

今日焦點:

▶ **寧德時代 (3750.HK, 股價: 503.0港元, 市值: 2.30萬億港元) 業績勝預期, 盈利能力提升**

寧德時代是全球動力電池行業的領導者。公司公佈2025年第四季度收入為人民幣1,410億元 (同比增長36.6% / 環比增長35.0%)，歸母淨利潤為人民幣232億元 (同比增長57.1%)，遠超市場一致預期。公司宣派現金股息每股人民幣6.957元，總派息額同比增長53%。

圖 1: 24 年下半年和 25 年上半年數據對比 (人民幣/十億)

3750.HK 寧德時代	4Q24		3Q25		4Q25		按年同比	按季度比
	人民幣 十億	% 總收入	人民幣 十億	% 總收入	人民幣 十億	% 總收入		
總收入	102.97		104.20		140.6		37%	35%
成本	79.17		77.30		101.0		28%	31%
毛利潤	23.80	23.1%	26.90	25.8%	39.7	28.2%	5.1 ppt	2.4 ppt
研發費用	5.53	5%	4.97	5%	7.1	5%	28%	43%
銷售費用	7.36	7%	0.79	1%	3.4	2%	-54%	330%
管理費用	2.92	3%	3.10	3%	1.3	1%	-55%	-58%
運營費用	15.81	15%	8.86	9%	11.8	8%	-25%	33%
核心經營利潤	8.0	8%	18.0	17%	27.9	20%	249%	55%
股東應佔利潤	14.74	14%	18.55	18%	23.2	17%	57%	25%

資料來源: 公司數據, 新華滙富研究

出貨量強勁, 利潤率改善: 強勁的出貨量推動了第四季度的優異表現, 期內總出貨量達226吉瓦時, 高於市場預期的200吉瓦時。受汽車製造商提前備貨及單車電池容量提升的帶動, 動力電池出貨量達192吉瓦時, 環比增長48%; 儲能電池出貨量為34吉瓦時, 環比增長3%, 這主要受到較長的收入確認周期影響, 其基本趨勢仍實現雙位數增長, 且大部分收入尚未確認 (仍體現於存貨中)。

強勁的出貨量亦提升了營運效率, 2025財年產能利用率達到96.9%, 2025年下半年更進一步升至102.6%, 而2024財年則為76.3%。存貨環比增長17.8%至人民幣945.3億元, 同時合約訂單金額環比增長21%至人民幣492.3億元, 顯示需求能見度穩固。

綜合毛利率環比提升240個基點至28.2%, 為過去三年最高水平。按業務劃分, 動力電池毛利率由2025上半年的22.4%提升至下半年的24.85%, 儲能電池毛利率則由25.5%提升至27.7%。

圖 2: 總營收 (人民幣 十億)



資料來源: 公司數據, 新華滙富研究

香港及中國市場指數	收市	每日升跌	今年累升
恒生指數	25,408	-1.4%	-0.9%
中資企業指數	8,581	-0.5%	-3.7%
紅籌指數	4,311	-1.0%	7.4%
滬深300指數	4,615	-1.0%	-0.3%
上海A股	4,296	-0.7%	5.2%
上海B股	267	0.0%	5.2%
深圳A股	2,804	-0.7%	5.9%
深圳B股	1,216	-0.7%	-3.8%

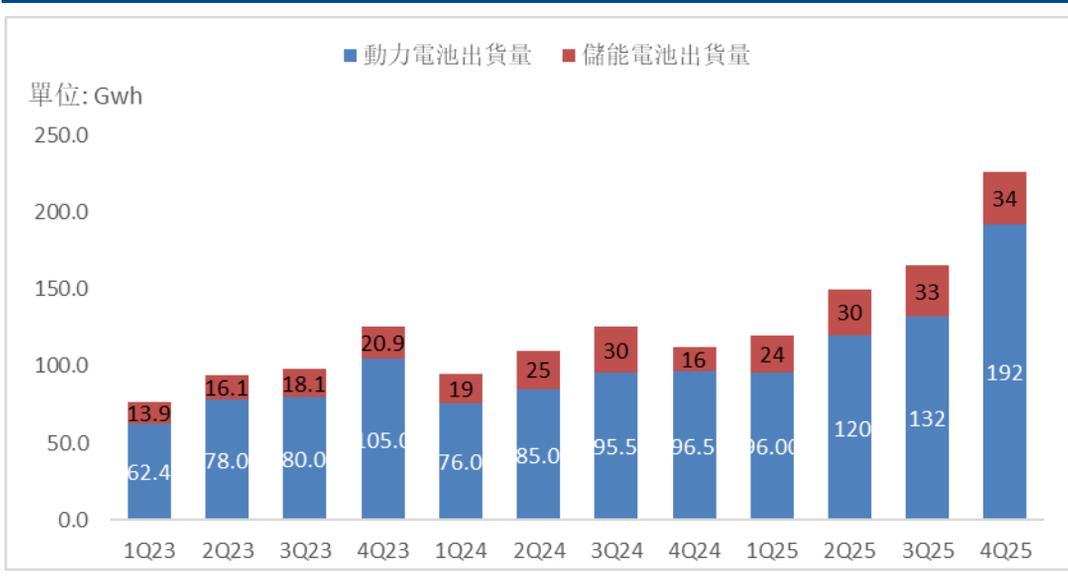
主要市場指數	收市	每日升跌	今年累升
美國道指	47,740	0.5%	-0.7%
標普500	6,795	0.8%	-0.7%
美國納斯達克指數	22,695	1.4%	-2.3%
日經平均指數	54,111	2.6%	7.5%
英國富時指數	10,249	-0.3%	3.2%
法國證券公會指數	7,915	-1.0%	-2.9%
德國法蘭克福指數	23,409	-0.8%	-4.4%

商品價格	收市	每日升跌	今年累升
金價 (美元/盎司)	5,138	-0.6%	18.9%
銅價 (美元/盎司)	2,773	-2.1%	9.1%
銀價 (美元/盎司)	86	2.9%	21.9%
原油 (美元/桶)	94	4.3%	54.0%
銅價 (美元/盎司)	12,954	0.4%	4.3%
鋁價 (美元/盎司)	3,385	2.7%	13.0%
鎳價 (美元/盎司)	2,186	1.6%	5.4%
鎘價 (美元/盎司)	3,328	3.1%	6.8%
小麥 (美分/蒲式耳)	598	2.6%	17.9%
玉米 (美分/蒲式耳)	453	-1.5%	0.3%
糖 (美分/磅)	134	15.2%	
黃豆 (美分/蒲式耳)	1,196	-0.4%	12.4%
PVC (美元/噸)	5,419	5.1%	25.0%
CRB 指數	356	5.9%	3.0%
BDI		-6.0%	7.1%

匯率	美元	港元	歐羅	日元	瑞郎	人民幣	
美元			7.8	0.9	157.7	0.8	6.9
港元	0.1		0.1	20.2	9.9	0.9	
歐羅	1.2	9.1		183.5	1.1	8.0	
日元	0.0	5.0	0.5		0.5	0.0	
瑞郎	1.3	10.1	1.1	202.8		8.9	
人民幣	0.1	1.1	0.1	22.9	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	NA	NA
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	25	18.9%

圖 3: 電池出貨量細拆

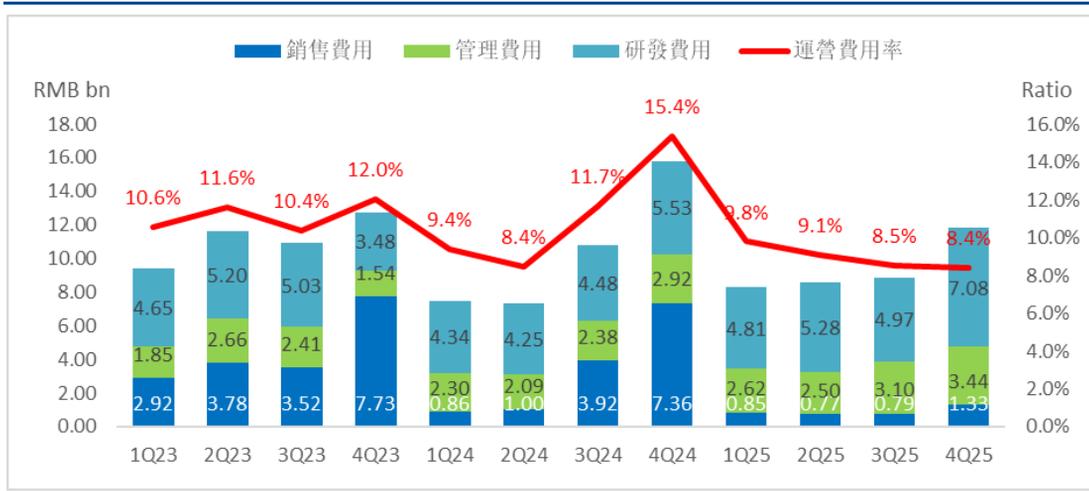


資料來源: 公司數據, 新華滙富研究

核心利潤增長, 成本控制穩健: 核心經營利潤同比增長2.5倍, 環比增長54%至人民幣278億元, 核心經營利潤率環比擴張250個基點至19.8%, 同樣為過去三年最高水平。此項改善得益於嚴格的成本控制, 經營費用率維持在8.4%, 總經營費用同比下降25%至人民幣118億元。受資產減值損失增加至人民幣45.8億元的影響, 淨利潤率環比微降至16.5%。

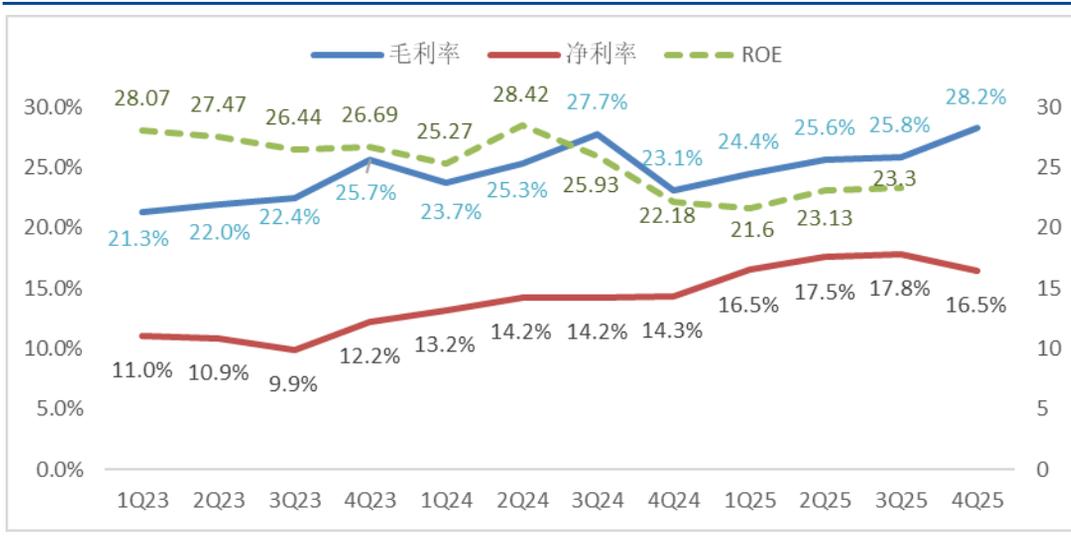
與此同時, 資本開支環比增加人民幣24億元至人民幣123億元, 而淨現金仍維持充裕, 達人民幣2,757億元。總體而言, 在嚴格的費用控制、更強的經營槓桿及穩健的資產負債表支持下, 寧德時代的核心盈利能力持續改善。

圖 4: 運營費用細拆



資料來源: 公司數據, 新華滙富研究

圖 5: 淨利潤率和毛利率



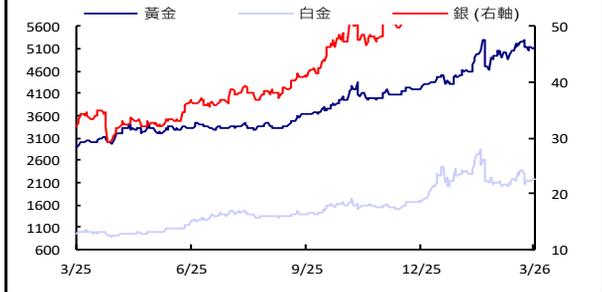
資料來源: 公司數據, 新華滙富研究

我們的觀點: 寧德時代2025年第四季度增長環比加速, 儘管收入仍在一定程度上受產能限制影響。隨著資本開支增加及在建產能達321吉瓦時, 公司正朝着總產能1.2太瓦時的目標邁進, 為未來出貨量增長提供支持。市場對碳酸鋰價格上漲的擔憂亦有所緩解, 因寧德時代採用的金屬價格掛鉤定價機制及上游供應鏈鎖定策略已增強其成本傳導能力, 這體現在2025下半年的毛利率改善中。

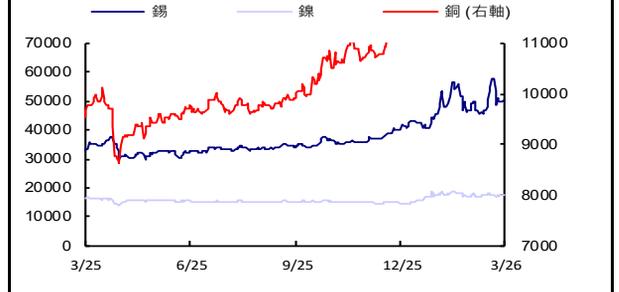
寧德時代的行業領導地位依然穩固, 2025年其全球動力電池使用量市場份額提升1.2個百分點至39.2%, 同時根據SNE Research的數據, 其儲能電池出貨量連續第五年位居全球第一。展望未來, 儘管2026年中國新能源汽車銷售增速可能放緩, 但寧德時代2025年動力電池出貨量增速已超越新能源汽車銷售增速, 這主要受單車電池容量提升所驅動。人工智能帶來的電力需求預計將刺激儲能電池的需求, 而寧德時代有望在海外市場(尤其是歐洲)獲取更多份額, 其在歐洲的電動汽車電池市場份額已接近45%, 商用車電池市場份額已達40%。結合電動汽車單車電池容量的持續提升, 這些趨勢應能支持收入進一步增長。我們對行業前景及寧德時代的競爭優勢保持樂觀。該股目前對應2026財年預測市盈率約23倍。(研究部)

市場洞察-主要大宗商品和貨幣

貴金屬	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
黃金 (盎司)	5104	17.6	17.6	76.0
白金 (盎司)	2169	6.6	6.6	124.3
銀 (盎司)	84	19.0	19.0	160.4



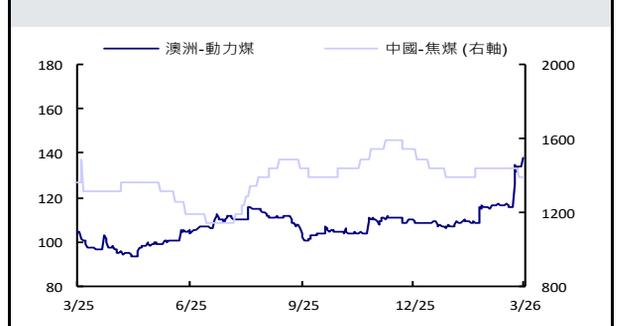
有色金屬	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
銅 (噸)	12954	4.3	4.3	36.0
鎳 (噸)	17469	4.9	4.9	5.5
錫 (噸)	50685	25.0	25.0	55.2



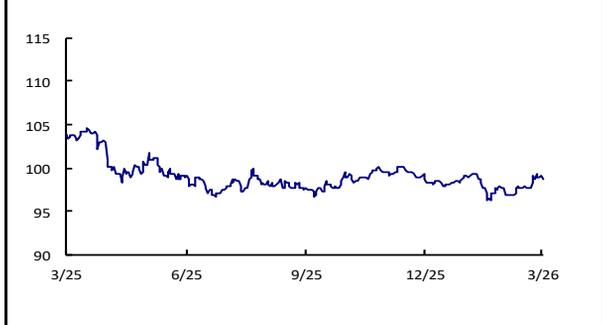
能源	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
原油 (桶)	94.8	65.0	65.0	43.5
天然氣 (百萬英熱)	3.1	(15.4)	(15.4)	(30.5)



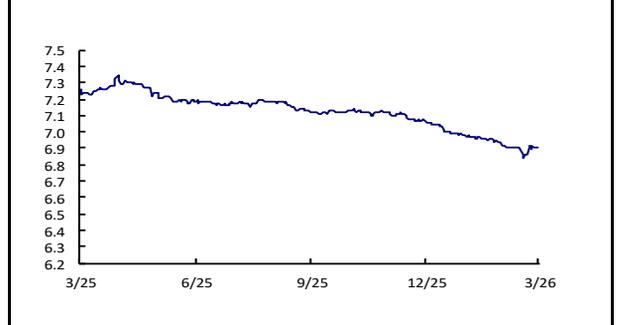
煤炭	價格	本季%	本年%	按年%
中國-焦煤 (RMB/t)	1390.0	(3.5)	(3.5)	2.2
澳洲動力煤 (US\$/t)	137.7	28.0	28.0	31.6



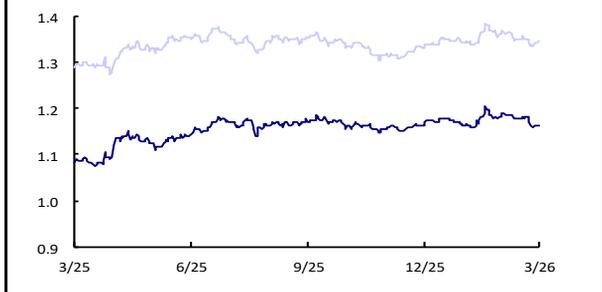
美元指數	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
美元指數	99.2	0.9	0.9	(4.5)



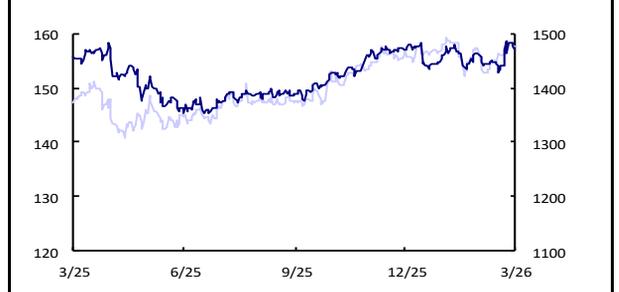
人民幣	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
人民幣	6.9	(12)	(12)	(4.9)



歐元	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
歐元	1.2	(0.9)	(0.9)	7.4
英鎊	1.3	(0.3)	(0.3)	4.3



日元	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
日元	157.7	0.6	0.6	7.1
韓圓	1475.5	2.1	2.1	1.4



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
消費者物價指數	月		26年3月11日
新屋開工與營建許可	月		26年3月12日
國內生產毛額	季		26年3月13日
生產者物價指數	月		26年3月18日
消費者信心指數	月		26年3月31日
採購經理人指數	月		26年4月1日
個人收入與支出	月		26年3月13日
耐久財訂單	月		26年3月13日
工廠訂單	月		26年3月18日
首次申請失業保險金人數	週		26年3月12日
貿易收支	月		26年3月12日
批發庫存	月		26年3月19日
就業報告	月		26年4月3日
零售業銷售額	月		26年4月1日
成屋銷售量	月		26年3月10日
工業生產指數	月		26年3月16日
新屋銷售	月		26年3月19日
商業庫存	月		26年4月1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
M2貨幣供應量	月		26年3月9日
採購經理人指數	月		26年3月31日
外匯儲備	季		26年4月7日
生產者物價指數	月		26年4月10日
消費者物價指數	月		26年4月10日
貿易收支	月		26年4月14日
零售業銷售額	月		26年4月16日
工業生產報告	月		26年4月16日
國內生產毛額	年		26年4月16日

香港經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
生產價格	季		26年3月13日
工業生產報告	季		26年3月13日
失業率報告	月		26年3月18日
消費者物價指數	月		26年3月20日
貿易收支	月		26年3月26日
M2貨幣供應量	月		26年3月31日
零售業銷售額	月		26年4月1日
採購經理人指數	月		26年4月8日
外匯儲備	月		26年4月9日
國內生產毛額	季		26年5月5日
綜合利率	月		

滙富研究部

分析員

王學宏 (Howard Wong)
李旭佳 (Alan Li)

電郵

howard.wong@sunwahkingsway.com
alan.li@sunwahkingsway.com

電話

(852)22837307
(852)22837306

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之證券發售之牽頭或副經辦人，可不時為任何發行者提供金融服務或其他顧問服務或從任何發行者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，並可能作為該發行者之包銷商、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)可就任何發行者之證券、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者之董事或作為該等機構或發行者之董事會代表。

2026 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
Sunwah Tower, Mezzanine Floor
115 Nguyen Hue
District 1
Ho Chi Minh City
Vietnam