

电池	收盘价 人民币 256.00	目标价 人民币 314.11	潜在涨幅 +22.7%
----	-------------------	-------------------	----------------

2025年3月18日

宁德时代 (300750 CH)

全球扩产提速，盈利能力保持韧性；维持买入

宁德时代 2024 全年收入和净利润基本符合业绩预告和我们的预期。公司全年盈利表现强劲，高分红彰显发展信心。电池行业进入补库周期，公司作为行业龙头有望受益。维持买入评级和 314.11 元目标价。

④ **盈利能力维持韧性，全年分红率达 50%**。2024 年公司动力和储能合计出货 474GWh，同比+22%，动力/储能分别为 381GWh/93GWh，同比+19%/+35%。2024 年公司实现收入 3620 亿元（人民币，下同），同比-10%；归母净利润 507 亿元，同比+15%，符合公司业绩预告和我们预期；2024 年综合毛利率 24.4%，同比增加 5.2 个百分点，归母净利率 14%，同比增加 3 个百分点，盈利能力维持韧性，主要得益于产能利用率提升以及神行和麒麟出货占比提升。其中 2024 年 4 季度公司收入 1030 亿元，同/环比-3%/+12%；归母净利润 147 亿元，同/环比+14%/+12%。分红方面，2024 年公司分红 253.7 亿元，占全年归母净利润的 50%，彰显公司发展信心。

④ **全球扩产提速，匈牙利工厂助力欧洲本土化供应**。2024 年宁德时代海外收入 1103 亿元，同比-16%，占公司整体收入的 30%，同比下滑 2 个百分点，主要由于欧洲需求放缓。但欧洲长期电动化趋势不变，且匈牙利工厂一期公司预计于 2025 年投产，该工厂整体成本较德国工厂更低，预计投产后有助于公司在欧洲实现本地化供应。尽管近期美国对中国产品加征额外关税，但宁德时代在美国技术授权产能有望在 2026 年释放，从而对冲关税的扰动。2024 年公司产能 676GWh，同比+22%，2024 年底在建 219 GWh，扩产有所提速；产能利用提升至 76%（vs. 2023 年 70%）。

④ **维持买入**。考虑到全球储能需求强劲，公司扩产有所提速，以及产能利用率提升，我们上调 2025-26 年收入 1-2%至 4471.9 亿/4892.2 亿元，同步调整净利润预测至 629.2 亿/680.0 亿元，并引入 2027 年收入/净利润预测 5266.4 亿/715.0 亿元。由于会计政策变化，公司按照监管标准，将产品质保金从销售费用移至销售成本，因此我们下调公司 2025-26 年毛利率 2.8 个/3.0 个百分点。我们看好公司的龙头地位，基于 DCF 模型，维持目标价 314.11 元及买入评级。

盈利预测变动

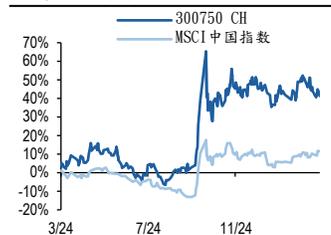
(人民币百万)	2025E			2026E			2027E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	447,189	441,723	1%	489,224	477,305	2%	526,641	-	-
毛利润	111,728	122,799	-9%	121,547	132,691	-8%	131,095	-	-
毛利率	25.0%	27.8%	-2.8ppt	24.8%	27.8%	-3.0ppt	24.9%	-	-
归母净利润	62,917	61,857	2%	67,998	67,358	1%	71,503	-	-

资料来源：公司资料，交银国际预测

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位(人民币)	299.00
52周低位(人民币)	169.00
市值(百万人民币)	1,124,375.04
日均成交量(百万)	33.52
年初至今变化(%)	(3.76)
200天平均价(人民币)	249.76

资料来源: FactSet

李柳晓, PhD, CFA

joyce.li@bocomgroup.com

(86) 21 6065 3601

陈庆

angus.chan@bocomgroup.com

(86) 21 6065 3601

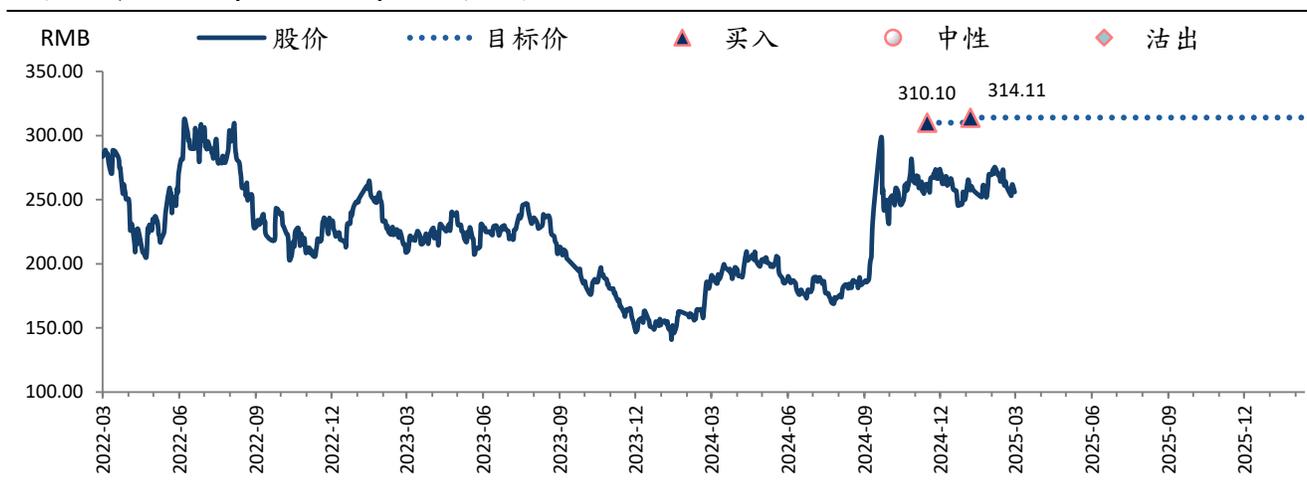
图表 1: 宁德时代：DCF 模型

(人民币百万)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
EBIT	75,669	81,559	87,308	93,289	104,433	115,551	121,366	127,442	133,793	140,439
减：所得税	-11,812	-12,766	-13,715	-14,725	-16,538	-18,383	-19,474	-20,767	-22,139	-23,568
加：折旧摊销	22,791	23,650	25,391	24,948	24,418	23,962	23,602	23,301	23,056	22,857
减：资本性支出	-32,720	-21,753	-21,813	-21,753	-21,813	-21,753	-21,753	-21,753	-21,753	-21,753
减：运营资本变动	10,033	2,565	5,438	5,961	4,882	4,100	5,052	5,298	5,557	5,828
自由现金流	63,961	73,255	82,607	87,720	95,382	103,477	108,792	113,521	118,514	123,803
自由现金流现值	552,795									
终值现值	567,063									
企业价值	1,119,858									
净现金	232,128									
少数股东权益	30,542									
股权价值(百万元)	1,382,528									
股份数量(百万)	4,403									
每股价值(人民币)	314.11									

WACC	
无风险利率	4.0%
市场风险溢价	8.0%
贝塔	1.1
税前债务成本	5.0%
预期债权比例	30%
有效税率	15.0%
WACC	10.2%

资料来源: 交银国际预测

图表 2: 宁德时代 (300750 CH) 目标价和评级



图表 3: 交银国际电池行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
300750 CH	宁德时代	买入	256.00	314.11	22.7%	2025年01月23日	电池
3931 HK	中创新航	买入	18.82	15.59	-17.2%	2024年12月02日	电池
300014 CH	亿纬锂能	买入	50.39	56.51	12.1%	2024年12月02日	电池
002074 CH	国轩高科	买入	23.33	29.07	24.6%	2024年12月02日	电池
666 HK	瑞浦兰钧	中性	10.78	14.25	32.2%	2024年12月02日	电池

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2025 年 3 月 17 日

财务数据

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	400,917	362,013	447,189	489,224	526,641
主营业务成本	(323,982)	(273,519)	(335,460)	(367,677)	(395,546)
毛利	76,935	88,494	111,728	121,547	131,095
销售及管理费用	(11,505)	(13,253)	(15,581)	(17,045)	(18,349)
研发费用	(18,356)	(18,607)	(22,359)	(24,461)	(26,332)
其他经营净收入/费用	6,644	7,418	5,869	6,023	6,029
经营利润	53,718	64,052	79,657	86,063	92,443
财务成本净额	4,928	4,132	3,075	3,545	4,129
其他非经营净收入/费用	(4,732)	(5,002)	(3,989)	(4,504)	(5,136)
税前利润	53,914	63,182	78,744	85,104	91,437
税费	(7,153)	(9,175)	(11,812)	(12,766)	(13,715)
非控股权益	(2,640)	(3,262)	(4,016)	(4,340)	(6,218)
净利润	44,121	50,745	62,917	67,998	71,503
作每股收益计算的净利润	44,121	50,745	62,917	67,998	71,503

截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	238,165	270,160	348,063	435,095	536,696
有价证券	8	14,282	14,282	14,282	14,282
应收账款及票据	65,772	64,266	85,762	96,504	108,214
存货	45,434	59,836	78,121	90,660	97,532
其他流动资产	100,409	101,599	94,387	94,387	94,387
总流动资产	449,788	510,142	620,616	730,929	851,111
物业、厂房及设备	115,388	112,589	117,206	126,261	124,198
其他有形资产	25,012	29,755	35,696	25,323	24,346
无形资产	15,676	14,420	13,969	13,532	13,109
其他长期资产	111,304	119,752	117,533	107,691	97,168
总长期资产	267,380	276,516	284,404	272,807	258,821
总资产	717,168	786,658	905,019	1,003,736	1,109,932
短期贷款	15,181	19,696	19,696	19,696	19,696
应付账款	194,554	198,334	248,149	273,995	298,014
其他短期负债	77,266	99,142	99,142	99,142	99,142
总流动负债	287,001	317,172	366,987	392,832	416,852
长期贷款	83,449	81,238	96,238	111,238	131,238
长期应付账款	1,520	1,606	1,606	1,606	1,606
其他长期负债	125,315	113,185	113,185	113,185	113,185
总长期负债	210,284	196,030	211,030	226,030	246,030
总负债	497,285	513,202	578,017	618,863	662,882
股本	4,399	4,403	4,403	4,403	4,403
储备及其他资本项目	193,309	242,527	292,057	345,587	401,546
股东权益	197,708	246,930	296,460	349,991	405,950
非控股权益	22,175	26,526	30,542	34,882	41,100
总权益	219,883	273,456	327,002	384,873	447,050

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	53,914	63,182	78,744	85,104	91,437
折旧及摊销	21,547	23,148	22,791	23,650	25,391
营运资本变动	25,875	15,235	10,033	2,565	5,438
利息调整	3,014	5,166	(3,075)	(3,545)	(4,129)
其他经营活动现金流	(11,523)	(9,740)	(6,587)	(7,134)	(7,415)
经营活动现金流	92,826	96,990	101,907	100,640	110,721
资本开支	(33,625)	(31,180)	(32,720)	(21,753)	(21,813)
投资活动	3,713	(18,302)	4,028	4,068	4,109
其他投资活动现金流	724	607	8,403	9,576	10,862
投资活动现金流	(29,188)	(48,875)	(20,290)	(8,110)	(6,842)
负债净变动	22,800	10,568	15,000	15,000	20,000
权益净变动	3,324	2,560	0	0	0
股息	(22,060)	(25,370)	(12,583)	(13,600)	(14,301)
其他融资活动现金流	(11,408)	(27,653)	(18,714)	(20,498)	(22,278)
融资活动现金流	(7,344)	(39,894)	(16,297)	(19,098)	(16,579)
汇率收益/损失	2,181	(1,597)	0	0	0
年初现金	157,629	238,165	270,160	348,063	435,095
年末现金	238,165	270,160	348,063	435,095	536,696

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	10.060	11.580	14.358	15.517	16.317
全面摊薄每股收益	10.050	11.580	14.358	15.517	16.317
Non-GAAP标准下的每股收益	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
每股账面值	44.943	56.076	67.331	79.489	92.198
利润率分析(%)					
毛利率	19.2	24.4	25.0	24.8	24.9
EBITDA利润率	17.6	22.4	22.2	21.8	21.3
EBIT利润率	12.2	15.9	16.9	16.7	16.6
净利率	11.0	14.0	14.1	13.9	13.6
盈利能力(%)					
ROA	6.2	6.5	7.0	6.8	6.4
ROE	20.1	18.6	19.2	17.7	16.0
ROIC	13.9	13.6	14.2	13.2	12.0
其他					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	1.6	1.6	1.7	1.9	2.0
存货周转天数	51.2	79.8	85.0	90.0	90.0
应收账款周转天数	59.9	64.8	70.0	72.0	75.0
应付账款周转天数	219.2	264.7	270.0	272.0	275.0

交銀國際

香港中环德辅道中68号万宜大厦10楼
总机:(852) 3766 1899 传真:(852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、武汉有机控股有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、山西省安集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司及北京赛目科技股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。