

2025 年 5 月 12 日 星期一

【新股评论】

陈晓霞

+852-25321956

xx.chen@firstshanghai.com.hk

行业 新能源

招股价	最高不超过 263 港元/股
-----	-------------------

市值 1.09 万亿元

每股净资产 59.39 元

保荐人 BofA Securities、
中金、中信建投、
摩根大通

宁德时代 (3750.HK, 买入): 全球动力电池龙头二次上市

公司简介及架构

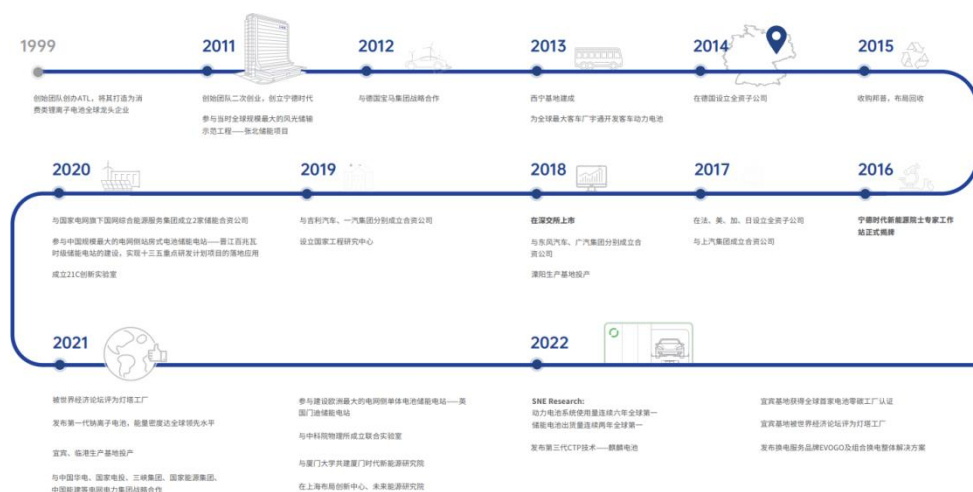
宁德时代新能源科技股份有限公司成立于 2011 年，总部位于福建省宁德市，是全球领先的动力电池系统提供商，专注于新能源汽车动力电池系统、储能系统的研发、生产和销售，致力于为全球新能源应用提供一流解决方案在电池材料、电池系统、电池回收等产业链关键领域拥有核心技术优势及可持续研发能力，形成了全面、完善的生产服务体系。2018 年公司在内地上市。截至 2025 年 5 月 8 日，宁德时代的收盘价为 248.27 元，总市值约为 1.09 万亿元。

图表 1: 公司架构



资料来源：公司资料

图表 2:公司发展历程



资料来源：公司资料

公司业务及商业模式

1.动力电池系统

产品包含电池包、电池柜、电箱、电芯、模组、三元前驱体—镍钴锰氢氧化物等。根据 SNE Research 数据,2017-2024 年连续 8 年动力电池使用量排名全球第一,2024 年全球市占率为 37.9%。配套极氪、问界等新势力品牌。国际市场上深度绑定特斯拉、宝马等国际知名车企。

2.储能系统

产品主要为储能锂电池。2021-2024 年连续 4 年储能电池出货量排名全球第一,2024 年全球市占率为 36.5%。

3.电池材料及回收

产品包含锂电池材料、电池矿产资源。通过参股锂矿资源开发、锁定原材料供应等方式,降低原料价格波动对成本的影响。

4.其他业务

产品主要为电池矿产资源、其他业务。包括电池回收、电动船舶、低空飞行器等细分市场。

研发能力: 公司拥有国际一流的研发团队,设立了“福建省院士专家工作站”,拥有锂离子电池企业省级重点实验室、CNAS 认证的测试验证中心。

技术突破: 推出钠新电池、骁遥双核电池、第二代神行超充电电池等新产品,推动新能源汽车电池技术的发展。

公司具有全产业链布局

上游: 通过参股锂矿资源开发、锁定原材料供应等方式,降低原料价格波动对成本的影响。

中游: 专注于动力电池系统、储能系统的研发、生产和销售。

下游: 积极布局电池回收、电动船舶、低空飞行器等细分市场。

换电业务: 成立多家子公司,布局换电业务,推动电动化和智能化。

合作与联盟: 与贵州茅台、中国物流等企业合作,共同推动新能源应用和市场发展。

图表 3:宁德时代动力电池全球产能布局 图表 4:宁德时代储能项目全球布局



资料来源: 公司资料

资料来源: 公司资料

公司竞争优势

1.高能量密度电池技术:

宁德时代在电池材料和电池设计方面不断创新,推出了多种高能量密度的电池产品。例如,第二代神行超充电电池,能量密度达到 800km 的续航能力,同时支持 12C 的超充速度,充电 5 分钟即可行驶 520 公里。

2.快速充电技术:

宁德时代在快充技术方面处于行业领先地位。第二代神行超充电电池的峰值充电功率达到 1.3 兆瓦,充电 15 分钟即可从 5%充电至 80% SOC,即使在零下 10°C 的低温环境下,也能在 15 分钟内完成从 5%到 80%的充电。

3.钠离子电池技术:

宁德时代在全球范围内率先实现了钠离子电池的规模化量产。钠新电池电芯能量密度达到 175 Wh/kg，能够在-40℃的环境下保持 90%的能量，支持 500 公里的纯电续航和 200 公里的混动续航，具备超过 1 万次的循环寿命。

4.双核电池技术：

宁德时代推出的骁遥双核电池采用了“双核架构”和“自生成负极技术”，使电池包拥有两个独立的能量区，确保动力输出的连续性、稳定性和安全性。这种设计在电池受损或出现热失控时，能够有效隔离，确保电池全域无干扰。

5.电池安全技术：

宁德时代在电池安全方面做了大量研究和创新。例如，骁遥双核电池的设计类似于客机的“双发架构”，确保在任何情况下都能提供稳定和安全的电力输出。此外，宁德时代还开发了多种电池安全检测和管理系统，提高了电池的整体安全性。

6.智能制造和供应链管理：

公司通过先进的制造技术和高效的供应链管理，确保产品质量和生产效率。例如，宁德时代在材料领域推出了钠离子“钠新电池”，有效降低了对锂资源的依赖，同时在架构层面推出了骁遥双核电池，提升了电池的性能和安全性。

7.研发投入和创新能力：

宁德时代在研发投入方面持续加大，2024 年全年研发投入达到 186 亿元，累计研发投入超过 700 亿元。公司拥有一支庞大的研发团队，不断推动技术创新和产品升级。这种持续的创新投入使得宁德时代在电池技术方面始终保持领先地位。

财务情况

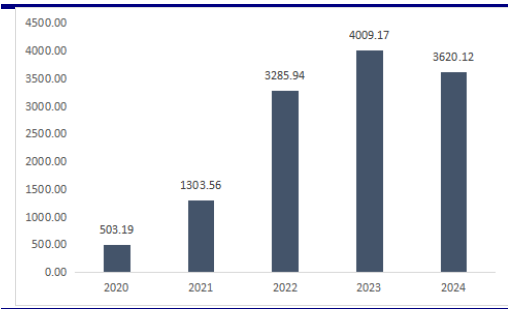
宁德时代近三年营业收入分别为 3,285.94 亿元、4,009.17 亿元和 3,620.13 亿元，虽然 2024 年营业收入较 2023 年有所下降，但净利润保持增长，分别为 334.57 亿元、467.61 亿元和 540.07 亿元。成本控制和盈利能力方面显著的提升。

2024 年，宁德时代的每股收益达到了 11.58 元，净资产收益率为 22.83%，总资产报酬率为 7.65%。

毛利率方面，宁德时代近三年销售毛利率分别为 20.25%、22.91%和 24.44%，资产负债率分别为 70.56%、69.34%和 65.24%，呈下降趋势。研发费用方面，宁德时代持续加大投入，2022 年至 2024 年分别为 155.10 亿元、183.56 亿元和 186.07 亿元，体现了公司在技术创新和产品升级上的决心。2024 年，公司在全球动力电池市场的份额达到 37.9%，连续 8 年位居全球第一；在储能电池市场，宁德时代同样表现优异，全球市场占有率达到 36.5%，连续 4 年排名全球首位。

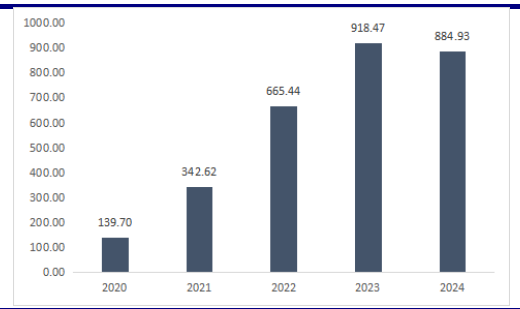
宁德时代的现金及现金等价物净增加额在 2022 年至 2024 年间分别为 821.23 亿元、805.36 亿元和 319.94 亿元，保持健康现金流状况。

图表 5:公司营业收入



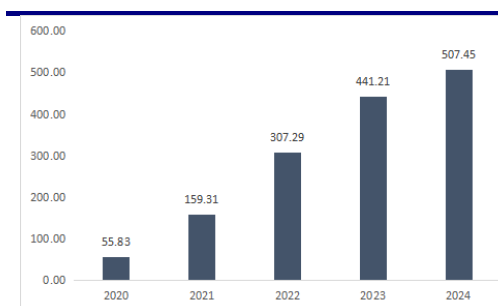
资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 6:公司毛利润



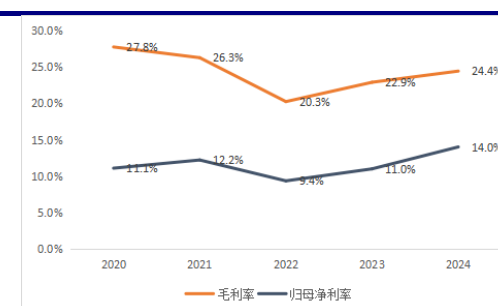
资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 7:公司归母净利润



资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 8:公司毛利率和归母净利率



资料来源：公司资料，第一上海整理

估值

我们预测公司 2025-2027 年的收入分别为 4538 亿元/5229 亿元/6204 亿元人民币；归母净利润分别为 667 亿元、800 亿元和 928 亿元。根据可比公司估值，给予公司 25 年 20 倍 PE，目标价为 303 元人民币/303 元港币，当前股价分别对应 2025 年/2026 年/2027 年的 15.7/13.1/11.3 倍 PE，A 股较现价有 22% 的上涨空间，维持买入评级。

公司于 2025 年 5 月 12 日刊发 H 股招股说明书，本次全球发售 H 股的基础发行股数为 117,894,500 股，其中香港公开发售占 7.5%，国际发售占 92.5%。公司保留发售量调整权及超额配售权，最大发行股数可达 155,915,300 股。H 股发行价格上限设定为 263 港元，预计于 2025 年 5 月 20 日在香港联交所挂牌交易。

根据已订立基石投资协议，基石投资者已同意在遵守若干条件的情况下，按发售价认购或促使其指定实体认购可购入的发售股份有关数目，总金额约为 26.28 亿美元（或约 203.71 亿港元）。基于发售价每股 H 股 263.00 港元（即最高发售价）计算，基石投资者将认购的发售股份总数为 7745.54 万股 H 股。

结合发行价格和公司合理目标估值，发行价格上限距目标价有 15% 的上涨空间，建议申购。

图表 9:盈利预测情况

截至12月31日止财政年度	2021财年	2022财年	2023财年	2024财年	2025财年	2026财年	2027财年
	实际	实际	实际	预测	预测	预测	预测
收入(百万元)	130,356	328,594	400,917	362,012	453,821	522,989	620,420
变动(%)	159%	152%	22%	-10%	25%	15%	19%
归母净利润(百万元)	15,931	30,729	44,121	50,745	66,728	79,950	92,801
变动(%)	185%	93%	44%	15%	31%	20%	16%
摊薄后每股盈利(元)	6.83	12.58	11.33	11.52	15.15	18.16	21.07
变动(%)	185%	84%	-10%	2%	31%	20%	16%
市盈率@248.27元	68.6	35.6	24.8	21.5	16.4	13.7	11.8

资料来源：第一上海预测

图表 10:主要财务报表

损益表								财务能力分析													
单位：百万人民币，财务年度：12月31日								单位：百万人民币，财务年度：12月31日													
	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年		2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年						
	实际	实际	实际	实际	预测	预测	预测	盈利能力	实际	实际	实际	预测	预测	预测	预测						
营业收入	130,356	328,594	400,917	362,012	453,821	522,989	620,420	毛利率	26.3%	20.3%	22.9%	24.4%	27.8%	28.6%	28.6%						
营业成本	96,094	262,050	309,070	273,519	327,685	373,213	443,029	EBITDA利润率	18.7%	13.5%	17.3%	24.5%	23.9%	24.7%	24.3%						
毛利	34,262	66,544	91,847	88,493	126,136	149,776	177,391	EBIT利润率	13.8%	9.5%	11.4%	15.3%	15.5%	16.5%	16.5%						
								EBIT利润率	12.4%	8.6%	9.9%	13.0%	13.9%	14.7%	14.5%						
EBITDA	24,320	44,204	69,518	88,706	108,516	129,220	150,466	投资收入/营业收入	0.9%	0.8%	0.8%	1.1%	1.1%	1.0%	0.8%						
EBIT	17,973	31,113	45,538	55,249	70,316	86,495	102,320	投资收入/净利润	6.9%	7.5%	6.8%	7.4%	7.0%	5.9%	5.1%						
EBIT	16,142	28,384	39,496	47,226	63,284	76,980	90,042	利润总额/净利润	15.3%	11.2%	13.4%	17.5%	17.6%	18.5%	18.3%						
								净利润率	13.7%	10.2%	11.7%	14.9%	15.8%	16.4%	16.1%						
利息支出合计	1,161	2,132	3,447	3,879	3,970	3,726	3,463	归母净利润率	12.2%	9.4%	11.0%	14.0%	14.7%	15.3%	15.0%						
投资收益	1,233	2,515	3,189	3,988	5,056	5,056	5,056	总资产回报率 (ROA)	7.7%	7.4%	7.1%	7.2%	8.7%	9.3%	9.4%						
利润总额	19,887	36,673	53,914	63,182	79,723	96,593	113,393	净资产收益率 (ROE)	22.1%	24.8%	23.6%	21.9%	23.4%	22.7%	21.9%						
净利润	17,861	33,457	46,761	54,007	71,750	85,968	99,786														
归属于母公司股东的净利润	15,931	30,729	44,121	50,745	66,728	79,950	92,801														
所得税	2,026	3,216	7,153	9,175	7,972	10,625	13,607														
有效所得税率	10.2%	8.8%	13.3%	14.5%	10.0%	11.0%	12.0%														
资产负债表								现金流量表													
单位：百万人民币，财务年度：12月31日								单位：百万人民币，财务年度：12月31日													
	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年		2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年						
	实际	实际	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	实际	实际	预测	预测	预测						
流动资产	177,735	387,735	448,788	510,142	585,657	725,841	891,844	净利润	17,861	33,457	46,761	54,007	71,750	85,968	99,786						
现金与现金等	89,072	191,043	264,307	303,512	327,092	420,306	531,946	折旧	5,847	11,961	21,612	28,975	34,740	39,532	45,358						
应收账款	31,704	80,458	121,062	117,576	113,455	130,747	155,105	摊销	499	1,131	2,367	4,482	3,461	3,193	2,787						
预付账款	6,466	15,843	6,963	5,970	19,661	22,393	26,582	利息支出	1,161	2,132	3,447	3,879	3,970	3,726	3,463						
存货	40,200	76,669	45,434	59,836	88,475	111,954	132,909	经营活动现金流合计	42,908	61,209	92,826	96,990	85,011	134,395	172,025						
其他经营性流动资产	10,293	23,721	12,023	23,248	36,973	40,431	45,303	投资活动现金流合计	1,233	2,515	3,189	3,988	5,056	5,056	5,056						
非流动资产	128,932	213,217	267,380	276,516	272,700	256,048	239,844	金融资产减少	0	0	0	0	0	0	0						
长期股权投资	10,949	17,595	50,028	54,792	54,792	54,792	54,792	长期股权投资减少	0	0	0	0	0	0	0						
固定资产	41,275	89,071	115,388	112,589	114,258	104,591	96,433	(资本性支出)	-43,768	-48,215	-33,625	-31,180	-34,384	-26,074	-31,941						
在建工程	41,598	35,398	25,012	29,755	25,915	20,155	13,435	资产减少	0	0	0	0	0	0	0						
无形资产	5,744	11,835	20,372	14,419	12,774	11,149	10,223	其他非流动资产	0	0	0	0	0	0	0						
商誉	528	704	708	895	895	895	895	资产合计	-53,781	-64,140	-29,188	-48,875	-29,328	-21,018	-26,886						
其他非流动资产	29,838	58,615	55,873	64,066	64,066	64,066	64,066	流动负债	149,345	295,761	287,001	317,172	326,181	370,117	435,577						
资产合计	307,667	600,952	717,168	786,658	858,356	981,890	1,131,688	短期债务	15,672	21,648	22,190	42,577	24,190	25,190	26,190						
流动负债	149,345	295,761	287,001	317,172	326,181	370,117	435,577	应付账款	107,190	220,764	194,554	198,334	229,379	261,249	310,120						
短期债务	15,672	21,648	22,190	42,577	24,190	25,190	26,190	预收账款	11,538	22,445	23,982	27,834	27,229	31,379	37,225						
应付账款	107,190	220,764	194,554	198,334	229,379	261,249	310,120	其他经营性流动负债	14,945	30,905	46,275	48,427	45,382	52,299	62,042						
预收账款	11,538	22,445	23,982	27,834	27,229	31,379	37,225	非流动负债	65,700	128,282	210,284	196,030	192,370	193,174	202,314						
其他经营性流动负债	14,945	30,905	46,275	48,427	45,382	52,299	62,042	长期债务	38,984	79,327	104,206	94,768	90,423	80,161	73,711						
非流动负债	65,700	128,282	210,284	196,030	192,370	193,174	202,314	预计负债	9,954	19,687	51,638	71,927	72,611	83,678	99,267						
长期债务	38,984	79,327	104,206	94,768	90,423	80,161	73,711	其他非流动负债	16,762	29,257	54,439	29,335	29,335	29,335	29,335						
预计负债	9,954	19,687	51,638	71,927	72,611	83,678	99,267	总负债	215,045	424,043	497,285	513,202	518,551	563,291	637,891						
其他非流动负债	16,762	29,257	54,439	29,335	29,335	29,335	29,335	股东权益	92,622	176,909	219,883	273,456	339,806	418,599	493,797						
总负债	215,045	424,043	497,285	513,202	518,551	563,291	637,891														
股东权益	92,622	176,909	219,883	273,456	339,806	418,599	493,797														

资料来源：第一上海预测

披露事项与免责声明

披露事项

--	--	--

免责声明

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制,仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可,就本报告之任何材料、内容或印本,不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据,或就其作出要约或要约邀请,也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素,自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生,但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性,并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性,不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经,就本报告所载信息、评论或投资策略,发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供,不提供任何形式的保证,并可随时更改,恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外,第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」,「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下,任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务,包括(但不限于)在此档内陈述的内容,皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2025 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。



第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

网址: [Http://www.myStockhk.com](http://www.myStockhk.com)