

宁德时代 25H1 半年报点评：出货量稳步增长，全球份额持续提升

核心观点

公司 2025H1 产能 345GWh（半年度口径），在建产能 235GWh；产量 310GWh，同比+47%，创 23 年以来新高；产能利用率 89.9%，接近历史高点；预计 2025H1 销量 270GWh，其中储能占比约 20%，占比下降 2%，主要系受到美国政策扰动 Q2 出货。公司 2025 年 1-6 月国内动力电池装机量 128.6GWh，同比+38%，国内动力电池市场份额 43%，同比-3pct。2025 年 1-5 月全球动力电池装机 152.7GWh，同比+40.6%，市场份额 38.1%，同比+0.6pct，相比 2024 年全年继续提升 0.2pct。

点评

产销：产能利用率处高位，全球市占率持续提升

公司 2025H1 产能 345GWh（半年度口径），在建产能 235GWh；产量 310GWh，同比+47%，创 23 年以来新高；产能利用率 89.9%，接近历史高点；预计 2025H1 销量 270GWh，其中储能占比约 20%，占比下降 2%，主要系受到美国政策扰动 Q2 出货。公司 2025 年 1-6 月国内动力电池装机量 128.6GWh，同比+38%，国内动力电池市场份额 43%，同比-3pct。2025 年 1-5 月全球动力电池装机 152.7GWh，同比+40.6%，市场份额 38.1%，同比+0.6pct，相比 2024 年全年继续提升 0.2pct；

营收：单价企稳电池实现同比转正，境外占比提升

分产品来看，2025H1 公司电池业务营收 1600 亿元，同比+13%主要系电池出货量同比实现 30%以上的增速但单价下行营收增速不及出货增速。从比例上看，电池业务营收占比 89.4%，同比+4.6pct，其中动力电池系统营收 1316 亿元，同比+16.8%，营收占比 73.6%，同比+6pct；储能系统营收 284 亿元，同比-1.5%，营收占比 15.9%，同比-1.4pct。分地区来看，境内地区营收 1177 亿元，同比+1.2%，营收占比 65.8%，同比-3.6pct；境外地区营收 612 亿元，同比+21.1%，营收占比 34.2%。海外营收占比接近历史高点，主要系欧洲动力、亚非拉澳洲等地储能增长强劲。

盈利：毛利率再创新高，单位折旧呈下降趋势

毛利率方面，公司 2025H1 毛利率 25%，表观毛利率下降 1.5pct，主要系 2024 年年底公司因会计准则变化将质保金计入成本，影响毛利率和销售费用率的计算。若将 24H1 质保金 52.7 亿元还原回成本后，实际 24H1 毛利率为 23.4%，25H1 毛利率同比+1.7pct。

宁德时代(300750.SZ)

维持

买入

许琳

xulin@csc.com.cn

SAC 编号:S1440522110001

SFC 编号:BVU271

发布日期：2025 年 08 月 12 日

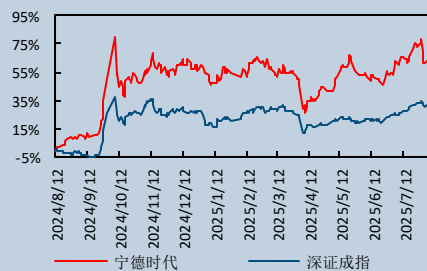
当前股价：263.48 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
0.99/-3.67	10.42/1.67	51.71/25.05
12 月最高/最低价 (元)		299.00/169.00
总股本 (万股)		455,931.03
流通 A 股 (万股)		425,212.67
总市值 (亿元)		12,179.13
流通市值 (亿元)		11,203.50
近 3 月日均成交量 (万)		2156.23
主要股东		
厦门瑞庭投资有限公司		22.47%

股价表现



相关研究报告

- 24.10.20 【中信建投电力设备及新能源】宁德时代(300750):2024 年三季报点评:实际盈利能力大幅提升,上调明后年业绩预期
- 24.07.28 【中信建投电力设备及新能源】宁德时代(300750):2024 年半年报点评:储能出货超预期,毛利率再创新高
- 24.07.25 【中信建投电力设备及新能源】宁德时代(300750):长周期的估值上升通道正在打开——宁德时代深度报告

根据质保金新增数据约占比 25H1 营收的 3.1%，还原回管理费用后 25H1 毛利率约为 28.1%，创 2020 年来新高。单季度看，公司 Q2 毛利率 25.6%，同比约+2.1pct，环比+1.2pct。净利率方面，公司 2025H1 归母净利率 17.04%，同比+3.3pct，Q2 归母净利率 17.5%，同比+3.3pct，环比+1.1pct，创 2018 年以来新高，超预期主要系：1）单价下行但公司定价模式毛利稳定带动毛利率提升，2）海外占比恢复高位，产品结构性优化持续。

预计 2025-2027 年公司实现营收 4253/5061/5771 亿元，实现归母净利润 680/800/910 亿元，对应当前股价的 PE 为 17.7/15.0/13.2 倍，给与“买入”评级。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(亿元)	4,009.17	3,620.13	4,252.88	5,060.95	5,770.85
YoY(%)	22.01	-9.70	17.48	19.00	14.03
归母净利润(亿元)	441.21	507.45	679.73	800.02	910.19
YoY(%)	43.58	15.01	33.95	17.70	13.77
毛利率(%)	22.91	24.44	25.57	25.65	25.75
销售净利率(%)	11.01	14.02	15.98	15.81	15.77
ROE(%)	22.32	20.55	23.08	22.82	21.97
EPS(摊薄/元)	9.68	11.13	14.91	17.55	19.96
P/E(倍)	27.23	23.67	17.67	15.02	13.20
P/B(倍)	6.08	4.86	4.08	3.43	2.90

资料来源：iFinD，中信建投证券

目录

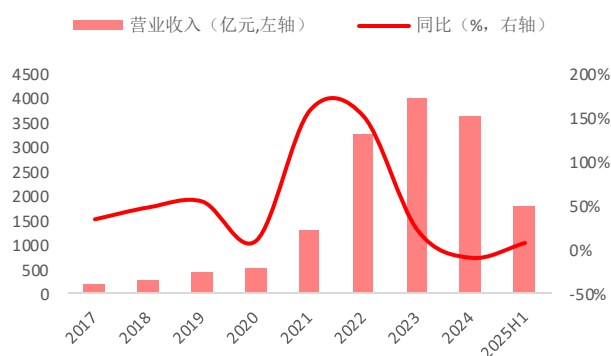
一、出货量稳步增长，全球份额持续提升	1
营收：单价企稳营收同比增长，海外占比接近历史高位	1
量：产能利用率处于高位，全球市占率持续提升	3
利：毛利率再创新高，单位折旧呈下降趋势	4
二、财报质量稳健，营运能力优秀	6
三、盈利预测	9
风险分析	10
报表预测	11

一、出货量稳步增长，全球份额持续提升

营收：单价企稳营收同比增长，海外占比接近历史高位

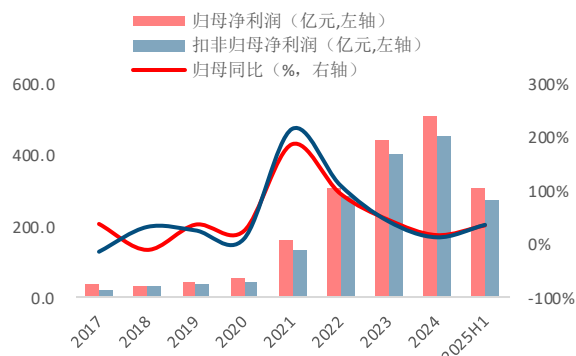
公司发布 2025 年半年报：2025H1 实现营收 1788.9 亿元，同比+7.3%，结束 23 年下半年开始单价持续下行造成营收同比下降的情况；归母净利润 304.85 亿元，同比+33.3%；扣非后归母净利润 271.97 亿元，同比+35.6%。

图 1: 2025H1 实现营收 1788.9 亿元，同比+7.3%



数据来源：Wind，中信建投证券

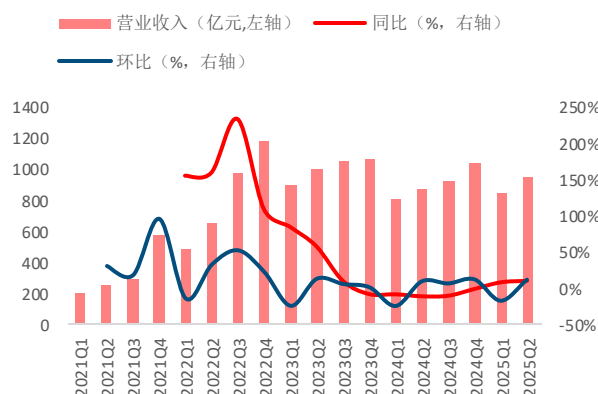
图 2: 2025H1 实现归母净利润 304.85 亿元，同比+33.3%，扣非后归母净利润 271.97 亿元，同比+35.6%



数据来源：Wind，中信建投证券

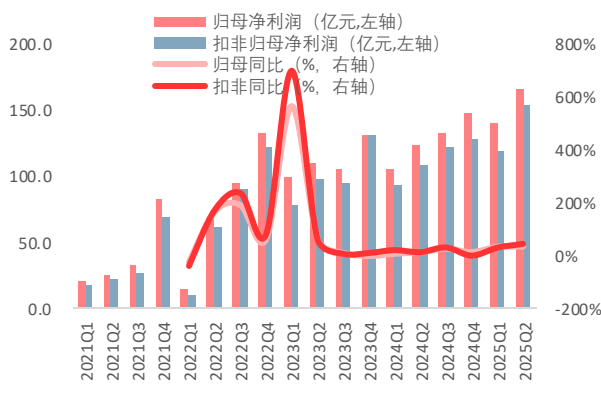
其中 2025Q2 实现营收 941.82 亿元，同比+8.3%，环比+11.2%，受单价下行影响，营收增速不及出货量增速；归母净利润 165.23 亿元，同比+33.7%，环比+18.3%；扣非后归母净利润 153.68 亿元，同比+42.2%，环比+29.9%。

图 3: 2025Q2 实现营收 941.82 亿元，同比+8.3%，环比+11.2%



数据来源：Wind，中信建投证券

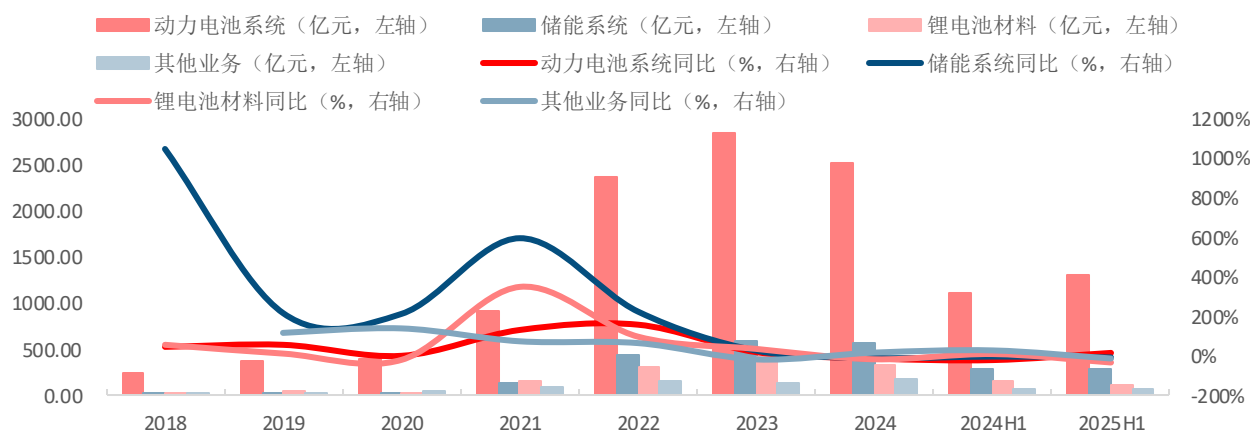
图 4: 2025Q2 归母净利润 165.23 亿元，同/环比+33.7/18.3%



数据来源：Wind，中信建投证券

分产品来看，2025H1 公司电池业务营收 1600 亿元，同比+13%主要系电池出货量同比实现 30%以上的增速但单价下行营收增速不及出货增速。从比例上看，电池业务营收占比 89.4%，同比+4.6pct，其中动力电池系统营收 1316 亿元，同比+16.8%，营收占比 73.6%，同比+6pct；储能系统营收 284 亿元，同比-1.5%，营收占比 15.9%，同比-1.4pct。

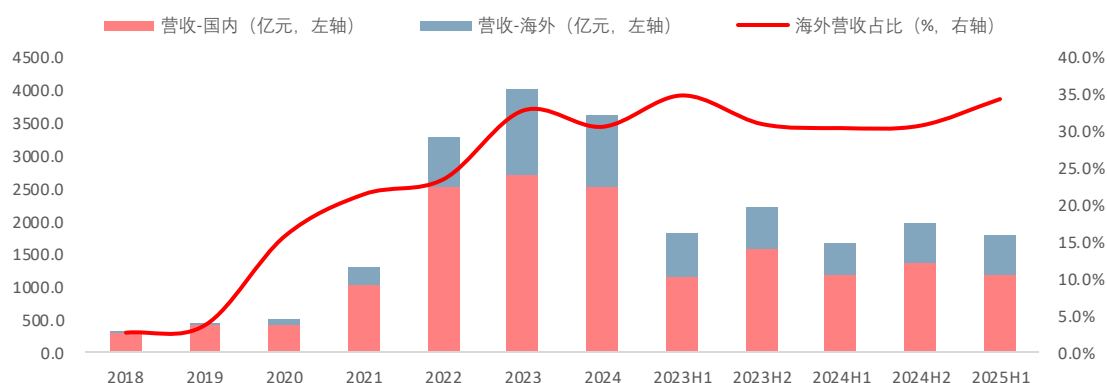
图 5: 2025H1 公司电池业务营收占比 89.4%，同比+4.6pct；其中动力电池系统营收 1316 亿元，同比+16.8%



数据来源：公司公告，中信建投证券

分地区来看，境内地区营收 1177 亿元，同比+1.2%，营收占比 65.8%，同比-3.6pct；境外地区营收 612 亿元，同比+21.1%，营收占比 34.2%。海外营收占比接近历史高点，主要系欧洲动力、亚非拉澳洲等地储能增长强劲。

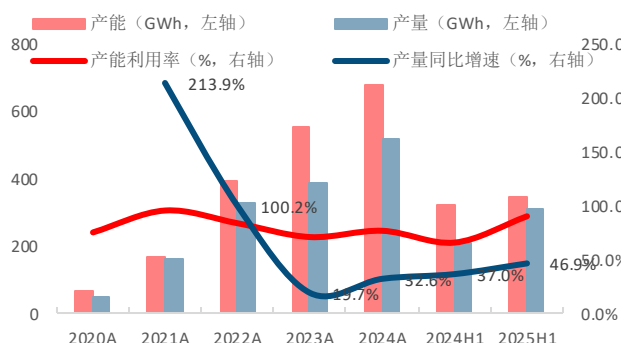
图 6: 2025H1 境内地区营收 1177 亿元，同比+1.2%；境外地区营收 612 亿元，同比+21.1%



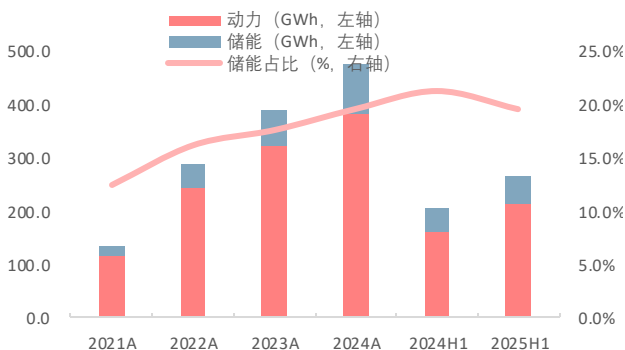
数据来源：公司公告，中信建投证券

量：产能利用率处于高位，全球市占率持续提升

产销方面，公司 2025H1 产能 345GWh（半年度口径），在建产能 235GWh；产量 310GWh，同比+47%，创 23 年以来新高；产能利用率 89.9%，接近历史高点；预计 2025H1 销量 270GWh，其中储能占比约 20%，占比下降 2%，主要系受到美国政策扰动 Q2 出货。

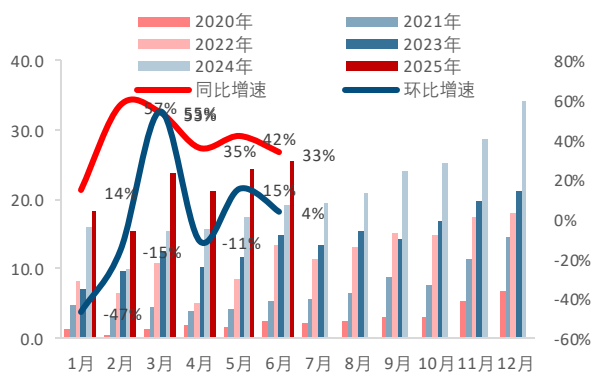
图 7: 2025H1 产量 310GWh，产能利用率 89.86%


数据来源：Wind，中信建投证券

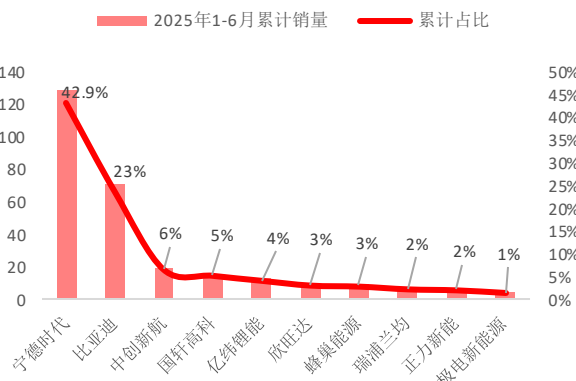
图 8: 预计公司 2025H1 销量 270GWh


数据来源：Wind，中信建投证券

市场份额方面，2025 年 1-6 月公司国内动力电池装机量 128.6GWh，同比+38%，国内动力电池市场份额 43%，同比-3pct。

图 9: 2025 年 1-6 月公司国内动力电池装机量 128.6GWh


数据来源：中国汽车动力电池产业创新联盟，中信建投证券

图 10: 公司国内动力电池装机量份额持续维持第一


数据来源：中国汽车动力电池产业创新联盟，中信建投证券

2025 年 1-5 月公司全球动力电池装机 152.7GWh，同比+40.6%，市场份额 38.1%，同比+0.6pct，相比 2024 年全年继续提升 0.2pct；

图 11: 2025 年 1-5 月公司全球动力电池装机量 152.7GWh

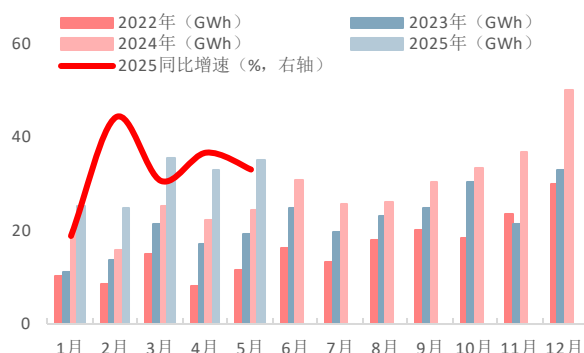
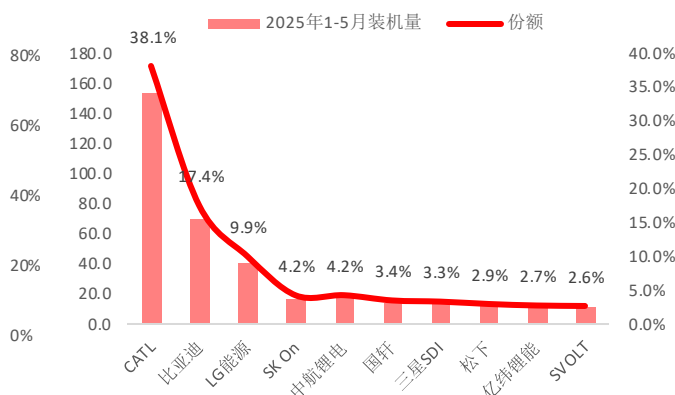


图 12: 2025 年 1-5 月公司全球动力电池装机量市占率 38.1%



数据来源: SNE Research, 中信建投证券

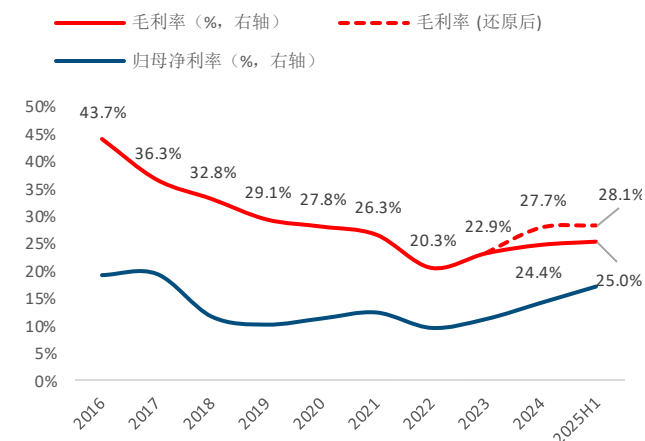
数据来源: SNE Research, 中信建投证券

利：毛利率再创新高，单位折旧呈下降趋势

毛利率方面，公司 2025H1 毛利率 25%，表观毛利率下降 1.5pct，主要系 2024 年年底公司应会计准则变化要求将质保金计入成本，影响毛利率和销售费用率的计算。若将 24H1 质保金 52.7 亿元还原回成本后，实际 24H1 毛利率为 23.4%，25H1 毛利率同比+1.7pct。根据质保金新增数据约占比 25H1 营收的 3.1%，还原回管理费用后 25H1 毛利率约为 28.1%，创 2020 年来新高。单季度看，公司 Q2 毛利率 25.6%，同比约+2.1pct，环比+1.2pct。

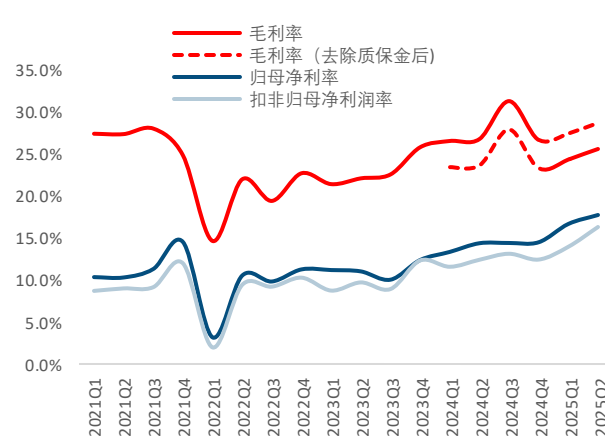
净利率方面，公司 2025H1 归母净利率 17.04%，同比+3.3pct，Q2 归母净利率 17.5%，同比+3.3pct，环比+1.1pct，创 2018 年以来新高，超预期主要系：1) 单价下行但公司定价模式毛利稳定带动毛利率提升，2) 海外占比恢复高位，产品结构性优化持续。

图 13: 2025H1 毛利率 25%，考虑到质保金计入方式变化，还原后同比+1.7pct



数据来源: Wind, 中信建投证券

图 14: 2025Q2 公司归母/扣非后净利率分别为 17.5%/16.3%，创历史新高

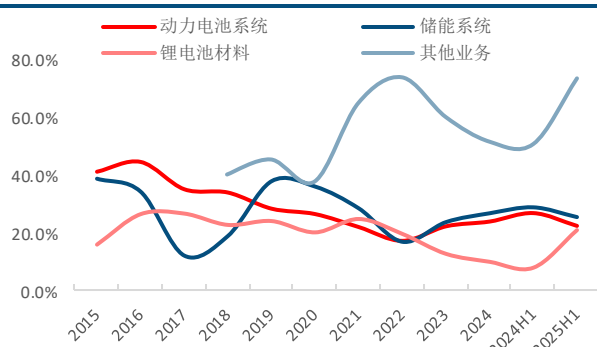
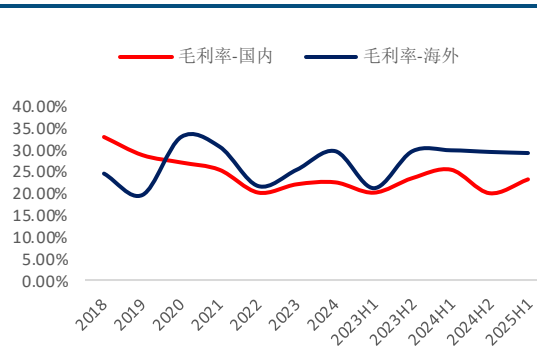


数据来源: Wind, 中信建投证券

分产品来看，公司 2025H1 动力/储能电池系统毛利率 22.4%/25.5%，还原质保金影响后同比约-0.8/ +0.4 pct，基本毛利率水平同比相当。材料及回收业务毛利率 26.42%，同比+18.21pct，其他业务毛利率 73.6%，同比+22.6pct，是毛利率提升的主要因素，我们认为材料和其他业务表现优异主要受 Co 价走高和技术授权费用结算获益。

分地区来看，公司 2025H1 境内地区毛利率 22.9%，还原质保金影响后预计同比基本接近；境外地区毛利率 29.0%，较境内毛利率高 6.1pct，还原质保金影响后预计同比增长超 3pct。公司德国工厂已实现盈利，匈牙利工厂前两期合计 70GWh 正在建设中，盈利能力受益于更先进的产线会优于德国。

单位盈利方面，我们测算，包含质保金下打包材料和电池业务，预计公司 2024Q1-2025Q2 单位毛利为 0.195/0.187/0.206/ 0.164/0.169/0.163 元/Wh，单位归母净利润为 0.111/0.113/0.105/0.102/0.114/0.112 元/Wh，单位扣非归母净利润为 0.097/0.099/0.097/0.088/0.097/0.104 元/Wh，公司盈利持续稳定，打破市场对公司在行业单价下行下单位盈利将持续下行的质疑。

图 15: 2025H1 公司动力/储能毛利率分别为 22.4%/25.5%

图 16: 2025H1 公司境内/境外毛利率分别为 22.9%/29.0%


数据来源：公司公告，中信建投证券

数据来源：公司公告，中信建投证券

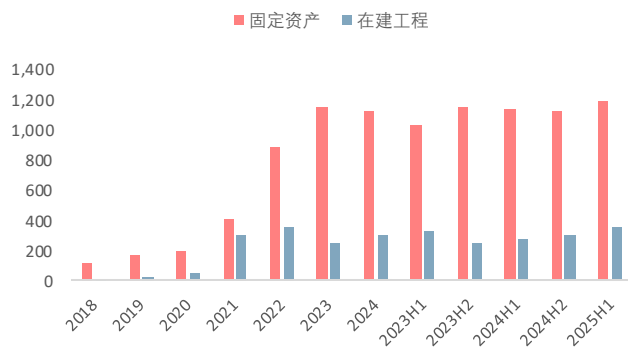
公司产能利用率提升，单位投资额下行，单位折旧已逐步下降：

1) 公司 2024 年产能 676GWh，2025H1 有效产能 345GWh，年化产能 690GWh；在建产能 235GWh，假设最短 25 年底最晚 26H1 均匀转固，则下半年转化到全年的有效产能 748.7GWh-807.5GWh，下半年产能利用率仍有可能保持高位甚至继续提升。

2) 公司 2024 年底固定资产 1125.89 亿元；25H1 在建工程 350.86 亿元，固定资产 1186.97 亿元，基本和 23 年高点相当；公司由于产能利用率紧张在建工程加速，但公司近两年已呈现折旧速度和转固速度相当，固定资产无明显增长，2023 年折旧占 0.05 元/Wh 的高峰期已经过去。

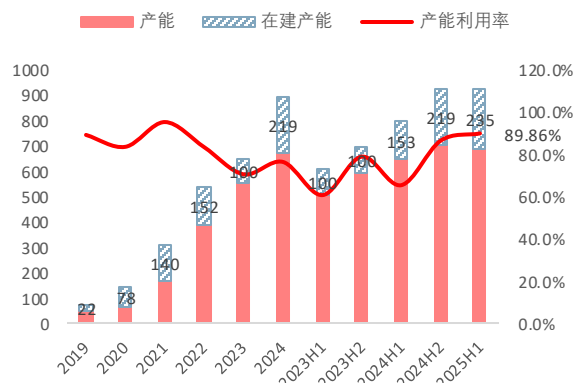
3) 公司单位投资快速下降：公司当前在建工程 350.86 亿元，在建产能 235GWh，近似对应单 GWh 投资额 1.49 亿元，2023 年起公司新一代超级拉线开始全面应用，产线效率大幅提升，带动单 GWh 投资额进一步下降。

图 17: 2025H1 固定资产 1186.97 亿元，公司已经连续 2 年时间折旧速度与转固速度相当



数据来源：公司公告，中信建投证券

图 18: 2025H1 在建工程 351 亿元，较 24H1 末+29%，较 24 年末+18%，产能利用率紧张加扩产加速



数据来源：公司公告，中信建投证券

二、财报质量稳健，营运能力优秀

现金流方面，2025Q2 经营性现金净流入 258.19 亿元，同比+58%，其中销售商品收到现金净流入同比增加 41.3 亿元，购买商品支出同比减少 48.9 亿元，主要系原材料价格下行及公司上下游议价能力增强带动；收现比 118.7%，净现比 147.5%，维持 100% 水平以上持续证明公司在产业链中的议价能力。

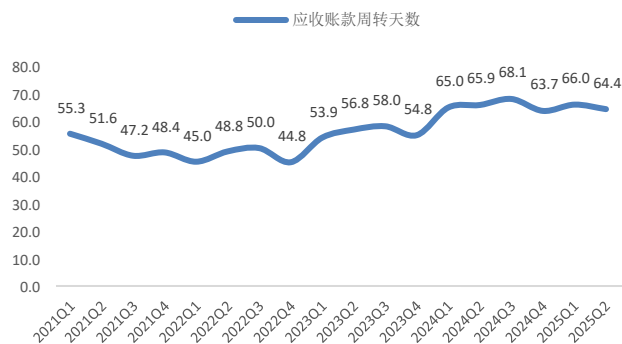
图 19: 2025Q2 公司经营性现金净流入 258.19 亿元，同比+58%；收现比 118.7%，净现比 147.5%

单位	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
销售商品、提供劳务收到的现:	325.42	469.90	529.71	630.93	760.22	1,136.90	1,003.73	1,020.74	962.02	1,192.94	1,024.14	1,076.65	1,074.61	999.85	1,111.40	1,117.93
收到的税费返还	3.95	-1.21	0.53	57.86	19.72	16.67	22.28	43.91	35.60	25.60	31.87	24.18	25.70	23.31	13.95	19.50
收到其他与经营活动有关的现:	36.83	65.16	27.99	23.56	37.72	56.30	30.90	39.76	29.53	57.05	45.65	28.16	34.47	60.20	65.72	55.88
经营活动现金流入小计	366.20	533.85	558.23	712.35	817.65	1,209.87	1,056.92	1,104.42	1,027.15	1,275.59	1,101.65	1,129.00	1,134.78	1,083.36	1,191.07	1,193.30
购买商品、接受劳务支付的现:	298.20	350.14	408.23	518.76	664.52	761.77	744.61	822.19	764.84	773.57	689.70	752.81	763.87	648.19	695.77	703.93
支付给职工以及为职工支付的:	23.60	28.52	40.44	47.73	42.64	50.76	49.75	60.03	48.14	53.49	56.33	75.62	61.33	61.71	71.90	92.18
支付的各项税费	9.56	6.48	17.60	27.77	27.49	32.44	43.22	50.71	44.60	32.64	57.18	121.85	53.32	52.94	71.21	116.84
支付其他与经营活动有关的现:	5.40	6.50	21.20	2.03	10.15	12.49	9.67	10.45	13.73	14.17	14.86	15.21	28.91	25.06	23.51	22.17
经营活动现金流出小计	336.75	391.64	487.47	596.29	744.80	857.47	847.25	943.37	871.32	873.87	818.07	965.49	907.43	787.90	862.39	935.11
经营活动产生的现金流量净额:	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
经营活动产生的现金流量净额:	0.00	0.00	0.00	-0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
经营活动产生的现金流量净额	29.44	142.22	70.76	116.06	72.86	352.41	209.66	161.04	155.83	401.72	283.58	163.51	227.35	295.47	328.68	258.19
营业收入	292.87	569.94	486.78	642.93	973.69	1,182.54	890.38	1,002.08	1,054.31	1,062.40	797.71	869.96	922.78	1,029.68	847.05	941.82
收现比	111.1%	82.4%	108.8%	98.1%	78.1%	96.1%	112.7%	101.9%	91.2%	112.3%	128.4%	123.8%	116.5%	97.1%	131.2%	118.7%
持续经营净利润	38.20	87.16	19.75	76.95	99.62	138.25	100.81	113.93	110.43	142.45	111.96	136.83	138.54	152.74	148.62	175.04
净现比	77.1%	163.2%	358.2%	150.8%	73.1%	254.9%	208.0%	141.4%	141.1%	282.0%	253.3%	119.5%	164.1%	193.5%	221.2%	147.5%

数据来源：Wind，中信建投证券

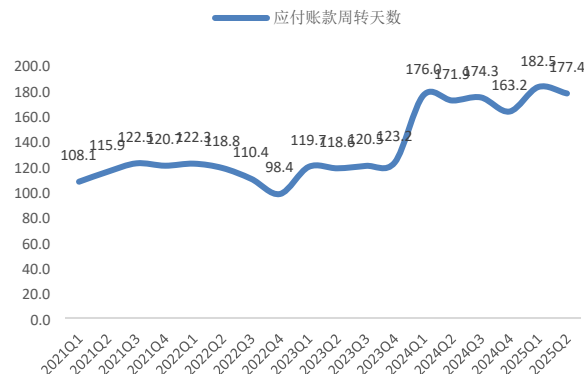
营运能力方面，2025Q2 公司应收账款周转天数 64.37 天环比改善，公司在交流侧产品交付增长下合同负债持续增长下应收天数，应付账款周转天数 177.41 天维持高位，净营业周期-23.9 天，体现了公司强大的上下游控制能力。

图 20: 2025Q2 公司应收账款周转天数 64.37 天, 环比-1.7 天



数据来源: Wind, 中信建投证券

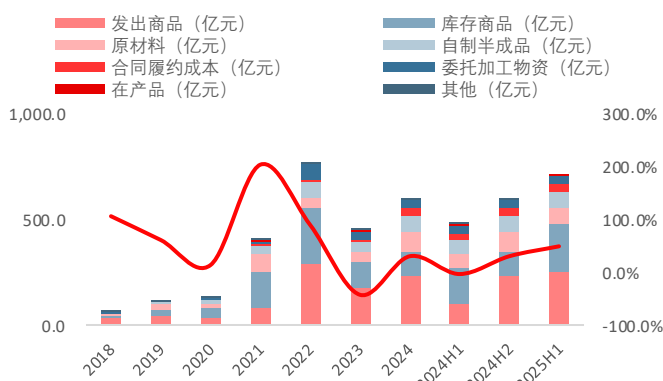
图 21: 2025Q2 公司应付账款周转天数 177.4 天, 环比-5.1 天



数据来源: Wind, 中信建投证券

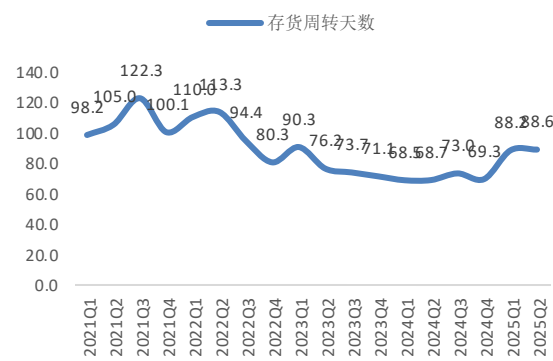
库存方面, 公司为 2025H2 旺季来临备库+海外占比提升下存货变多, 但库存周期环比持平。2025H1 公司存货 722.72 亿元, 环比增加 124 亿元, 存货天数 88.6 天, 环比 Q1 增长 0.5 天, 同比 24Q2 增长 19 天, 公司存货及存货天数增长主要系①行业 H1 需求同比增长超 30% 周转所需库存增加; ②公司发货增加但开票滞后, 尤其是储能交流侧占比提升影响结算周期, 部分商品仍处于运输和客户外库; ③行业旺季来临前小幅累库。其中库存商品环比增长 112 亿元, 发出商品增长 17 亿元是主要贡献;

图 22: 2025H1 公司存货 722.72 亿元, 环比增加 124 亿



数据来源: Wind, 中信建投证券

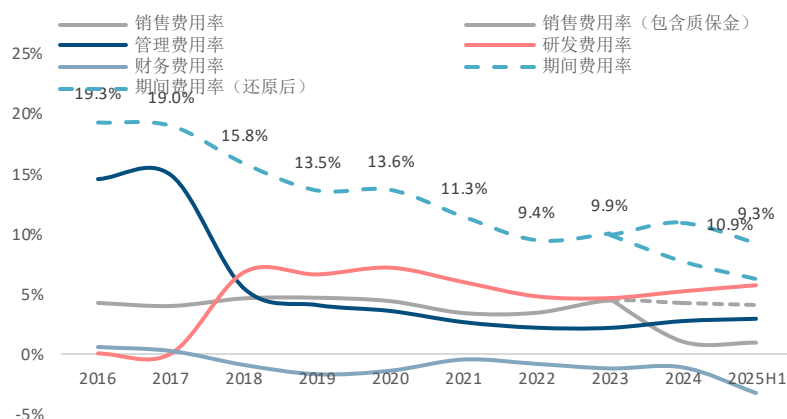
图 23: 2025H1 公司存货周转天数 88.6 天, 环比+0.5 天



数据来源: Wind, 中信建投证券

财务费用方面, 2025H1 公司财务费用-58.2 亿元, 是带动费用率下降的主要原因, 其中利息收入 51.2 亿元、利息费用 15.6 亿元, 汇兑收益 23.32 亿元主要为欧元升值贡献。公司优秀的现金流能持续贡献利息收入。

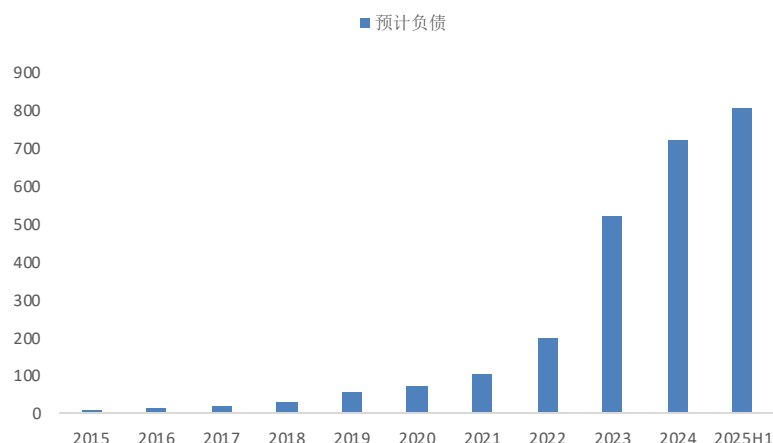
图 24: 2025H1 公司财务费用-58 亿元，财务费用率-3.3%，环比-2.1pct



数据来源: Wind, 中信建投证券

资产负债方面，公司费用计提充分，2025H1 预计负债为 801.37 亿元，较 2024 年底增加 82.1 亿元，同比增长 9%，主要系：1）公司 2025H1 新增销售返利 27 亿元，25Q1 产生较多返还，当前下游客户议价能力较强下公司仍能以返利形成对价证明公司优势，若还原回半年度收益可提升毛利率约 1.5pct，公司 2025H1 的实际盈利能力较报表数据更超预期；2）公司 2025H1 新增质保金 55.49 亿元，对应计提比例 3.1%，显著高于同行。

图 25: 2025H1 公司预计负债为 801.37 亿元，较 2024 年底增加 82.1 亿元

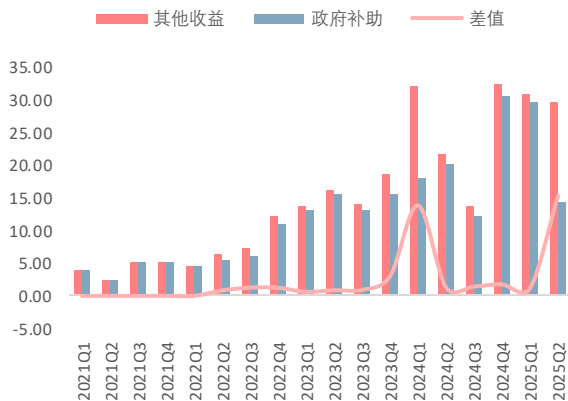


数据来源: Wind, 中信建投证券

其他收益方面，2025Q2 公司其他收益 29.8 亿元，其中政府补助 14.4 亿元，非经常性损益 15.3 亿元，主要构成为政府补助。

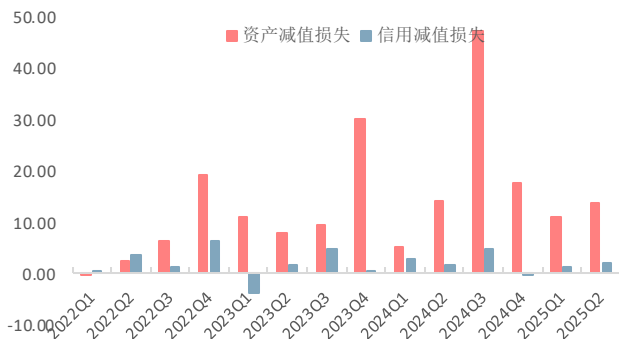
减值方面，公司 2025H1 计提资产和信用减值损失 28.5 亿元，主要系存货跌价 18.4 亿元；其中 2025Q2 公司减值 16.1 亿元，环比+3.7 亿元，当前原材料价格已稳定未来减值有限。

图 26: 2025Q2 公司其他收益 29.8 亿元，其中政府补助 14.4 亿元



数据来源: Wind, 中信建投证券

图 27: 2025Q2 公司资产和信用减值 16.1 亿元，环比+3.7 亿元



数据来源: Wind, 中信建投证券

三、盈利预测

预计 2025 年公司动力储能电池销量有望突破 600GWh，2025-2027 年公司实现营收 4253/5061/5771 亿元，实现归母净利润 680/800/910 亿元，对应当前股价的 PE 为 17.7/15.0/13.2 倍，给与“买入”评级。

风险分析

1) 下游新能源汽车产销不及预期：销量端可能受到需求疲软影响而不及预期；产量端可能受到上游原材料价格大幅波动、限电等影响不及预期，进而影响公司相关业务出货量及盈利能力。

2) 原材料价格上涨超预期：2021 年以来原材料价格阶段性出现大幅波动，价格高位及不稳定性对于终端需求有一定影响，与此同时对于公司短期业绩有扰动。

3) 公司重点项目推进不及预期：公司作为新能源赛道参与者，重点项目的推进是支撑营收和利润的关键，也是公司成长性的反映，重点项目推进不及预期将影响当期和远期业绩。

4) 海外政策波动：例如大美丽法案对美国电动车、储能需求影响；欧洲关税对欧洲电车销量影响等。

报表预测

资产负债表 (亿元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4,497.88	5,101.42	6,287.27	7,430.50	8,464.85
现金	2,643.07	3,035.12	3,827.59	4,554.86	5,193.77
应收票据及应收账款合	1,212.96	1,179.76	1,413.66	1,715.87	1,995.65
其他应收款	34.39	22.07	25.93	30.85	35.18
预付账款	69.63	59.70	70.13	83.46	95.16
存货	454.34	598.36	737.19	824.69	915.63
其他流动资产	83.51	206.42	212.78	220.77	229.47
非流动资产	2,673.80	2,765.16	2,995.33	3,107.60	3,175.15
长期投资	500.28	547.92	581.59	615.27	648.95
固定资产	1,157.66	1,134.79	1,073.08	1,080.80	1,003.52
无形资产	156.76	144.20	131.41	135.29	151.67
其他非流动资产	859.11	938.26	1,209.24	1,276.25	1,371.01
资产总计	7,171.68	7,866.58	9,282.60	10,538.10	11,640.00
流动负债	2,870.01	3,171.72	4,036.76	4,675.59	5,075.92
短期借款	151.81	196.96	579.79	554.55	366.73
应付票据及应付账款合	1,945.54	1,983.34	2,294.98	2,727.88	3,107.01
其他流动负债	772.66	991.42	1,161.99	1,393.16	1,602.18
非流动负债	2,102.84	1,960.30	1,987.33	1,987.33	1,987.33
长期借款	1,029.69	938.24	965.26	965.26	965.26
其他非流动负债	1,073.15	1,022.07	1,022.07	1,022.07	1,022.07
负债合计	4,972.85	5,132.02	6,024.09	6,662.92	7,063.25
少数股东权益	221.75	265.26	313.40	370.05	434.50
股本	43.99	44.03	44.03	44.03	44.03
资本公积	879.07	1,167.56	1,167.56	1,167.56	1,167.56
留存收益	1,054.02	1,257.70	1,733.52	2,293.53	2,930.66
归属母公司股东权益	1,977.08	2,469.30	2,945.11	3,505.13	4,142.26
负债和股东权益	7,171.68	7,866.58	9,282.60	10,538.10	11,640.00

现金流量表 (亿元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	929.44	972.30	1,123.20	1,481.74	1,585.66
净利润	467.61	540.07	727.87	856.67	974.64
折旧摊销	227.64	251.77	397.06	469.30	518.82
财务费用	-49.28	-41.32	-64.32	-64.01	-67.96
投资损失	-31.89	-39.88	-43.87	-48.25	-53.08
营运资金变动	258.75	152.35	88.84	249.11	193.70
其他经营现金流	56.61	109.30	17.63	18.92	19.53
投资活动现金流	-291.88	-488.75	-600.98	-553.24	-553.82
资本支出	-242.57	362.88	550.00	500.00	500.00
长期投资	16.80	-203.85	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-66.10	-647.79	-1,150.98	-1,053.24	-1,053.82
筹资活动现金流	147.16	-145.24	270.25	-201.23	-392.92
短期借款	7.66	45.15	382.82	-25.23	-187.83
长期借款	241.20	-91.45	27.03	0.00	0.00
其他筹资现金流	-101.69	-98.94	-139.60	-176.00	-205.10
现金净增加额	806.54	322.34	792.47	727.27	638.91

资料来源: 公司公告, iFinD, 中信建投证券

利润表 (亿元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,009.17	3,620.13	4,252.88	5,060.95	5,770.85
营业成本	3,090.70	2,735.19	3,165.57	3,762.64	4,284.67
营业税金及附加	16.96	20.57	21.08	25.08	28.60
销售费用	179.54	35.63	40.60	46.86	51.83
管理费用	84.62	96.90	110.42	127.46	140.98
研发费用	183.56	186.07	212.03	247.27	276.32
财务费用	-49.28	-41.32	-64.32	-64.01	-67.96
资产减值损失	-58.54	-84.23	-57.01	-62.72	-68.99
信用减值损失	-2.54	-8.73	-7.58	-8.33	-9.17
其他收益	62.67	99.68	109.64	115.13	115.13
公允价值变动收益	0.46	6.64	3.70	3.70	3.70
投资净收益	31.89	39.88	43.87	48.25	53.08
资产处置收益	0.17	0.19	0.10	0.10	0.10
营业利润	537.18	640.52	860.22	1,011.78	1,150.27
营业外收入	5.04	1.35	2.71	3.25	3.58
营业外支出	3.08	10.05	11.41	12.82	13.62
利润总额	539.14	631.82	851.52	1,002.21	1,140.22
所得税	71.53	91.75	123.66	145.54	165.58
净利润	467.61	540.07	727.87	856.67	974.64
少数股东损益	26.40	32.62	48.13	56.65	64.45
归属母公司净利润	441.21	507.45	679.73	800.02	910.19
EBITDA	717.50	842.27	1,184.26	1,407.50	1,591.08
EPS (元)	9.68	11.13	14.91	17.55	19.96

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	22.01	-9.70	17.48	19.00	14.03
营业利润(%)	45.89	19.24	34.30	17.62	13.69
归属于母公司净利润	43.58	15.01	33.95	17.70	13.77
获利能力					
毛利率(%)	22.91	24.44	25.57	25.65	25.75
销售净利率(%)	11.01	14.02	15.98	15.81	15.77
ROE(%)	22.32	20.55	23.08	22.82	21.97
ROIC(%)	45.18	45.19	73.30	71.53	85.90
偿债能力					
资产负债率(%)	69.34	65.24	64.90	63.23	60.68
净负债比率(%)	-66.47	-69.48	-70.05	-78.32	-84.38
流动比率	1.57	1.61	1.56	1.59	1.67
速动比率	1.36	1.38	1.34	1.38	1.45
营运能力					
总资产周转率	0.56	0.46	0.46	0.48	0.50
应收账款周转率	3.35	3.07	3.01	2.95	2.89
应付账款周转率	2.64	2.09	2.07	2.05	2.03
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	9.68	11.13	14.91	17.55	19.96
每股经营现金流(最新)	20.39	21.33	24.64	32.50	34.78
每股净资产(最新摊薄)	43.36	54.16	64.60	76.88	90.85
估值比率					
P/E	27.23	23.67	17.67	15.02	13.20
P/B	6.08	4.86	4.08	3.43	2.90
EV/EBITDA	8.66	12.07	8.61	6.81	5.59

分析师介绍

许琳

中信建投证券新能源汽车锂电与材料行业首席分析师，7 年主机厂供应链管理+4 年新能源车研究经验，2021 年加入中信建投证券研究发展部，主要覆盖新能源汽车、电池研究。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

截至本报告发布前十二个月内，中信建投（国际）证券有限公司或其香港经营的集团公司向本报告所评述的公司提供过投资银行服务。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610） 56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621） 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755） 8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852） 3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk