

# 宁德时代 (300750)

## 2024 年半年报点评: 盈利能力亮眼, 海外储能高增

买入 (维持)

2024 年 07 月 27 日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001  
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证书: S0600517120002  
021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

证券分析师 岳斯瑶

执业证书: S0600522090009  
yuesy@dwzq.com.cn

研究助理 朱家佟

执业证书: S0600122080076  
zhujt@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	328594	400917	386572	452566	535941
同比 (%)	152.07	22.01	(3.58)	17.07	18.42
归母净利润 (百万元)	30729	44121	50204	60513	72820
同比 (%)	92.89	43.58	13.79	20.53	20.34
EPS-最新摊薄 (元/股)	6.99	10.03	11.41	13.76	16.55
P/E (现价&最新摊薄)	27.11	18.88	16.59	13.76	11.44

### 投资要点

- **Q2 业绩亮眼, 符合预期。** Q2 收入 870 亿元, 同环比-13%/+9%, 净利润 123.6 亿元, 同环比+13%/+18%, 扣非净利润 108.1 亿元, 同环比+11%/+17%; 毛利率 27%, 同环比+5pct/0.6pct, 净利率 14.2%, 同环比+3pct/+1pct。
- **1) Q2 出货量 110gwh, 其中储能超预期增长至 25gwh。** Q2 出货量 110gwh, 同环比+17%/+16%, 其中储能出货 25gwh, 占比提升至 25%, 同环比+50%/+30%, 且基本为海外大储, 多点开花, 持续性可期; 动力 85gwh, 同环比+10%/+12%, 公司动力全球份额仍维持 37.5%, 但欧美短期需求放缓, 影响公司出货。1H 公司电池产量 211gwh, 同比+37%, 出货量 205gwh, 同比+13%, 去库完成后销量增速高于产量。公司目前产能 650gwh, H2 产能利用率提升, 预计全年出货量 480gwh, 同比 23%, 其中储能出货量 100gwh, 增长 45%。
- **2) Q2 均价基本稳定, 单 wh 毛利稳定。** H1 动力电池收入 1126 亿元, 同比-19%, 毛利率 26.9%, 对应均价 0.79 元/wh, 同比-30%, Q2 环比基本持平, 单 wh 毛利 0.19 元/wh, 基本稳定。H1 储能电池收入 288 亿元, 同比+3%, 毛利率 28.9%, 对应均价 0.74 元/wh, 同比-30%, 预计 Q2 环比降 10%, 单 wh 毛利 0.19 元/wh, 基本稳定。总体看, 1H 电池单 wh 利润 0.9-0.95, 同比持平, 其中 Q2 由于费用率下降, 单 wh 利润环比提升。由于电池价格已见底, 预计全年单 wh 利润维持稳定。
- **3) 其他收入重回增长。** 1H 锂电材料回收收入 143 亿元, 同比+13%, 毛利率 8%, 延续 H2 低毛利率; 矿产资源 26 亿, 同比-8%, 毛利率 8%, 环比下降 16pct。其他收入 83 亿元, 同比+32%, 毛利率 51%, 贡献毛利 28 亿元, 占比 13%。
- **4) H1 投资收益大增, Q2 减值损失增加。** H1 投资收益 21 亿元, 其中 Q2 为 12.6 亿元, 预计主要为洛钼贡献; H1 公司其他收益为 54 亿元, 同比+79%, 其中 Q2 为 22 亿元, 基本为政府补助。Q2 资产减值损失 14 亿元, 环比+6 亿元。
- **5) Q2 费用率下降明显。** Q2 期间费用 85 亿元, 同环比-5%/-18%, 期间费用率 9.7%, 同环比+1pct/-3pct; 其中销售费率 4.2%, 同环比+0.4/0pct, H1 质保金 51 亿元, 费率 3%+; 管理费率 2.4%, 同环比-0.3/-0.5pct; 研发费率 4.9%, 同环比-0.3/-0.5pct; 财务费用率-1.7%, 同比-1pct/2pct, 主要由于 Q2 基本没有汇兑损失 (而 Q1 确认 16 亿元)。
- **6) 预计负债持续增加, 现金流亮眼。** Q2 末预计负债为 592 亿元, 较年初 75 亿元, 其中质保金 49 亿元, 返利 27 亿元。Q2 预计负债新增 19 亿元。Q2 末存货 481 亿元, 较 Q1 末增加 9%, 仍维持较低库存; Q2 经营性净现金流 164 亿元, 同环比+2%/-42%; 资本开支 67 亿元, 规模略降, 在建产能 153gwh, 其中 70gwh 为海外基地。
- **投资建议:** 我们基本维持对公司 24-26 年归母净利 502/605/728 亿元的预测 (此前预期 502/622/768 亿元), 同比增 14%/21%/20%, 对应 PE 为 17/14/11x, 给与 24 年 25x, 对应目标价 285 元, 基于“买入”评级。
- **风险提示:** 电动车不及预期, 原材料价格波动, 竞争加剧超预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	189.35
一年最低/最高价	140.40/251.33
市净率(倍)	4.01
流通 A 股市值(百万元)	737,490.70
总市值(百万元)	832,914.15

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	47.22
资产负债率(% ,LF)	68.48
总股本(百万股)	4,398.81
流通 A 股(百万股)	3,894.85

### 相关研究

《宁德时代(300750): 2024 年一季报点评: 业绩持续超预期, 龙头尽显风范》

2024-04-16

《宁德时代(300750): 宁德时代发布磐石底盘, 突破乘用车市场, 预计 24 年 SOP》

2024-03-31

## 内容目录

1. 公司业绩：符合市场预期，毛利率逐季提升 .....	4
2. 电池业务：动力全球份额稳中有升，海外储能超预期增长，单位盈利稳定表现亮眼 .....	5
3. 锂电材料及回收业务、电池矿产资源业务及其他业务：其他业务收入重回增长，毛利率维持50%+ .....	9
4. 公司费用率下降明显，现金流表现亮眼 .....	9
5. 投资建议与风险提示 .....	12

## 图表目录

图 1: 公司分季度盈利情况.....	4
图 2: 宁德时代全球市占率变化.....	7
图 3: 国内动力电池厂份额变化.....	7
表 1: 公司分季度业绩情况.....	4
表 2: 公司 24H1 产能及生产情况.....	5
表 3: 公司业务分半年度拆分.....	5
表 4: 公司动力及储能业务拆分.....	6
表 5: 宁德时代神行+麒麟电池配套量变化 .....	8
表 6: 宁德时代大型储能海外订单情况.....	9
表 7: 公司分季度费用情况.....	10
表 8: 公司销售费用明细.....	10
表 9: 公司管理费用明细.....	10
表 10: 公司分季度预计负债情况.....	11

## 1. 公司业绩：符合市场预期，毛利率逐季提升

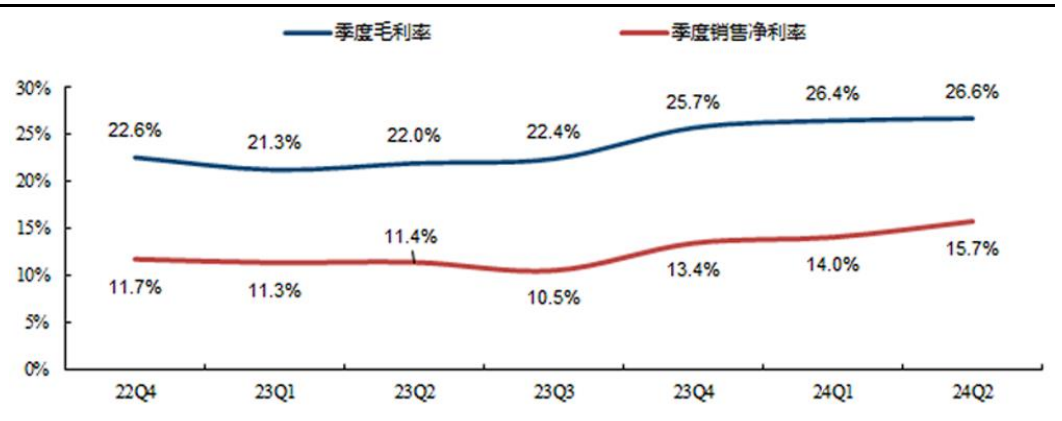
**Q2 业绩符合市场预期，毛利率逐季稳步提升。** 24 年 H1 公司营收 1667.7 亿元，同比下跌 11.9%；归母净利润 228.7 亿元，同比增长 10.4%；扣非归母净利润 200.54 亿元，同比增长 14.3%；24 年 H1 毛利率为 26.5%，同比增长 4.9pct；净利率为 14.9%，同比增长 3.6pct，中 24 年 Q2 公司实现营收 870.0 亿元，同比下降 13.2%，环比增长 9.0%；归母净利润 123.6 亿元，同比增长 13.4%，环比增长 17.6%，扣非归母净利润 108.1 亿元，同比增长 10.8%，环比增长 17.6%。盈利能力方面，Q2 毛利率为 26.5%，同比增长 4.6pct，环比增长 0.1pct；归母净利率 14.2%，同比增长 3.3pct，环比增长 1.0pct；Q2 扣非归母净利率 12.4%，同比提升 2.7pct，环比提升 0.8pct。

表1：公司分季度业绩情况

	2024Q2	2024Q1	2023Q4	2023Q3	2023Q2	2023Q1
营业收入(亿元)	870.0	797.7	1,062.4	1,054.3	1,002.1	890.4
-同比	-13.2%	-10.4%	-10.2%	8.3%	55.9%	82.9%
毛利率	26.5%	26.4%	25.7%	22.4%	22.0%	21.3%
归母净利润(亿元)	123.6	105.1	129.8	104.3	108.9	98.2
-同比	13.4%	7.0%	-1.2%	10.7%	63.2%	55.0%
归母净利率	14.2%	13.2%	12.2%	9.9%	10.9%	11.0%
扣非归母净利润(亿元)	108.1	92.5	131.1	94.3	97.5	78.0
-同比	10.8%	18.6%	7.7%	4.9%	60.6%	69.4%
扣非归母净利率	12.4%	11.6%	12.3%	8.9%	9.7%	8.8%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图1：公司分季度盈利情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2. 电池业务：动力全球份额稳中有升，海外储能超预期增长，单位盈利稳定表现亮眼

**Q2 出货量 110gwh，其中储能超预期增长，全年出货预计 480GWh，同增 23%。**  
 Q2 出货量 110gwh，同环比+17%/+16%，其中储能出货 25gwh，占比提升至 25%，同环比+50%/+30%，且基本为海外大储，多点开花，持续性可期；动力 85gwh，同环比+10%/+12%，公司动力全球份额仍维持 37.5%，但欧美短期需求放缓，影响公司出货。1H 公司电池产量 211gwh，同比+37%，出货量 205gwh，同比+13%，去库完成后销量增速高于产量。公司目前产能 650gwh，H2 产能利用率提升，预计全年出货量 480gwh，同比 23%，其中储能出货量 100gwh，增长 45%。

表2：公司 24H1 产能及生产情况

行业分类	项目	24H1	23H2	23H1	24H1 同比
电池系统 (GWh)	产能	323	298	254	27.2%
	产能利用率	65.3%	78.9%	60.6%	4.7pct
	产量	211	235	154	37.0%
	在建产能	153	100	100	53.0%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**H1 海外营收占比略降至 30%，毛利率 29.7%超额盈利维持。**24 年 H1 海外收入 505 亿元，同-23%，占总收入比例 30%，较 23 年收入占比略有下降，预计主要系海外单价下降，且欧洲动力需求较弱所致，24H1 海外毛利率 29.7%，环比提升 0.3pct，同期国内毛利率 25.0%，较国内高 4.7pct，超额盈利维持。我们预计公司动力电池出货中海外占比 20-30%，储能电池海外占比 50%+，预计 24H1 合计出口 60GWh+，24 年海外储能需求爆发，将支撑海外出货高增长，后续公司较高盈利水平可维持。

表3：公司业务分半年度拆分

	2024H1			2023H2			2023H1		
	营业收入 (亿元)	同比	毛利率	营业收入 (亿元)	同比	毛利率	营业收入 (亿元)	同比	毛利率
动力电池系统	1126.49	-19%	27%	1458.35	-7%	24%	1394.18	76%	20%
储能电池系统	288.25	3%	29%	319.15	-1%	26%	279.85	120%	21%
电池材料及回收	143.33	13%	8%	209.20	-20%	8%	126.82	6%	17%
电池矿产资源	26.29	-8%	8%	48.82	8%	24%	28.52	63%	12%
其他业务	83.32	32%	51%	81.19	-10%	57%	63.08	-15%	65%
	分地区								
境内	1162.38	2%	25%	1555.23	1%	23%	1144.02	38%	20%

境外 505.29 -23% 30% 653.08 22% 29% 656.84 195% 21%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**Q2 均价基本稳定，单 wh 毛利稳定。**24H1 动力电池收入 1126 亿元，同比-19%，毛利率 26.9%，对应均价 0.79 元/wh，同比-30%，24Q2 环比基本持平，单 wh 毛利 0.19 元/wh，基本稳定。24H1 储能电池收入 288 亿元，同比+3%，毛利率 28.9%，对应均价 0.74 元/wh，同比-30%，预计 24Q2 环比降 10%，单 wh 毛利 0.19 元/wh，基本稳定。总体看，24H1 电池单 wh 利润 0.9-0.95 元，同比持平，其中 24Q2 由于费用率下降，单 wh 利润环比提升。由于电池价格已见底，预计全年单 wh 利润维持稳定。

表4: 公司动力及储能业务拆分

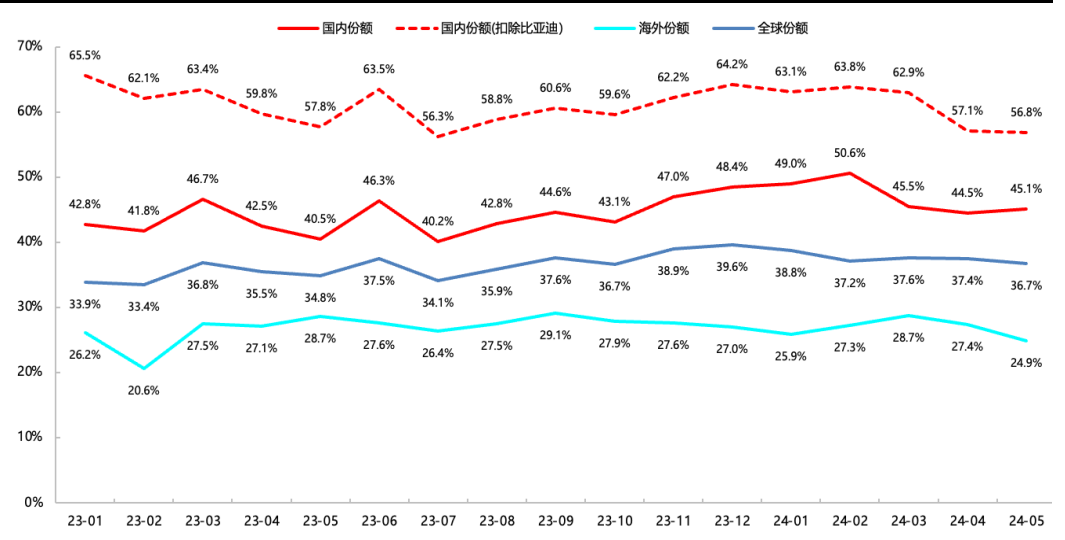
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2
<b>1.动力电池系统</b>						<b>9%</b>
<b>收入 (百万)</b>	<b>64,824</b>	<b>74,594</b>	<b>74,001</b>	<b>71,834</b>	<b>53,298</b>	<b>59,351</b>
-同比增长	78%	75%	6%	-18%	-18%	-20%
-环比增长	-26%	15%	-1%	-3%	-26%	11%
<b>销量 (gwh)</b>	<b>62.38</b>	<b>77.62</b>	<b>81.94</b>	<b>99.06</b>	<b>76.00</b>	<b>85.00</b>
-同比增长	39%	65%	21%	21%	22%	10%
-环比增长	-24%	24%	6%	21%	-23%	12%
<b>均价 (含税, 元/wh)</b>	<b>1.17</b>	<b>1.09</b>	<b>1.02</b>	<b>0.82</b>	<b>0.79</b>	<b>0.79</b>
-幅度 (环比)	-3.0%	-7.5%	-6.0%	-19.7%	-3.3%	-0.4%
<b>均成本 (不含税, 元/wh)</b>	<b>0.83</b>	<b>0.76</b>	<b>0.70</b>	<b>0.51</b>	<b>0.51</b>	<b>0.51</b>
-幅度 (环比)	-3%	-8%	-8%	-27%	-1%	1%
<b>毛利率</b>	<b>20.00%</b>	<b>20.65%</b>	<b>22.00%</b>	<b>29.05%</b>	<b>27.50%</b>	<b>26.36%</b>
<b>均毛利 (元/wh)</b>	<b>0.208</b>	<b>0.198</b>	<b>0.199</b>	<b>0.211</b>	<b>0.193</b>	<b>0.184</b>
<b>单位利润 (元/wh)</b>	<b>0.087</b>	<b>0.095</b>	<b>0.088</b>	<b>0.123</b>	<b>0.086</b>	<b>0.098</b>
<b>2.储能系统</b>			-0.0071			
<b>收入 (百万)</b>	<b>13,619</b>	<b>14,366</b>	<b>15,668</b>	<b>16,247</b>	<b>13,266</b>	<b>15,558</b>
-同比增长	218%	70%	7%	-8%	-3%	8%
-环比增长	-23%	5%	9%	4%	-18%	17%
<b>出货量 (gwh)</b>	<b>13.9</b>	<b>16.1</b>	<b>18.1</b>	<b>20.9</b>	<b>19.0</b>	<b>25.0</b>
-同比增长	179%	61%	20%	23%	36%	56%
-环比增长	-18%	15%	12%	16%	-9%	32%
<b>均价 (含税, 元/wh)</b>	<b>1.10</b>	<b>1.01</b>	<b>0.98</b>	<b>0.88</b>	<b>0.79</b>	<b>0.70</b>
<b>毛利率</b>	<b>21.3%</b>	<b>21.3%</b>	<b>23.5%</b>	<b>28.3%</b>	<b>27.5%</b>	<b>30.0%</b>
<b>均毛利 (元/wh)</b>	<b>0.208</b>	<b>0.191</b>	<b>0.204</b>	<b>0.220</b>	<b>0.192</b>	<b>0.187</b>
<b>均成本 (元/wh)</b>	<b>0.77</b>	<b>0.70</b>	<b>0.66</b>	<b>0.56</b>	<b>0.51</b>	<b>0.44</b>
<b>单位利润 (元/wh)</b>	<b>0.0922</b>	<b>0.0940</b>	<b>0.10</b>	<b>0.13</b>	<b>0.09</b>	<b>0.11</b>

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**动力端，宁德时代全球市占率稳步提升，24 年全球份额 37%，国内份额维持 45-50%，海外份额升至 27%。**宁德时代 24H1 市占率稳步提升，全球端，24 年 1-5 月宁德时代全球装机 107.0GWh，全球份额 37.5%，同增 2.4pct，其中 24 年 H1 宁德时代国内市场份额 46.4%，同比提升 3.0pct，虽车企电池供应商多样化，但宁德时代通过神行、麒麟新产品的放量，在热门车型中维持较高份额，国内后续份额可维持 45-50%；海外

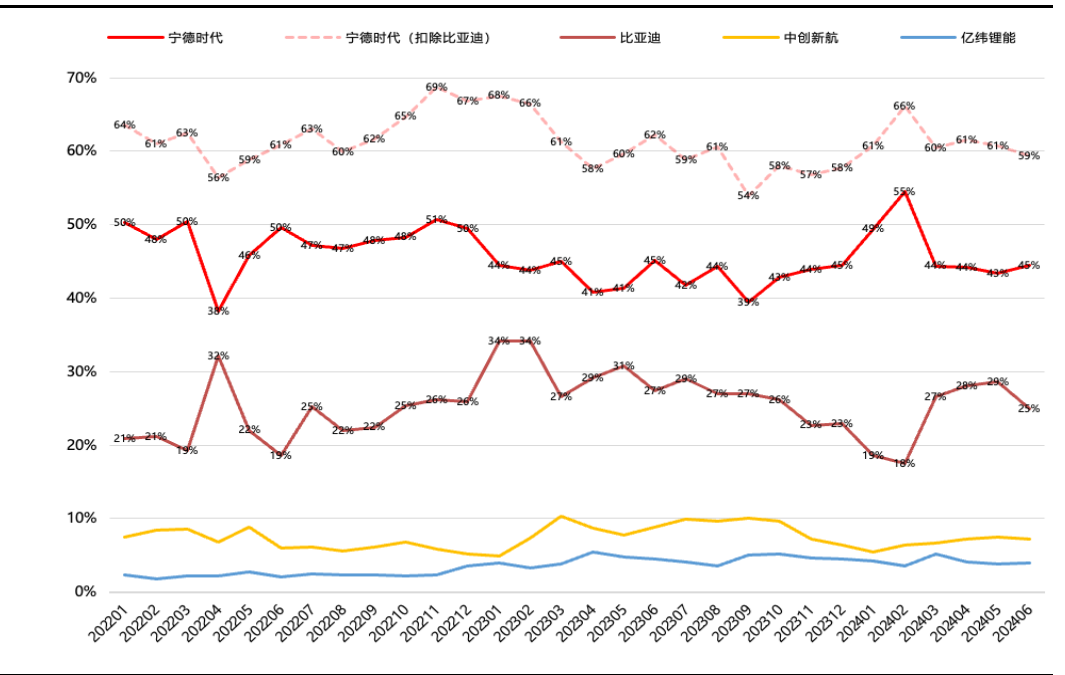
看，欧洲新定点份额已获 40%+，25 年 H2 开始起量，且海外产能加速建设，美国技术授权方式 26 年投产，全球份额有望提升至 40%。

图2: 宁德时代全球市占率变化



数据来源: SNE, 东吴证券研究所

图3: 国内动力电池厂份额变化



数据来源: GGII, 东吴证券研究所

神行+麒麟电池新品 3 月放量, 出货占比提升至 30%+, 强化宁德时代产品竞争力。  
宁德时代神行电池目前配套极氪 001、AION Y Plus、极狐-阿尔法 T5、红旗 E-QM5、星

纪元 ET/ES 等车型，24 年 1-6 月累计装机 3.1GWh，占比国内铁锂装机 6.7%；麒麟电池目前配套极氪 001/009、理想 mega 以及小米 su7 等车型，24 年 1-6 月累计装机 5.7GWh，占比国内三元装机 12.1%。当前神行+麒麟电池已占宁德国内出货 30%+，后续订单饱满占比有望持续提升，此外宁德时代持续推出骐骥、磐石、天行等新产品，产品竞争力逐渐强化。

表5：宁德时代神行+麒麟电池配套量变化

GWh	1月	2月	3月	4月	5月	6月	累计
<b>神行电池</b>							
Aion Y Plus			0.26	0.13	0.33	0.33	1.10
极氪 001			0.12	0.23	0.26	0.48	1.09
极狐-阿尔法 T5			0.06	0.09	0.14	0.18	0.48
红旗 E-QM5			0.03	0.11	0.04	0.12	0.30
星纪元 ES	0.01	0.01	0.01	0.02	0.02	0.02	0.10
星纪元 ET						0.00	0.00
<b>神行合计</b>	<b>0.01</b>	<b>0.01</b>	<b>0.23</b>	<b>0.45</b>	<b>0.46</b>	<b>1.14</b>	<b>3.07</b>
<b>铁锂合计</b>	<b>6.48</b>	<b>3.88</b>	<b>8.59</b>	<b>7.57</b>	<b>9.12</b>	<b>10.40</b>	<b>46.03</b>
<b>占比</b>	<b>0.15%</b>	<b>0.14%</b>	<b>2.67%</b>	<b>5.94%</b>	<b>5.06%</b>	<b>10.94%</b>	<b>6.66%</b>
<b>麒麟电池</b>							
极氪 001			0.40	0.84	0.95	0.72	2.91
小米 su7	0.00		0.02	0.55	0.62	0.87	2.06
理想 mega	0.01	0.04	0.35	0.12	0.07	0.06	0.64
极氪 009			0.02	0.01	0.02	0.04	0.09
<b>麒麟合计</b>	<b>0.01</b>	<b>0.04</b>	<b>0.79</b>	<b>1.51</b>	<b>1.64</b>	<b>1.70</b>	<b>5.69</b>
<b>三元合计</b>	<b>8.67</b>	<b>4.65</b>	<b>7.30</b>	<b>7.76</b>	<b>9.10</b>	<b>9.69</b>	<b>47.16</b>
<b>占比</b>	<b>0.08%</b>	<b>0.90%</b>	<b>10.86%</b>	<b>19.48%</b>	<b>18.07%</b>	<b>17.51%</b>	<b>12.07%</b>

数据来源：GGII，东吴证券研究所

**储能端，海外储能超预期，全年储能出货预期上修至 100GWh。**宁德时代 24 年 1-6 月储能产量 43.6GWh，同增 24%，市占率 35%，维持全球第一。2024 年 4 月，宁德时代发布天恒储能系统，实现长达 5 年的功率和容量零衰减，电池能量密度达 430Wh/L，实现 6.25MWh 的高能量储存，单位能量密度提升 30%，占地面积减少 20%，现已集成至罗尔斯罗伊斯（Rolls Royce）mtu EnergyPack QG 解决方案中。24 年海外储能市场超预期，新兴市场需求爆发，特斯拉储能装机超预期，公司已与 Fluence、Nextera、Wärtsilä、Flexgen、Hyosung 等海外新能源行业领先客户深度开展多区域、多领域的业务合作，24 年全年储能出货量上修至 100gwh，增长 45%。



表6: 宁德时代大型储能海外订单情况

时间	海外供应商	合作方式	内容
2023.11	Quinbrook	战略合作	签署一项固定式储能全球框架协议，向 Quinbrook 提供 EnerC Plus 户外集装箱解决方案，拟在未来五年内部署 10GWh 宁德时代的先进储能解决方案
2023.09	西澳大利亚州政府	战略合作	已就为 Kwinana 电池二期项目和 Collie 电池项目提供集装箱式液冷电池系统签订合同，合同价值合计超过 10 亿澳元（约 46.93 亿元人民币）
2023.06	欧洲企业	战略合作	宁德时代宣布在国际电池储能技术博览会（EES Europe）期间，与近百家头部企业深入洽谈签署并锁定超过 40GWh 合作协议
2023.03	HGP	战略合作	达成 450MWh 电池储能项目供货协议，双方还将建立长期合作伙伴关系，推动高达 5GWh 公用事业级和分布式储能项目的落地

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3. 锂电材料及回收业务、电池矿产资源业务及其他业务：其他业务收入重回增长，毛利率维持 50%+

其他业务收入重回增长，毛利率维持 50%+。公司 24 年 H1 其他业务收入 83 亿元，同增 32%，毛利率 51%，预计贡献 28 亿元净利，利润占比 13%，其中 Q2 预计收入 35 亿元，毛利率 58%，贡献 14.5 亿元左右净利，我们预计公司技术授权费相对稳定；此外，H1 锂电材料及回收业务收入 143 亿，同比+13%，毛利率 8%，延续 H2 低毛利率；矿产资源业务 26 亿元，同比-8%，毛利率 8%，环比下降 16pct，公司宜春碳酸锂产能上半年实现稳定生产。

### 4. 公司费用率下降明显，现金流表现亮眼

Q2 费用率下降明显，投资收益高增，资产减值损失增长，会计处理仍审慎。24 年 H1 公司期间费用合计 188.1 亿元，同增 5.0%，费用率为 11.3%，同比+1.8pct，其中 24Q2 期间费用合计 84.6 亿元，同降 5.5%，环减 18.2%，期间费用率为 9.7%，同增 0.8pct，环减 3.24pct；销售费用 36.2 亿元，销售费用率 4.2%，同比增 0.4pct，环比减 0.09pct；管理费用 20.9 亿元，管理费用率 2.4%，同比减 0.3pct，环比减 0.5pct；财务费用-15.0 亿元，财务费用率-1.7%，同增 1.0pct，环减 2.1pct，主要系 Q2 基本无汇兑损失（Q1 确认 16 亿元）；研发费用 42.5 亿元，研发费用率 4.9%，同比减 0.3pct，环比减 0.6pct。公司 24Q2 计提资产减值损失 14.1 亿元，同比增 73.4%，环比增 177.0%；计提信用减值损失

1.62 亿元，环比减 39.47%。此外，24Q2 公司投资收益 12.59 亿元，主要系洛钼贡献。

表7: 公司分季度费用情况

单位: 亿元	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
销售费用	29.17	37.83	35.22	77.32	33.87	36.18
-销售费用率	3.28%	3.78%	3.34%	7.28%	4.25%	4.16%
管理费用	18.51	26.61	24.06	15.44	23.03	20.88
-管理费用率	2.08%	2.66%	2.28%	1.45%	2.89%	2.40%
研发费用	46.52	51.98	50.26	34.80	43.40	42.52
-研发费用率	5.22%	5.19%	4.77%	3.28%	5.44%	4.89%
财务费用	-4.67	-26.93	13.25	-30.94	3.13	-14.96
-财务费用率	-0.52%	-2.69%	1.26%	-2.91%	0.39%	-1.72%
期间费用	89.53	89.50	122.79	96.63	103.43	84.62
-期间费用率	10.06%	8.93%	11.65%	9.10%	12.97%	9.73%
资产减值损失	-10.93	-8.11	-9.45	-30.06	-5.08	-14.06
信用减值损失	3.76	-1.55	-4.70	-0.06	-2.68	-1.62

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表8: 公司销售费用明细

	2024 年 H1		2023 年 H1
	销售费用 (亿)	同比	销售费用 (亿)
售后综合服务费	51.39	5.0%	48.94
职工薪酬	9.09	-8.2%	9.90
后勤及办公费	4.19	-10.3%	4.67
差旅及招待费	1.54	30.0%	1.18
其他	3.84	66.5%	2.31
合计	70.05	4.6%	67.00

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表9: 公司管理费用明细

	2024 年 H1		2023 年 H1
	管理费用 (亿)	同比	管理费用 (亿)
职工薪酬	23.45	-19.7%	29.19
折旧和摊销费	9.95	37.5%	7.24
后勤及办公费	3.98	18.5%	3.36
股份支付费用	2.03	95.4%	1.04
咨询服务费	1.41	-17.9%	1.72
其他	3.08	20.0%	2.57
合计	43.91	-2.7%	45.12

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**现在金流持续亮眼，存货环比微增，仍维持较低水平。**24年H1公司经营活动现金流净额为447.1亿元，同比上升20.6%，Q2经营活动现金流净额163.5亿元，环比下降42%；投资活动产生的现金流量净额为-348.8亿元，同比上升188%；资本开支为138.3亿元，同比下降25%；账面现金为2550.0亿元，较年初上升33%，短期借款251.7亿元，较年初上升16.3%。24年H1公司应收账款580.99亿元，较年初增长0.23%；期末公司合同负债224.6亿元，较年初增长0.08%，在手订单充裕。24年H1末存货480.5亿元，占总资产比重6.7%，较23年末下降0.38pct，其中库存商品176.0亿元，较年初增长47%，发出商品98.6亿元，较年初下降45%，原材料65.2亿元，较年初增长49%。

**公司Q2末预计负债持续增加。**Q2末预计负债为592亿元，较Q1末增长19亿元，较年初增长75亿元，公司Q2末销售返利余额257.72亿元，相比年初增加26.53亿元，上升11%；质保金余额332.61亿，相比年初增加48.71亿元，增长17%，基本按照动储收入3.6%计提。Q2期末，公司递延所得税资产208.93亿元，较Q1末提升7.5%。24年H1新增递延收益-2.07亿元，期末余额达212.42亿元，较Q1末减少2.4%。

表10：公司分季度预计负债情况

单位：亿元	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
预计负债	220	264	318	516	573	592
-质保金余额		186		284		333
-销售返利余额		78		231		258
-弃置费用		-		1		1

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 5. 投资建议与风险提示

**盈利预测与投资评级：**预计公司 24-26 年归母净利 502/605/728 亿元（此前预期 502/622/768 亿元），同比增 14%/21%/20%，对应 PE 为 17/14/11x，给与 24 年 25x，对应目标价 285 元，基于“买入”评级。

### 风险提示：

**1) 电动车销量不及预期：**若下游需求不及预期，电动车销量下滑，影响对于电池的需求，从而影响营收水平。

**2) 原材料价格波动：**原材料成本在整体成本中占比较高，原材料价格波动将会直接影响各板块的毛利水平，影响利润空间。

**3) 竞争加剧超预期：**各大厂商产能扩大迅速，导致市场竞争激烈，市场平均价格逐年走低，压缩了公司的盈利水平。

## 宁德时代三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>449,788</b>	<b>469,506</b>	<b>589,146</b>	<b>726,487</b>	<b>营业总收入</b>	<b>400,917</b>	<b>386,572</b>	<b>452,566</b>	<b>535,941</b>
货币资金及交易性金融资产	264,314	287,087	377,516	476,073	营业成本(含金融类)	309,070	285,383	333,082	393,078
经营性应收款项	128,024	106,028	124,873	150,725	税金及附加	1,696	1,635	1,914	2,267
存货	45,434	62,550	72,092	84,000	销售费用	17,954	17,009	19,460	21,974
合同资产	234	193	226	268	管理费用	8,462	9,664	10,862	12,595
其他流动资产	11,781	13,648	14,438	15,421	研发费用	18,356	19,908	22,176	25,993
<b>非流动资产</b>	<b>267,380</b>	<b>272,254</b>	<b>274,971</b>	<b>275,313</b>	财务费用	(4,928)	(2,812)	(3,903)	(5,583)
长期股权投资	50,028	50,048	50,070	50,094	加:其他收益	6,267	10,824	10,862	10,183
固定资产及使用权资产	115,766	108,481	101,921	92,568	投资净收益	3,189	5,025	5,431	5,895
在建工程	25,012	29,012	31,312	34,934	公允价值变动	46	100	130	150
无形资产	15,676	22,167	27,313	31,376	减值损失	(6,108)	(6,700)	(7,370)	(8,008)
商誉	708	758	808	858	资产处置收益	17	4	5	5
长期待摊费用	4,696	4,994	5,323	5,685	<b>营业利润</b>	<b>53,718</b>	<b>65,038</b>	<b>78,033</b>	<b>93,843</b>
其他非流动资产	55,495	56,795	58,225	59,798	营业外净收支	196	20	200	300
<b>资产总计</b>	<b>717,168</b>	<b>741,760</b>	<b>864,117</b>	<b>1,001,801</b>	<b>利润总额</b>	<b>53,914</b>	<b>65,058</b>	<b>78,233</b>	<b>94,143</b>
<b>流动负债</b>	<b>287,001</b>	<b>251,249</b>	<b>290,234</b>	<b>338,938</b>	减:所得税	7,153	9,889	11,735	14,122
短期借款及一年内到期的非流动负债	22,190	100	100	100	<b>净利润</b>	<b>46,761</b>	<b>55,169</b>	<b>66,498</b>	<b>80,022</b>
经营性应付款项	194,554	179,643	207,844	243,127	减:少数股东损益	2,640	4,965	5,985	7,202
合同负债	23,982	25,684	29,977	35,377	<b>归属母公司净利润</b>	<b>44,121</b>	<b>50,204</b>	<b>60,513</b>	<b>72,820</b>
其他流动负债	46,275	45,822	52,313	60,334	每股收益-最新股本摊薄(元)	10.03	11.41	13.76	16.55
非流动负债	210,284	220,284	241,284	255,384	EBIT	45,379	52,973	65,073	80,035
长期借款	83,449	93,449	104,449	116,549	EBITDA	68,025	79,120	95,209	113,810
应付债券	19,237	19,237	29,237	31,237	毛利率(%)	22.91	26.18	26.40	26.66
租赁负债	283	283	283	283	归母净利率(%)	11.01	12.99	13.37	13.59
其他非流动负债	107,315	107,315	107,315	107,315	收入增长率(%)	22.01	(3.58)	17.07	18.42
<b>负债合计</b>	<b>497,285</b>	<b>471,533</b>	<b>531,518</b>	<b>594,322</b>	归母净利润增长率(%)	43.58	13.79	20.53	20.34
归属母公司股东权益	197,708	243,087	299,473	367,152					
少数股东权益	22,175	27,140	33,125	40,327					
<b>所有者权益合计</b>	<b>219,883</b>	<b>270,227</b>	<b>332,599</b>	<b>407,479</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>717,168</b>	<b>741,760</b>	<b>864,117</b>	<b>1,001,801</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	92,826	71,466	107,145	124,625	每股净资产(元)	44.94	55.26	68.08	83.46
投资活动现金流	(29,188)	(26,972)	(28,218)	(28,916)	最新发行在外股份(百万股)	4,399	4,399	4,399	4,399
筹资活动现金流	14,716	(22,322)	10,873	2,198	ROIC(%)	12.65	12.34	13.02	13.31
现金净增加额	80,536	22,173	89,800	97,906	ROE-摊薄(%)	22.32	20.65	20.21	19.83
折旧和摊销	22,646	26,147	30,137	33,775	资产负债率(%)	69.34	63.57	61.51	59.33
资本开支	(33,612)	(29,878)	(31,367)	(32,352)	P/E(现价&最新股本摊薄)	18.88	16.59	13.76	11.44
营运资本变动	25,784	(15,607)	4,224	3,823	P/B(现价)	4.21	3.43	2.78	2.27

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>