

# 买入

2025 年 8 月 8 日

## 产品保持高市占率，盈利水平稳健向上

➤ **2025 上半年业绩符合预期：**宁德时代上半年实现营收 1,788.86 亿元（同比+7.27%），归母净利润 304.85 亿元（+33.33%），扣非净利润 271.97 亿元（+35.62%），规模效应与技术溢价共同推动净利率升至 17.04%（+3.3pct）。销售费用率 0.91%（-0.21pct），销售费用缩减 13.1%至 16.21 亿元；海外团队扩张导致管理费用率微升至 2.87%。

➤ **电池业务市占率提升：**公司上半年动力电池收入 1,315.73 亿元（+16.80%），其中海外市场贡献 612.08 亿元（+21.14%），动力电池毛利率为 22.41%。公司产品性能强劲，根据 SNE Research 数据，2025 年 1-5 月公司动力电池使用量全球市占率为 38.1%，较去年同期提升 0.6 个百分点。上半年公司动力电池出货量超 215GWh（同比+30%）。

➤ **储能收入小幅减少：**上半年公司储能电池实现营收 284.00 亿元、同比-1%。毛利率为 25.52%储能电池出货量约 60GWh（同比+30%）；其中 Q2 储能电池出货量约为 32GWh（环比+30%。），上半年产品出货收到关税政策不确定性等影响，伴随着贸易紧张局势缓和，下半年海外储能需求和出货预计将恢复上涨。

➤ **新领域持续研发投入：**公司在固态电池、氢能、换电领域加大研发力度，竞争优势将持续保持领先。公司在全固态电池上持续坚定投入，技术处于行业领先水平，2027 年有望实现小批量生产；氢燃料电池中试线已在蕉城基地落地，重卡、船用氢能电池进展顺利。乘用车“巧克力换电”累计建成 400+ 座，覆盖全国 31 城；重卡“骐骥换电”已建成约 100 座，全年目标 300 座，重点围绕京津冀、长三角、大湾区等 13 个核心区域布局。

➤ **目标价 456 港元,维持买入评级：**我们预测公司 2025-2027 年的收入分别为 4663 亿元/5500 亿元/6263 亿元人民币；归母净利润分别为 649 亿元/757 亿元和 913 亿元。当前股价分别对应 2025 年/2026 年/2027 年的 26/22.3/18.5 倍 PE，基于行业同类公司对比，对公司给予 26 年 25 倍 PE 估值，预测公司目标价 456 港元，较现价有 12%的上涨空间，维持买入评级。

陈晓霞

+ 852-25321956

xx.chen@firstshanghai.com.hk

刘家晖

+ 852-25321956

jex.liu@firstshanghai.com.hk

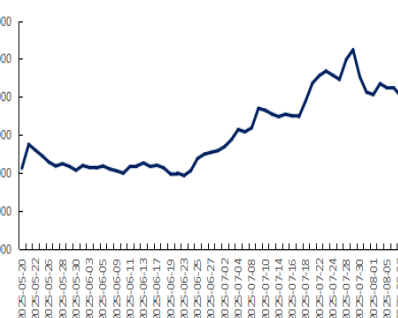
## 主要数据

|         |                                                                                |
|---------|--------------------------------------------------------------------------------|
| 行业      | 新能源                                                                            |
| 股价      | 407 港元                                                                         |
| 目标价     | 456 港元<br>(+12%)                                                               |
| 股票代码    | 3750. HK                                                                       |
| 已发行股本   | 45.59 亿股                                                                       |
| 市值      | 1.86 万亿港元                                                                      |
| 52 周高/低 | 468 港元/291 港元                                                                  |
| 每股净资产   | 64.7 元                                                                         |
| 主要股东    | 厦门瑞庭投资有限公司 (22.47%)<br>黄世霖 (10.22%)<br>宁波联合创新新能源投资管理合伙企业 (6.23%)<br>李平 (4.42%) |

## 盈利摘要

| 截至12月31日止财政年度 | 2023财年  | 2024财年  | 2025财年  | 2026财年  | 2027财年  |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
|               | 实际      | 实际      | 预测      | 预测      | 预测      |
| 收入(百万元)       | 400,917 | 362,012 | 466,297 | 550,029 | 626,280 |
| 变动(%)         | 22%     | -10%    | 29%     | 18%     | 14%     |
| 归母净利润(百万元)    | 44,121  | 50,745  | 64,940  | 75,662  | 91,326  |
| 变动(%)         | 44%     | 15%     | 28%     | 17%     | 21%     |
| 摊薄后每股盈利(元)    | 11.33   | 11.52   | 14.24   | 16.59   | 20.02   |
| 变动(%)         | -10%    | 2%      | 24%     | 16%     | 21%     |
| 市盈率@407港元     | 32.7    | 32.1    | 26.0    | 22.3    | 18.5    |

## 股价表现



来源：公司资料，第一上海预测

来源：彭博

附录： 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 |             |             |             |             |             |
|                      | 2023年<br>实际 | 2024年<br>实际 | 2025年<br>预测 | 2026年<br>预测 | 2027年<br>预测 | 盈利能力                 | 2023年<br>实际 | 2024年<br>实际 | 2025年<br>预测 | 2026年<br>预测 | 2027年<br>预测 |
| 营业收入                 | 400,917     | 362,012     | 466,297     | 550,029     | 626,280     | 毛利率                  | 22.9%       | 24.4%       | 26.9%       | 26.8%       | 28.1%       |
| 营业成本                 | 309,070     | 273,519     | 340,887     | 402,431     | 450,041     | EBITDA利润率            | 17.3%       | 24.5%       | 22.8%       | 22.5%       | 23.7%       |
| 毛利                   | 91,847      | 88,493      | 125,410     | 147,597     | 176,239     | EBIT利润率              | 11.4%       | 15.3%       | 14.6%       | 14.7%       | 16.0%       |
|                      |             |             |             |             |             | EBIAT利润率             | 9.9%        | 13.0%       | 13.1%       | 13.1%       | 14.1%       |
| EBITDA               | 69,518      | 88,706      | 106,291     | 123,881     | 148,739     | 投资收益/营业收入            | 0.8%        | 1.1%        | 1.1%        | 0.9%        | 0.8%        |
| EBIT                 | 45,538      | 55,249      | 68,055      | 81,044      | 100,459     | 投资收益/净利润             | 6.8%        | 7.4%        | 7.2%        | 6.2%        | 5.1%        |
| EBIAT                | 39,496      | 47,226      | 61,250      | 72,129      | 88,404      | 利润总额利润率              | 13.4%       | 17.5%       | 16.6%       | 16.6%       | 17.8%       |
|                      |             |             |             |             |             | 净利润率                 | 11.7%       | 14.9%       | 15.0%       | 14.8%       | 15.7%       |
| 利息支出合计               | 3,447       | 3,879       | 3,972       | 3,732       | 3,471       | 归母净利润率               | 11.0%       | 14.0%       | 13.9%       | 13.8%       | 14.6%       |
| 投资收益                 | 3,189       | 3,988       | 5,056       | 5,056       | 5,056       |                      |             |             |             |             |             |
| 利润总额                 | 53,914      | 63,182      | 77,587      | 91,413      | 111,590     | 总资产回报率（ROA）          | 7.1%        | 7.2%        | 8.4%        | 8.7%        | 9.2%        |
| 净利润                  | 46,761      | 54,007      | 69,828      | 81,357      | 98,200      | 净资产收益率（ROE）          | 23.6%       | 21.9%       | 22.8%       | 21.7%       | 21.8%       |
| 归属于母公司股东的净利润         | 44,121      | 50,745      | 64,940      | 75,662      | 91,326      |                      |             |             |             |             |             |
|                      |             |             |             |             |             |                      |             |             |             |             |             |
| 所得税                  | 7,153       | 9,175       | 7,759       | 10,055      | 13,391      |                      |             |             |             |             |             |
| 有效所得税率               | 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 |             |             |             |             |             |
|                      | 2023年<br>实际 | 2024年<br>实际 | 2025年<br>预测 | 2026年<br>预测 | 2027年<br>预测 |                      | 2023年<br>实际 | 2024年<br>实际 | 2025年<br>预测 | 2026年<br>预测 | 2027年<br>预测 |
| 流动资产                 | 449,788     | 510,142     | 596,839     | 748,227     | 891,695     | 净利润                  | 46,761      | 54,007      | 69,828      | 81,357      | 98,200      |
| 现金与现金等同              | 264,307     | 303,512     | 330,175     | 424,061     | 527,514     | 折旧                   | 21,612      | 28,975      | 34,775      | 39,631      | 45,463      |
| 应收款项                 | 121,062     | 117,576     | 116,574     | 137,507     | 156,570     | 摊销                   | 2,367       | 4,482       | 3,461       | 3,206       | 2,817       |
| 预付款项                 | 6,963       | 5,970       | 20,453      | 24,146      | 27,002      | 利息支出                 | 3,447       | 3,879       | 3,972       | 3,732       | 3,471       |
| 存货                   | 45,434      | 59,836      | 92,039      | 120,729     | 135,012     |                      |             |             |             |             |             |
| 其他经营性流动资产            | 12,023      | 23,248      | 37,597      | 41,783      | 45,596      | 经营活动现金流合计            | 92,826      | 96,990      | 88,261      | 135,244     | 162,607     |
| 非流动资产                | 267,380     | 276,516     | 272,939     | 256,662     | 240,370     | 投资收益                 | 3,189       | 3,988       | 5,056       | 5,056       | 5,056       |
| 长期股权投资               | 50,028      | 54,792      | 54,792      | 54,792      | 54,792      | 金融资产减少               | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 固定资产                 | 115,388     | 112,589     | 114,447     | 105,486     | 96,853      | 长期股权投资减少             | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 在建工程                 | 25,012      | 29,755      | 25,915      | 20,155      | 13,435      | （资本性支出）              | -33,625     | -31,180     | -34,659     | -26,561     | -31,988     |
| 无形资产                 | 20,372      | 14,419      | 12,824      | 11,268      | 10,330      | 商誉减少                 | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 商誉                   | 708         | 895         | 895         | 895         | 895         | 投资活动现金流合计            | -29,188     | -48,875     | -29,603     | -21,505     | -26,933     |
| 其他非流动资产              | 55,873      | 64,066      | 64,066      | 64,066      | 64,066      | （利息支出）               | -3,447      | -3,879      | -3,972      | -3,732      | -3,471      |
| 资产合计                 | 717,168     | 786,658     | 869,778     | 1,004,889   | 1,132,066   | 短期债务增加               | 1,000       | 1,000       | 1,000       | 1,000       | 1,000       |
| 流动负债                 | 287,001     | 317,172     | 337,418     | 394,896     | 441,424     | 长期债务增加               | 24,879      | -9,439      | -4,235      | -10,138     | -6,482      |
| 短期债务                 | 22,190      | 42,577      | 24,190      | 25,190      | 26,190      | 融资活动现金流合计            | 14,716      | -14,524     | -31,995     | -19,853     | -32,222     |
| 应付款项                 | 194,554     | 198,334     | 238,621     | 281,702     | 315,029     | 汇率变动                 | 2,181       | -1,597      | 0           | 0           | 0           |
| 预收款项                 | 23,982      | 27,834      | 27,978      | 33,002      | 37,577      |                      |             |             |             |             |             |
| 其他经营性流动负债            | 46,275      | 48,427      | 46,630      | 55,003      | 62,628      | 期初现金及现金等价物余额         | 157629      | 238165      | 270159      | 296823      | 390709      |
| 非流动负债                | 210,284     | 196,030     | 194,476     | 197,735     | 203,452     | 现金及现金等价物净增加额         | 80536       | 31994       | 26663       | 93886       | 103453      |
| 长期债务                 | 104,206     | 94,768      | 90,533      | 80,395      | 73,912      | 期末现金及现金等价物余额         | 238165      | 270159      | 296823      | 390709      | 494162      |
| 预计负债                 | 51,639      | 71,927      | 74,607      | 88,005      | 100,205     |                      |             |             |             |             |             |
| 其他非流动负债              | 54,439      | 29,335      | 29,335      | 29,335      | 29,335      |                      |             |             |             |             |             |
| 总负债                  | 497,285     | 513,202     | 531,894     | 592,631     | 644,876     |                      |             |             |             |             |             |
| 股东权益                 | 219,883     | 273,456     | 337,884     | 412,258     | 487,190     |                      |             |             |             |             |             |

数据来源：公司资料、第一上海预测

**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

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的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。