

中信证券研究部



吴威辰
电池与能源管理首席分析师
S1010521060001



汪浩
电池与能源管理分析师
S1010518080005



柯迈
电池与能源管理分析师
S1010521050003

核心观点

公司发布 2024 年半年报，公司 2024H1 实现归母净利润 228.65 亿元，同比+10.37%，实现扣非归母净利润 200.54 亿元，同比+14.25%；分季度来看，2024Q2 公司实现归母净利润 123.55 亿元，同比+13.40%，环比+17.56%，实现扣非归母净利润 108.07 亿元，同比+10.80%，环比+16.86%，业绩符合市场预期。在原材料价格下跌导致电池价格下降的背景下，公司依然通过自身的降本增效措施保持产品单位盈利能力的稳定，同时积极进行产品创新和海外产能建设，国内和全球市占率稳步提升。我们认为，电池的差异化、定制化特征明显，非标属性极强，公司拥有足够强的技术差异化，能够维持相较于竞争对手更高的销售溢价和成本优势，同时持续获取更高的市场份额和更好的盈利水平。积极推荐，维持“买入”评级。

■ 事项：公司于 7 月 26 日发布 2024 年半年报。对此，我们点评如下：

■ 2024Q2 实现归母净利润 123.55 亿元，环比+17.56%。根据公告，公司 2024H1 实现营收 1667.67 亿元，同比-11.88%；归母净利润 228.65 亿元，同比+10.37%；扣非归母净利润 200.54 亿元，同比+14.25%；非经常性损益 28.11 亿元。分季度来看，2024Q2 实现营收 869.96 亿元，同比-13.18%，环比+9.06%；归母净利润 123.55 亿元，同比+13.40%，环比+17.56%；扣非归母净利润 108.07 亿元，同比+10.80%，环比+16.86%。公司业绩符合市场预期，随着下游新能源汽车和储能领域对电池需求的持续提升，带动公司电池出货量持续增长，叠加公司自身降本增效，公司 2024Q2 业绩环比实现持续增长。

■ 毛利率同环比提升，期间费用控制优秀。2024H1 公司整体毛利率 26.53%，同比+4.90pcts。其中，2024Q2 公司毛利率为 26.64%，同比+4.68pcts，环比+0.23pcts，毛利率同环比提升，主要系在金属价格联动定价模式下，尽管原材料价格下降带动电池销售单价下降，但公司通过多方面深度降本措施，保持电池单位毛利的稳定，进而带来毛利率提升。2024Q2 公司整体期间费用率为 9.73%，同比+0.80pct，环比-3.24pcts。其中：销售费用率为 4.16%，同比+0.38pct，环比-0.09pct；管理费用率为 2.40%，同比-0.26pct，环比-0.49pct；研发费用率为 4.89%，同比-0.30pct，环比-0.55pct；财务费用率为-1.72%，同比+0.97pct，环比-2.11pcts，财务费用率环比下降较多，主要系持有的外币货币性项目受汇率波动影响所致。

■ 电池业务毛利率显著提升，单位毛利额维持稳定。分业务经营情况来看：公司 2024H1 动力电池系统业务收入 1126 亿元，同比-19.20%，毛利率 26.90%，同比+6.55pcts；储能电池系统业务收入 288 亿元，同比+3.00%，毛利率 28.87%，同比+7.55pcts；电池材料及回收业务收入 143 亿元，同比+13.02%，毛利率 8.21%，同比-8.74pcts；电池矿产资源业务收入 26.3 亿元，同比-7.84%，毛利率 7.81%，同比-4.12pcts。公司动力电池和储能电池毛利率同比显著提升，主要系原材料价格下跌导致电池销售单价下降，叠加公司自身降本增效维持单位毛利稳定所致；根据公告，公司 2024H1 电池系统产量 211GWh，我们预计出货量约 205GWh，对应测算单 Wh 电池毛利约 0.19 元，同环比基本持平，体现出公司稳定的盈利能力。

■ 创新产品出货比重逐渐提升，国内和全球市占率稳步增长。公司以技术创新为主要驱动力，持续推出引领市场的创新产品，包括：乘用车领域推出神行 4C 超充电池、神行 Plus 电池、麒麟高功率电池等，商用车领域推出天行超充版和长续航版电池，储能领域推出天恒储能系统等，新产品在性能上进一步提升，得到下游客户的普遍认可，我们预计麒麟电池、神行电池合计占公司目前出货比例超过 30%，后续仍将持续提升。从市占率端来看，在动力电池领域，根据 SNE

宁德时代	300750.SZ
评级	买入（维持）
当前价	189.35 元
总股本	4,399 百万股
流通股本	3,895 百万股
总市值	8,329 亿元
近三月日均成交额	3,615 百万元
52 周最高/最低价	247.14/140.75 元
近 1 月绝对涨幅	2.07%
近 6 月绝对涨幅	29.32%
近 12 月绝对涨幅	-14.42%

Research 数据，公司 2017 至 2023 年连续 7 年动力电池使用量排名全球第一，2024 年 1-5 月公司动力电池使用量全球市占率为 37.5%，同比+2.3pcts，仍然排名全球第一；根据中国汽车动力电池产业创新联盟数据，2024H1 公司动力电池国内装机份额 46.4%，同比+3.0pcts。在储能电池领域，根据 SNE Research 数据，公司 2021-2023 年连续 3 年储能电池出货量排名全球第一；根据鑫椤锂电数据，2024H1 公司储能电池出货量继续保持全球第一的市场份额。

风险因素：下游新能源汽车销量不达预期；动力电池价格下行超预期；原材料价格大幅波动；行业技术路线发生较大变革；海外地缘政治风险；公司新技术产业化进程不及预期；汇率大幅波动风险；海外产能建设进展不及预期等。

投资建议：我们维持公司 2024-2026 年归母净利润预测为 468/546/654 亿元，对应 2024/25/26 年 EPS 预测分别为 10.64/12.41/14.86 元，现价对应 2024/25/26 年 PE 分别为 18/15/13x。考虑到全球汽车电动化趋势较为明确，高端动力电池产能稀缺，同时全球储能市场持续保持较高增速，能源变革带来的市场空间巨大，公司作为能源变革的引领者，新技术不断落地，产业化加速推进，有望充分享受行业发展机遇。我们认为，电池的差异化、定制化特征明显，非标属性极强，公司拥有足够强的技术差异化，能够维持相较于竞争对手更高的销售溢价和成本优势，同时持续获取更高的市场份额和更好的盈利水平。积极推荐，维持“买入”评级。

项目/年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	328,594	400,917	432,798	513,730	600,348
营业收入增长率 YoY	152.1%	22.0%	8.0%	18.7%	16.9%
净利润(百万元)	30,729	44,121	46,797	54,598	65,360
净利润增长率 YoY	92.9%	43.6%	6.1%	16.7%	19.7%
每股收益 EPS(基本)(元)	6.99	10.03	10.64	12.41	14.86
毛利率	20.3%	22.9%	24.0%	23.8%	23.7%
净资产收益率 ROE	18.7%	22.3%	21.0%	20.8%	21.0%
每股净资产 (元)	37.39	44.94	50.55	59.77	70.91
PE	27.1	18.9	17.8	15.3	12.7
PB	5.1	4.2	3.7	3.2	2.7
PS	2.5	2.1	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA	21.7	13.9	13.6	11.7	9.9

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2024 年 7 月 26 日收盘价

利润表（百万元）

指标名称	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	328,594	400,917	432,798	513,730	600,348
营业成本	262,050	309,070	329,046	391,604	458,219
毛利率	20.3%	22.9%	24.0%	23.8%	23.7%
税金及附加	907	1,696	1,547	1,809	2,266
销售费用	11,099	17,954	20,342	23,118	25,815
销售费用率	3.4%	4.5%	4.7%	4.5%	4.3%
管理费用	6,979	8,462	9,954	11,302	12,607
管理费用率	2.1%	2.1%	2.3%	2.2%	2.1%
财务费用	(2,800)	(4,928)	(1,177)	(1,626)	(2,423)
财务费用率	-0.9%	-1.2%	-0.3%	-0.3%	-0.4%
研发费用	15510	18356	21640	24659	27616
研发费用率	4.7%	4.6%	5.0%	4.8%	4.6%
投资收益	2,515	3,189	2,312	2,672	2,724
EBITDA	44,236	68,875	70,396	82,067	97,222
营业利润率	11.21%	13.40%	13.37%	13.14%	13.61%
营业利润	36,822	53,718	57,852	67,510	81,715
营业外收入	159	504	282	315	367
营业外支出	309	308	245	287	280
利润总额	36,673	53,914	57,889	67,538	81,802
所得税	3,216	7,153	8,104	9,455	12,270
所得税率	8.8%	13.3%	14.0%	14.0%	15.0%
少数股东损益	2,728	2,640	2,987	3,485	4,172
归属于母公司股东的净利润	30,729	44,121	46,797	54,598	65,360
净利率	9.4%	11.0%	10.8%	10.6%	10.9%

资产负债表（百万元）

指标名称	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	191,043	264,307	324,767	351,420	422,950
存货	76,669	45,434	45,752	54,303	63,229
应收账款	57,967	64,021	67,170	79,731	93,174
其他流动资产	62,056	76,027	68,219	79,443	91,468
流动资产	387,735	449,788	505,909	564,896	670,822
固定资产	89,071	115,388	123,717	129,077	127,062
长期股权投资	17,595	50,028	50,028	50,028	50,028
无形资产	9,540	15,676	15,676	15,676	15,676
其他长期资产	97,011	86,289	86,271	89,239	94,826
非流动资产	213,217	267,380	275,691	284,020	287,592
资产总计	600,952	717,168	781,600	848,916	958,414
短期借款	14,415	15,181	17,312	20,549	24,014
应付账款	94,535	117,039	136,785	150,785	180,145
其他流动负债	186,811	154,781	159,670	160,706	184,226
流动负债	295,761	287,001	313,767	332,040	388,385
长期借款	59,099	83,449	93,449	98,449	98,449
其他长期负债	69,182	126,835	126,835	126,835	126,835
非流动性负债	128,282	210,284	220,284	225,284	225,284
负债合计	424,043	497,285	534,051	557,323	613,669
股本	2,443	4,399	4,399	4,399	4,399
资本公积	88,904	87,907	87,907	87,907	87,907
归属于母公司所有者权益合计	164,481	197,708	222,387	262,945	311,926
少数股东权益	12,428	22,175	25,162	28,647	32,819
股东权益合计	176,909	219,883	247,549	291,593	344,745
负债股东权益总计	600,952	717,168	781,600	848,916	958,414

现金流量表（百万元）

指标名称	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税后利润	33,457	46,761	49,784	58,083	69,532
折旧和摊销	13,091	22,528	16,671	19,640	22,015
营运资金的变化	16,843	25,875	32,550	-18,965	16,419
其他经营现金流	-2,183	-2,338	-4,586	-3,269	-3,797
经营现金流合计	61,209	92,826	94,420	55,489	104,169
资本支出	-48,215	-33,625	-20,000	-25,000	-25,000
投资收益	2,515	3,189	2,312	2,672	2,724
其他投资现金流	-18,439	1,248	-7,461	-2,332	129
投资现金流合计	-64,140	-29,188	-25,149	-24,660	-22,147
权益变化	47,455	3,324	0	0	0
负债变化	33,352	22,800	12,131	8,237	3,465
股利支出	-1,522	-6,155	-22,118	-14,039	-16,379
其他融资现金流	2,981	-5,253	1,177	1,626	2,423
融资现金流合计	82,266	14,716	-8,810	-4,176	-10,492
现金及现金等价物净增加额	79,335	78,355	60,461	26,653	71,531

主要财务指标

指标名称	2022	2023	2024E	2025E	2026E
增长率 (%)					
营业收入	152.1%	22.0%	8.0%	18.7%	16.9%
营业利润	85.7%	45.9%	7.7%	16.7%	21.0%
净利润	92.9%	43.6%	6.1%	16.7%	19.7%
利润率 (%)					
毛利率	20.3%	22.9%	24.0%	23.8%	23.7%
EBITDA Margin	13.5%	17.2%	16.3%	16.0%	16.2%
净利率	9.4%	11.0%	10.8%	10.6%	10.9%
回报率 (%)					
净资产收益率	18.7%	22.3%	21.0%	20.8%	21.0%
总资产收益率	5.1%	6.2%	6.0%	6.4%	6.8%
其他 (%)					
资产负债率	70.6%	69.3%	68.3%	65.7%	64.0%
所得税率	8.8%	13.3%	14.0%	14.0%	15.0%
股利支付率	20.0%	50.1%	30.0%	30.0%	30.0%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、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。本研究报告仅为参考之用，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。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。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并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。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、价值及收益可能可升可跌。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，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中信证券其它业务部门、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。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（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；中国香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以韩国 KOSDAQ 指数或 KOSPI 指数为基准；日本市场以日经 225 指数为基准；中国台湾市场以台湾加权指数为基准；法国市场以法国 CAC 40 指数为基准；意大利市场以意大利富时 MIB 指数为基准；德国市场以德国 DAX 指数为基准；瑞士市场以瑞士 SMI 指数为基准；英国市场以英国富时 100 指数为基准；新加坡市场以新加坡海峡时报指数为基准；泰国市场以泰国 SET 指数为基准；印度尼西亚市场以印度尼西亚 JCI 指数为基准；马来西亚市场以富时大马吉隆坡综合指数为基准；巴西市场以巴西 IBOVESPA 指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易，因此，投资者应考虑到中信证券可能存在与本研究报告有潜在利益冲突的风险。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citics.com/disclosure>。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国大陆：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

中国香港：本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告所述任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及 CLSA 的附属公司。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MCI（P）042/11/2022。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）制作并发布。就英国的金融行业准则，该资料被制作并意图作为实质性研究资料。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

印度：CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India “关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@clsa.com。

马来西亚：本研究报告由中信证券制作。对身在马来西亚的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2024 版权所有。保留一切权利。