

## 公司研究

## 产能利用率提升，产品矩阵巩固优势

## ——宁德时代（300750.SZ）2024 年年报点评

## 要点

宁德时代 2024 年收入 3,620.1 亿元，同比下滑 9.7%；归母净利润 507.4 亿元，同比增长 15.0%。公司每 10 股派发现金分红 45.53 元（含税），24 年年末分红及特别分红总额合计占 2024 年度合并报表归母净利润的 50%。

**产能利用率饱满，景气度高。**公司 24 年锂电池销量 475GWh，同比增长 21.79%。盈利能力方面，24 年动力电池毛利率 23.94%，同比提升 5.81pct；储能电池毛利率 26.84%，同比提升 8.19pct。公司产能利用率 76%，下半年提升至较高水平，24 年底产能 676GWh，在建产能 219GWh，产能扩张提升增长预期。

**质保金会计政策调整影响表观毛利率。**根据公司年报，质保金会计政策变更调整对 24 年营业成本和销售费用影响预计在 118.4 亿元，占 Q4 营收比例为 11.5%，占 24 年营收比例为 3.3%。

**分业务：动力电池产品结构升级提升盈利。**根据公司 24 年年报以及 H 股招股说明书中披露的 24 年前三季度分业务财务数据，公司 24Q4 动力电池销量 125GWh，单位售价 0.62 元/Wh，环比-7%，单位毛利 0.14 元/Wh，环比+0.01 元/Wh，毛利率 23.2%，环比+3.7pcts，动力电池产品结构升级改善盈利，麒麟、神行电池占比由 24 年的 3-4 成有望提升至 25 年的 6-7 成。

**分业务：海外项目收入确认影响，储能电池盈利短期波动。**24Q4 储能电池销量 20GWh，单位售价 0.55 元/Wh，环比-7%，单位毛利 0.11 元/Wh，环比-0.05 元/Wh，毛利率 20.0%，环比-7.8pcts，我们认为主要由于出口抢装及海运周期长等影响海外储能项目收入确认。24 年末公司库存 106GWh，同增 51%，按照 24Q4 未发出商品 246.55 亿元、24Q2 未发出商品 101.38 亿元、价格假设按 0.6 元/Wh 推算，存货明细中发出商品增加 24GWh 至 41GWh，储能盈利能力 25H1 有望恢复。

**产品矩阵巩固竞争优势，数据中心等储能需求提升长期增速预期。**公司骁遥、天行等产品矩阵打造中长期增长潜力，骁遥配套超 30 款车型，25 年有望放量，凝聚态、钠电二代产品有望推出，进一步扩大领先优势。AI 算力带来了数据中心需求激增，新型数据中心以 GPU 为核心，能量密度更大，且算力需要不间断电力，对储能要求更高，公司 PU100 储能产品，支持 6C 放电以满足 10-15 分钟紧急备用电源需求。

**盈利预测、估值与评级：**公司产能利用率高、产能扩张，动力储能远期增速预期提升，上调 25-26 年（上调 8%、7%）、新增 27 年公司归母净利润预测分别为 656/789/953 亿元，当前股价对应 PE 为 17/14/12X，维持“买入”评级，关注港股 IPO 带来国际化估值溢价的机会。

**风险提示：**新能源车销量不及预期，储能需求不及预期，海外政策风险。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	400,917	362,013	457,175	560,856	665,616
营业收入增长率	22.01%	-9.70%	26.29%	22.68%	18.68%
净利润（百万元）	44,121	50,745	65,642	78,921	95,290
净利润增长率	43.58%	15.01%	29.36%	20.23%	20.74%
EPS（元）	10.03	11.52	14.91	17.92	21.64
ROE（归属母公司）（摊薄）	22.32%	20.55%	22.44%	23.46%	24.31%
P/E	26	22	17	14	12
P/B	5.7	4.6	3.9	3.4	2.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-03-17，股本 2023 年 43.99 亿股，2024 年 44.03 亿股

## 买入（维持）

当前价：256.00 元

## 作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452063

yinzs@ebsecn.com

分析师：陈无忌

执业证书编号：S0930522070001

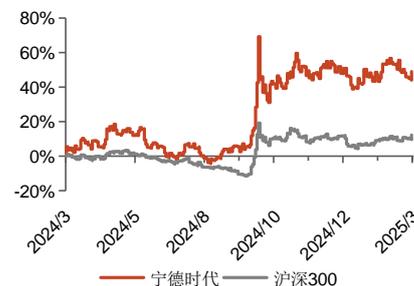
021-52523696

chenwuji@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	44.03
总市值(亿元):	11273
一年最低/最高(元):	166.80/301.50
近 3 月换手率:	34.33

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-6.27	-3.89	34.80
绝对	-4.38	-1.41	49.01

资料来源：Wind

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	400,917	362,013	457,175	560,856	665,616
营业成本	309,070	273,519	350,788	430,336	514,045
折旧和摊销	21,429	22,908	24,139	27,275	30,291
税金及附加	1,696	2,057	2,598	3,188	3,783
销售费用	17,954	3,563	2,671	2,996	3,223
管理费用	8,462	9,690	10,865	12,208	13,157
财务费用	-4,928	-4,132	3,997	5,778	5,670
研发费用	18,356	18,607	21,669	26,023	30,218
投资收益	3,189	3,988	3,600	3,794	3,697
营业利润	53,718	64,052	80,393	96,636	117,268
利润总额	53,914	63,182	80,513	96,825	117,102
所得税	7,153	9,175	11,272	13,488	16,571
净利润	46,761	54,007	69,242	83,338	100,531
少数股东损益	2,640	3,262	3,600	4,416	5,241
归属母公司净利润	44,121	50,745	65,642	78,921	95,290
EPS(元)	10.03	11.52	14.91	17.92	21.64

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	92,826	96,990	79,926	120,440	161,726
净利润	44,121	50,745	65,642	78,921	95,290
折旧摊销	21,429	22,908	24,139	27,275	30,291
净营运资金增加	51,209	-30,308	86,166	65,686	45,343
其他	-23,933	53,646	-96,021	-51,443	-9,198
投资活动产生现金流	-29,188	-48,875	-32,321	-27,449	-27,313
净资本支出	-33,612	-31,105	-31,000	-31,100	-31,050
长期投资变化	50,028	54,792	0	0	0
其他资产变化	-45,603	-72,562	-1,321	3,651	3,737
融资活动现金流	14,716	-14,524	-14,164	-28,471	-62,835
股本变化	1,957	4	0	0	0
债务净变化	24,951	10,863	8,672	10,321	-19,679
无息负债变化	48,291	5,054	28,167	67,960	85,769
净现金流	80,536	31,994	33,440	64,520	71,577

## 主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	22.9%	24.4%	23.3%	23.3%	22.8%
EBITDA 率	20.0%	27.0%	23.1%	23.1%	22.6%
EBIT 率	14.3%	20.2%	17.8%	18.2%	18.1%
税前净利润率	13.4%	17.5%	17.6%	17.3%	17.6%
归母净利润率	11.0%	14.0%	14.4%	14.1%	14.3%
ROA	6.5%	6.9%	7.9%	8.3%	8.9%
ROE (摊薄)	22.3%	20.6%	22.4%	23.5%	24.3%
经营性 ROIC	14.4%	18.0%	16.0%	17.4%	18.8%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	69%	65%	63%	63%	62%
流动比率	1.57	1.61	1.95	1.94	1.86
速动比率	1.41	1.42	1.69	1.71	1.62
归母权益/有息债务	1.58	1.82	2.03	2.17	2.90
有形资产/有息债务	5.43	5.47	5.76	6.19	8.02

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	717,168	786,658	872,676	999,205	1,126,250
货币资金	264,307	303,512	336,952	401,473	473,050
交易性金融资产	8	14,282	14,282	14,285	14,285
应收账款	64,021	64,136	67,822	83,203	92,351
应收票据	1,752	130	2,356	1,848	1,954
其他应收款 (合计)	3,439	2,207	2,873	12,067	7,514
存货	45,434	59,836	77,845	82,871	110,412
其他流动资产	63,575	59,596	80,239	106,898	127,024
流动资产合计	449,788	510,142	590,447	712,479	838,274
其他权益工具	14,128	11,901	11,901	11,901	11,901
长期股权投资	50,028	54,792	54,798	54,798	54,798
固定资产	115,388	112,589	115,746	114,565	109,558
在建工程	25,012	29,755	27,318	25,659	24,829
无形资产	15,676	14,420	15,047	15,757	16,400
商誉	708	895	895	895	895
其他非流动资产	21,145	19,275	19,789	19,789	19,789
非流动资产合计	267,380	276,516	282,229	286,726	287,976
总负债	497,285	513,202	550,041	628,322	694,412
短期借款	15,181	19,696	0	0	0
应付账款	117,039	130,977	165,172	197,955	246,742
应付票据	77,515	67,356	86,384	105,974	126,588
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	52,790	27,442	29,345	31,419	33,514
流动负债合计	287,001	317,172	303,135	367,835	450,340
长期借款	83,449	81,238	131,238	141,238	121,238
应付债券	19,237	11,923	11,923	11,923	11,923
其他非流动负债	52,790	27,442	29,345	31,419	33,514
非流动负债合计	210,284	196,030	246,906	260,488	244,072
股东权益	219,883	273,456	322,635	370,883	431,838
股本	4,399	4,403	4,403	4,403	4,403
公积金	90,100	118,951	118,958	118,958	118,958
未分配利润	103,245	126,602	166,771	212,456	268,174
归属母公司权益	197,708	246,930	292,509	336,341	392,054
少数股东权益	22,175	26,526	30,126	34,543	39,784

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	4.48%	0.98%	0.58%	0.53%	0.48%
管理费用率	2.11%	2.68%	2.38%	2.18%	1.98%
财务费用率	-1.23%	-1.14%	0.87%	1.03%	0.85%
研发费用率	4.58%	5.14%	4.74%	4.64%	4.54%
所得税率	13%	15%	14%	14%	14%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	5.03	5.78	7.55	8.99	10.85
每股经营现金流	21.10	22.03	18.15	27.35	36.73
每股净资产	44.94	56.08	66.43	76.38	89.03
每股销售收入	91.14	82.21	103.82	127.37	151.16

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	26	22	17	14	12
PB	5.7	4.6	3.9	3.4	2.9
EV/EBITDA	16.3	12.8	12.1	10.1	8.7
股息率	2.0%	2.3%	2.9%	3.5%	4.2%

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
<b>基准指数说明：</b> A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业—中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP