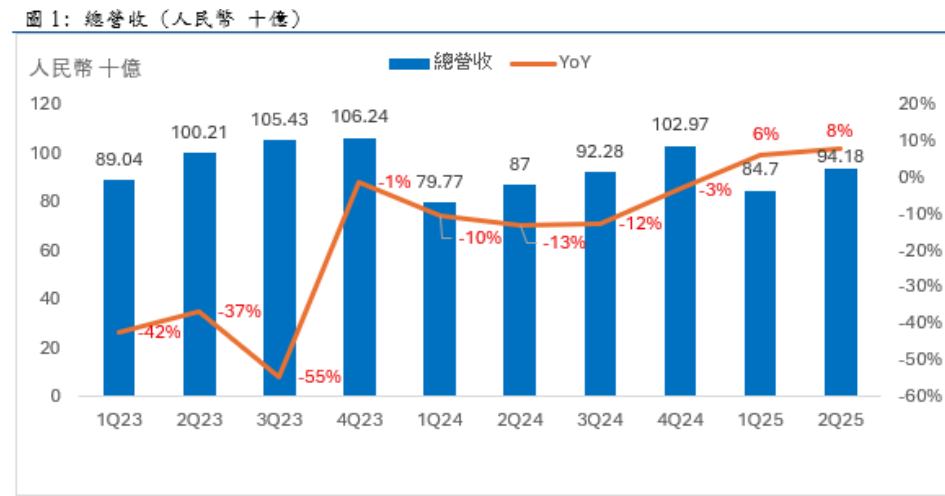


今日焦點:

► 寧德時代 (3750 HK, HK\$406.20, 市值 HK\$1.85 萬億) 全球佈局機遇與挑戰

收入維持增長但遜預期： 公司2025年上半年實現營業收入人民幣1,790億元，按年增長7%；其中第二季度總收入達人民幣942億元，按年增長8%，自2025年第一季度恢復正增長趨勢，惟第二季收入低於市場預期的人民幣1,010億元：



資料來源：公司數據，新華滙富研究

• 動力電池系統收入達人民幣1,320億元，按年增長16.8%，約佔總收入的74%。這得益於全球新能源汽車銷量上升帶動動力電池需求持續增長。根據SNE Research數據，2025年1月至5月全球新能源汽車銷量達752萬輛，按年增長32.4%；全球動力電池裝機量達401.3 GWh，按年增長38.5%。寧德時代動力電池出貨量持續攀升至120 GWh，按年增41%，按季增25%，增速超越行業平均水平。預計其2025年1月至5月全球動力電池裝機量市佔率達38.1%，較去年同期提升0.6個百分點。然而，動力電池平均銷售價格 (ASP) 為人民幣0.69元/Wh，按年下降14%。

• 儲能電池系統收入為人民幣284億元，按年微跌1.47%。根據市場研究機構Rho Motion數據，公司儲能電池產量仍保持全球第一。其第二季度儲能出貨量達30 GWh，按年增20%，按季增25%。期間海外收入佔該分部銷售額的50%，主要銷往歐洲和中東。然而，受國內增長放緩影響，整體增速有所回落。儲能產品ASP由人民幣0.62元/Wh降至人民幣0.53元/Wh，主要由於儲能市場技術門檻相對較低，導致價格競爭激烈。

香港及中國市場指數	收市	每日升跌	今年累升
恒生指數	24,773	-1.6%	23.5%
中資企業指數	8,882	-1.7%	21.9%
紅籌指數	4,249	-2.3%	12.4%
滬深300指數	4,075	-1.8%	3.6%
上海A股	3,745	-1.2%	-1.0%
上海B股	264	-1.4%	-1.0%
深圳A股	2,275	-1.4%	11.1%
深圳B股	1,279	-1.7%	5.5%

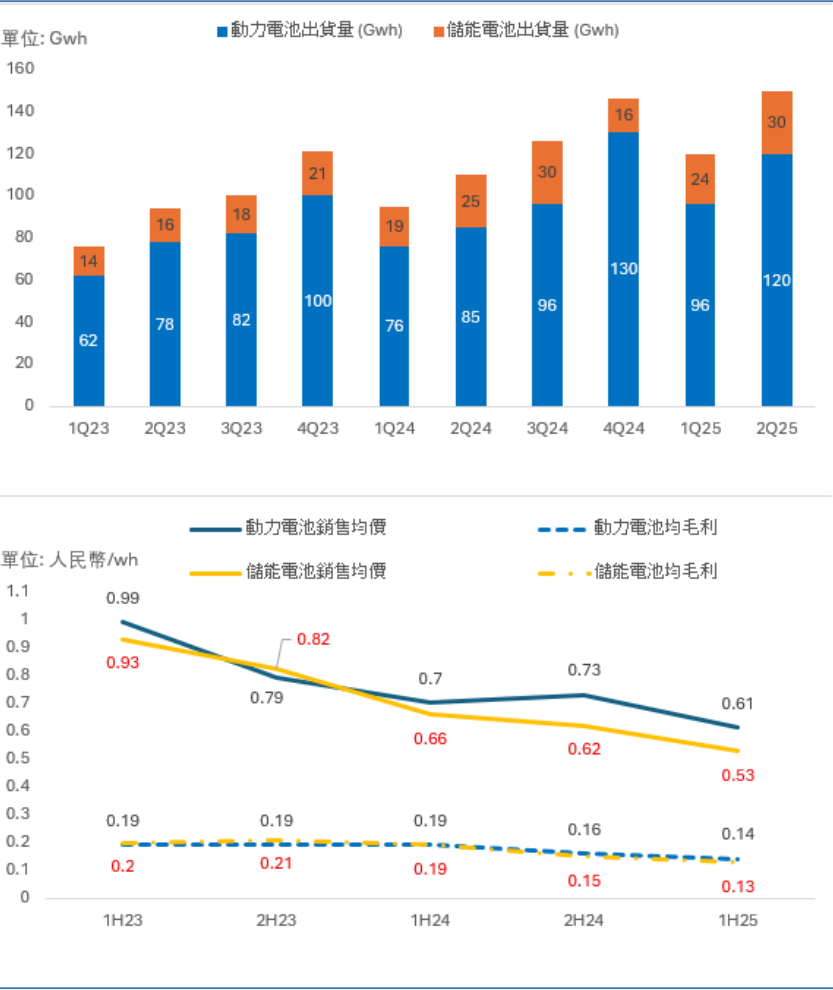
主要市場指數	收市	每日升跌	今年累升
美國道指	44,130	-0.7%	3.7%
標普500	6,339	-0.4%	7.8%
美國納斯達克指數	21,122	-0.0%	9.4%
日經平均指數	40,796	-0.7%	2.3%
英國富時指數	9,132	-0.0%	11.7%
法國證券公會指數	7,771	-1.1%	5.3%
德國法蘭克福指數	24,065	-0.8%	20.9%

商品價格	收市	每日升跌	今年累升
金價 (美元/盎司)	3,289	0.5%	25.3%
銅價 (美元/盎司)	2,056	-3.4%	15.1%
銀價 (美元/盎司)	36	-1.1%	26.9%
原油 (美元/桶)	69	-1.1%	-3.3%
銅價 (美元/盎司)	9,611	-1.9%	9.6%
鋁價 (美元/盎司)	2,565	-1.6%	0.5%
鉛價 (美元/盎司)	1,292	-1.6%	43.0%
錫價 (美元/盎司)	2,760	-1.6%	-7.3%
小麥 (美分/蒲式耳)	523	-0.1%	-4.7%
玉米 (美分/蒲式耳)	413	0.4%	-6.7%
糖 (美分/磅)	N/A	N/A	N/A
黃豆 (美分/蒲式耳)	989	-0.7%	-3.4%
PVC (美元/噸)	N/A	N/A	-8.1%
CRB 指數	299	-2.0%	3.0%
BDI			100.1%

匯率	美元	港元	歐羅	日元	瑞郎	人民幣
美元		7.8	0.9	150.8	0.8	7.2
港元	0.1		0.1	19.2	10.3	0.9
歐羅	1.1	9.0		172.1	1.1	8.2
日元	0.0	5.2	0.6		0.5	0.0
瑞郎	1.2	9.7	1.1	185.6		8.9
人民幣	0.1	1.1	0.1	20.9	0.1	

市場情緒	目前	5日升跌
信貸違約掉期 - 美元五年期		
希臘	N/A	N/A
愛爾蘭	83	-2.4%
義大利	139	-0.6%
葡萄牙	207	-0.0%
西班牙	108	0.3%
波動率指數	16	8.6%

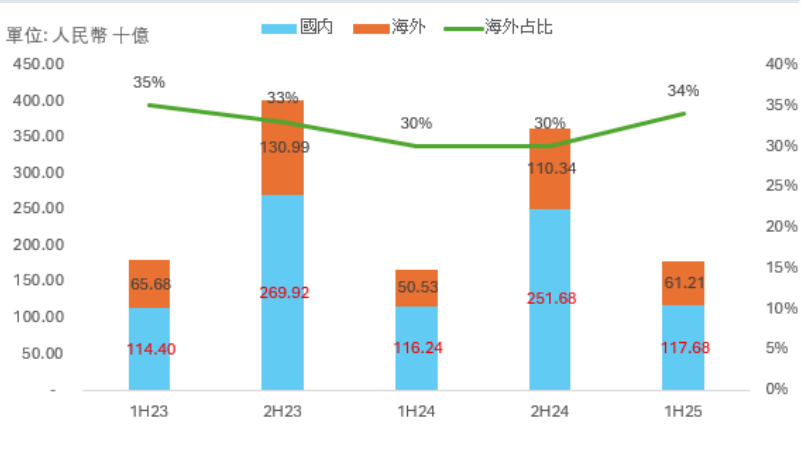
圖 2: 營收組成



資料來源: 公司數據, 新華滙富研究

海外收入持續增長，佔總收入34%： 這受全球清潔能源轉型目標推動，全球新能源汽車及風光裝機需求持續增長所支持。根據SNE Research，寧德時代的全球市佔率從2024年的37.5%提升至38.1%。公司正提升海外工廠（匈牙利、西班牙）產量，並持續推進本地化供應鏈佈局。

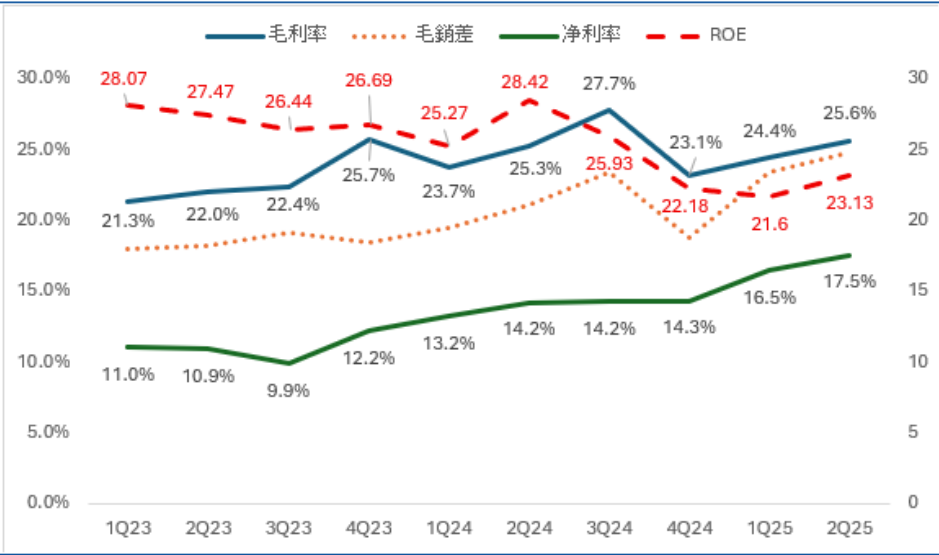
圖 3: 營收區域劃分



資料來源: 公司數據, 新華滙富研究

毛利率按季反彈，優秀成本控制支持： 第二季度綜合毛利率為25.6%，較第一季度的24.4%上升1.2個百分點，亦高於去年同期的25.3%。公司在第二季度展現了出色的成本控制能力，銷售費用僅人民幣7.7億元，毛利與銷售費用之差達到24.8%；銷售、管理及財務三項主要費用合計為人民幣85.5億元。費用率持續下降至9.1%。然而，受國內儲能價格競爭加劇、高端電動車滲透率階段性放緩以及部分原材料成本傳導滯後影響，動力電池和儲能電池的平均價格及毛利率均呈現下降趨勢。

圖 4：淨利潤率和毛利率



資料來源：公司數據，新華滙富研究

高產能利用率支持增長，庫存水平健康： 公司產能利用率維持在89.9%的高位；無論是產量還是在建產能均保持快速增長，按年增速相較2024年上半年均超過40%。合同負債及預計負債均達歷史高位；庫存持續上升至73 GWh，主要由於海外銷售增長所致。然而，因部分產品經中國海關出口後，暫存於寧德時代海外倉庫，尚未交付至客戶工廠，故仍計入庫存。儘管庫存絕對量增加，但第二季度庫存周轉天數與第一季度持平（約88天），顯示庫存狀況整體健康。公司有望受益於2025年動力電池和儲能行業整體景氣度回升以及海外需求的增長。

單位: Gwh	1H23	2H23	1H24	2H24	1H25	同比
產能	254	298	323	353	345	6.8%
產能利用率	60.6%	78.9%	65.3%	76.33%	89.89%	24.5pct
產量	154	235	211	305	310	46.9%
在建產能	100	100	153	219	235	53.6%

淨利潤創新高，資金充裕回饋股東： 股東應佔淨利潤達人民幣165億元，按年增長33%，淨利率達17.5%，創歷史新高。這得益於嚴格控制主要費用及資產減值大幅減少；財務費用為人民幣58億元，主要受匯兌收益等項目增加推動。公司資金儲備充裕，貨幣資金達人民幣3,510億元，資產負債率持續下降至63%，而股本回報率（ROE）維持在20%以上。公司計劃從2025年上半年股東應佔淨利潤中撥出人民幣45.7億元（佔近15%）作為中期股息，現金分紅為每10股派10.07元人民幣（H股為11.04港元）。

我們的觀點： 寧德時代第二季度整體表現穩健，出貨量增長受益於行業高增長。然而，由於國內終端汽車銷售競爭激烈，消費者對高性價比車型需求殷切，導致汽車平均售價持續下行。此外，比亞迪（BYD）及億緯鋰能（EVE Energy）等二線廠商產能提升，引發價格戰。同時，儲能市場因技術水平和門檻較低，受價格競爭加劇影響。動力電池及儲能電池的單價持續下降，部分抵消了出貨量高增長帶來的收益，導致收入僅增長8%。撇除財務費用的影響，核心經營利潤約為人民幣110億元，主要受價格戰導致的降價影響。

我們相信寧德時代將在新客戶拓展及全球佈局方面實現雙位數增長。 預計2025年電池出貨量將達850 GWh，受益於中國下半年可能推出的「反內卷」政策及國家補貼，有望緩解價格競爭並刺激消費購買意欲。寧德時代將加快歐洲工廠建設以規避關稅及物流成本，預計將提升其在歐洲的市佔率，避開國內價格戰。該股現時交易於15.0倍2026財年預測市盈率。（研究部）

圖 5: 寧德時代市占率

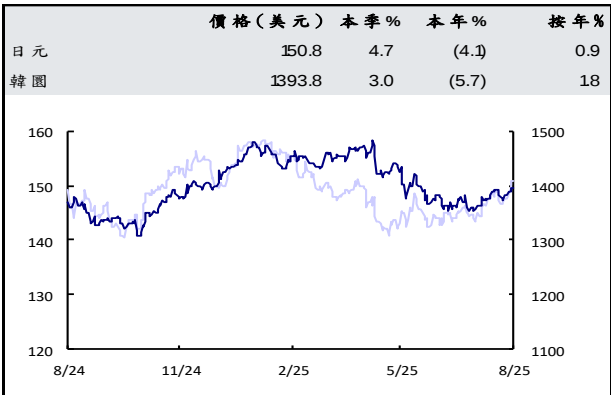
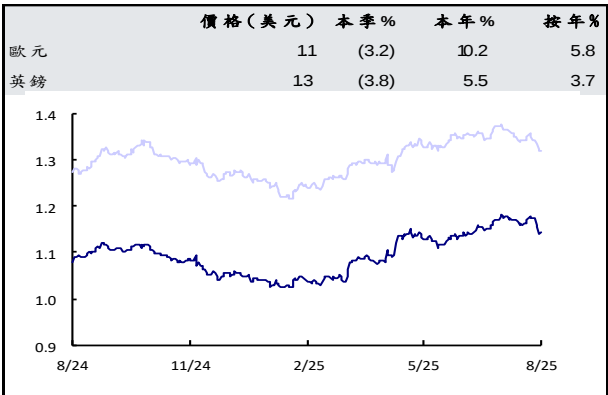
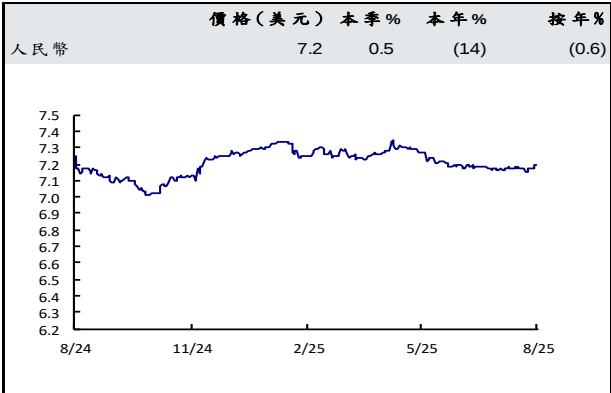
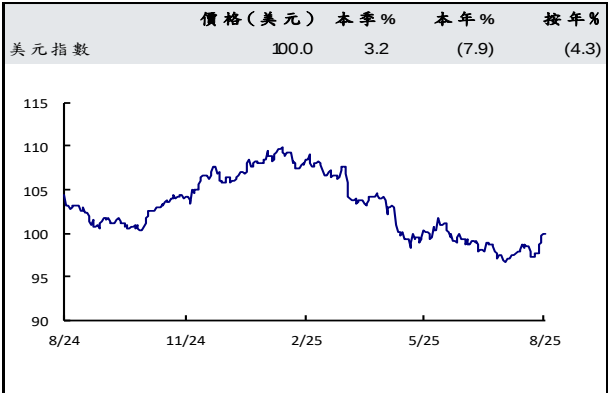
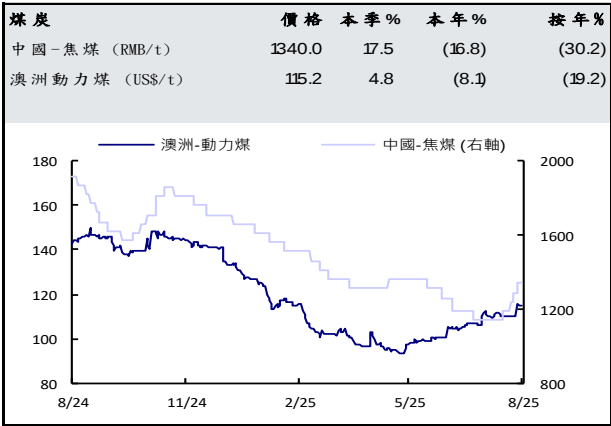
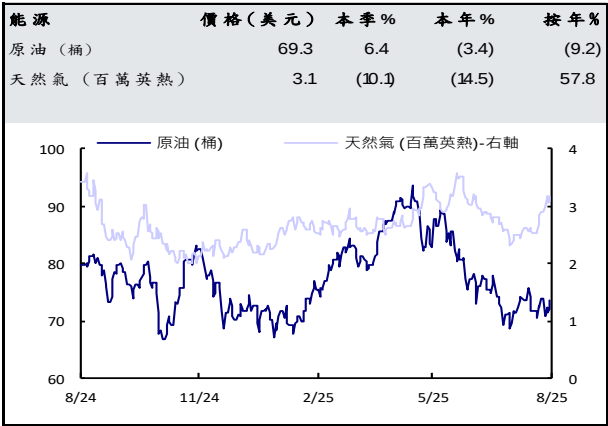
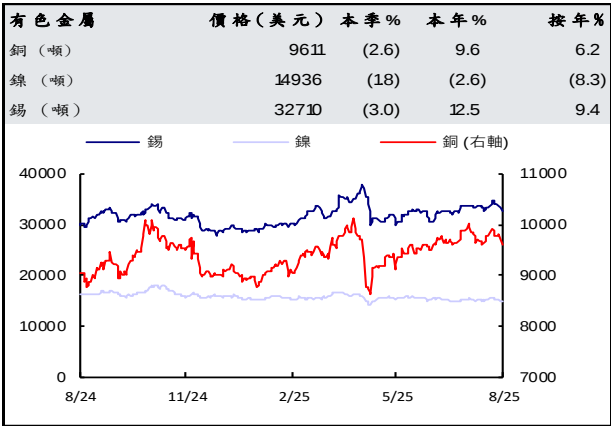
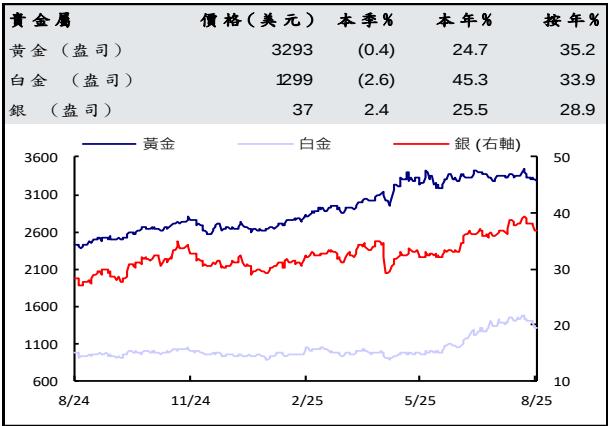
* Annual Cumulative Global EV Battery Usage					(Unit : GWh)	
Rank	Group	2024. 01-05	2025. 01-05	Growth Rate	2024 M/S	2025 M/S
1	CATL	108.6	152.7	40.6%	37.5%	38.1%
2	BYD	44.5	70.0	57.1%	15.4%	17.4%
3	LG Energy Solution	34.9	39.9	14.3%	12.1%	10.0%
4	CALB	13.7	16.9	22.7%	4.7%	4.2%
5	SK on	14.2	16.8	18.1%	4.9%	4.2%
6	Gotion	7.7	13.8	78.9%	2.7%	3.4%
7	Samsung SDI	14.3	13.1	-8.8%	4.9%	3.3%
8	Panasonic	13.4	11.7	-12.9%	4.6%	2.9%
9	EVE	6.4	10.8	67.7%	2.2%	2.7%
10	SVOLT	5.0	10.5	110.1%	1.7%	2.6%
Others		26.8	45.1	68.5%	9.2%	11.2%
Total		289.8	401.3	38.5%	100.0%	100.0%

(Source: 2025 June Global Monthly EV and Battery Monthly Tracker, SNE Research)

資料來源：SNE 數據，新華滙富研究

人民幣 十億	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25
總營收	89.04	100.21	105.43	106.24	79.77	87.00	92.28	102.97	84.70	94.18
同比	82.9%	55.9%	8.3%	-10.2%	- 10.4%	- 13.2%	- 12.5%	-3.1%	6.2%	8.3%
成本	70.10	78.20	81.79	78.97	60.87	65.00	66.68	79.17	64.03	70.09
毛利潤	18.94	22.00	23.64	27.27	18.90	22.00	25.60	23.80	20.67	24.09
毛利率	21.3%	22.0%	22.4%	25.7%	23.7%	25.3%	27.7%	23.1%	24.4%	25.6%
銷售費用	2.92	3.78	3.52	7.73	0.86	1.00	3.92	7.36	0.85	0.77
占比	3.30%	3.80%	3.30%	7.30%	4.20%	4.20%	4.30%	4.30%	1.00%	0.8%
管理費用	1.85	2.66	2.41	1.54	2.30	2.09	2.38	2.91	2.62	2.50
占比	2.1%	2.7%	2.3%	1.5%	2.9%	2.4%	2.6%	2.8%	3.1%	2.7%
研發費用	4.65	5.20	5.03	3.48	4.34	4.25	4.48	5.53	4.81	5.28
占比	5.2%	5.2%	4.8%	3.3%	5.4%	4.9%	4.9%	5.4%	5.7%	5.6%
資產減值	1.093	0.811	0.945	3.005	0.508	1.406	4.738	1.772	1.11	1.389
營收占比	0.8%	1.0%	1.3%	2.8%	1.0%	1.8%	5.6%	1.7%	1.5%	1.5%
核心營運利潤	8.42	9.55	11.74	11.50	10.53	11.81	13.24	9.80	11.27	15.53
利潤率	9.5%	9.5%	11.1%	10.8%	13.2%	13.6%	14.3%	9.5%	13.3%	16.5%
歸母淨利潤	9.82	10.90	10.43	12.98	10.51	12.36	13.14	14.74	13.96	16.52
淨利率	11.0%	10.9%	9.9%	12.2%	13.2%	14.2%	14.2%	14.3%	16.5%	17.5%
庫存	64	48.9	48.9	45.4	43.98	48.05	55.22	59.84	65.64	72.3
環比	- 16.0%	-23.6%	0.0%	-7.2%	-3.1%	9.3%	14.9%	8.4%	9.7%	10.1%
合同負責	25.9	22.1	26.6	24	20.6	22.5	22.7	27.8	37.1	36.6
環比	15%	-15%	20%	-10%	-14%	9%	1%	22%	33%	-1%
預計負債	22	26.4	31.8	51.6	57.3	59.2	65.4	71.9	73.5	80.1
環比	12%	20%	20%	62%	11%	3%	10%	10%	2%	9%
現金及現金等價物	210.5	219.6	233.8	264.3	288.6	255	264.7	303.5	321.3	350.5
資產負債率	67%	70%	70%	69%	68%	69%	64%	65%	65%	63%

市場洞察-主要大宗商品和貨幣



資料來源：彭博

美國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
首次申請失業保險金人數	週		25年7月31日
個人收入與支出	月		25年7月31日
採購經理人指數	月		25年8月1日
就業報告	月		25年8月1日
耐久財訂單	月		25年8月4日
工廠訂單	月		25年8月4日
貿易收支	月		25年8月5日
批發庫存	月		25年8月7日
消費者物價指數	月		25年8月12日
生產者物價指數	月		25年8月14日
商業庫存	月		25年8月15日
零售業銷售額	月		25年8月15日
工業生產指數	月		25年8月15日
新屋開工與營建許可	月		25年8月19日
成屋銷售量	月		25年8月21日
新屋銷售	月		25年8月25日
消費者信心指數	月		25年8月26日
國內生產毛額	季		25年8月28日
汽車銷售	月		

中國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
外匯儲備	季		25年8月7日
貿易收支	月		25年8月7日
M2貨幣供應量	月		25年8月9日
生產者物價指數	月		25年8月9日
消費者物價指數	月		25年8月9日
零售業銷售額	月		25年8月15日
工業生產報告	月		25年8月15日
採購經理人指數	月		25年8月31日
國內生產毛額	年		25年10月20日

香港經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
採購經理人指數	月		25年8月5日
外匯儲備	月		25年8月7日
國內生產毛額	季		25年8月15日
失業率報告	月		25年8月19日
消費者物價指數	月		25年8月21日
貿易收支	月		25年8月26日
M2貨幣供應量	月		25年8月29日
零售業銷售額	月		25年9月1日
生產價格	季		25年9月15日
工業生產報告	季		25年9月15日
綜合利率	月		

滙富研究部		
分析員 王學宏 (Howard Wong) 劉恩妍 (Ensley Liu)	電郵 Howard.wong@sunwahkingsway.com Ensley.liu@sunwahkingsway.com	電話 (852)22837307 (852)22837618

[illegible]

資料來源：香港交易所

免責聲明

本報告並非要約或招攬購買及認購任何證券。本報告中所提及的證券，在某些司法管制的區域下，並不適合作買賣。本報告或其任何部份均不得直接或間接分發或傳送予該等司法管制區域或當地居民，違者將構成觸犯有關法律及條例的罪行。本報告之擁有人應瞭解並遵守相關之限制。本報告只供私下傳閱之用，在未經滙富金融服務有限公司(“滙富金融服務”)及其聯屬公司(統稱“滙富集團”)書面同意之前，不得抄襲、影印、複製或再分發。

本報告由滙富金融服務在中華人民共和國香港特別行政區(“香港”)分發，滙富金融服務為根據香港法例第571章證券及期貨條例在香港證券及期貨事務監察委員會(“證監會”)註冊為持牌法團，中央編號為ADF346。

本報告所載資料摘錄自相信屬可靠之來源，惟滙富金融服務概不就其真確性或準確性作出任何明示或暗示之陳述或保證。印製本報告旨在協助收取本報告之人士，惟彼等作出判斷時不應依賴此作為一項具權威性之報告或以此為依據。本報告不得詮釋要約、邀請及招攬購買或出售於本報告所述公司之任何證券。本報告所載之建議，並無考慮任何特定收件人之特定投資目標、財務狀況及特別需要。所有意見及估算反映我們在本報告日之判斷，故可隨時更改，無須另行通知。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)可出任本報告所述任何發行商之證券發售之牽頭或副經辦人，可不時為任何發行商提供金融服務或其他顧問服務或從任何發行商招攬金融服務或其他業務。

在過往一年，滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)可能擔任本報告所述任何發行商之金融工具之市場莊家或以委託人形式進行買賣，並可能作為該發行商之包銷商、配售代理、顧問或放款人。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司、聯屬公司、股東、高級職員、董事及任僱員)可就任何發行商之證券、商品或衍生工具(包括期權)或其中之任何其他金融工具設立好倉或淡倉及進行買賣。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)之僱員可出任任何該等機構或發行商之董事或作為該等機構或發行商之董事會代表。

2025滙富集團。版權所有，不得翻印。

總辦事處聯屬公司及海外辦事處

香港
滙富金融服務有限公司
香港金鐘道89號
力寶中心1座7樓
電話：852-2283-7000
傳真：852-2877-2665

廣州
廣東新華滙富商業保理有限公司
廣州越秀區先烈中路69號
東山廣場2701室
郵編510095

越南
新華滙富越南服務有限公司代表處
SunwahTower,MezzanineFloor
115NguyenHue
District1
HoChiMinhCity
Vietnam