

出货高增长，增长模式从“产品”到“服务”演进

投资要点

- **事件:** 公司2025年实现营收4237.02亿元，同比增长17.0%，实现归母净利润722.01亿元，同比增长42.3%；扣非归母净利润为645.08亿元，同比增长43.4%。其中2025年Q4实现营收1406.30亿元，同比增长36.6%，环比增长34.98%，实现归母净利润231.67亿元，同比增长57.1%，环比增长24.9%。
- **出货高增，现金流充足。** 根据SNE Research数据，2025年全球新能源汽车销量2147万辆，同比增长21.5%，全球动力电池使用量为1187GWh，同比增长31.7%。2025年公司实现锂电池销量661GWh，同比增长39.16%，其中动力电池为541GWh，同比增长41.85%，增速高于行业增长。现金流充足，2025年经营性现金流净额为1332亿，同比增长37.35%。盈利方面，公司盈利能力持续改善，2024年销售净利率为14.92%，2025年为18.12%，持续提升。
- **未来增长模式切换，从“产品”到“服务”演进。** 根据公司年报，公司通过车电分离与换电模式来提升客户终端体验，与中石化合作，在乘用车便捷补能和商用车干线物流两大应用场景建设补能网络。公司与多家下游车企联合推出换电车型，截至2025年底，累计建成1325座换电站，其中巧克力换电突破1000座，骐骥换电突破300座，逐步从产品输出模式演化为产品+服务一体化模式，未来增长动力十足。
- **不断推出新产品，巩固其寡头地位。** 2025年，公司推出低温环境表现优异的“钠新”电池和突破单一化学体系性能局限的“骁遥”双核系列，解决续航短、补能慢、衰减快等痛点的“天行”商用车电池。在储能领域，推出“天恒”“TENER Stack”大容量储能系统，在安全寿命实现最优解。此外，公司神行、麒麟、骁遥电池等新产品占比提升，带动盈利能力的提升。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2026-2028年EPS分别为19.92元、24.10元、28.98元，对应PE分别为20倍、16倍、14倍。公司海外产能稳健释放，新型产品持续落地，产能建设进度放缓，提高分红比例领先行业进入兑现期，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济与市场波动风险；市场竞争加剧风险；新产品和新技术开发风险；原材料价格波动及供应风险。

| 指标/年度 | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 423701.83 | 555800.00 | 667000.00 | 800600.00 |
| 增长率 | 17.04% | 31.18% | 20.01% | 20.03% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 72201.28 | 90903.17 | 109979.25 | 132262.43 |
| 增长率 | 42.28% | 25.90% | 20.99% | 20.26% |
| 每股收益EPS(元) | 15.82 | 19.92 | 24.10 | 28.98 |
| 净资产收益率ROE | 20.70% | 22.75% | 23.56% | 24.16% |
| PE | 25 | 20 | 16 | 14 |
| PB | 5.37 | 4.70 | 4.02 | 3.43 |

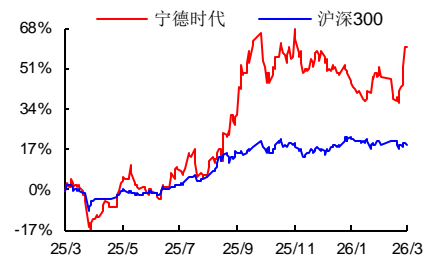
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 韩晨
执业证号: S1250520100002
电话: 021-58351923
邮箱: hch@swsc.com.cn

分析师: 王兴网
执业证号: S1250525050002
电话: 021-58351924
邮箱: wangxw@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

| | |
|-------------|--------------|
| 总股本(亿股) | 45.64 |
| 流通A股(亿股) | 42.57 |
| 52周内股价区间(元) | 211.39-415.6 |
| 总市值(亿元) | 18,118.56 |
| 总资产(亿元) | 9,748.28 |
| 每股净资产(元) | 73.87 |

相关研究

1. 宁德时代(300750): 业绩符合预期, 海外产能扩张支撑业绩增长 (2025-10-24)
2. 宁德时代(300750): 盈利能力提升, 港股上市加速全球化战略布局 (2025-08-04)
3. 宁德时代(300750): 盈利能力稳定, 海外产能加速建设 (2025-04-29)

盈利预测

关键假设：

假设 1：2026~2028 年公司市占率稳中有升，出货略领先于下游行业需求增长，预计动力产品出货 600、700、800GWh，储能产品出货 210、300、420GWh；

假设 2：伴随着公司积极降本、原材料价格下降，2026~2028 年动力产品单价分别为 0.61、0.59、0.59 元/Wh，储能产品单价分别为 0.58、0.58、0.58 元/Wh；

假设 3：2026~2028 年动力产品毛利率分别为 25%、25.2%、25.2%，储能产品毛利率分别为 27%、27.5%、28%。

基于以上假设，我们预测公司 2026-2028 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

| 单位：百万元 | | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------|-----|----------|----------|----------|----------|
| 动力电池系统 | 收入 | 316506.4 | 366000.0 | 413000.0 | 472000.0 |
| | 增速 | 11.0% | 15.6% | 12.8% | 14.3% |
| | 毛利率 | 23.8% | 25.0% | 25.2% | 25.2% |
| 锂电池材料及回收 | 收入 | 21860.9 | 40000.0 | 50000.0 | 55000.0 |
| | 增速 | -34.9% | 83.0% | 25.0% | 10.0% |
| | 毛利率 | 27.3% | 20.0% | 20.0% | 21.0% |
| 储能系统 | 收入 | 62439.8 | 121800.0 | 174000.0 | 243600.0 |
| | 增速 | 4.2% | 95.1% | 42.9% | 40.0% |
| | 毛利率 | 26.7% | 27.0% | 27.5% | 28.0% |
| 电池矿产资源 | 收入 | 5978.1 | 5000.0 | 5000.0 | 5000.0 |
| | 增速 | -22.7% | -16.4% | 0.0% | 0.0% |
| | 毛利率 | 11.3% | 8.0% | 8.0% | 8.0% |
| 其他业务 | 收入 | 16916.6 | 23000.0 | 25000.0 | 25000.0 |
| | 增速 | 17.3% | 36.0% | 8.7% | 0.0% |
| | 毛利率 | 75.0% | 55.0% | 55.0% | 55.0% |
| 合计 | 收入 | 423701.8 | 555800.0 | 667000.0 | 800600.0 |
| | 增速 | 17.0% | 31.2% | 20.0% | 20.0% |
| | 毛利率 | 26.3% | 26.2% | 26.4% | 26.5% |

数据来源：Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | 现金流量表 (百万元) | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 营业收入 | 423701.83 | 555800.00 | 667000.00 | 800600.00 | 净利润 | 76786.31 | 96705.50 | 116999.20 | 140704.71 |
| 营业成本 | 312383.30 | 410364.00 | 490924.00 | 587748.00 | 折旧与摊销 | 26599.29 | 23275.96 | 23275.96 | 23275.96 |
| 营业税金及附加 | 2832.32 | 3715.36 | 4458.70 | 5351.78 | 财务费用 | -7939.86 | 97.86 | 117.44 | 140.96 |
| 销售费用 | 3735.12 | 5558.00 | 6670.00 | 8006.00 | 资产减值损失 | -8660.16 | 4000.00 | 4500.00 | 5000.00 |
| 管理费用 | 11666.74 | 25011.00 | 30015.00 | 36827.60 | 经营营运资本变动 | 34516.35 | -22740.14 | 16160.76 | 19437.71 |
| 财务费用 | -7939.86 | 97.86 | 117.44 | 140.96 | 其他 | 11918.06 | -7174.14 | -8039.57 | -8403.66 |
| 资产减值损失 | -8660.16 | 4000.00 | 4500.00 | 5000.00 | 经营活动现金流净额 | 133219.98 | 94165.05 | 153013.79 | 180155.69 |
| 投资收益 | 7970.55 | 3500.00 | 3500.00 | 3500.00 | 资本支出 | -35153.99 | -10000.00 | -10000.00 | -10000.00 |
| 公允价值变动损益 | 974.08 | 716.16 | 793.48 | 797.80 | 其他 | -59321.80 | 4386.06 | 4293.48 | 4297.80 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -94475.79 | -5613.94 | -5706.52 | -5702.20 |
| 营业利润 | 89518.64 | 111269.94 | 134608.34 | 161823.47 | 短期借款 | -6760.78 | -3130.00 | -2720.00 | -3580.00 |
| 其他非经营损益 | 7.91 | -114.19 | -126.49 | -93.91 | 长期借款 | -3003.52 | -2000.00 | -2400.00 | -1500.00 |
| 利润总额 | 89526.55 | 111155.75 | 134481.84 | 161729.55 | 股权融资 | 39652.42 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 12740.24 | 14450.25 | 17482.64 | 21024.84 | 支付股利 | -24540.63 | -36100.64 | -45451.59 | -54989.63 |
| 净利润 | 76786.31 | 96705.50 | 116999.20 | 140704.71 | 其他 | -11657.03 | -25760.84 | -117.44 | -140.96 |
| 少数股东损益 | 4585.03 | 5802.33 | 7019.95 | 8442.28 | 筹资活动现金流净额 | -6309.54 | -61861.48 | -45569.03 | -55130.59 |
| 归属母公司股东净利润 | 72201.28 | 90903.17 | 109979.25 | 132262.43 | 现金流量净额 | 29770.01 | 26689.62 | 101738.24 | 119322.90 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | 财务分析指标 | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
| 货币资金 | 333512.93 | 360202.55 | 461940.79 | 581263.69 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 94108.06 | 123310.30 | 147928.17 | 177518.32 | 销售收入增长率 | 17.04% | 31.18% | 20.01% | 20.03% |
| 存货 | 94526.24 | 126595.21 | 152962.40 | 184652.78 | 营业利润增长率 | 39.76% | 24.30% | 20.97% | 20.22% |
| 其他流动资产 | 116334.32 | 125689.53 | 139033.53 | 155065.53 | 净利润增长率 | 42.18% | 25.94% | 20.99% | 20.26% |
| 长期股权投资 | 64884.32 | 64884.32 | 64884.32 | 64884.32 | EBITDA 增长率 | 27.84% | 24.46% | 17.35% | 17.24% |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 176133.70 | 165005.37 | 153877.04 | 142748.71 | 毛利率 | 26.27% | 26.17% | 26.40% | 26.59% |
| 无形资产和开发支出 | 16101.20 | 14449.64 | 12798.07 | 11146.50 | 三费率 | 1.76% | 5.52% | 5.52% | 5.62% |
| 其他非流动资产 | 79226.78 | 78730.71 | 78234.65 | 77738.59 | 净利率 | 18.12% | 17.40% | 17.54% | 17.57% |
| 资产总计 | 974827.54 | 1058867.6 | 1211658.9 | 1395018.4 | ROE | 20.70% | 22.75% | 23.56% | 24.16% |
| 短期借款 | 12935.50 | 16000.00 | 16000.00 | 16000.00 | ROA | 7.88% | 9.13% | 9.66% | 10.09% |
| 应付和预收款项 | 298491.89 | 392093.30 | 469124.57 | 561706.05 | ROIC | 1197.46% | 1021.49% | 1040.78% | -1783.4% |
| 长期借款 | 78234.94 | 78234.94 | 78234.94 | 78234.94 | EBITDA/销售收入 | 25.53% | 24.23% | 23.69% | 23.14% |
| 其他负债 | 214138.90 | 147398.14 | 151610.61 | 156673.52 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 603801.22 | 633726.38 | 714970.11 | 812614.50 | 总资产周转率 | 0.48 | 0.55 | 0.59 | 0.61 |
| 股本 | 4563.87 | 4563.87 | 4563.87 | 4563.87 | 固定资产周转率 | 3.27 | 4.09 | 5.81 | 8.56 |
| 资本公积 | 156248.21 | 156092.37 | 156092.37 | 156092.37 | 应收账款周转率 | 5.80 | 6.07 | 5.84 | 5.84 |
| 留存收益 | 176903.78 | 231706.32 | 296233.98 | 373506.79 | 存货周转率 | 3.72 | 3.47 | 3.33 | 3.33 |
| 归属母公司股东权益 | 337107.75 | 385420.34 | 449948.01 | 527220.81 | 销售商品提供劳务收到现金营业收入 | 112.77% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 33918.58 | 39720.91 | 46740.86 | 55183.14 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 371026.32 | 425141.25 | 496688.87 | 582403.95 | 资产负债率 | 61.94% | 59.85% | 59.01% | 58.25% |
| 负债和股东权益合计 | 974827.54 | 1058867.6 | 1211658.9 | 1395018.4 | 带息债务/总负债 | 15.67% | 15.41% | 13.66% | 12.02% |
| | | | | | 流动比率 | 1.60 | 1.71 | 1.77 | 1.81 |
| | | | | | 速动比率 | 1.36 | 1.42 | 1.47 | 1.50 |
| | | | | | 股利支付率 | 33.99% | 39.71% | 41.33% | 41.58% |
| 业绩和估值指标 | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | 每股指标 | | | | |
| EBITDA | 108178.06 | 134643.76 | 158001.74 | 185240.39 | 每股收益 | 15.82 | 19.92 | 24.10 | 28.98 |
| PE | 25.08 | 19.92 | 16.47 | 13.69 | 每股净资产 | 73.86 | 84.45 | 98.59 | 115.52 |
| PB | 5.37 | 4.70 | 4.02 | 3.43 | 每股经营现金 | 29.19 | 20.63 | 33.53 | 39.47 |
| PS | 4.27 | 3.26 | 2.72 | 2.26 | 每股股利 | 5.38 | 7.91 | 9.96 | 12.05 |
| EV/EBITDA | 13.51 | 10.97 | 8.70 | 6.78 | | | | | |
| 股息率 | 1.36% | 1.99% | 2.51% | 3.04% | | | | | |

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 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。其中：A 股市场以沪深 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综合指数或标普 500 指数为基准。

| | |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上 |
| | 持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间 |
| | 卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下 |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下 |

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|----|-----|-------------------------|--------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 崔露文 | 销售岗 | 15642960315 | 15642960315 | clw@swsc.com.cn |
| | 李煜 | 销售岗 | 18801732511 | 18801732511 | yfliyu@swsc.com.cn |
| | 汪艺 | 销售岗 | 13127920536 | 13127920536 | wyyf@swsc.com.cn |
| | 戴剑箫 | 销售岗 | 13524484975 | 13524484975 | daijx@swsc.com.cn |
| | 张方毅 | 销售岗 | 15821376156 | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn |
| | 李嘉隆 | 销售岗 | 15800507223 | 15800507223 | ljlong@swsc.com.cn |
| | 叶佳缘 | 销售岗 | 15800609605 | 15800609605 | yejy@swsc.com.cn |
| | 欧若诗 | 销售岗 | 18223769969 | 18223769969 | ors@swsc.com.cn |
| | 贾文婷 | 销售岗 | 13621609568 | 13621609568 | jiawent@swsc.com.cn |
| | 张嘉诚 | 销售岗 | 18656199319 | 18656199319 | zhangjc@swsc.com.cn |
| | 毛玮琳 | 销售岗 | 18721786793 | 18721786793 | mwl@swsc.com.cn |
| 北京 | 李杨 | 北京销售主管兼销售岗 | 18601139362 | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn |
| | 张岚 | 销售岗 | 18601241803 | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
| | 姚航 | 销售岗 | 15652026677 | 15652026677 | yhang@swsc.com.cn |
| | 杨薇 | 销售岗 | 15652285702 | 15652285702 | yangwei@swsc.com.cn |
| | 王宇飞 | 销售岗 | 18500981866 | 18500981866 | wangyuf@swsc.com.cn |

| | | | | | |
|----|-----|------------|-------------|-------------|----------------------|
| | 王一菲 | 销售岗 | 18040060359 | 18040060359 | wyf@swsc.com.cn |
| | 张鑫 | 销售岗 | 15981953220 | 15981953220 | zhxin@swsc.com.cn |
| | 马冰竹 | 销售岗 | 13126590325 | 13126590325 | mbz@swsc.com.cn |
| | 刘艳 | 销售岗 | 18456565475 | 18456565475 | liuyanyj@swsc.com.cn |
| | 高欣 | 广深销售主管兼销售岗 | 13923418464 | 13923418464 | gaoxin@swsc.com.cn |
| | 龚之涵 | 销售岗 | 15808001926 | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn |
| 广深 | 唐茜露 | 销售岗 | 18680348593 | 18680348593 | txl@swsc.com.cn |
| | 文柳茜 | 销售岗 | 13750028702 | 13750028702 | wlq@swsc.com.cn |
| | 林哲睿 | 销售岗 | 15602268757 | 15602268757 | lzh@swsc.com.cn |
