

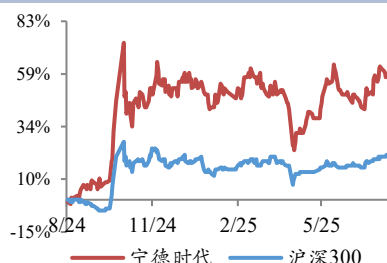
海外业务快速增长，毛利率稳步提升

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-08-08

收盘价（元） **265.50**
近 12 个月最高/最低（元） **301.50/166.80**
总股本（百万股） **4,559**
流通股本（百万股） **3,903**
流通股比例（%） **85.60**
总市值（亿元） **12,105**
流通市值（亿元） **10,361**

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：张志邦

执业证书号：S0010523120004
邮箱：zhangzhibang@hazq.com

分析师：刘千琳

执业证书号：S0010524050002
邮箱：liuqianlin@hazq.com

相关报告

1. 华安电新_宁德时代 24 年年报点评：产品结构持续优化，市占率持续领先
2025-04-01
2. 宁德时代 24 年 3 季报点评：新产品占比增加，毛利率显著提升
2024-10-24

主要观点：

● 公司 H1 利润稳步增长，盈利能力稳定

25 年 H1 公司实现营业收入 1788.86 亿元，同比+7.3%；归母净利润 304.85 亿元，同比+33.3%；扣非后归母净利润 271.97 亿元，同比+35.6%。Q2 公司营收 941.81 亿元，同比+8.3%，环比+11.2%，归母净利润 165.23 亿元，同比+33.7%，环比+17.5%，扣非归母净利润 153.68 亿元，同比+42.2%，环比+29.9%。

● 市占率稳步提升，位居全球第一

市占率方面，根据 SNE 数据，公司 25 年 1-5 月动力电池全球装机量达到 152.7GWh，达到 38.1%，同比+0.6pct。根据中国动力电池产业联盟数据，公司 25 年 H1 国内装车量 128.60GWh，市占率达 43.05%，同比-2.85pct，均处于首位。

● Q2 毛利率持续提升，海外业务快速增长

2025Q2 公司毛利率为 25.58%，同比-1.1pcts，环比+1.2pcts。25Q2 公司归母/扣非净利率 17.5%/16.3%，创历史新高。毛利率环比提升的原因或为海外营收占比增加。Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.82%/2.66%/5.61%/-3.75%，同比分别-3.3/+0.3/+0.7/-2.0pct，环比分别-0.19/-0.44/-0.08/-1.05pct。财务费用同环比下降主要因为汇兑收益增加。2025H1 海外营收 612.1 亿元(+21.1%)，毛利率 29% (高于国内的 22.9%)，成业绩核心驱动力。

● 保持高研发投入，产品结构持续优化

在乘用车领域，公司针对纯电乘用车用户对于充电速度、续航里程、功率等多元化需求推出了以麒麟电池和神行电池为代表的系列产品；针对混动乘用车用户的纯电续航里程短等需求痛点推出了骁遥增混电池；为突破单一化学体系的性能局限及全面满足用户的定制化需求，推出了双核架构、自生成负极技术深度融合的骁遥双核系列产品；为拓宽产品的温度适应性及降低锂资源依赖，推出了拥有优异的低温能量保持率与安全表现的钠新乘用车动力电池；在商用车领域，公司推出了长寿命、高安全、超快充的天行系列产品；在储能领域，公司推出的单箱能量 6.25MWh 天恒储能系统及 9MWh TENER Stack 超大容量储能系统解决方案。

● 投资建议：

公司作为行业领军企业，预计产品出货量将稳步提升。我们预计 25/26/27 年公司归母净利为 687.79/784.97/914.74 亿元 (前值 693.14/846.67/1003.12 亿元)，对应 PE 为 17X/15X/13X，维持“买入”评级。

● 风险提示：

动力电池行业需求不及预期，新技术发展不及预期，行业竞争加剧。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
--------	-------	-------	-------	-------

营业收入	362013	443362	515096	597677
收入同比 (%)	-9.7%	22.5%	16.2%	16.0%
归属母公司净利润	50745	68779	78497	91474
净利润同比 (%)	15.0%	35.5%	14.1%	16.5%
毛利率 (%)	24.4%	25.0%	25.2%	25.4%
ROE (%)	20.6%	21.8%	19.9%	18.8%
每股收益 (元)	11.58	15.62	17.83	20.77
P/E	22.97	16.84	14.76	12.66
P/B	4.74	3.67	2.94	2.38
EV/EBITDA	11.62	9.81	7.49	5.52

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E

流动资产	510142	598686	726865	878395
现金	303512	355594	449015	559928
应收账款	64136	71981	83773	97348
其他应收款	2207	4859	5645	6550
预付账款	5970	9972	11558	13380
存货	59836	68855	80443	93757
其他流动资产	74482	87425	96432	107431
非流动资产	276516	281033	283747	282264
长期投资	54792	53792	51792	48792
固定资产	112589	119108	124627	127146
无形资产	14420	12920	11420	9920
其他非流动资产	94716	95214	95909	96407
资产总计	786658	879719	1010613	1160659
流动负债	317172	339716	390285	446519
短期借款	19696	10000	12000	13000
应付账款	130977	139626	161834	187351
其他流动负债	166498	190090	216450	246168
非流动负债	196030	193378	190195	186693
长期借款	81238	78586	75403	71901
其他非流动负债	114792	114792	114792	114792
负债合计	513202	533094	580479	633213
少数股东权益	26526	30916	35927	41766
股本	4403	4403	4403	4403
资本公积	116756	116756	116756	116756
留存收益	125770	194550	273047	364521
归属母公司股东权益	246930	315709	394207	485681
负债和股东权益	786658	879719	1010613	1160659

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	96990	98110	127521	146363
净利润	50745	68779	78497	91474
折旧摊销	24938	21981	24981	27981
财务费用	5166	3828	3572	3515
投资损失	-4385	-3988	-3988	-3988
营运资金变动	14775	-7621	9710	10846
其他经营现金流	41722	91530	83536	97164
投资活动现金流	-48875	-29851	-29345	-29434
资本支出	-31105	-32340	-32338	-32297
长期投资	-20385	-599	-95	-298
其他投资现金流	2614	3088	3088	3161
筹资活动现金流	-14524	-16177	-4755	-6016
短期借款	4515	-9696	2000	1000
长期借款	-2211	-2653	-3183	-3501
普通股增加	4	0	0	0
资本公积增加	28849	0	0	0
其他筹资现金流	-45682	-3828	-3572	-3515
现金净增加额	31994	52082	93421	110913

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

营业收入	362013	443362	515096	597677
营业成本	273519	332399	385269	446015
营业税金及附加	2057	2217	2575	2988
销售费用	3563	3902	4018	4064
管理费用	9690	11084	12877	14942
财务费用	-4132	-9883	-7306	-8383
资产减值损失	-8423	-9000	-8000	-9000
公允价值变动收益	664	0	0	0
投资净收益	3988	3988	3988	3988
营业利润	64052	86438	98530	114676
营业外收入	135	140	140	140
营业外支出	1005	1000	1000	1000
利润总额	63182	85578	97670	113816
所得税	9175	12409	14162	16503
净利润	54007	73169	83508	97313
少数股东损益	3262	4390	5010	5839
归属母公司净利润	50745	68779	78497	91474
EBITDA	86403	94461	111128	130156
EPS (元)	11.58	15.62	17.83	20.77

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-9.7%	22.5%	16.2%	16.0%
营业利润	19.2%	35.0%	14.0%	16.4%
归属于母公司净利	15.0%	35.5%	14.1%	16.5%
获利能力				
毛利率 (%)	24.4%	25.0%	25.2%	25.4%
净利率 (%)	14.0%	15.5%	15.2%	15.3%
ROE (%)	20.6%	21.8%	19.9%	18.8%
ROIC (%)	12.8%	13.2%	13.3%	13.5%
偿债能力				
资产负债率 (%)	65.2%	60.6%	57.4%	54.6%
净负债比率 (%)	187.7%	153.8%	135.0%	120.1%
流动比率	1.61	1.76	1.86	1.97
速动比率	1.40	1.53	1.63	1.73
营运能力				
总资产周转率	0.46	0.50	0.51	0.51
应收账款周转率	5.64	6.16	6.15	6.14
应付账款周转率	2.09	2.38	2.38	2.38
每股指标 (元)				
每股收益	11.58	15.62	17.83	20.77
每股经营现金流薄)	22.03	22.28	28.96	33.24
每股净资产	56.08	71.70	89.52	110.30
估值比率				
P/E	22.97	16.84	14.76	12.66
P/B	4.74	3.67	2.94	2.38
EV/EBITDA	11.62	9.81	7.49	5.52

分析师与研究助理简介

分析师：张志邦，华安证券电新行业首席分析师，香港中文大学金融学硕士，7 年卖方行业研究经验。

分析师：刘千琳，华安证券电新行业分析师，凯斯西储大学金融学硕士，9 年行业研究经验。

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 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。