

一、研究背景与核心结论

1.1 报告撰写背景与研究目的

在全球能源转型加速与电动化浪潮持续推进的背景下，动力电池作为新能源汽车产业链的核心环节，其技术迭代、产能布局与盈利能力备受资本市场关注。宁德时代（300750.SZ）作为全球领先的动力电池制造商，持续占据全球约36%的市场份额（SNE Research，2023年数据），其经营表现对行业具有风向标意义。

本报告旨在系统分析宁德时代在2024年第二季度及上半年的财务表现、盈利质量与估值水平，厘清其在激烈竞争环境下的核心优势与潜在风险，并基于前瞻指标对其下半年业绩趋势做出合理预测。

1.2 投资建议与主要观点

我们维持对宁德时代的“**增持**”评级。尽管行业面临价格战压力与产能阶段性过剩，但公司凭借技术领先性、全球化布局及成本控制能力，在2024年Q2实现归母净利润约123.55亿元，环比增长17.5%，显著优于市场预期，显示出强大的经营韧性。

主要优势：（1）规模效应与垂直整合带来成本优势；（2）海外客户拓展顺利，欧洲、北美基地逐步放量；（3）钠离子电池、神行超充电池等新技术产品商业化落地加速。

潜在风险：（1）国内动力电池价格持续承压；（2）海外政策不确定性（如欧盟《新电池法》、美国IRA细则）；（3）储能业务毛利率波动。

基于2024年H1实际业绩，我们预计公司全年归母净利润有望达到460-480亿元，对应当前股价（截至2024年7月）PE（TTM）约20倍，处于历史估值中枢偏下位置，具备中长期配置价值。

二、外部环境 with 行业结构

2.1 宏观经济与政策环境

2024年二季度，全球主要经济体延续温和复苏态势，但地缘政治冲突与贸易壁垒加剧对产业链构成扰动。中国持续推进“双碳”战略，新能源汽车作为战略性新兴产业继续获得政策支持。尽管国家层面补贴已退出，但地方“以旧换新”、充电基础设施建设等配套政策持续加码，支撑终端需求稳健增长。与此同时，欧盟《新电池法》于2024年正式实施，对电池碳足迹、回收材料比例提出强制要求，倒逼企业加速绿色转型；美国IRA法案细则进一步收紧，对中国电池企业直接投资设限，促使头部厂商调整全球化布局策略。

2.2 行业趋势与价值链结构

动力电池行业已进入高质量发展阶段，技术路线呈现多元化：磷酸铁锂（LFP）凭借高安全性和低成本主导中低端及储能市场，三元材料（NCM/NCA）则在高端长续航车型中保持优势。此外，钠离子电池、固态电池等下一代技术加速产业化，宁德时代推出的“神行”超充电池和第一代钠离子电池已在部分车型实现装车。

价值链方面，上游锂资源价格自2023年高位回落，2024年Q2碳酸锂均价维持在9-11万元/吨区间，显著缓解中游成本压力；中游电池制造环节竞争加剧，行业洗牌加速，具备技术、规模与客户资源的企业优势凸显；下游整车厂加速垂直整合（如比亚迪、特斯拉自研电池），但对外采购需求仍占主导，尤其在高端车型领域。

2.3 竞争格局与增长动力

根据中国汽车动力电池产业创新联盟数据，2024年Q2国内动力电池装机量约95 GWh，同比增长约30%。宁德时代以约40%的市占率稳居首位，装机量达38-40 GWh；比亚迪（弗迪电池）以约19%份额位列第二；中创新航、国轩高科等紧随其后。全球范围内，SNE Research数据显示，宁德时代2024年上半年全球市占率约为37%，持续领跑。

行业增长核心驱动力包括：（1）全球新能源汽车渗透率持续提升，尤其欧洲、东南亚市场加速电动化；（2）储能需求爆发，带动磷酸铁锂电池出货量快速增长；（3）快充、长寿命、高安全等性能升级推动产品迭代。然而，产能阶段性过剩与价格竞争仍是短期主要挑战，行业集中度有望进一步提升。

三、研究对象分析

3.1 基本情况概述

宁德时代新能源科技股份有限公司（CATL, 300750.SZ）成立于2011年，总部位于福建宁德，是全球领先的动力电池和储能电池研发制造企业。公司自2017年起连续七年位居全球动力电池装机量第一（SNE Research）。2024年，公司进入成熟扩张期，业务覆盖全球五大洲，客户包括特斯拉、宝马、大众、奔驰、蔚来、理想等主流车企。

在治理结构方面，公司于2024年12月完成董事会换届，形成以创始人曾毓群为董事长、职业经理人周佳为总经理的“创始人+专业化管理”模式。第四届董事会由9名董事组成（含3名独立董事），监事会3人，高管团队涵盖技术、财务、运营等核心职能，治理结构清晰稳定。

3.2 战略定位与核心价值主张

宁德时代定位于“全球新能源解决方案提供者”，目标市场涵盖高端电动汽车、商用车、储能电站及新兴应用场景（如电动船舶、飞行汽车）。其核心价值主张在于：通过持续技术创新与极致制造能力，为客户提供高安全、高性能、高性价比的电池产品及全生命周期服务。

公司长期愿景是“加速世界向可持续能源转型”。战略上坚持“动力+储能双轮驱动”，同时布局上游资源与回收体系，构建闭环生态。

3.3 商业模式与运营模式

价值创造机制：公司处于新能源汽车与储能产业链中游，通过自主研发电芯、模组及系统集成技术，为下游整车厂和能源企业提供标准化与定制化电池解决方案。

价值获取机制：收入主要来自动力电池系统（占比73.5%）和储能电池系统（占比15.9%）。定价采用成本加成与市场竞争相结合模式，大客户通常签订长期协议锁定价格区间。

成本结构：原材料（锂、钴、镍等）占营业成本约80%，具备显著规模效应——产能利用率每提升10%，单位成本可下降3-5%。公司通过长单采购、技术降本（如CTP 3.0麒麟电池减少结构件）及全球化本地化生产优化成本。

关键运营指标：产能利用率、单GWh投资额、良品率、客户集中度、海外收入占比（2024年预计超25%）。

3.4 产品 / 服务 / 解决方案分析

公司核心产品包括：- **动力电池：**磷酸铁锂（LFP）与三元（NCM）两大体系，“神行”超充电池支持4C快充，10分钟补能400公里；- **储能电池：**基于LFP的大容量液冷储能系统，已应用于中国、美国、欧洲多个百兆瓦级项目；- **新技术平台：**钠离子电池（2023年首发，2024年量产装车）、M3P电池（成本较三元低10-20%）。

研发投入持续高强度：2024年研发费用达186.07亿元，研发费用率5.14%，研发人员超2万人（占员工总数22.5%），构筑深厚技术储备。

3.5 竞争力与护城河分析

核心优势：（1）**技术领先：**在能量密度、快充、循环寿命等关键指标上保持行业第一梯队；（2）**客户壁垒：**深度绑定全球头部车企，认证周期长达2-3年，替换成本高；（3）**规模效应：**2024年规划产能超800 GWh，全球最大，摊薄固定成本；（4）**垂直整合：**向上游延伸至锂矿、正极材料，向下游布局回收，增强供应链韧性。

护城河来源：主要为技术+规模+客户网络

潜在威胁：比亚迪弗迪电池自供外溢、LG新能源/松下海外竞争、二线电池厂价格战、以及固态电池等颠覆性技术突破可能带来的长期替代风险。

四、财务表现与经营质量分析

4.1 历史财务表现

2024年上半年，宁德时代实现营业总收入1,667.67亿元，同比增长约15.2%；归属于母公司所有者净利润228.65亿元，同比增长10.3%。其中，第二季度单季营收869.96亿元，归母净利润123.55亿元，环比增长17.5%，显示业绩加速回暖。

现金流表现尤为突出：经营活动现金流净额达447.09亿元，远超同期净利润，主业造血能力强劲。投资活动现金流净流出348.78亿元，主要用于德国、匈牙利基地建设及国内产能扩张；筹资活动现金流净流出191.76亿元，主要系分红支出。期末现金及现金等价物余额达

2,270.66亿元，资金储备充裕。

4.2 关键经营指标分析

盈利能力：2024年Q2毛利率达23.6%，环比提升0.3个百分点，同比提升1.6个百分点；净利率14.2%，环比提升1.0个百分点。在电池价格下行背景下，公司通过技术降本（如CTP 3.0）、高毛利储能业务占比提升及原材料成本回落，实现盈利质量逆势改善。

运营效率：2024年H1应收账款周转天数约60.5天，存货周转天数约63.2天，合计营业周期约124天，较2023年同期有所优化，反映对大客户账期管理良好且库存周转高效。

资产与负债结构：截至2024年6月末，公司资产总计7,152.52亿元，负债合计4,954.12亿元，资产负债率69.3%。流动比率1.01，短期偿债能力处于安全边际。固定资产2,731.35亿元，在建工程1,131.43亿元，显示产能扩张仍在高位投入期，但充沛的经营性现金流足以覆盖资本开支。

4.3 盈利能力与可持续性

公司盈利来源呈现“**规模+结构+成本**”三重驱动：- 规模效应：全球市占率近37%，单位固定成本持续摊薄；- 结构优化：储能业务毛利率（25.5%）高于动力电池（22.4%），占比提升拉动整体盈利；- 成本控制：通过材料体系创新（如钠离子、M3P）、工艺优化及上游资源布局，有效对冲原材料价格波动。

影响盈利持续性的关键变量包括：（1）动力电池价格竞争强度；（2）海外政策壁垒对出口的影响；（3）新技术产业化进度。历史数据显示，即便在2023年行业价格战最激烈时期，公司仍保持20%以上毛利率，展现出极强的抗风险能力与盈利韧性。

五、前瞻展望与预测分析

5.1 关键假设与情景设定

本报告基于以下核心变量设定三种情景：

- 需求：全球新能源汽车2025年销量增速维持在20%以上，储能需求保持30%+高增长；
- 价格：动力电池价格同比降幅收窄至5%以内，储能电池价格企稳；
- 成本：碳酸锂价格中枢维持在8-12万元/吨，公司技术降本持续；
- 市场份额：宁德时代全球动力电池市占率稳定在35%-40%；
- 政策：中国支持政策延续，欧盟《新电池法》合规成本可控，美国IRA不构成实质性障碍；
- 技术：神行超充电池、钠离子电池量产顺利，固态电池暂不构成替代威胁。

基准情景（概率60%）：上述假设基本成立，公司稳健增长；

乐观情景（概率20%）：海外基地提前放量、新技术溢价显著、原材料价格进一步回落；

谨慎情景（概率20%）：行业价格战加剧、匈牙利工厂投产延期、地缘政治风险上升。

5.2 增长动力与发展路径展望

未来增长将来自四大维度：

- 产品维度：“神行”超充电池、钠离子电池、M3P电池等新产品提升ASP与毛利率；
- 市场维度：储能业务占比从16%向20%+迈进，成为第二增长曲线；
- 地域维度：德国工厂满产、匈牙利工厂2025年下半年起贡献增量，海外收入占比有望突破30%；
- 组织能力：智能制造与供应链垂直整合持续优化成本结构。

潜在拐点包括：匈牙利工厂投产进度、固态电池产业化时间表、以及北美市场准入突破。关键驱动因素仍是**技术领先性与全球化交付能力**。

5.3 财务预测

基于2024年实际业绩（营收3,620亿元，归母净利润507亿元）及季节性规律，我们对2025年做出如下预测（基准情景）：

- 营业收入：约3,900-4,100亿元（同比增长8-13%），主要由出货量增长（预计450-500 GWh）驱动；
- 归母净利润：约540-580亿元（同比增长6-14%），净利率维持在13.5-14.5%区间；
- 经营性现金流：预计超1,000亿元，持续高于净利润；
- 资本开支：预计600-700亿元，主要用于匈牙利工厂建设及国内高端产线升级，投资活动现金流净额约-600亿元；

- 费用率：研发费用率保持5%左右，销售与管理费用率稳中有降。

整体来看，公司将在保持高强度投入的同时，实现盈利质量与规模的同步提升，为长期竞争力奠定基础。

六、风险因素

6.1 外部风险

政策与监管风险：欧盟《新电池法》自2024年7月起实施，要求电池提供碳足迹声明、使用回收材料并配备“电池护照”，增加合规成本；美国《通胀削减法案》（IRA）将中国电池排除在税收抵免范围之外，宁德时代基本无法直接参与美国主流电动车供应链。尽管公司通过德国、匈牙利本地化生产应对欧洲政策，但地缘政治不确定性仍构成潜在威胁。

宏观经济波动：全球经济增长放缓可能抑制新能源汽车消费需求，尤其在高利率环境下，欧美市场购车意愿或受压制。

6.2 行业风险

竞争加剧：国内二线电池厂（如中创新航、国轩高科）持续扩产，价格战压力未完全缓解；海外LG新能源、松下等加速技术迭代，争夺高端市场份额。

技术路线变革：固态电池被视为下一代技术方向，丰田、QuantumScape等计划2027-2028年量产。尽管全固态电池大规模商业化仍需5年以上，但半固态电池已小批量装车（如蔚来ET7），若宁德时代技术跟进不及预期，可能面临客户流失风险。

需求结构变化：车企对快充、低温性能、成本的综合要求提升，单一高能量密度指标重要性下降，考验企业产品定义与快速响应能力。

6.3 对象本身风险

客户集中度：前五大客户合计销售占比约50%-55%，虽较往年有所分散，但仍存在依赖风险。特斯拉、蔚来、理想等核心客户订单波动可能影响短期业绩。

产能扩张与利用率：2024-2025年资本开支高达600-700亿元，若匈牙利工厂投产延期或全球需求增速放缓，可能导致产能利用率下滑，摊薄盈利能力。

关键假设偏离：本报告预测基于碳酸锂价格维持8-12万元/吨、海外政策风险可控等假设。若原材料价格大幅反弹或IRA/欧盟政策进一步收紧，盈利预测可能面临下修风险。

6.4 其他潜在风险

供应链安全：锂、镍等关键资源对外依存度高，若海外资源国政策变动（如印尼镍出口限制），可能扰动原材料供应。

声誉与ESG风险：电池生产能耗较高，若未能如期实现“零碳工厂”目标，可能影响国际客户合作及ESG评级。

法律与知识产权：在全球化过程中，可能面临专利诉讼或技术壁垒挑战，尤其在欧美市场。

总体而言，宁德时代虽具备强大护城河，但上述风险需持续跟踪，尤其关注海外政策落地节奏与新技术产业化进展。

附录

A. 插图目录

（本报告正文未包含插图，所有数据以表格及文字形式呈现。）

B. 表格目录

- 表1：宁德时代2024年主营业务收入结构（按产品）
- 表2：2024年Q2单季度盈利指标及同比环比变化
- 表3：2024年H1关键运营效率指标
- 表4：2024-2025年财务预测（基准情景）

• 表5：全球动力电池行业竞争格局（2024年Q2）