下载日志已记录，仅供内部参考

华泰证券 HUATAI SECURITIES

份额和利润的过度担忧，带来估值低位的配置机遇

华泰研究 动态点评

2026 年 10 月 10 日 | 中国内地/中国香港 新能源及动力系统

目前宁德 PE（TTM）处于上市以来约 2%的历史分位，接近历史最低水平，我们认为主要反映了市场对理想、小米“供应多元化”以及消费税恢复征收、出口退税退坡等因素影响公司业绩增长持续性的担忧。我们通过对于历史的复盘以及盈利结构的分析，认为上述因素均已被过度定价；而更快的海外电动车和储能需求增长，以及我们认为市场低估商用车和明年国内储能的需求，宁德业绩增长的持续性与能见度或被显著低估。维持“买入”评级。

国内动力份额 23 年触底，海外或是盈利质量的来源

复盘来看，2021-2022 年，国内车企开启第一轮电池多元化策略，2023 年宁德在国内动力电池装机份额触底（45.1%），随后企稳回升，2026 年 1-8 月为 45.8%。从国内动力客户构成来看，客户结构趋于分散，前五大客户出货占比从 2023 年约 50%降至 2026 年 1-7 月约 40%，说明公司份额的企稳回升并非由少数大客户托底，而是建立在更广泛的客户覆盖之上，可持续性更强。从公司利润构成来看，我们估算 2025 年公司国内动力、海外动力、储能业务贡献电池业务净利润占比分别约 51%/31%/19%。其中，海外动力以约 21%的电池销量贡献了约 31%的电池业务利润，是公司盈利质量的核心来源。

国内储能调峰缺口刚性托底，业绩能见度存在预期差

我们预测 26/27 年全球储能装机分别为 463/645GWh，同比+51%/+39%；对应电池出货 926GWh/1161GWh。其中，国内由电网调峰缺口的刚性支撑托底，我们预计 26/27 年新增规模为 210/240GWh——2024-27 年调峰缺口整体呈扩大趋势，最大不平衡缺口为 22%（2025 年），独立储能建设因此不是选择题，预计 26/27/30 年逐步实现风光储用电侧、光储用电侧、光储发电侧平价。对于欧洲市场，价格传导抬升电价中枢、回报改善推高项目 IRR，双重驱动下欧洲户储、工商储与大储装机需求将同步加速释放；我们预计 26/27 年新增规模为 62/75GWh。我们认为市场或低估明年国内储能市场需求，公司业绩增长的能见度与稳定性存在预期差。

商用车需求或超预期，年需求或达 630GWh

我们认为商用车电池需求或超市场预期，市场或低估公司成长性。商用车电动化不仅是每年约 300 万辆新增载货汽车的替代过程（按 300 度单车带电量以及 50%渗透率粗略估算 450GWh 年市场空间），还包括柴油消费量约为公路货运一半的农用和工程机械。同时考虑到农田、工矿属于封闭场景、更适宜电动+无人化改造，电动化渗透率有望高于载货汽车（我们假设为 80%），则每年约 450*50%*80%=180GWh。存量市场与增量市场合计可达每年 630GWh。

盈利预测与估值

我们维持公司 26-28 年归母净利润预测为 952 亿元、1162 亿元和 1406 亿元（26-28 年 CAGR 为 25%），对应 EPS 为 20.57、25.11、30.38 元。A 股可比公司 26 年 Wind 一致预期 PE 均值为 21 倍，考虑到公司技术护城河深厚、全球份额持续巩固，我们维持公司 26 年 A 股 29.0 倍目标 PE，维持 A 股目标价为 596.63 元；海外可比锂电储能公司 26 年彭博一致预期 EV/EBITDA 均值为 16x，考虑到公司为港股稀缺新能源龙头，海外基地陆续进入收获期，我们维持公司 26 年 EV/EBITDA 18x，维持 H 股目标价 907.73 港币。

风险提示：全球新能源车销量不及预期，客户开拓不及预期，行业竞争加剧，假设或测算偏差风险。

	300750 CH	3750 HK
投资评级：	买入（维持）	买入（维持）
目标价：	人民币：596.63	港币：907.73

刘俊 研究员
SAC No. S0570523110003 karlliu@htsc.com
SFC No. AVM464 +(852) 3658 6000

边文姣 研究员
SAC No. S0570518110004 bianwenjiao@htsc.com
SFC No. BSJ399 +(86) 755 8277 6411

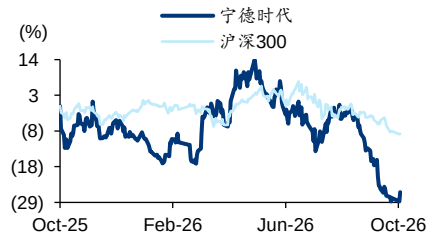
王嵩 研究员
SAC No. S0570525110001 alanwang@htsc.com
SFC No. BLE051 +(852) 3658 6000

杨景文* 研究员
SAC No. S0570525080002 yangjingwen022663@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

(人民币/港币)	300750 CH	3750 HK
收盘价 (截至 10 月 9 日)	297.75	491.40
市值 (百万)	1,377,764	2,273,831
6 个月平均日成交额 (百万)	13,446	2,269
52 周价格范围	286.75-460.00	457.00-794.50

股价走势图



资料来源：Wind

经营预测指标与估值

会计年度 (人民币)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万)	423,702	608,082	741,690	897,228
+/-%	17.04	43.52	21.97	20.97
归母净利润 (百万)	72,201	95,186	116,179	140,580
+/-%	42.28	31.83	22.06	21.00
EPS (最新摊薄)	15.60	20.57	25.11	30.38
ROE (%)	24.72	25.97	26.43	26.13
PE (倍)	19.08	14.47	11.86	9.80
PB (倍)	4.09	3.48	2.85	2.32
EV EBITDA (倍)	10.77	7.59	5.92	4.18
股息率 (%)	2.67	2.10	2.24	2.34

资料来源：公司公告，华泰研究预测

免责声明和披露以及分析师声明是报告的一部分，请务必一起阅读。

下载日志已记录，仅供内部参考

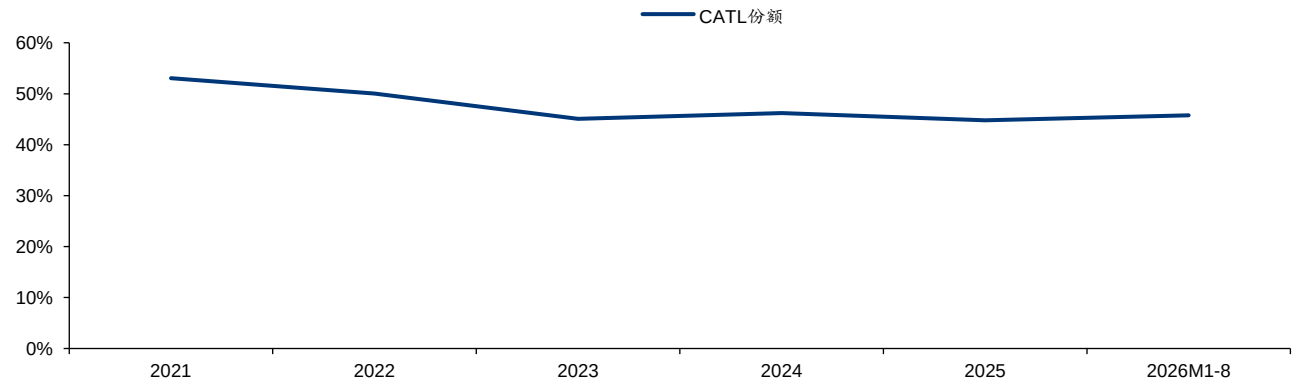
关于宁德时代的五问五答

问题一：近年来公司国内动力电池市场份额变化情况？

公司国内动力电池装车量份额 2023 年触底后企稳回升，其中乘用车市场份额相对稳固。复盘 2021-2025 年，宁德时代国内动力电池装车量市场份额分别为 53.0%/50.0%/45.1%/46.2%/44.8%，2026 年 1-8 月回升至 45.8%。2021-2022 年国内车企开启第一轮电池多元化策略，宁德国内动力电池装车份额随之下行，并于 2023 年触底后回升。分车型看，2023 年以来公司在国内乘用车、商用车市场的份额走势明显分化：

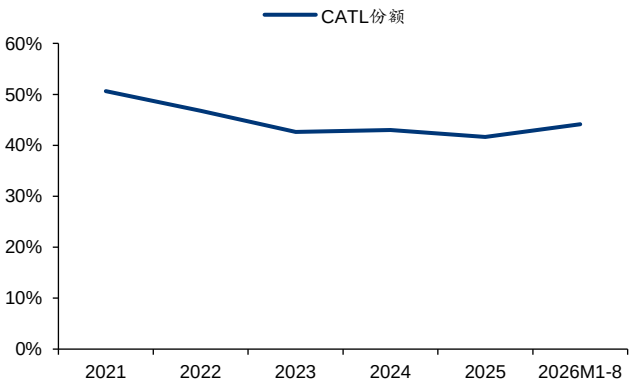
1. **乘用车：份额稳步上行。**公司份额从 2023 年 42.6% 升至 2026 年 1-8 月 44.1%，累计提升约 1.5pct。
2. **商用车：份额高位回落，本质或是首发红利褪去。**公司份额下滑较多（从 2021 年 70.3% 降至 2026 年 1-8 月 51.0%），或主要因为电动重卡等近年才启动上量的车型，在首发阶段普遍搭载宁德产品以快速完成验证与产能爬坡，进入规模化放量后复制乘用车路径、采用多元化策略。

图表1：宁德时代国内动力电池装车量市场份额（乘用车+商用车）



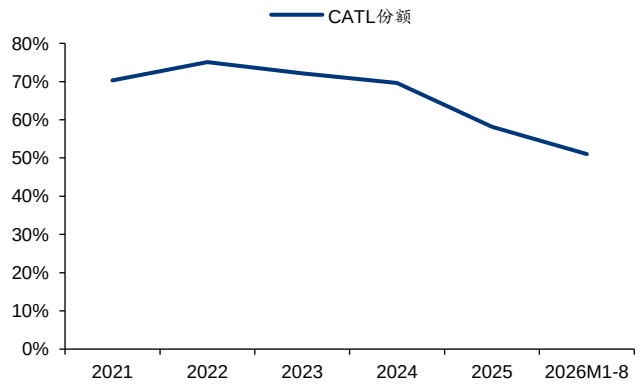
资料来源：乘联会，华泰研究

图表2：宁德时代国内动力电池装车量市场份额（乘用车）



资料来源：乘联会，华泰研究

图表3：宁德时代国内动力电池装车量市场份额（商用车）



资料来源：乘联会，华泰研究

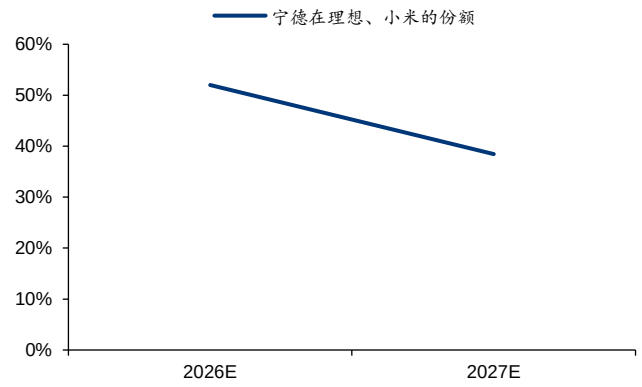
问题二：理想、小米“供应多元化”对公司出货影响几何？

结论：份额或有下滑，但对公司整体出货量与市占率影响大概率有限。我们自下而上测算（电池需求→宁德配套份额），2026E 理想、小米合计电池需求或为约 66GWh，其中宁德配套约 34GWh、份额约 52%；2027E 两家合计需求或增至约 94GWh，宁德配套约 36GWh、份额降至约 38%，下降约 14pct。份额虽降，宁德在两家客户的绝对出货量或仍从约 34GWh 增至约 36GWh（+6%）。

下载日志已记录，仅供内部参考

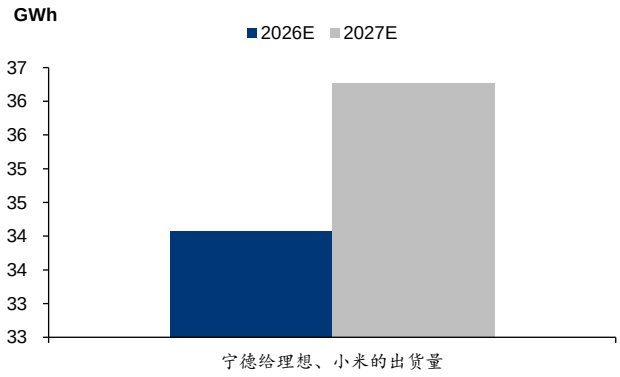
对 27 年公司整体的影响：对宁德国内动力出货量的拖累或约 2%，对宁德国内装车份额的拖累或约 1-2pct。若 2027 年宁德在两家客户的配套份额维持 2026 年的 52%，对应配套量约 49GWh，与我们测算的约 36GWh 相比，份额下滑带来出货量减少约 13GWh。

图表4：宁德在理想、小米的份额变化测算



资料来源：华泰研究预测

图表5：宁德给理想、小米的出货量测算



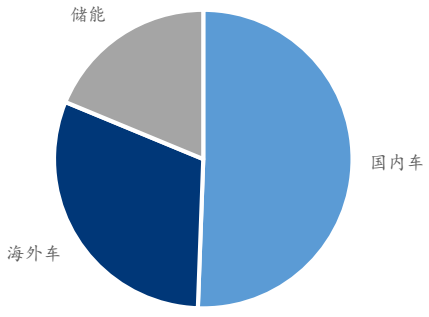
资料来源：华泰研究预测

问题三：公司利润在储能、海外动力、国内动力之间如何分配？

利润结构上，国内动力贡献规模，海外动力贡献质量。我们测算 2025 年公司国内动力、海外动力、储能业务分别贡献净利润 285/173/106 亿元，占比 50.6%/30.7%/18.8%。其中，2025 年海外动力电池销量仅占公司电池销量的约 21%，却贡献约 31%的电池利润。若按单位盈利，海外动力的盈利能力显著领先：我们测算 2025 年公司国内动力、海外动力、储能业务的单 Wh 净利润分别为 0.071/0.125 /0.088 元。

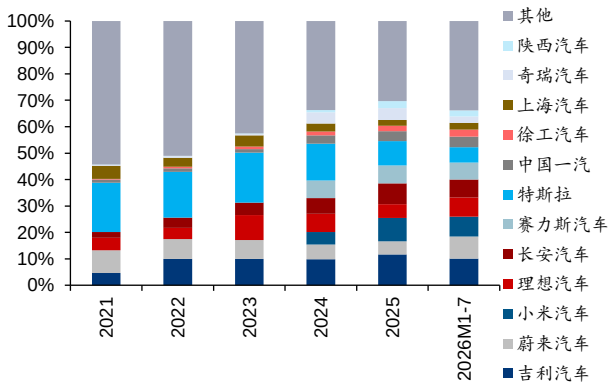
国内动力客户结构由“一个大客户+极长尾”向“多个中等客户”演进，盈利稳定性提升。从客户构成来看，2021-2025 年公司国内动力电池的前五大客户合计占比在 42%~50%区间波动，2023 年为峰值（约 50%），2026 年 1-7 月降至 40%。值得关注的是，第一大客户的占比由 2021 年的约 19%降至 2026 年 1-7 月的约 10%，单一客户敞口下降明显。而集中度的下行并非源于客户流失：2021 年以来前五大客户榜单几乎无一年相同，但变化主要反映配套节奏与车型周期差异带来的相对份额此消彼长——吉利 2021 年以来均在榜，蔚来、理想等在个别年份暂时跌出前五后于 2026 年 1-7 月重回榜单。我们认为，前五大客户集中度的下降以及对单一大客户依赖度的下降，有助于提升公司议价能力与订单连续性，对盈利稳定性更为友好。

图表6：2025 年宁德时代电池业务利润结构



资料来源：华泰研究估算

图表7：宁德时代客户结构变化



资料来源：GGII，华泰研究

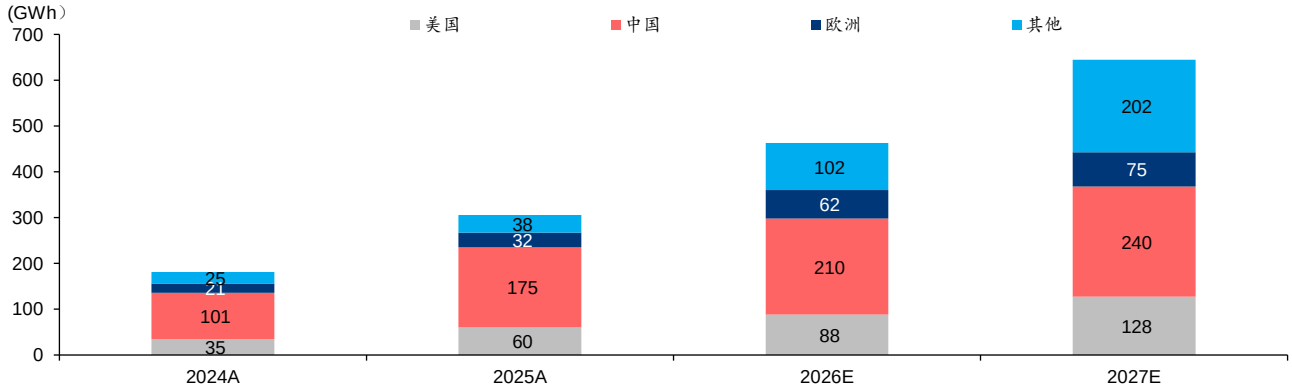
下载日志已记录，仅供内部参考

问题四：怎么看储能市场电池需求？

我们看到在数据中心带动电力需求高增和能源安全认知提升后各国政策推动的共同作用下，全球储能需求正迎来快速增长。中长期来看，新能源+储能系统平价的商业模式创新亦将重塑行业逻辑，通过优化风光储配比并提升储能循环次数，可以在保障出力稳定性的同时，实现与负荷的最低成本耦合。平价进程中实现新能源供电可靠性提高需以储能配比和储能时长提升为抓手，有望打破此前“新能源定储”的逻辑，推动储能持续高景气。**我们预测全球储能装机在 2026 年达到 463GWh（同比+51%），2027 年进一步达到 645GWh（同比+39%）。**考虑到 26 年底抢出口/27 年海外延续高景气，**假设出货/装机量之间 2/1.8x 的比率，对应 26/27 年储能电池出货 926GWh/1161GWh：**

- 海外由于平价对标的电价水平更高、发达市场受 AIDC 支撑重回用电需求正增长、新兴发展中国家快速追赶电气化率等因素，**2026 年率先实现平价，储能年新增装机有望实现 253GWh；2027 年进一步提升到 405 GWh。**
- **国内电网调峰能力补缺是 26/27 年储能需求的刚性支撑，26 年储能新增装机有望达到 210GWh，2027 年进一步提升到 240 GWh。**电网调峰能力供给端主要包括近两年新增煤电、气电装机，以及抽蓄、充电桩和负荷响应能力的建设；需求端则主要来自最大负荷的增长，以及风光新能源间歇性出力带来的反调峰属性。综合供需两侧，我们测算，若不新增电化学储能，2024-27 年全国电网累计调峰缺口分别为 147/244/242/254GW，电网最大不平衡缺口 22%（2025 年）；因此 26/27 年独立储能建设的增长具有必要性。国内三步走推进平价，预计 26/27/30 年逐步实现风光储用电侧、光储用电侧、光储发电侧平价，储能需求中长期增长有可持续性。

图表8：全球储能新增装机量需求预测汇总



资料来源：CNESA，华泰研究预测

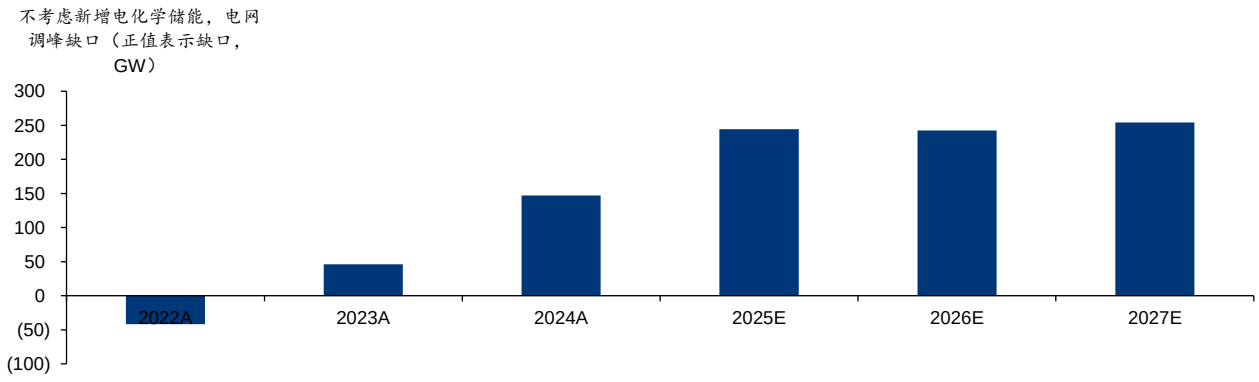
下载日志已记录，仅供内部参考

图表9：不考虑额外电化学储能，电力系统调峰缺口累计

调峰需求测算		2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
峰谷差	最大负荷（MW）	1,292,800	1,320,000	1,381,000	1,481,000	1,569,860	1,664,052	1,763,895
	峰谷差率（%）	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
	用户侧调峰需求（MW）	**387,840**	**396,000**	**414,300**	**444,300**	**470,958**	**499,215**	**529,168**
风电	装机容量（MW）	317,010	354,640	434,010	521,000	631,000	741,000	861,000
	反调峰系数（%）	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
太阳能发电	装机容量（MW）	306,581	413,906	609,500	886,000	1,166,000	1,346,000	1,546,000
	反调峰系数（%）	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%
	新能源调峰需求（MW）	**215,649**	**283,807**	**409,101**	**583,700**	**762,700**	**881,700**	**1,013,700**
	系统调峰需求（MW）	**603,489**	**679,807**	**823,401**	**1,028,000**	**1,233,658**	**1,380,915**	**1,542,868**
调峰供给测算		**2021A**	**2022A**	**2023A**	**2024A**	**2025E**	**2026E**	**2027E**
调峰供给								
煤电	装机容量（MW）	1,080,170	1,112,777	1,127,749	1,171,767	1,230,267	1,310,267	1,370,267
	调峰能力（%）	45%	46%	47%	48%	49%	49%	50%
	调峰能力（MW）	**486,076**	**511,877**	**530,042**	**562,448**	**599,963**	**647,818**	**683,720**
燃气	装机容量（MW）	106,095	114,540	117,881	130,888	151,488	162,991	168,991
	调峰能力（%）	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
	调峰能力（MW）	**53,047**	**57,270**	**58,941**	**65,444**	**75,744**	**81,496**	**84,496**
其他火电	装机容量（MW）	110,511	114,294	116,616	119,162	120,052	120,052	120,052
	调峰能力（%）	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
	调峰能力（MW）	**33,153**	**34,288**	**34,985**	**35,749**	**36,016**	**36,016**	**36,016**
核电	装机容量（MW）	53,268	55,568	55,718	60,684	66,092	68,990	78,990
	调峰能力（%）	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	调峰能力（MW）	-	-	-	-	-	-	-
常规水电	装机容量（MW）	357,628	368,868	381,164	388,258	390,258	391,258	392,258
	调峰能力（%）	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	调峰能力（MW）	-	-	-	-	-	-	-
抽水蓄能	装机容量（MW）	34,863	44,013	45,790	50,940	56,040	62,150	72,140
	调峰能力（%）	200%	200%	200%	200%	200%	200%	200%
	调峰能力（MW）	**69,725**	**88,025**	**91,580**	**101,880**	**112,080**	**124,300**	**144,280**
新型储能	装机容量（MW）	855	9,655	32,255	74,623	124,623	194,623	269,623
	调峰能力（%）	200%	200%	200%	200%	200%	200%	200%
	调峰能力（MW）	**1,710**	**19,310**	**64,510**	**149,246**	**249,246**	**389,246**	**539,246**
需求侧响应（不含用户侧储能）	**调峰能力（MW）**	**6,464**	**13,200**	**20,715**	**29,620**	**27,096**	**36,562**	**48,195**
充电桩	**调峰能力（MW）**	**5,750**	**6,636**	**8,112**	**10,272**	**13,134**	**16,847**	**21,643**
	系统调峰能力（MW）	**655,927**	**730,607**	**808,885**	**954,658**	**1,113,278**	**1,332,284**	**1,557,595**
拆分：	**新增电化学（MW）**		**8,800**	**22,600**	**42,368**	**50,000**	**70,000**	**75,000**
	独储 - 电化学增量装机（MW）					32,000	50,000	40,000
	用户侧储能 - 电化学增量装机（MW）					10,000	5,000	5,000
	一体化配储 - 电化学增量装机（MW）					8,000	15,000	30,000
	调峰盈余/缺口（+/-）	**52,437**	**50,800**	**-14,516**	**-73,342**	**-120,380**	**-48,631**	**14,727**

资料来源：Wind，CNESA，中电联，华泰研究测算

图表10：不考虑额外电化学储能，电力系统调峰缺口累计



资料来源：中电联，能源局，华泰研究测算

海外：

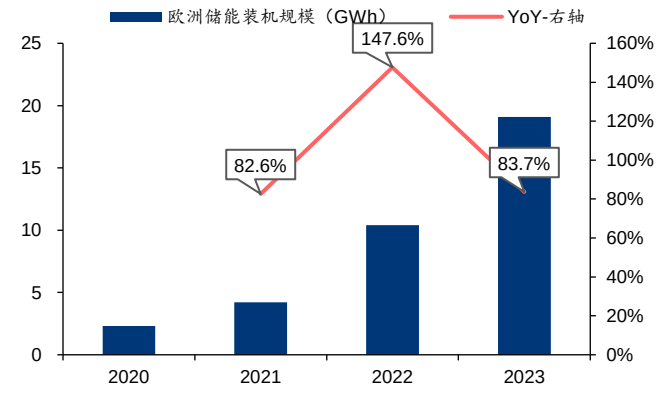
电源侧来看，AI 数据中心带动美国电力需求增长走出十年停滞期，而传统电源投产周期长；电网侧来看，美国电网扩容节奏长期受制于流程冗长与审批低效，导致容量紧张加剧，而储能正成为数据中心加速并入节点的关键。美国电网投资通常需经历规划、FERC 回报核准、联邦核准、选址核准四大流程，总周期长达 7-10 年。在缓慢扩容背景下，需求侧大型负荷加速并网带来双重挤压，美国能源部长于 2025 年 10 月 24 日提出拟议规则，计划加快包括数据中心在内的大型负荷项目并网审批，并考虑设定并网审批的时间上限（或在 60 天内完成 v.s.当前 3 年+）。储能通过为数据中心并入电网节点提供容量支撑、缩短其排队时间，需求有望进一步提升。

下载日志已记录，仅供内部参考

欧洲：“气价-电价-油价”三重价格传导下储能需求有望加速放量。户储方面，居民电价高位运行叠加各国补贴政策持续加码，峰谷价差拉大、户用光储回本周期有望缩短，户用光伏配储率仍有广阔提升空间。2023 年欧洲新增户用光伏装机约 17.6GW、户用储能约 12.2GWh，分别同比增长约 38%和 94%。工商储方面，在替代柴发备电、延缓电网扩容等需求驱动下，未来 1~2 年增长斜率或快于户储。大储方面，新能源渗透率提升带来并网消纳压力，传统能源调峰成本上升与 AIDC 等新兴负荷进一步加剧电力现货市场波动，日内价差显著扩大，为集中式大储打开峰谷套利与辅助服务的双重收益空间，景气度持续向上。

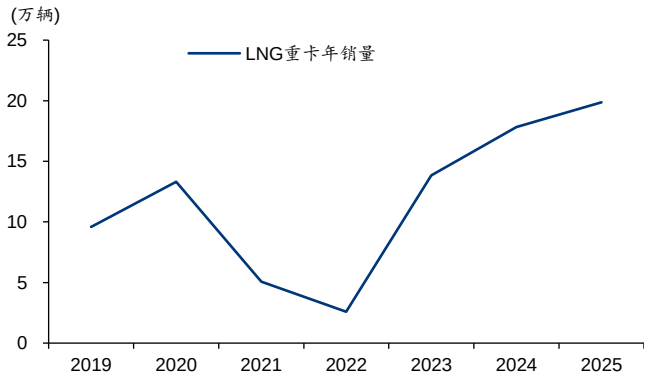
亚洲、澳洲、中东等新兴市场：政策与电力需求下储能加速释放。亚洲地区作为全球电力增速最快的地区（2014-24 十年发电量增速为 4.56%），各国积极推动光储一体化，其中印尼于 2025 年 8 月启动“宏达光伏发展计划”，规划 80GW 分布式（按“1MW 光伏+4MWh 储能”配置）与 20GW 集中式项目。澳洲 2025 年 7 月户储政策落地后，单月新增户用储能达到 19592 套（对应容量 356.6 MWh），约相当于此前年份单季度新增总量，同时已承诺、拟议及潜在项目规模庞大，未来新增装机释放可观。中东多个大单项目集中推进，根据 MEED 统计，中东目前已建成储能 3.9GWh，设计/在建/招标/可研阶段项目规模 19/22/9/6GWh，陆续投产有望贡献装机增量。

图表11：上一轮能源价格危机中欧洲储能装机复盘



资料来源：Solarpower Europe，华泰研究

图表12：国内 LNG 重卡年销量



资料来源：液化天然气产业协会，华泰研究

问题五：怎么看商用车市场电池需求？

我们测算商用车存量市场与增量市场合计可达每年 630GWh。商用车电动化不仅是每年约 300 万辆新增载货汽车的替代过程(按 300 度单车带电量以及 50%渗透率粗略估算 450GWh 年市场空间)，还包括柴油消费量约为公路货运一半的农用和工程机械。同时考虑到农田、工矿属于封闭场景、更适宜电动+无人化改造，农用和工程机械的电动化渗透率有望高于载货汽车（我们假设为 80%），则每年约 450*50%*80%=180GWh。

气源不稳/气价波动推动 LNG 重卡再次替换需求。据交强险、中国物流与采购联合会数据，2025 年中国 LNG 重卡销量 19.87 万辆，保有量约 100 万辆。假设单车年 LNG 用量为 4 万立方米，我们测算重卡领域 LNG 年消耗量约 400 亿立方米。若其中 10%/20%/30%因地缘不确定性被提前电动化，对应新增的电动重卡需求或达 10/20/30 万辆，相当于 2025 年电动重卡销量（23.11 万辆）的 43%/87%/130%，对重卡电动化是实质性放量催化。按照单车带电量约 500 度估算，**相当于 50/100/150GWh 的增量电池需求。**

下载日志已记录，仅供内部参考

政策首提 2030 年新能源重卡目标，对应年保底增量 95GWh。截至 2025 年底，全国新能源重卡保有量约 38.4 万辆，包括 36.6 万辆电动重卡+1.8 万辆氢能重卡。按照 2026 年 6 月 11 日交通运输部、国家发展改革委等十一部门联合印发《推动新能源重卡规模化应用实施方案》，新能源重卡总保有量到 2030 年达到 160 万辆，扣除到 2030 年氢燃料电池重卡约 29 万辆的保有量（我们在 2026 年 3 月 10 日发布的《氢能 2026 展望——国内外政策拐点之年》），假设剩余均由电动重卡贡献，则对应 2026-30 年电动重卡新增约 19 万辆/年，**每年新增电池需求约 95GWh**（按照电动重卡单车平均带电量 500kWh 测算）。

农用和工程机械电动化带来增量电池需求。参照能源统计年鉴，中国柴油消费 30%以上来自农用和工程机械，约合 6000 万吨/年柴油消费量。分别以 40%/90%的柴油机/电动机效率折算，约相当于 3160 亿度电/年消费量。粗略以 1 天 1 充 1 放折算，折合 866GWh/天（也就是总的电池容量）。**如果以 6 年的替换周期折算，约合 144GWh/年的增量电池需求。**

图表13：A 股可比公司估值表（Wind 一致预期，截至 2026 年 10 月 9 日收盘价）

		股价	市值	EPS (元)		PE (倍)	
公司代码	公司简称	(元)	(亿元)	2026E	2027E	2026E	2027E
300014 CH	亿纬锂能	51.32	1,115.34	3.34	4.58	15.38	11.21
002594 CH	比亚迪	84.95	7,745.06	4.34	5.67	19.58	14.98
002074 CH	国轩高科	30.41	551.86	1.06	1.50	28.65	20.27
	均值					**21.20**	**15.49**

资料来源：Wind，华泰研究

图表14：H 股可比公司估值表（Wind 一致预期，截至 2026 年 10 月 9 日收盘价）

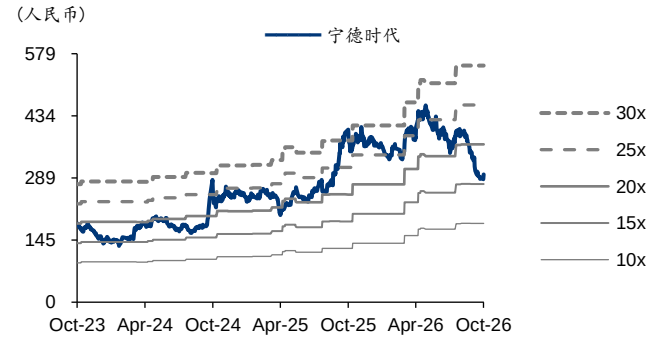
		市值	PE (倍)		EV/EBITDA (倍)	
公司代码	公司简称	(亿美金)	2026E	2027E	2026E	2027E
3677 HK	正力新能	15	9	6	12	8
0666 HK	瑞浦兰钧	26	11	7	13	8
6656 HK	思格新能	73	10	7	21	15
006400 KS	三星 SDI	340	81	32	22	15
373220 KS	LG 新能源	696	N/A	59	22	15
CSIQ US	阿特斯阳光电力有限公司	7	N/A	57	14	9
ENPH US	Enphase 能源股份有限公司	43	17	15	14	12
	均值				**16**	**11**

资料来源：Bloomberg，Wind，华泰研究

风险提示

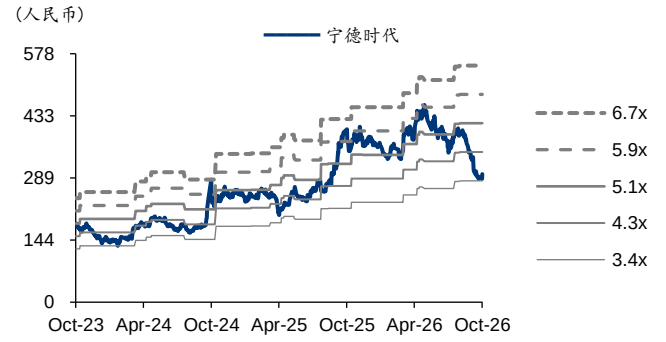
全球新能源车销量不及预期，客户开拓不及预期，行业竞争加剧，假设或测算偏差风险。

图表15：宁德时代 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表16：宁德时代 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	510,142	638,482	873,077	992,216	1,220,543
现金	303,512	333,513	478,646	583,815	706,245
应收账款	64,136	76,403	125,293	120,720	176,884
其他应收账款	2,207	2,120	4,090	3,484	5,678
预付账款	5,970	14,282	14,783	20,669	22,217
存货	59,836	94,526	132,858	145,171	191,272
其他流动资产	74,482	117,637	117,408	118,358	118,247
非流动资产	276,516	336,346	408,213	455,516	504,616
长期投资	54,792	64,884	89,314	117,857	144,891
固定投资	112,589	146,401	186,980	204,640	223,021
无形资产	14,420	15,264	16,694	16,643	17,152
其他非流动资产	94,716	109,797	115,225	116,377	119,553
资产总计	786,658	974,828	1,281,290	1,447,733	1,725,159
流动负债	317,172	399,626	638,693	722,553	893,815
短期借款	19,696	12,935	67,750	150,970	105,326
应付账款	130,977	160,329	268,783	255,904	379,020
其他流动负债	166,498	226,362	302,161	315,679	409,469
非流动负债	196,030	204,175	205,566	192,185	178,044
长期借款	81,238	78,235	79,626	66,244	52,103
其他非流动负债	114,792	125,940	125,940	125,940	125,940
负债合计	513,202	603,801	844,259	914,737	1,071,859
少数股东权益	26,526	33,919	41,083	49,828	60,409
股本	4,403	4,564	4,627	4,627	4,627
资本公积	116,756	156,248	156,248	156,248	156,248
留存公积	128,796	176,904	228,079	290,541	366,122
归属母公司股东权益	246,930	337,108	395,947	483,168	592,891
负债和股东权益	786,658	974,828	1,281,290	1,447,733	1,725,159

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金	96,990	133,220	214,260	129,386	281,880
净利润	54,007	76,786	102,350	124,924	151,162
折旧摊销	24,938	26,937	29,443	38,783	44,976
财务费用	(4,132)	(7,940)	(1,216)	(4,450)	(5,383)
投资损失	(3,988)	(7,971)	(10,945)	(13,350)	(16,150)
营运资金变动	15,235	33,216	95,298	(17,188)	106,469
其他经营现金	10,930	12,191	(668.89)	667.52	807.51
投资活动现金	(48,875)	(94,476)	(87,871)	(71,179)	(76,041)
资本支出	(31,180)	(42,345)	(76,144)	(56,703)	(66,098)
长期投资	(20,141)	(51,848)	(24,429)	(28,544)	(27,034)
其他投资现金	2,445	(282.99)	12,703	14,068	17,090
筹资活动现金	(14,524)	(6,310)	18,744	46,961	(83,409)
短期借款	4,515	(6,761)	54,814	83,221	(45,644)
长期借款	(2,211)	(3,004)	1,391	(13,382)	(14,141)
普通股增加	(0.00)	160.34	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	28,849	39,492	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(45,678)	(36,198)	(37,461)	(22,878)	(23,624)
现金净增加额	31,994	29,770	145,133	105,168	122,430

利润表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	362,013	423,702	608,082	741,690	897,228
营业成本	273,519	312,383	460,159	562,649	680,863
营业税金及附加	2,057	2,832	3,040	3,708	4,486
营业费用	3,563	3,735	4,865	5,934	7,106
管理费用	9,690	11,667	13,378	16,317	19,542
财务费用	(4,132)	(7,940)	(1,216)	(4,450)	(5,383)
资产减值损失	(8,423)	(8,660)	(5,169)	(6,304)	(7,626)
公允价值变动收益	664.22	974.08	2,432	1,483	1,794
投资净收益	3,988	7,971	10,945	13,350	16,150
营业利润	64,052	89,519	119,708	146,110	176,797
营业外收入	135.42	463.52	608.08	741.69	897.23
营业外支出	1,005	455.61	608.08	741.69	897.23
利润总额	63,182	89,527	119,708	146,110	176,797
所得税	9,175	12,740	17,358	21,186	25,636
净利润	54,007	76,786	102,350	124,924	151,162
少数股东损益	3,262	4,585	7,165	8,745	10,581
归属母公司净利润	50,745	72,201	95,186	116,179	140,580
EBITDA	82,496	108,603	143,085	179,027	213,235
EPS (人民币，基本)	11.58	16.14	20.57	25.11	30.38

主要财务比率

会计年度 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	(9.70)	17.04	43.52	21.97	20.97
营业利润	19.24	39.76	33.72	22.06	21.00
归属母公司净利润	15.01	42.28	31.83	22.06	21.00
获利能力 (%)					
毛利率	24.44	26.27	24.33	24.14	24.11
净利率	14.92	18.12	16.83	16.84	16.85
ROE	22.83	24.72	25.97	26.43	26.13
ROIC	12.48	15.58	17.87	17.65	18.33
偿债能力					
资产负债率 (%)	65.24	61.94	65.89	63.18	62.13
净负债比率 (%)	(50.73)	(49.38)	(62.80)	(57.82)	(74.78)
流动比率	1.61	1.60	1.37	1.37	1.37
速动比率	1.38	1.29	1.12	1.13	1.11
营运能力					
总资产周转率	0.48	0.48	0.54	0.54	0.57
应收账款周转率	5.65	6.03	6.03	6.03	6.03
应付账款周转率	2.21	2.14	2.14	2.14	2.14
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	10.97	15.60	20.57	25.11	30.38
每股经营现金流(最新摊薄)	20.96	28.79	46.30	27.96	60.92
每股净资产(最新摊薄)	53.36	72.85	85.57	104.42	128.13
估值比率					
PE (倍)	27.15	19.08	14.47	11.86	9.80
PB (倍)	5.58	4.09	3.48	2.85	2.32
EV EBITDA (倍)	15.17	10.77	7.59	5.92	4.18

资料来源：公司公告、华泰研究预测

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

分析师声明

本人，刘俊、边文姣、王嵩、杨景文，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格) 。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

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、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作,在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

下载日志已记录，仅供内部参考

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 宁德时代（3750 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure

其他信息请参见下方 **“美国-重要监管披露”**。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师刘俊、边文姣、王嵩、杨景文本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 宁德时代（3750 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准
中性：预计行业股票指数基本与基准持平
减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上
增持：预计股价超越基准 5%~15%
持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出：预计股价弱于基准 15%以上
暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

下载日志已记录，仅供内部参考

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J
香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809
美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231
新加坡：华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问，经营许可证编号为：202233398E

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521
电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/邮政编码：100032
电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275
电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017
电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062
电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海
上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120
电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068
电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司
香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼
电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123
电子邮件：research@htsc.com
http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司
美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）
电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702
电子邮件: Huatai@htsc-us.com
http://www.htsc-us.com

华泰证券（新加坡）有限公司
滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981
电话：+65 68603600
传真：+65 65091183
https://www.htsc.com.sg

©版权所有2026年华泰证券股份有限公司