

## 宁德时代 (300750 CH, 买入, 目标价: RMB302.30)

买入

持有

卖出

### 4Q24 维持强劲盈利能力, 预计 2025 年动储需求持续增长

目标价: RMB302.30 当前股价: RMB256.00

股价上行/下行空间 +18%

52 周最高/最低价 (RMB) 301.50/166.80

市值 (US\$mn) 155,581

当前发行数量(百万股) 4,399

三个月平均日交易额 (US\$mn) 841

流通盘占比 (%) 88

主要股东 (%)

厦门瑞庭投资有限公司 23

黄世霖 11

香港中央结算公司 10

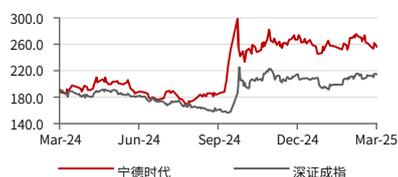
按 2025 年 3 月 17 日收市数据

资料来源: FactSet

#### 主要调整

	现值	原值	变动
评级	买入	买入	N/A
目标价 (RMB)	302.30	301.00	0%
2025E EPS (RMB)	13.97	13.91	0%
2026E EPS (RMB)	17.28	15.80	9%
2027E EPS (RMB)	18.89	N/A	N/A

#### 股价表现



资料来源: FactSet

#### 华兴对比市场预测 (差幅%)

	2025E	2026E
营收 (RMBmn)	457,009 (+0%)	549,855 (-8%)
EPS (RMB)	15.31 (-9%)	18.51 (-7%)

注: 所示市场预测来源于 Wind, 正差幅 = 华兴预测高于市场预测; 负差幅 = 华兴预测低于市场预测。

- 4Q24 锂电池销量为 145GWh (环比增长 16.0%), 加回质保金费用后当季毛利率为 26.5%。
- 2H24 产能利用率比 1H25 提升 20 个点, 全年累计分红达 253 亿元。
- 重申“买入”评级, 上调目标价至 302.30 元。

**4Q24 锂电池销量为 145GWh, 质保金计入成本影响当季毛利率:** 根据宁德时代 2024 年年报, 公司 2024 年收入为 3,620.1 亿元, 同比下降 9.7%, 主要是由于电池价格受原材料碳酸锂价格下降而降低所致。全年锂电池 (包含动力+储能) 销量为 475GWh, 同比增长 21.8%, 其中动力和储能电池分别销售 381GWh/93GWh。根据财报中的收入明细, 我们测算出宁德时代全年平均动力和储能电池的售价为 0.75 元/Wh 和 0.70 元/Wh (均为税前)。公司 4Q24 收入为 1,029.7 亿元 (同比下降 3.1%), 对应锂电池销量为 145GWh (环比增长 16.0%, 动力/储能电池分别销售 123GWh/21GWh)。我们测算 4Q24 动力电池单价为 0.71 元/Wh, 储能单价为 0.59 元/Wh。毛利率方面: 由于会计准则的改变, 原计入销售费用的质保金费用 (~118 亿元) 现计入主营业务成本中, 受此影响宁德时代 4Q24 毛利率为 15.0%, 环比下降 16.2 个百分点, 若加回该笔费用则当季毛利率为 26.5%。综合来看, 宁德时代全年毛利率仍然达到 24.4%, 同比增长 5.8 个百分点, 其中动力和储能电池毛利率分别为 23.9%和 26.8%。

**产能利用率迅速提升, 维持高现金流和分红:** 根据年报披露, 宁德时代 2024 年底产能为 676GWh, 全年产能利用率为 76.3%, 其中 2H24 产能利用率达到 86%以上, 较 1H24 提升 20 个百分点, 表明锂电池需求在 2H24 快速恢复。截止 2024 年底, 公司仍有在建产能 219GWh, 其中匈牙利工厂一期即将在 2025 年建成投产, 预计届时将进一步提升欧洲锂电池市场份额。公司 2024 年经营性现金流为 970 亿元, 同比增长 4.5%, 在手现金储备超过 3,000 亿元。宁德时代宣布 2024 年分红方案, 包括年度现金分红和特别现金分红总计约 200 亿元, 叠加前三季度的特别现金分红 53 亿元, 2024 年全年分红金额为 253 亿元, 合计分红率和股息率分别为~50%和~2.2%。

**重申“买入”评级, 上调目标价至 302.3 元:** 我们认为原材料价格 (主要为碳酸锂) 将在 2025 年基本调整到位, 锂电池单价下跌趋势有望放缓, 叠加目前市场动力和储能电池的高景气度, 我们上调 2025-26 年收入预测至 4,570.1 亿元/5,080.7 亿元。受质保金会计政策改变影响, 我们下调同期毛利率至 22.1%/23.8%, 并相应下调销售及管理费用。综合而言, 我们对 2025 年归母净利润预测基本保持不变, 上调 2026 年预测 12.1%。我们引入 2027 年财务预测, 预计收入和归母净利润分别为 5,618.1 亿元和 873.2 亿元。**估值:** 基于公司稳健增长的业绩和稳固的龙头地位, 我们仍然采用 21 倍 2025 年 PE 对其估值, 得到最新目标价为 302.3 元, 重申“买入”评级。

**风险提示:** 新能源汽车销量不及预期; 行业竞争加剧; 海外贸易政策风险。

#### 财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (RMBmn)	400,917	362,013	457,077	508,068	561,813
息税前利润 (RMBmn)	48,986	59,050	73,526	93,113	102,250
归母净利润 (RMBmn)	44,121	50,745	63,323	79,885	87,320
每股收益 (RMB)	10.03	11.52	13.97	17.28	18.89
市盈率 (x)	21.4	17.5	18.3	14.8	13.6

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。资料来源: 公司公告, 华兴证券预测

#### 研究团队

王一鸣, 分析师

证书编号: S1680521050001

电话: +86 21 6015 6850

电邮地址: ymwang@huaxingsec.com

图表 1: 宁德时代--季度财务数据

(人民币 百万元)	4Q23	FY2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	FY2024
<b>营业收入</b>	<b>106,240</b>	<b>400,917</b>	<b>79,771</b>	<b>86,996</b>	<b>92,278</b>	<b>102,968</b>	<b>362,013</b>
同比	-10.2%	22.0%	-10.4%	-13.2%	-12.5%	-3.1%	-9.7%
环比	5.2%	N/A	-24.9%	9.1%	6.1%	11.6%	N/A
<b>毛利润</b>	<b>12,354</b>	<b>76,935</b>	<b>21,072</b>	<b>23,177</b>	<b>28,763</b>	<b>15,482</b>	<b>88,494</b>
同比	-53.7%	15.6%	11.3%	5.3%	24.1%	25.3%	15.0%
环比	5.3%	N/A	70.6%	10.0%	24.1%	-46.2%	N/A
<b>毛利率</b>	<b>11.63%</b>	<b>19.19%</b>	<b>26.42%</b>	<b>26.60%</b>	<b>31.20%</b>	<b>15.04%</b>	<b>24.44%</b>
<b>研发费用</b>	<b>3,480</b>	<b>18,356</b>	<b>4,340</b>	<b>4,252</b>	<b>4,481</b>	<b>5,534</b>	<b>18,607</b>
同比	-29.5%	18.3%	-6.7%	-18.2%	-10.8%	59.0%	1.4%
环比	-3.3%	N/A	24.7%	-2.0%	5.4%	23.5%	N/A
<b>销售及管理费用</b>	<b>N/A</b>	<b>11,505</b>	<b>N/A</b>	<b>N/A</b>	<b>N/A</b>	<b>N/A</b>	<b>13,253</b>
同比	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	15.2%
环比	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
<b>营业利润</b>	<b>16,703</b>	<b>53,718</b>	<b>13,333</b>	<b>16,222</b>	<b>16,571</b>	<b>17,926</b>	<b>64,052</b>
同比	16.3%	45.9%	11.0%	21.6%	42.1%	7.3%	19.2%
环比	43.3%	N/A	-20.2%	21.7%	2.2%	8.2%	N/A
<b>归母净利润</b>	<b>12,976</b>	<b>44,121</b>	<b>10,510</b>	<b>12,355</b>	<b>13,136</b>	<b>14,744</b>	<b>50,745</b>
同比	-1.2%	43.6%	7.0%	13.4%	26.0%	13.6%	15.0%
环比	-4.3%	N/A	-19.0%	17.6%	6.3%	12.2%	N/A

注：由于宁德时代在 2024 年 12 月根据财政部通知更改部分会计方式，将原计入销售费用科目的质保金现计入成本中，而公司尚未披露过往季度的相应追溯调整，因此对 2024 年各季度销售及管理费用的数据暂时无法比较。2023 和 2024 年的销售及管理费用为追溯调整后的金额。

资料来源：公司公告。

## 盈利预测

基于公司 4Q24 业绩，考虑到碳酸锂价格过去 2 年的持续下降有望在 2025 年调整到位，同时叠加宁德时代快速增长的产能利用率以及行业需求，我们上调 2025-2026 年营业收入至 4,570.1/5,080.1/5,618.1 亿元。由于质保金费用的会计方法变更，我们下调同期毛利率至 22.1%/23.8%，并相应下调销售及管理费用预测。综上，我们上调公司 2025-2026 年归母净利润至 633.2/798.9 亿元。我们引入 2027 年财务预测，预计 2027 年收入和归母净利润分别为 5,618.1 亿元/873.2 亿元。

图表 2: 宁德时代--2025-27 年财务数据预测调整

单位: 百万元	调整后			调整前			变动		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业收入	457,077	508,068	561,813	405,889	444,863	N/A	12.6%	14.2%	N/A
毛利	100,925	121,000	132,207	116,385	128,822	N/A	-13.3%	-6.1%	N/A
毛利率 (%)	22.1%	23.8%	23.5%	28.7%	29.0%	N/A	-6.6%	-5.1%	N/A
研发费用	19,537	20,514	21,540	20,903	22,910	N/A	-6.5%	-10.5%	N/A
销售及管理费用	13,650	14,359	15,107	25,977	27,137	N/A	-47.5%	-47.1%	N/A
归母净利润	63,323	79,885	87,320	63,051	71,234	N/A	0.4%	12.1%	N/A
每股收益 (元)	13.97	17.28	18.89	13.91	15.80	N/A	0.4%	9.3%	N/A

资料来源：华兴证券预测

## 估值

基于宁德时代稳健增长的业绩和稳固的龙头地位，我们仍然采用 21 倍 2025 年 PE 对其估值（略低于其过去三年历史平均估值-1 倍标准差），得到最新目标价为 302.3 元，重申“买入”评级。

图表 3: 可比公司估值表

股票代码	公司	现价	市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)			市盈率 (x)			PEG (x)
				2024A/E	2025E	2026E	2024A/E	2025E	2026E	2024E
002074.SZ	国轩高科	23.33	420	1,526	2,163	2,986	28	19	14	0.66
300014.SZ	亿纬锂能	50.39	1,031	4,654	6,528	7,810	22	16	13	0.55
3931.HK	中创新航	18.82	333.5	624	1,545	2,275	53	22	15	0.36
平均			595	2,639	4,037	5,043	34	19	14	0.52
300750.SZ	宁德时代	256.00	11,273	50,745	63,323	79,885	22	19	15	0.90

注：基于 2025 年 3 月 17 日收盘价；国轩高科和亿纬锂能为华兴证券预测，中创新航为 Wind 一致性盈利预测；中创新航股价为港币单位，其他均为人民币。

资料来源：公司官网，Wind，华兴证券预测

图表 4: 宁德时代--动态 P/E band



资料来源：Wind，华兴证券

图表 5: 宁德时代--动态 P/B band



资料来源：Wind，华兴证券

## 风险提示

- **新能源汽车销量不及预期**：全球经济复苏不确定性仍然存在，叠加各国政府对新能源车政策可能存在的变动，新能源汽车销量可能受此影响而不及预期，从而负面影响宁德时代的营收前景。
- **行业竞争加剧**：目前全球新能源汽车产业竞争持续加剧，LG 化学和松下分别在欧美布局建厂争夺更多市场份额。同时考虑到国内厂商可能分散供应链风险，我们预计宁德时代或面临更大竞争压力，从而影响毛利率水平。
- **海外贸易政策风险**：公司海外业务主要集中在欧洲和北美地区，中美、中欧贸易关税风险仍然存在，公司产品销售可能受此影响而不及预期。

**附：财务报表**

年结: 12月

**利润表**

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
动力电池系统	253,041	324,523	350,915	391,358
锂电池材料	28,700	24,395	23,175	22,016
储能系统	57,290	83,054	106,137	118,370
其他收入	22,981	25,105	27,841	30,069
<b>营业收入</b>	<b>362,013</b>	<b>457,077</b>	<b>508,068</b>	<b>561,813</b>
营业成本	(273,519)	(356,152)	(387,068)	(429,605)
<b>毛利润</b>	<b>88,494</b>	<b>100,925</b>	<b>121,000</b>	<b>132,207</b>
管理及销售费用	(31,859)	(33,187)	(34,873)	(36,647)
其中：研发支出	(18,607)	(19,537)	(20,514)	(21,540)
其中：市场营销支出	(3,563)	(3,670)	(3,780)	(3,893)
其中：管理支出	(9,690)	(9,981)	(10,579)	(11,214)
<b>息税前利润</b>	<b>59,050</b>	<b>73,526</b>	<b>93,113</b>	<b>102,250</b>
<b>息税折旧及摊销前利润</b>	<b>83,749</b>	<b>96,448</b>	<b>119,810</b>	<b>132,781</b>
利息收入	9,503	5,512	5,512	5,512
利息支出	(3,879)	(2,362)	(2,362)	(2,362)
<b>税前利润</b>	<b>63,182</b>	<b>77,865</b>	<b>97,669</b>	<b>107,033</b>
所得税	9,175	10,901	13,674	14,985
<b>净利润</b>	<b>54,007</b>	<b>66,964</b>	<b>83,995</b>	<b>92,049</b>
<b>调整后净利润</b>	<b>50,745</b>	<b>63,323</b>	<b>79,885</b>	<b>87,320</b>
<b>基本每股收益 (RMB)</b>	<b>11.52</b>	<b>13.97</b>	<b>17.28</b>	<b>18.89</b>

**资产负债表**

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>510,142</b>	<b>553,705</b>	<b>578,507</b>	<b>624,265</b>
货币资金	303,512	311,076	313,096	332,979
应收账款	64,266	81,312	93,167	103,022
存货	59,836	53,667	53,023	58,850
其他流动资产	82,529	107,651	119,221	129,414
<b>非流动资产</b>	<b>276,516</b>	<b>291,629</b>	<b>303,600</b>	<b>316,374</b>
固定资产	112,589	113,715	114,852	116,001
无形资产	14,420	15,141	15,898	16,693
商誉	895	895	895	895
其他	69,551	77,660	82,202	87,089
<b>资产</b>	<b>786,658</b>	<b>845,334</b>	<b>882,107</b>	<b>940,640</b>
<b>流动负债</b>	<b>317,172</b>	<b>347,103</b>	<b>359,046</b>	<b>385,136</b>
短期借款	19,696	20,681	22,749	25,024
预收账款	0	0	0	0
应付账款	198,334	239,061	254,511	282,480
长期借款	81,238	82,863	83,692	84,529
非流动负债	113,561	117,069	121,934	147,841
<b>负债</b>	<b>513,202</b>	<b>548,390</b>	<b>566,162</b>	<b>619,144</b>
股份	4,403	4,532	4,623	4,623
资本公积	116,756	130,343	143,377	157,715
未分配利润	126,602	135,415	141,205	132,189
<b>归属于母公司所有者权益</b>	<b>246,930</b>	<b>269,092</b>	<b>287,536</b>	<b>292,517</b>
少数股东权益	26,526	27,852	28,409	28,978
<b>负债及所有者权益</b>	<b>786,658</b>	<b>845,334</b>	<b>882,107</b>	<b>940,640</b>

**现金流量表**

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>净利润</b>	<b>54,007</b>	<b>66,964</b>	<b>83,995</b>	<b>92,049</b>
折旧摊销	24,699	22,922	26,697	30,531
利息 (收入) / 支出	5,166	5,682	6,250	6,876
其他非现金科目	8,017	5,874	4,917	5,466
其他	(3,752)	(2,798)	(2,457)	(1,847)
营运资本变动	8,855	16,129	(10,121)	6,419
<b>经营活动产生的现金流量</b>	<b>96,990</b>	<b>114,772</b>	<b>109,282</b>	<b>139,493</b>
资本支出	(31,180)	(37,416)	(46,770)	(49,108)
收购及投资	(22,413)	(6,452)	(6,452)	(5,162)
处置固定资产及投资	1,913	1,913	1,913	2,281
其他	2,805	2,469	2,424	2,557
<b>投资活动产生的现金流量</b>	<b>(48,875)</b>	<b>(39,486)</b>	<b>(48,885)</b>	<b>(49,432)</b>
股利支出	(25,807)	(41,160)	(55,920)	(61,124)
债务筹集 (偿还)	10,568	(591)	(9,202)	(16,108)
发行 (回购) 股份	0	0	0	0
其他	715	7,717	7,711	7,705
<b>筹资活动产生的现金流量</b>	<b>(14,524)</b>	<b>(34,035)</b>	<b>(57,411)</b>	<b>(69,527)</b>
<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>31,994</b>	<b>40,916</b>	<b>2,020</b>	<b>19,883</b>
<b>自由现金流</b>	<b>128,170</b>	<b>152,188</b>	<b>156,052</b>	<b>188,602</b>

**财务比率**

	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>YoY (%)</b>				
营业收入	(9.7)	26.3	11.2	10.6
毛利润	15.0	14.0	19.9	9.3
息税折旧及摊销前利润	17.1	15.2	24.2	10.8
净利润	15.5	24.0	25.4	9.6
调整后净利润	15.0	24.8	26.2	9.3
稀释每股调整收益	14.9	21.2	23.7	9.3
<b>盈利率 (%)</b>				
毛利率	24.4	22.1	23.8	23.5
息税折旧及摊销前利润率	23.1	21.1	23.6	23.6
息税前利润率	16.3	16.1	18.3	18.2
净利率	14.9	14.7	16.5	16.4
调整后净利率	14.0	13.9	15.7	15.5
净资产收益率	21.9	24.9	29.2	31.5
总资产收益率	6.9	7.9	9.5	9.8
<b>流动资产比率 (x)</b>				
流动比率	1.6	1.6	1.6	1.6
速动比率	1.4	1.4	1.5	1.5
<b>估值比率 (x)</b>				
市盈率	17.5	18.3	14.8	13.6
市净率	3.6	4.3	4.1	4.0
市销率	3.1	2.5	2.2	2.0

注：历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源：公司公告，华兴证券预测

## 附录

### 【分析师声明】

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 【法律声明】

#### 一般声明

本报告由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有由中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的特定客户及其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

本公司研究报告的信息均来源于公开资料，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但该等信息并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，仅供投资者参考之用，在任何情况下，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，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所在的意见、评估及预测仅为本报告出具日的分析师观点和判断，可在不发出通知的情况下作出更改，在不同时期，本公司可发出与该报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同的假设和标准、采取不同的分析方法而口头或书面发表于本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接受者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，华兴证券有限公司可能会持有或交易报告中提及公司所发行的证券或投资标的，也可能为这些公司提供或争取建立业务关系或服务关系（包括但不限于提供投资银行业务或财务顾问服务等）。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司书面许可，任何机构和人均不得以任何形式翻版、复制或转载，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

### 【评级说明】

公司评级体系以报告发布日后 6-12 个月的公司股价涨跌幅相对同期公司所在证券市场大盘指数（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）涨跌幅为基准：分析师估测“买入”公司股票相对大盘涨幅在 10% 以上；“持有”公司股票相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“卖出”公司股票相对大盘涨幅低于 -10%。

行业评级体系以报告发布日后 6-12 个月的行业指数涨跌幅相对同期相关证券市场（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）大盘指数涨跌幅为基准：分析师估测“超配”行业相对大盘涨幅在 10% 以上；“中性”行业相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“低配”行业相对大盘涨幅低于 -10%。