

宁德时代 (300750.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

单 Wh 净利大幅提升，行业进入个股

阿尔法投资阶段

业绩简评

3月9日，公司发布22年业绩：1) 22年：归母净利307亿元，YoY+92.9%；扣非净利282亿元，YoY+110%；2) 4Q22：归母净利131亿元，YoY+60.6%，QoQ+39.4%；扣非净利122亿元，YoY+78.0%，QoQ+35.5%。业绩超预期。公司拟每10股转增8股派25.20元。

经营分析

1、4q22 出货 100GWh，电池库存约 70GWh，但原材料库存大幅下降。公司22年电池产量325GWh，q1-q4 预计分别50/60/95/120GWh，其中22A/q4 确认出货289/100GWh，同/环比+117%/20%；库存方面，22年底公司电池库存/12月产量分别为70/32GWh，维持在2个月合理水平，原材料库存21/1h22/22年库存水平(=原材料库存/季度收入/3)分别0.048/0.075/0.014，原材料库存水平大幅下降。

2、全产业链补库在即，经营库存周期即将步入向上阶段。中游和主机厂经历了4q22和1q23去库存阶段，叠加供应链议价博弈，预计当前行业库存处于极低水平。随着3-4月供应链议价陆续落地，中游和主机厂都有望开启补库周期。

3、4q22 单 Wh 净利达到 0.089 元/Wh，逆势新高。22年公司动力/储能/材料/矿产/其他业务毛利率分别为17%/17%/21%/12%/74%，毛利占比分别为61%/12%/8%/1%/18%。公司21/22/4q22 单 Wh 净利分别为0.074/0.071/0.089元/Wh，q4增长主因电池材料降价等。

4、Q4 公司调整业务分类，新增电池材料及回收、电池矿产资源相关业务。其中电池矿产资源22年收入45亿元，同比+116%，盈利占比约1%；其他业务包括技术授权&销售尾料(占比90%)、服务费等，22年收入165亿元，同比+68%，盈利占比约18%。

盈利预测、估值与评级

从量上看，因减库、谈判因素，3月中游排产环比增幅受限，但是预计国内终端销量端能达到60-70万水平，终端景气度恢复领先于中游供应链产量。从价上看，市场比较担心宁德时代报价方案对单Wh盈利的压制，我们从其金属成本和电池材料集采测算，电池材料降价的红利仍在手中。公司是板块稀缺的非周期性个股成长逻辑标的，我们预计公司23-25年归母净利润为440、540、690亿元，对应PE分别为23、18、14X，维持“买入”评级。

风险提示

新能源汽车销量不及预期。

新能源汽车组

分析师：陈传红 (执业 S1130522030001)

chenchuanhong@gjzq.com.cn

分析师：苏晨 (执业 S1130522010001)

suchen@gjzq.com.cn

联系人：胡媛媛

huyuan yuan@gjzq.com.cn

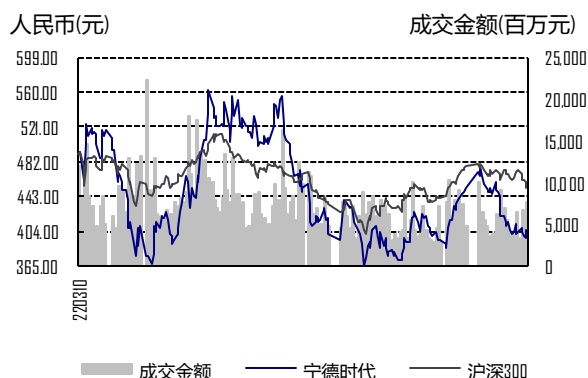
市价 (人民币)：405.79 元

相关报告：

1.《业绩超预期，盈利能力修复明显-宁德时代3Q22业绩点评》，2022.10.23

2.《业绩超预期，盈利能力修复明显-3Q22宁德时代业绩预告点评》，2022.10.11

3.《动力电池盈利修复，1H22业绩超预期-宁德时代1H22业绩点...》，2022.8.24



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	130,356	328,594	401,946	474,876	551,203
营业收入增长率	159.06%	152.07%	22.32%	18.14%	16.07%
归母净利润(百万元)	15,931	30,729	44,035	54,005	68,959
归母净利润增长率	185.34%	92.89%	43.30%	22.64%	27.69%
摊薄每股收益(元)	6.835	12.581	10.016	12.283	15.685
每股经营性现金流净额	18.41	25.06	21.42	26.94	32.57
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.85%	18.68%	20.86%	20.63%	21.17%
P/E	86.03	31.27	22.51	18.35	14.37
P/B	16.22	5.84	4.69	3.79	3.04

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	50,319	130,356	328,594	401,946	474,876	551,203
增长率		159.1%	152.1%	22.3%	18.1%	16.1%
主营业务成本	-36,349	-96,094	-262,050	-303,794	-356,576	-409,864
%销售收入	72.2%	73.7%	79.7%	75.6%	75.1%	74.4%
毛利	13,970	34,262	66,544	98,153	118,300	141,338
%销售收入	27.8%	26.3%	20.3%	24.4%	24.9%	25.6%
营业税金及附加	-295	-487	-907	-1,125	-1,282	-1,433
%销售收入	0.6%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-2,217	-4,368	-11,099	-11,777	-13,771	-14,882
%销售收入	4.4%	3.4%	3.4%	2.9%	2.9%	2.7%
管理费用	-1,768	-3,369	-6,979	-6,833	-7,598	-8,268
%销售收入	3.5%	2.6%	2.1%	1.7%	1.6%	1.5%
研发费用	-3,569	-7,691	-15,510	-19,293	-23,744	-27,560
%销售收入	7.1%	5.9%	4.7%	4.8%	5.0%	5.0%
息税前利润 (EBIT)	6,121	18,347	32,048	59,124	71,905	89,194
%销售收入	12.2%	14.1%	9.8%	14.7%	15.1%	16.2%
财务费用	713	641	2,800	-1,840	-1,504	-979
%销售收入	-1.4%	-0.5%	-0.9%	0.5%	0.3%	0.2%
资产减值损失	-1,768	-2,048	-3,973	-6,211	-7,254	-8,202
公允价值变动收益	267	0	400	0	0	0
投资收益	-209	904	1,984	900	500	500
%税前利润	n.a	4.5%	5.4%	1.7%	0.8%	0.6%
营业利润	6,959	19,824	36,822	51,968	63,642	80,508
%销售收入	13.8%	15.2%	11.2%	12.9%	13.4%	14.6%
营业外收支	23	63	-149	20	20	20
税前利润	6,983	19,887	36,673	51,988	63,662	80,528
利润率	13.9%	15.3%	11.2%	12.9%	13.4%	14.6%
所得税	-879	-2,026	-3,216	-4,679	-5,730	-7,248
所得税率	12.6%	10.2%	8.8%	9.0%	9.0%	9.0%
净利润	6,104	17,861	33,457	47,309	57,933	73,281
少数股东损益	521	1,929	2,728	3,274	3,928	4,321
归属于母公司的净利润	5,583	15,931	30,729	44,035	54,005	68,959
净利率	11.1%	12.2%	9.4%	11.0%	11.4%	12.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	6,104	17,861	33,457	47,309	57,933	73,281
少数股东损益	521	1,929	2,728	3,274	3,928	4,321
非现金支出	6,037	8,484	17,226	26,964	35,612	44,616
非经营收益	-210	-907	-6,874	4,502	5,465	6,207
营运资金变动	6,498	17,470	17,400	15,392	19,426	19,093
经营活动现金净流	18,430	42,908	61,209	94,168	118,436	143,196
资本开支	-13,302	-43,765	-48,215	-53,434	-57,102	-63,266
投资	-4,044	-11,391	-11,457	-11,000	-11,000	-11,000
其他	2,294	1,375	-4,469	900	500	500
投资活动现金净流	-15,052	-53,781	-64,140	-63,534	-67,602	-73,766
股权募资	20,536	1,551	47,455	0	0	0
债权募资	4,707	20,819	33,352	10,821	16,038	17,203
其他	12,188	1,288	1,459	-3,589	-10,225	-12,547
筹资活动现金净流	37,431	23,659	82,266	7,232	5,813	4,657
现金净流量	40,232	12,074	82,124	37,866	56,647	74,086

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	68,424	89,072	191,043	228,753	285,287	359,291
应收款项	24,475	34,819	89,137	107,512	124,938	143,086
存货	13,225	40,200	76,669	84,961	95,645	105,734
其他流动资产	6,742	13,645	30,886	37,439	43,892	50,976
流动资产	112,865	177,735	387,735	458,665	549,762	659,087
%总资产	72.1%	57.8%	64.5%	64.0%	64.8%	66.2%
长期投资	7,182	24,590	40,776	51,776	62,776	73,776
固定资产	25,372	72,273	124,468	148,129	167,495	184,385
%总资产	16.2%	23.5%	20.7%	20.7%	19.7%	18.5%
无形资产	3,029	6,272	12,539	18,904	25,455	32,288
非流动资产	43,753	129,932	213,217	257,660	298,340	337,210
%总资产	27.9%	42.2%	35.5%	36.0%	35.2%	33.8%
资产总计	156,618	307,667	600,952	716,325	848,102	996,297
短期借款	7,684	15,672	21,648	29,831	42,912	56,863
应付款项	35,679	113,366	235,779	281,344	330,257	379,555
其他流动负债	11,614	20,307	38,335	43,776	51,756	60,501
流动负债	54,977	149,345	295,761	354,951	424,924	496,919
长期贷款	6,068	22,119	59,099	59,099	59,099	59,099
其他长期负债	26,378	43,581	69,182	75,460	82,732	90,547
负债	87,424	215,045	424,043	489,510	566,755	646,565
普通股股东权益	64,207	84,513	164,481	211,113	261,717	325,781
其中：股本	2,329	2,331	2,443	4,397	4,397	4,397
未分配利润	18,641	34,095	63,243	102,875	151,479	213,542
少数股东权益	4,987	8,109	12,428	15,701	19,630	23,951
负债股东权益合计	156,618	307,667	600,952	716,325	848,102	996,297

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	2.397	6.835	12.581	10.016	12.283	15.685
每股净资产	27.563	36.259	67.341	48.018	59.528	74.100
每股经营现金净流	7.912	18.409	25.060	21.419	26.939	32.570
每股股利	0.240	0.000	2.520	1.002	1.228	1.568
回报率						
净资产收益率	8.70%	18.85%	18.68%	20.86%	20.63%	21.17%
总资产收益率	3.56%	5.18%	5.11%	6.15%	6.37%	6.92%
投入资本收益率	5.49%	11.19%	10.49%	15.97%	16.17%	16.66%
增长率						
主营业务收入增长率	9.90%	159.06%	152.07%	22.32%	18.14%	16.07%
EBIT 增长率	1.15%	199.74%	74.68%	84.48%	21.62%	24.04%
净利润增长率	22.43%	185.34%	92.89%	43.30%	22.64%	27.69%
总资产增长率	54.53%	96.44%	95.33%	19.20%	18.40%	17.47%
资产管理能力						
应收账款周转天数	71.2	49.1	45.4	64.0	64.0	64.0
存货周转天数	124.0	101.5	81.4	107.0	107.0	107.0
应付账款周转天数	132.2	122.3	99.8	135.0	135.0	135.0
固定资产周转天数	142.3	115.6	98.9	97.6	92.6	85.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-64.90%	-39.98%	-52.95%	-54.32%	-59.23%	-64.82%
EBIT 利息保障倍数	-8.6	-28.6	-11.4	32.1	47.8	91.1
资产负债率	55.82%	69.90%	70.56%	68.34%	66.83%	64.90%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-05-03	买入	388.17	450.00~480.00
2	2022-04-22	买入	409.11	258.00
3	2022-05-01	买入	409.35	258.00
4	2022-08-24	买入	556.89	258.00
5	2022-10-11	买入	392.86	258.00
6	2022-10-23	买入	413.00	N/A

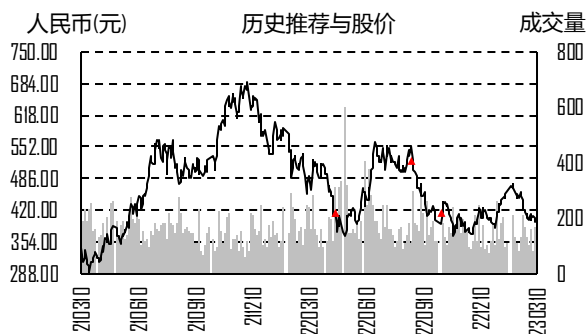
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建国内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402