

宁德时代 (300750)

2024 年三季报点评：毛利率新高，实际利润大超预期

买入（维持）

2024 年 10 月 19 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

证券分析师 朱家佟

执业证书：S0600524080002

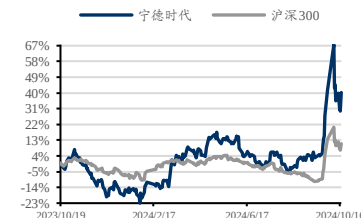
zhujt@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	328594	400917	373102	436781	506207
同比（%）	152.07	22.01	(6.94)	17.07	15.89
归母净利润（百万元）	30729	44121	50227	61732	75588
同比（%）	92.89	43.58	13.84	22.91	22.45
EPS-最新摊薄（元/股）	6.98	10.02	11.41	14.02	17.17
P/E（现价&最新摊薄）	35.80	24.93	21.90	17.82	14.55

投资要点

- **Q3 毛利率新高，实际利润大超预期。**公司 Q3 收入 923 亿元，同环比-12%/+6%，归母净利润 131 亿元，同环比+26%/+6%，扣非净利润 121 亿元，同环比+29%/+12%；毛利率 31.2%，同环比+8.7pct/4.5pct，净利率 14.2%，同环比+4pct/+0pct。Q3 计提 47 亿元资产减值，若加回，实际经营性利润近 170 亿元。
- **Q3 出货量 125gwh，8 月以来国内动力及海外储能需求超预期，公司接近满产，25 年出货量维持 20-25% 增长。**Q3 出货量 125gwh，同环比+25%/+14%，前三季度出货 330gwh，同比增 22%。其中，Q3 储能出货 30gwh，同环比+65%/+20%，且基本为海外大储，多点开花，持续性可期，我们预计全年出货 105-110gwh，同增 55%+，25 年维持 50% 增长；Q3 动力销 95gwh，同环比+16%/+12%，全年出货预计 370gwh+，增长 16%，全球份额维持 37%，25 年预计 15%+ 增长。因此预计 24 年公司出货 480gwh，增 23%，25 年预计出货 580-600gwh，增长 20%-25%。
- **结构优化+规模化，Q3 毛利率大超预期。**我们测算 Q3 动力均价 0.75 元/wh，环比-5%，毛利率 31%，单 wh 毛利 0.21 元/wh，环比增 0.02 元，单 wh 利润 0.12 元。Q3 储能均价 0.67 元/wh，环比-5%，毛利率 34%，单 wh 毛利 0.2 元/wh，环比增 0.01 元，单 wh 利润 0.12 元。盈利超预期主要受益于公司神行、麒麟、314ah 等新产品带来溢价，此外我们测算 Q3 规模化带来单 wh 折旧减少 0.007 元/wh，增厚利润。
- **Q3 大幅计提碳酸锂减值损失，风险充分释放。**Q3 资产减值损失 47 亿元，其中固定资产减值 19 亿元、在建工程减值 6 亿元，主要为锂矿资源相关固定资产减值；无形资产减值 20 亿元，主要为采/探矿权，原值为 79 亿元，此前已计提 18 亿元，计提后账面价值预计为 40 亿元。
- **存货增加为 Q4 备货，预计负债再提高，其他收益明显减少，业绩质量高。**Q3 末存货 552 亿元，较 Q2 末增加 15%，H2 需求超预期，9 月起满产备货；Q3 末预计负债为 654 亿元，较年 Q2 末增 62 亿元，预计其中质保金 30 亿元，返利 32 亿元。Q3 经营性净现金流 227 亿元，同环比+46%/+39%；资本开支 74 亿元，环增 10%，扩产稳健推进。Q3 期间费率 9.8%，环比增 0.1pct，相对稳定。Q3 投资收益 10.5 亿元，环降 17%，其他收益 14 亿元，环降 37%。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到下游需求超预期，我们上修公司业绩预期至 24-26 年 502/617/756 亿元（原预期 502/605/728 亿元），同比增 14%/23%/22%，对应 PE 为 22/18/15x，考虑到公司为全球电池龙头，给与 25 年 28x，对应目标价 393 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**电动车销量不及预期，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)	249.89
一年最低/最高价	140.40/301.50
市净率(倍)	4.64
流通 A 股市值(百万元)	974,937.22
总市值(百万元)	1,100,109.66

基础数据

每股净资产(元,LF)	53.82
资产负债率(% ,LF)	64.33
总股本(百万股)	4,402.38
流通 A 股(百万股)	3,901.47

相关研究

《宁德时代(300750)：麒麟千里，神行逐电，破浪无疆》

2024-08-05

《宁德时代(300750)：2024 年半年报点评：盈利能力亮眼，海外储能高增》

2024-07-27

1. 公司业绩：Q3 毛利水平创新高，若加回资产减值 47 亿，实际利润近 170 亿元，大超市场预期

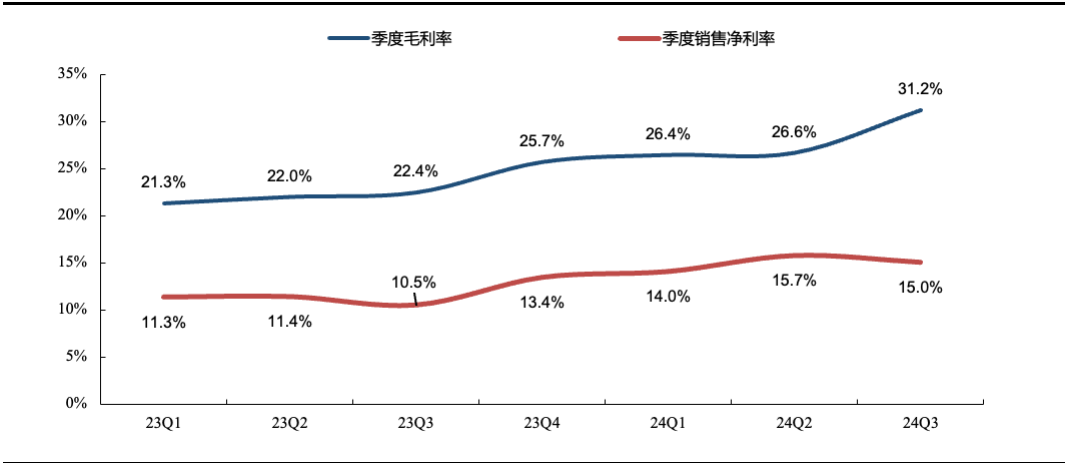
Q3 毛利率创新高，实际利润大超预期。24 年 Q1-3 公司营收 2590 亿元，同降 12%，归母净利润 360 亿元，同增 16%，扣非归母净利润 322 亿元，同增 19%，毛利率 28.2%，同增 6.3pct，归母净利率 13.9%，同增 3.3pct，扣非归母净利率 12.4%，同增 3.3pct；其中 24 年 Q3 营收 923 亿元，同环比-12%/+6%，归母净利润 131 亿元，同环比+26%/+6%，扣非归母净利润 121 亿元，同环比+29%/+12%，毛利率 31.2%，同环比+8.7/+4.5pct，归母净利率 14.2%，同环比+4.3pct/持平，扣非归母净利率 13.1%，同环比+4.2/+0.7pct，Q3 计提 47 亿元资产减值，若加回，实际经营性利润近 170 亿元。

图1：公司分季度业绩情况

	2024Q3	2024Q2	2024Q1	2023Q4	2023Q3
营业收入(亿元)	922.8	870.0	797.7	1062.4	1054.3
-同比	-12%	-13%	-10%	-10%	8%
毛利率	31.2%	26.6%	26.4%	25.7%	22.4%
归母净利润(亿元)	131.4	123.6	105.1	129.8	104.3
-同比	26%	13%	7%	-1%	11%
归母净利率	14.2%	14.2%	13.2%	12.2%	9.9%
扣非归母净利润 (亿元)	121.2	108.1	92.5	131.1	94.3
-同比	29%	11%	19%	8%	5%
扣非归母净利率	13.1%	12.4%	11.6%	12.3%	8.9%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图2：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：Q3 出货 125GWh，8 月以来接近满产，结构优化+规模化，毛利率大超预期

Q3 出货量 125gwh，8 月以来国内动力及海外储能需求超预期，公司接近满产，25 年出货量维持 20-25% 增长。我们预计公司 Q3 出货量 125gwh，同环比+25%/+14%，前三季度出货 330gwh，同增 22%。其中，Q3 储能我们预计出货 30gwh，同环比+65%/+20%，且基本为海外大储，多点开花，持续性可期，我们预计全年出货 105-110gwh，同比增长 55%+，25 年维持 50% 增长；Q3 动力我们预计出货 95gwh，同环比+16%/+12%，全年出货预计 370gwh+，增长 16%，全球份额维持 37%，25 年预计 15%+ 增长。整体看，我们预计 24 年公司出货 480gwh，同增 23%，25 年预计出货 580-600gwh，同 20%-25%。

结构优化+规模化，Q3 毛利率大超预期。我们测算 Q3 动力均价 0.75 元/wh，环比-5%，毛利率 31%，单 wh 毛利 0.21 元/wh，环比增 0.02 元，单 wh 利润 0.12 元。Q3 储能均价 0.67 元/wh，环比-5%，毛利率 34%，单 wh 毛利 0.2 元/wh，环比增 0.01 元，单 wh 利润 0.12 元。我们认为公司盈利超预期主要受益于神行、麒麟、314ah 等新产品带来溢价，此外我们测算 Q3 规模化带来单 wh 折旧减少 0.007 元/wh，增厚利润。

图3：公司动力业务拆分

动力业务	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
收入 (百万元)	64,824	74,594	74,001	71,834	53,298	59,351	63,134
-同比增长	78%	75%	6%	-18%	-18%	-20%	-15%
-环比增长	-26%	15%	-1%	-3%	-26%	11%	6%
销量 (gwh)	62.38	77.62	81.94	99.06	76.00	85.00	95.45
-同比增长	39%	65%	21%	21%	22%	10%	16%
-环比增长	-24%	24%	6%	21%	-23%	12%	12%
均价 (含税, 元/wh)	1.17	1.09	1.02	0.82	0.79	0.79	0.75
-幅度 (环比)	-3.0%	-7.5%	-6.0%	-19.7%	-3.3%	-0.4%	-5.3%
毛利率	20.00%	20.65%	22.00%	29.05%	27.50%	26.36%	31.20%
毛利 (百万元)	12,965	15,407	16,280	20,871	14,657	15,646	19,698
均毛利 (元/wh)	0.208	0.198	0.199	0.211	0.193	0.184	0.206
单位利润 (元/wh)	0.087	0.095	0.088	0.123	0.086	0.098	0.120
合计利润 (百万元)	5,410	7,403	7,233	12,195	6,570	8,313	11,485

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

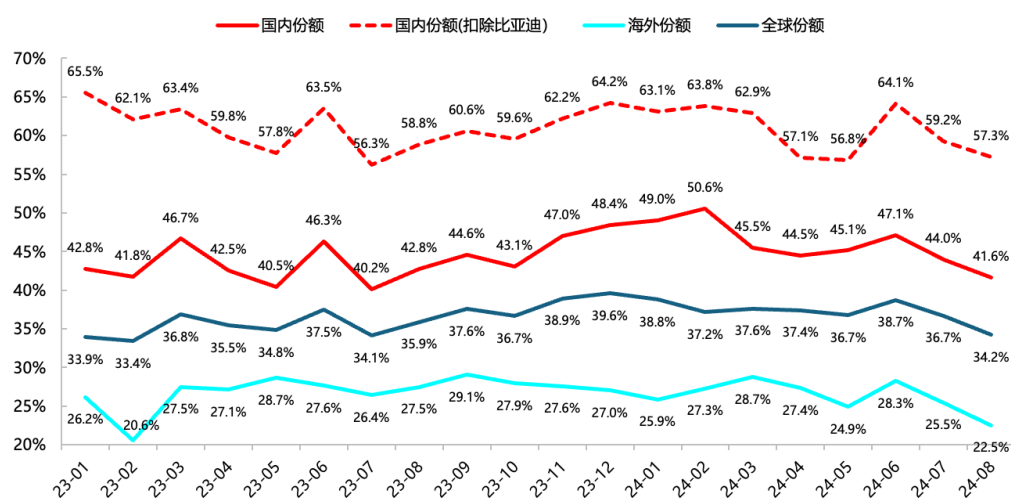
图4：公司储能业务拆分

储能业务	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
收入 (百万元)	13,619	14,366	15,668	16,247	13,266	15,558	17,737
-同比增长	218%	70%	7%	-8%	-3%	8%	13%
-环比增长	-23%	5%	9%	4%	-18%	17%	14%
出货量 (gwh)	13.9	16.1	18.1	20.9	19.0	25.0	30.0
-同比增长	179%	61%	20%	23%	36%	56%	66%
-环比增长	-18%	15%	12%	16%	-9%	32%	20%
均价 (含税, 元/wh)	1.10	1.01	0.98	0.88	0.79	0.70	0.67
毛利率	21.3%	21.3%	23.5%	28.3%	27.5%	30.0%	34.2%
毛利 (百万元)	2,901	3,066	3,682	4,602	3,648	4,673	6,066
均毛利 (元/wh)	0.208	0.191	0.204	0.220	0.192	0.187	0.202
单位利润 (元/wh)	0.0922	0.0940	0.10	0.13	0.09	0.11	0.12
合计利润 (百万元)	1,285	1,509	1,753	2,657	1,635	2,661	3,680

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

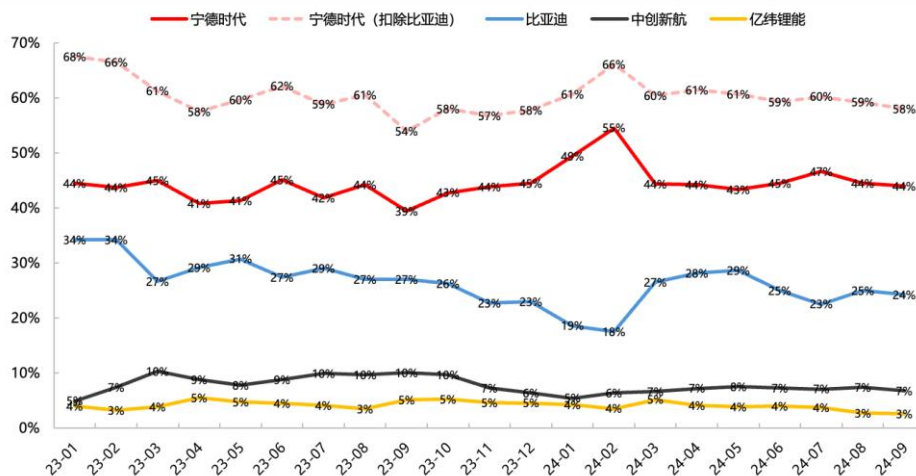
动力端，宁德时代全球市占率稳步提升，我们预计 24 年全年全球份额 37%，国内份额维持 45-50%，海外份额维持 26%。根据 SNE 数据，24 年 1-8 月宁德时代全球装机 189GWh，同增 27%，市场份额 37.1%，同增 1.6pct，其中国内装机 131GWh，同增 39%，市场份额 45.4%，同增 2.4pct，若扣除比亚迪，市场份额 60.1%，同减 0.4pct；海外装机 59GWh，同增 10%，份额 26.3%，同减 0.3pct。国内看，虽车企电池供应商多样化，但宁德时代通过神行、麒麟新产品的放量，在热门车型中维持较高份额，国内后续份额可维持 45-50%；海外看，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5：宁德时代全球市占率变化（装机量口径，GWh）



数据来源 SNE，东吴证券研究所

图6：国内动力电池市占率变化（装机量口径，GWh）



数据来源：中国汽车动力电池产业创新联盟，东吴证券研究所

神行+麒麟新品出货占比提升至 30%+，持续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、小米 su7、AION Y Plus、极狐-阿尔法 T5、红旗 E-QM5、星纪元 ET/ES 等车型，24 年 1-8 月累计装机 6.9GWh，占比国内铁锂装机 10.2%；麒麟电池目前配套极氪 001/007/009、小米 su7 以及理想 mega 等车型，24 年 1-8 月累计装机 10.4GWh，占比国内三元装机 15.6%。根据公司披露，24Q3 神行+麒麟电池已占宁德国内出货 3-4 成，25 年有望提升至 6-7 成，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。

图7：宁德时代神行+麒麟电池配套量变化（GWh）

GWh	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	累计
神行电池									
极氪001			0.12	0.23	0.26	0.48	0.39	0.17	1.65
小米su7							0.19	0.37	0.57
Aion Y Plus	0.05	0.00	0.26	0.13	0.33	0.33	0.42	0.32	1.84
Aion S Max								0.03	0.03
星纪元ET						0.09	0.05	0.03	0.28
星纪元ES	0.01	0.01	0.01	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.15
哪吒L						0.08	0.12	0.11	0.31
极狐-阿尔法T5			0.03	0.04	0.06	0.02	0.02	0.07	0.24
红旗E-QM5			0.06	0.13	0.07	0.14	0.21	0.30	0.91
红旗EH7		0.01	0.01	0.01	0.02	0.06	0.05	0.04	0.20
深蓝S7增混	0.23	0.06	0.07	0.09	0.03	0.09	0.08	0.03	0.67
神行合计	0.29	0.08	0.56	0.65	0.81	1.31	1.55	1.50	6.85
铁锂合计	6.48	3.88	8.59	7.57	9.12	10.40	10.43	11.00	67.46
占比	4.41%	1.94%	6.49%	8.59%	8.82%	12.55%	14.90%	13.62%	10.15%
麒麟电池									
极氪001			0.40	0.84	0.95	0.72	0.59	0.59	4.08
极氪007	0.24	0.21	0.15	0.10	0.13	0.16	0.12	0.08	1.18
极氪009			0.02	0.01	0.02	0.04	0.10	0.28	0.48
路特斯EMEYA	0.00	0.00	0.02	0.01	0.01	0.01	0.02	0.01	0.08
小米su7	0.00		0.02	0.55	0.62	0.87	0.90	0.66	3.61
理想mega	0.01	0.04	0.35	0.12	0.07	0.06	0.07	0.08	0.79
沃尔沃EM90			0.03	0.04	0.03	0.01	0.01	0.01	0.14
麒麟合计	0.25	0.26	0.99	1.66	1.81	1.88	1.80	1.71	10.36
三元合计	8.67	4.65	7.30	7.76	9.10	9.69	9.56	9.36	66.08
占比	2.91%	5.55%	13.51%	21.43%	19.90%	19.38%	18.88%	18.22%	15.67%

数据来源：GGII，东吴证券研究所

储能端，海外储能需求高增长，24 年全球份额维持稳定。宁德时代 24 年 1-9 月储能产量 76.6GWh，同增 34%，市占率 35%，维持全球第一。24 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，我们预计 24 年全年储能出货量 105-110gwh，同比增长 55%+。

图8：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
2024.6	Rolls-Royce	战略合作	宣布达成战略合作，将把宁德时代天恒储能系统引入欧盟和英国市场，目前已至罗尔斯罗伊斯的mtu EnergyPackQG解决方案中。去年年底，双方就签署10GWh存储容量的长期供货协议，并已在欧盟区域完成多个EnerOne产品线的交付，签订了多个EnerC+产品线的项目合作。
2024.6	BLEnergy	战略合作	宣布与宁德时代合作，共同开发模块化储能解决方案。
2024.4	Tesla	战略合作	特斯拉储能超级工厂签约仪式在上海举行，超级工厂规划生产大型商用储能Megapack，单台可存储超过3.9MWh，产能规划1万台，接近40gwh，计划2025年第一季度投产，目前电池由CATL独供。
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。

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：维持相对稳健

非动储业务维持相对稳健。我们预计公司 24Q1-3 非动储业务收入 367 亿元，同降 2%，毛利率 23%，同降 4%，贡献净利润 39 亿元，其中 Q3 预计收入 30 亿元，环增 5%，毛利率 26%，环增 3%，贡献净利润 16 亿元，环增 13%。公司宜春碳酸锂产能，受锂价下跌影响，调整相关生产安排，进行阶段性停产。

4. Q3 大幅计提碳酸锂减值损失，风险充分释放，存货增加为 Q4 备货，预计负债再提高，其他收益明显减少，业绩质量高

Q3 期间费用率稳定，规模效应持续释放。24 年 Q3 看，期间费用合计 91 亿元，同环比-26%/+7%，期间费用率为 9.8%，同环比-1.8/+0.1pct；销售费用 39 亿元，销售费用率 4.3%，同环比+0.9/+0.1pct；管理费用 24 亿元，管理费用率 2.6%，同环比+0.3/+0.2pct；财务费用-17 亿元，财务费用率-1.9%，同环比-3.1/-0.1pct；研发费用 45 亿元，研发费用率 4.9%，同环比+0.1/-0.03pct。

图9：公司分季度利润表部分情况

单位：百万元	2024Q3	2024Q2	2024Q1	2023Q4	2023Q3
销售费用	3922.7	3618.0	3386.9	7732.3	3522.4
-销售费用率	4.3%	4.2%	4.2%	7.3%	3.3%
管理费用	2383.2	2088.2	2303.1	1544.0	2405.5
-管理费用率	2.6%	2.4%	2.9%	1.5%	2.3%
研发费用	4480.7	4252.2	4340.2	3480.4	5025.6
-研发费用率	4.9%	4.9%	5.4%	3.3%	4.8%
财务费用	(1710.8)	(1496.4)	312.9	(3093.8)	1325.5
-财务费用率	-1.9%	-1.7%	0.4%	-2.9%	1.3%
期间费用	9075.8	8462.1	10343.2	9662.9	12279.0
-期间费用率	9.8%	9.7%	13.0%	9.1%	11.6%
资产减值损失	(4738.1)	(1406.1)	(507.6)	(3005.7)	(944.7)
信用减值损失	(462.0)	(162.0)	(267.7)	(5.6)	(469.9)

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

Q3 大幅计提碳酸锂减值损失，风险充分释放。公司 24 年 Q3 计提计提资产减值损失 47 亿元，同环比+402%/+237%，其中固定资产减值 19 亿、在建工程减值 6 亿，主要为锂矿资源相关固定资产减值；无形资产减值 20 亿，主要为采/探矿权，原值为 79 亿，此前已计提 18 亿，计提后账面价值预计为 40 亿；此外公司 24 年 Q3 计提信用减值损失-4.6 亿元，同环比-2%/+185%。

图10：公司资产减值准备明细

单位：百万元	24H1	24Q1-3	24Q3
存货跌价准备	1202	1432	230
固定资产减值准备	726	2606	1880
在建工程减值准备		602	602
无形资产减值准备		2017	2017
其他资产减值准备	-14	-5	9
合计资产减值准备	1914	6652	4738

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

存货增加为 Q4 备货，预计负债再提高，其他收益明显减少，业绩质量高。Q3 末存货 552 亿元，较 Q2 末增加 15%，H2 需求超预期，9 月起公司满产备货；Q3 末预计负债为 654 亿元，较年 Q2 末增 62 亿元，我们预计其中质保金 30 亿元，返利 32 亿元。

图 11：公司分季度资产负债表部分科目情况

单位：亿元	23Q1	23H1	23Q1-3	2023	24Q1	24H1	24Q1-3
存货	640.4	489.1	488.8	454.3	439.8	480.5	552.2
较年初增长	-16%	-36%	-36%	-41%	-3%	6%	22%
账面现金	2104.5	2195.8	2337.6	2643.1	2885.7	2550.0	2646.8
较年初增长	10%	15%	22%	38%	9%	-4%	0%
应收账款	486.1	615.2	687.3	640.2	511.9	581.0	667.0
较年初增长	-16%	6%	19%	10%	-20%	-9%	4%
预付账款	148.8	127.5	89.2	69.6	78.9	78.3	68.9
较年初增长	-6%	-20%	-44%	-56%	13%	12%	-1%
短期借款	188.6	207.6	159.9	221.9	248.0	251.7	251.7
较年初增长	-13%	-4%	-26%	3%	12%	13%	13%
合同负债	258.7	221.3	265.6	239.8	206.0	224.6	226.5
较年初增长	15%	-1%	18%	7%	-14%	-6%	-6%
预计负债	219.9	263.6	318.1	516.4	573.0	591.7	654.3
较年初增长	12%	34%	62%	162%	11%	15%	27%
在建工程	323.5	326.7	306.5	250.1	262.2	272.6	252.0
较年初增长	-9%	-8%	-13%	-29%	5%	9%	1%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

现金流表现持续亮眼，电池扩产稳健推进。Q3 经营性净现金流 227 亿元，同环比 +46%/+39%；资本开支 74 亿元，环比增 10%，扩产稳健推进。Q3 投资收益 10.5 亿元，环降 17%，其他收益 14 亿元，环降 37%。

图 12：公司分季度现金流表部分科目情况

单位：亿元	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
经营活动净现金流	209.7	161.0	155.8	401.7	283.6	163.5	227.3
投资活动净现金流	-58.1	-63.1	-78.2	-92.5	-79.1	-269.7	-130.2
筹资活动净现金流	53.6	8.3	86.6	-1.3	55.0	-246.8	-13.2

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:

考虑到下游需求超预期,我们上修公司业绩预期至 24-26 年 502/617/756 亿元(原预期 502/605/728 亿元),同比增 14%/23%/22%,对应 PE 为 22/18/15x,考虑到公司为全球电池龙头,给与 25 年 28x,对应目标价 393 元,维持“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
流动资产	449,788	459,787	583,707	717,087	营业总收入	400,917	373,102	436,781	506,207
货币资金及交易性金融资产	264,314	286,108	381,531	483,224	营业成本(含金融类)	309,070	266,241	313,071	360,065
经营性应收款项	128,024	101,674	119,972	141,635	税金及附加	1,696	1,578	1,847	2,141
存货	45,434	58,354	67,761	76,945	销售费用	17,954	16,416	18,782	20,754
合同资产	234	187	218	253	管理费用	8,462	9,328	10,483	11,896
其他流动资产	11,781	13,464	14,226	15,030	研发费用	18,356	19,215	21,402	24,551
非流动资产	267,380	272,254	274,971	275,313	财务费用	(4,928)	(2,799)	(3,948)	(5,755)
长期股权投资	50,028	50,048	50,070	50,094	加:其他收益	6,267	8,022	6,988	7,593
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	4,440	5,241	5,568
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)	(10,200)	(7,600)	(8,049)
商誉	708	758	808	858	资产处置收益	17	4	4	5
长期待摊费用	4,696	4,994	5,323	5,685	营业利润	53,718	65,488	79,909	97,822
其他非流动资产	55,495	56,795	58,225	59,798	营业外净收支	196	(400)	(100)	(100)
资产总计	717,168	732,041	858,678	992,400	利润总额	53,914	65,088	79,809	97,722
流动负债	287,001	235,207	273,562	311,573	减:所得税	7,153	9,893	11,971	14,658
短期借款及一年内到期的非流动负债	22,190	100	100	100	净利润	46,761	55,195	67,837	83,064
经营性应付款项	194,554	167,593	195,356	222,708	减:少数股东损益	2,640	4,968	6,105	7,476
合同负债	23,982	23,962	28,176	32,406	归属母公司净利润	44,121	50,227	61,732	75,588
其他流动负债	46,275	43,552	49,930	56,360	每股收益-最新股本摊薄(元)	10.02	11.41	14.02	17.17
非流动负债	210,284	220,284	241,284	255,384	EBIT	51,183	60,324	71,196	86,800
长期借款	83,449	93,449	104,449	116,549	EBITDA	73,829	86,471	101,333	120,574
应付债券	19,237	19,237	29,237	31,237	毛利率(%)	22.91	28.64	28.32	28.87
租赁负债	283	283	283	283	归母净利率(%)	11.01	13.46	14.13	14.93
其他非流动负债	107,315	107,315	107,315	107,315	收入增长率(%)	22.01	(6.94)	17.07	15.89
负债合计	497,285	455,490	514,846	566,957	归母净利润增长率(%)	43.58	13.84	22.91	22.45
归属母公司股东权益	197,708	249,408	310,584	384,719					
少数股东权益	22,175	27,143	33,248	40,724					
所有者权益合计	219,883	276,550	343,832	425,443					
负债和股东权益	717,168	732,041	858,678	992,400					

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	71,495	112,737	128,738	每股净资产(元)	44.94	56.70	70.60	87.46
投资活动现金流	(29,188)	(27,978)	(28,707)	(29,644)	最新发行在外股份(百万股)	4,402	4,402	4,402	4,402
筹资活动现金流	14,716	(22,324)	10,763	1,949	ROIC(%)	14.26	13.93	13.95	14.03
现金净增加额	80,536	21,194	94,792	101,043	ROE-摊薄(%)	22.32	20.14	19.88	19.65
折旧和摊销	22,646	26,147	30,137	33,775	资产负债率(%)	69.34	62.22	59.96	57.13
资本开支	(33,612)	(30,298)	(31,667)	(32,752)	P/E (现价&最新股本摊薄)	24.93	21.90	17.82	14.55
营运资本变动	25,784	(20,109)	7,757	4,126	P/B (现价)	5.56	4.41	3.54	2.86

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>