收入分别为 600.8/736.0/850.5 亿元,同比+0%/+23%/+16%。

毛利率:考虑到 2024 年材料价格下滑带来毛利率的被动提升、以及后续行业竞争相对激烈的发展趋势,我们假设公司 2024-2026 年储能电池毛利率分别为 30.2%/29.2%/29.0%。

3、电池材料及回收业务

营业收入:考虑到公司材料项目产能陆续投放、回收业务持续扩张,我们假设公司 2024-2026 年电池材料及回收业务收入为 376.4/406.4/426.8 亿元,同比+12%/+8%/+5%。

毛利率:考虑到材料价格下行或对于毛利率产生被动提升,以及公司相关项目技术持续优化盈利能力有望稳中向好。我们假设公司 2024-2026 年电池材料及回收业务毛利率分别为 14.0%/16.0%/16.0%。

4、电池矿产资源业务

营业收入：公司矿产资源布局项目持续释放，由此我们假设 2024-2026 年电池矿产资源营业收入为 114.0/117.0/120.6 亿元，同比+47%/+3%/+3%。

毛利率：我们假设公司 2024-2026 年公司电池矿产资源业务毛利率分别为 16.8%/16.0%/15.7%。

5、其他业务

营业收入：我们假设公司 2024-2026 年其他业务收入为 132.7/144.3/162.8 亿元，同比-8%/+9%/+13%。

毛利率：我们假设公司 2024-2026 年其他业务毛利率为 49.2%/45.7%/44.1%。

综上所述，我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 3887.3/4538.7/5233.1 亿元，同比 -3%/+17%/+15%；毛利润为 1021.7/1172.3/1338.2 亿元，毛利率为 26.3%/25.8%/25.6%。

表21：宁德时代业务拆分

	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E		
动力电池	营业收入（亿元）	2852.5	2663.4	3135.0	3672.5	营业收入（亿元）	599.0	600.8	736.0	850.5	
	YoY	21%	-7%	18%	17%	YoY	33%	0%	23%	16%	
	销量（GWh）	321	394	475	565	销量（GWh）	69	92	115	135	
	单价（元/Wh）	0.89	0.68	0.66	0.65	储能 电池	单价（元/Wh）	0.87	0.65	0.64	0.63
	毛利润（亿元）	635.4	703.3	807.5	932.3	毛利润（亿元）	142.5	181.2	215.1	247.1	
	单位毛利（元/Wh）	0.20	0.18	0.17	0.17	单位毛利（元/Wh）	0.21	0.20	0.19	0.18	
电池材料及回收	毛利率（%）	22.3%	26.4%	25.8%	25.4%	毛利率（%）	23.8%	30.2%	29.2%	29.0%	
	营业收入（亿元）	336.0	376.3	406.5	426.8	营业收入（亿元）	77.3	114.0	117.0	120.6	
	YoY	29%	12%	8%	5%	电池 矿产 资源	YoY	72%	47%	3%	3%
	毛利润（亿元）	38.2	52.7	65.0	68.3	毛利润（亿元）	15.4	19.2	18.7	18.9	
其他业务	毛利率（%）	11.4%	14.0%	16.0%	16.0%	毛利率（%）	19.9%	16.8%	16.0%	15.7%	
	营业收入（亿元）	144.3	132.7	144.3	162.8	营业收入（亿元）	4009.2	3887.3	4538.7	5233.1	
	YoY	-12%	-8%	9%	13%	YoY	22%	-3%	17%	15%	
	毛利润（亿元）	86.9	65.3	66.0	71.7	合计	毛利润（亿元）	918.5	1021.7	1172.3	1338.2
	毛利率（%）	60.3%	49.2%	45.7%	44.1%	毛利率（%）	22.9%	26.3%	25.8%	25.6%	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理与预测

费用率：我们假设公司 2024-2026 年销售费用率为 4.25%/4.15%/4.05%；管理费用率为 2.90%/2.80%/2.70%；研发费用率为 5.30%/5.00%/4.85%。

表 22：公司盈利预测假设条件

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入增长率	22.0%	-3.0%	16.8%	15.3%
营业成本/营业收入	77.1%	73.7%	74.2%	74.4%
销售费用率	4.48%	4.25%	4.15%	4.05%
管理费用率	2.11%	2.90%	2.80%	2.70%
研发费用率	4.58%	5.30%	5.00%	4.85%
营业税及附加/营业收入	0.42%	0.63%	0.60%	0.60%
所得税税率	13.27%	14.00%	14.50%	14.50%
股利分配比率	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理与预测

2024-2026 年业绩预测

按照上述假设条件,我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 497.7/570.9/651.0 亿元, 同比+13%/+15%/+14%, EPS 为 11.31/12.98/14.80 元。

表 23：公司 2024-2026 年业绩预测

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	4009.2	3887.3	4538.7	5233.1
营业成本（亿元）	3090.7	2865.5	3366.4	3894.9
销售费用（亿元）	179.5	165.2	188.4	211.9
管理费用（亿元）	84.6	112.7	127.1	141.3
研发费用（亿元）	183.6	206.0	226.9	253.8
财务费用（亿元）	-49.3	-14.4	-13.0	-27.4
营业利润（亿元）	537.2	616.0	711.0	810.0
利润总额（亿元）	539.1	616.0	711.0	810.0
归母净利润（亿元）	441.2	497.7	570.9	651.0
EPS（元）	10.0	11.3	13.0	14.8
ROE	23.6%	22.5%	22.6%	22.6%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理与预测

估值与投资建议

公司股票合理估值区间在 226.2-238.0 元, 维持“优于大市”评级。

考虑公司的业务特点, 我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值: 223.4-238.0 元

未来 10 年估值假设条件见下表:

表 24: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
营业收入增长率	-3.0%	16.8%	15.3%	12.0%	8.0%	8.0%	8.0%	5.0%	5.0%	2.0%
营业成本/营业收入	73.7%	74.2%	74.4%	75.0%	75.5%	75.5%	76.0%	76.0%	76.0%	76.0%
销售费用/营业收入	4.3%	4.2%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%
管理费用/营业收入	2.9%	2.8%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%
研发费用/销售收入	5.3%	5.0%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%
营业税及附加/营业收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
所得税税率	14.0%	14.5%	14.5%	14.5%	14.5%	14.5%	14.5%	14.5%	14.5%	14.5%
股利分配比率	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理与预测

表 25: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.10	T	15.00%
无风险利率	2.50%	Ka	10.20%
股票风险溢价	7.00%	有杠杆 Beta	1.22
公司股价 (元)	188.35	Ke	11.02%
发行在外股数 (百万)	4399	E/(D+E)	90.00%
股票市值 (E, 百万元)	828515	D/(D+E)	10.00%
债务总额 (D, 百万元)	102686	WACC	10.34%
Kd	5.00%	永续增长率 (10 年后)	2.00%

资料来源: 国信证券经济研究所假设

根据以上假设条件, 采用 FCFF 估值方法, 得出公司合理价值区间为 223.4-238.0 元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感, 下表为敏感性分析。

表 26: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		9.9%	10.1%	10.3%	10.5%	10.7%
永续 增长 率变 化	230.38					
	2.4%	246.33	240.71	235.36	230.27	225.42
	2.2%	243.42	237.98	232.81	227.88	223.19
	2.0%	240.65	235.39	230.38	225.61	221.05
	1.8%	238.02	232.93	228.07	223.44	219.01
	1.6%	235.51	230.58	225.87	221.37	217.06

资料来源: 国信证券经济研究所分析

相对估值：226.2-237.5 元

公司主营业务为动力电池与储能电池、锂电池材料等，我们选取国内电池及材料行业企业亿纬锂能、国轩高科、科达利作为可比公司。可比公司 2024 年平均 PE 为 20.8，考虑到公司作为全球电池行业龙头企业、份额稳固、利润增长稳健，我们给予公司 2024 年合理 PE 为 20-21 倍，对应股价为 226.2-237.5 元。

表 27: 可比公司情况 (2024. 7. 18)

股票代码	股票简称	总市值 (亿元)	最新股价 (元)	EPS			PE		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
300014.SZ	亿纬锂能	814.61	39.82	2.30	2.92	3.43	17.31	13.64	11.61
002850.SZ	科达利	216.33	79.92	5.17	5.83	6.32	15.46	13.71	12.65
002074.SZ	国轩高科	343.07	19.16	0.65	0.91	1.21	29.48	21.05	15.83
	均值						20.75	16.13	13.36
300750.SZ	宁德时代	8285.15	188.35	11.31	12.98	14.80	16.65	14.51	12.73

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；注：国轩高科盈利预测为 Wind 一致预期

投资建议

综合上述几个方面的估值，我们认为公司股票合理价值在 226.2-238.0 元之间，相对于公司目前股价有 20%-26% 溢价空间。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 497.7/570.9/651.0 亿元，同比+13%/+15%/+14%，EPS 为 11.31/12.98/14.80 元，动态 PE 为 17/15/13 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计乐观,从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

我们采取了绝对估值和相对估值方法,多角度综合得出公司的合理估值在226.2-238.0元之间,但该估值是建立在相关假设前提基础上的,特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本(WACC)的计算、TV的假定和可比公司的估值参数的选定,都融入了很多人的判断,进而导致估值出现偏差的风险,具体来说:

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计乐观,导致未来10年自由现金流计算值偏高,从而导致估值乐观的风险;

加权平均资本成本(WACC)对公司绝对估值影响非常大,我们在计算WACC时假设无风险利率为2.5%、风险溢价7.0%,可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致WACC计算值偏低,从而导致公司估值高估的风险;

我们假定未来10年后公司TV增长率为2.0%,公司所处行业可能在未来10年后发生较大的不利变化,公司持续成长性实际很低或负增长,从而导致公司估值高估的风险;

相对估值方面:我们选取了与公司业务相同或相近的国内电池及材料企业亿纬锂能、国轩高科、科达利等的相对估值指标进行比较,选取了可比公司2024年平均PE作为相对估值的参考,给予公司2024年20-21倍PE估值,可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来3年收入同比变化-3%/+17%/+15%,可能存在对公司产品销量及价格预计乐观、进而高估未来3年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来3年毛利分别为26.3%/25.8%/25.6%,可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估,从而导致对公司未来3年盈利预测值高于实际值的风险。

经营风险

行业竞争加剧的风险:国内动力电池企业正加速扩张,伴随行业扩产和新进入者涌入,动力电池环节将呈现产能过剩的风险。若公司未来不能持续维持技术优势,在更加激烈的市场竞争中,公司将面临市场份额下降的风险。

新能源车销量不及预期:公司主要产品为动力电池,若新能源车销量增长放缓或需求不及预期,则公司会面临销量不及预期、进而对公司业绩产生不利影响。

贸易保护主义和贸易摩擦风险:公司海外销售收入占33%,外销客户主要集中在欧美等地,若贸易摩擦进一步加剧,境外客户可能会减少订单、要求公司降价或者承担相应关税,进而对公司的经营业绩形成不利影响。

原材料价格大幅波动风险:公司主要原材料价格与锂钴镍等金属价格相关,

若相应金属价格出现大幅波动，则可能会对公司成本产生较大扰动，进而对公司业绩产生不利影响。

海外产能建设进展不及预期：我们预计公司 2025-2026 年海外产能将进入密集释放期，若产能建设进展不及预期，那么存在公司在欧洲本土交付能力有限、未来 3 年业绩预期高估的风险。

技术风险

技术被赶超或替代的风险：公司所处行业属于技术密集型行业，在未来提升研发技术能力的竞争中，如果公司不能准确把握行业技术的发展趋势，在技术开发方向决策上发生失误；或研发项目未能顺利推进，未能及时将新技术运用于产品开发和升级，出现技术被赶超或替代的情况，公司将无法持续保持产品的竞争力，从而对公司的经营产生重大不利影响。

关键技术人才流失风险：关键技术人才的培养和管理是公司竞争优势的主要来源之一。随着行业竞争格局的变化，对行业技术人才的争夺将日趋激烈。若公司未来不能在薪酬、待遇等方面持续提供有效的奖励机制，将缺乏对技术人才的吸引力，可能导致现有核心技术人员流失，这将对公司的生产经营造成重大不利影响。

核心技术泄密风险：经过多年的积累，公司自主研发积累了一系列核心技术，这些核心技术是公司的核心竞争力和核心机密。如果未来关键技术人员流失或在生产经营过程中相关技术、数据、图纸、保密信息泄露进而导致核心技术泄露，将会在一定程度上影响公司的技术研发创新能力和市场竞争力，对公司的生产经营和发展产生不利影响。

政策风险

公司产品主要为动力电池以及储能电池。该行业一定程度上受到国家政策的影响，可能由于政策变化，使得公司出现销售收入/利润不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	191043	264307	243961	315178	395373	营业收入	328594	400917	388726	453872	523313
应收款项	61493	65772	59640	70879	81723	营业成本	262050	309070	286555	336645	389491
存货净额	76669	45434	66030	72122	83157	营业税金及附加	907	1696	2449	2723	3140
其他流动资产	39955	67071	28655	26932	23369	销售费用	11099	17954	16521	18836	21194
流动资产合计	387735	449788	403548	491346	590901	管理费用	6979	8462	11273	12708	14129
固定资产	124468	140400	138223	123875	104990	研发费用	15510	18356	20602	22694	25381
无形资产及其他	9540	15676	13436	11197	8958	财务费用	(2800)	(4928)	(1438)	(1304)	(2741)
其他长期资产	61614	61277	38873	45387	52331	投资收益	2515	3189	3039	3528	3780
长期股权投资	17595	50028	50028	50028	50028	资产减值及公允价值变动	(3973)	(6108)	(1600)	0	0
资产总计	600952	717168	644108	721833	807208	其他收入	7405	12439	9000	6000	4500
短期借款及交易性金融负债	21648	22190	0	0	0	营业利润	36822	53718	61603	71097	80999
应付款项	220764	194554	100747	119440	139450	营业外净收支	(149)	196	0	1	2
其他流动负债	30905	46275	52282	61730	71800	利润总额	36673	53914	61603	71098	81001
流动负债合计	295761	287001	184127	217480	253115	所得税费用	3216	7153	8624	10309	11745
长期借款及应付债券	78277	102686	102686	102686	102686	少数股东损益	2728	2640	3209	3700	4151
其他长期负债	50005	107598	106493	114962	123990	归属于母公司净利润	30729	44121	49769	57089	65104
长期负债合计	128282	210284	209179	217648	226676	现金流量表（百万元）	2020	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	424043	497285	393307	435128	479791	净利润	30729	44121	49769	57089	65104
少数股东权益	12428	22175	25385	29085	33236	资产减值准备	(2827)	(5854)	(500)	0	0
股东权益	164481	197708	225416	257621	294181	折旧摊销	12197	21429	23892	25247	25925
负债和股东权益总计	600952	717168	644108	721833	807208	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	(2800)	(4928)	(1438)	(1304)	(2741)
						营运资本变动	33362	(642)	(54789)	16771	16276
						其它	(12252)	33772	(1872)	7338	6658
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	经营活动现金流	61209	92826	16500	106445	113963
每股收益	12.58	10.03	11.31	12.98	14.80	资本开支	(48215)	(33625)	(19476)	(8660)	(4800)
每股红利	3.17	5.01	5.66	6.49	7.40	其它投资现金流	(15925)	4437	25443	(2987)	(3164)
每股净资产	72.43	49.98	57.02	65.18	74.43	投资活动现金流	(64140)	(29188)	5967	(11647)	(7964)
ROIC	15%	13%	18%	37%	54%	权益性融资	50765	(7753)	0	0	0
ROE	25%	24%	23%	23%	23%	负债净变化	28702	25290	(22190)	0	0
毛利率	20%	23%	26%	26%	26%	支付股利、利息	0	(7748)	(22061)	(24884)	(28545)
EBIT Margin	10%	11%	13%	13%	13%	其它融资现金流	(11602)	881	(22190)	0	0
EBITDA Margin	13%	17%	19%	19%	18%	融资活动现金流	82266	14716	(42812)	(23581)	(25804)
收入增长	152%	22%	-3%	17%	15%	现金净变动	79335	78355	(20345)	71217	80195
净利润增长率	93%	44%	13%	15%	14%	货币资金的期初余额	89072	191043	264307	243961	315178
资产负债率	71%	69%	61%	60%	59%	货币资金的期末余额	191043	264307	243961	315178	395373
息率	1.7%	2.7%	3.0%	3.4%	3.9%	企业自由现金流	26582	26521	(6233)	84886	97232
P/E	15.0	18.8	16.6	14.5	12.7	权益自由现金流	54515	56025	(27186)	86000	99575
P/B	2.6	3.8	3.3	2.9	2.5						
EV/EBITDA	20.0	19.8	16.2	14.8	13.6						

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032