

# 亿纬锂能 (300014)

## 2022 年报点评: 业绩符合市场预期, 储能 23 年翻倍以上增长

买入 (维持)

2023 年 04 月 18 日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001  
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证书: S0600517120002  
021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

证券分析师 岳斯瑶

执业证书: S0600522090009  
yuesy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	36,304	60,102	87,892	135,917
同比	115%	66%	46%	55%
归属母公司净利润 (百万元)	3,509	6,349	9,070	14,153
同比	21%	81%	43%	56%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.72	3.10	4.43	6.92
P/E (现价&最新股本摊薄)	40.21	22.22	15.56	9.97

关键词: #业绩符合预期

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年报, 其中 22 年营收 363 亿, 同增 115%, 归母净利 35 亿, 同增 21%, 扣非净利 27 亿元, 同增 6%, 其中本部归母净利 27 亿, 同增 122%, 毛利率 16%, 同减 5pct; 其中 Q4 营收 120 亿, 环增 28%; 归母净利 8 亿, 环减 35%, 毛利率 18%, 环增 0.3pct, 与业绩快报基本一致, 符合市场预期。
- **动储全年出货 30gwh、储能高增长、23 年总出货预期翻番以上增长。** 公司 22 年动储收入 277 亿, 对应电池出货 30gwh, 对应均价 1.04 元/wh (含税)。分结构看, 22 年出货三元 10gwh, 铁锂 20gwh (储能接近 12gwh), 其中 Q4 电池出货预计 10gwh+, 环增 30%, 其中储能 4.5gwh+, 占比提升明显。随着新增产能释放, 23 年动储收入预计 500 亿, 出货 65GWh, 其中储能 35gwh, 同增 200%+, 动力预计 30gwh (其中软包 10gwh, 方形三元 2-3gwh, 大圆柱 2-3gwh, 方形铁锂 15gwh), 动力中广汽贡献主要增量, 且 4680 大圆柱开始批量交付。
- **动储盈利进一步恢复、23 年盈利水平整体可维持。** 盈利方面, 我们预计 22 年动储毛利率近 15%, 动力储能子公司主体亿纬动力净利 12.6 亿, 净利率 4.7%, 单 wh 净利 0.04 元+ (控股 98.5%, 且包含政府补贴等非经), 预计扣非归母净利达 0.03 元/wh+, 全年动力储能电池预计贡献 8-9 亿利润。23 年公司仍以联动方式为主, 依靠原材料价格下行, 叠加一体化布局产能进一步释放(自给率升至 20%+), 预计净利率维持 5%左右, 贡献 25-30 亿元净利润。
- **圆柱电池出货同增 30%、思摩尔及投资收益下滑。** 消费电子 22 年营收 85 亿元, 同增 24%; 其中, 锂原电池收入 21 亿, 同增 16%, 毛利率 35%, 预计贡献 5-6 亿利润, 圆柱电池预计营收 64 亿元, 出货预计 5-6 亿支, 同增 30%, 贡献利润 4-5 亿; 消费电子 23 年营收预计 100-110 亿左右, 同增 25%左右, 其中圆柱电池出货预计 8-9 亿颗, 同增 40%。思摩尔全年贡献 8 亿利润, 同减 53%, 预计 23 年增长 20-30%, 碳酸锂投资收益 22 年预计贡献 5-6 亿利润, 23 年随着碳酸锂跌价预计基本维持。
- **Q4 经营性现金流承压、年末存货维持高位。** 22 年公司期间费用率 12%, 同减 2.5pct, Q4 计提信用减值损失 1 亿, 转回资产减值损失 0.25 亿。22 年底存货 86 亿, 较年初增长 131%, 较 Q3 末增长 9%。22 年经营活动净现金流净额 28.6 亿, 同增 54%, 其中 Q4 为-0.2 亿, 同减 102%。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑到下游需求偏弱, 我们下修公司 23-24 年归母净利预测至 63/91 亿元 (原 63/92 亿), 预计 25 年归母净利 142 亿元, 23-25 年同增 81%/43%/56%, 对应 22/16/10x, 公司储能持续扩张, 一体化布局产能释放, 给予 23 年 35x, 目标价 108.5 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 电动车销量不及预期, 原材料价格波动。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	68.97
一年最低/最高价	52.45/121.80
市净率(倍)	4.63
流通 A 股市值(百万元)	127,493.17
总市值(百万元)	141,093.41

基础数据

每股净资产(元,LF)	14.90
资产负债率(% ,LF)	60.35
总股本(百万股)	2,045.72
流通 A 股(百万股)	1,848.53

相关研究

《亿纬锂能(300014): 2023Q1 业绩预告点评: 业绩基本符合预期, 23 年盈利水平可维持》

2023-04-10

《亿纬锂能(300014): 股权激励方案落地, 收入目标翻倍增长》

2023-02-17

2022 年归母净利润 35.09 亿元，同增 20.76%，符合市场预期。2022 年公司营收 363.0 亿元，同比增长 115%；归母净利润 35.1 亿元，同比增长 21%；扣非归母净利润 27.0 亿元，同比增长 5.8%，与业绩快报基本一致，符合市场预期。其中，2022 年思摩尔贡献投资收益 7.85 亿元净利润，本部归母净利润为 27.24 亿元，同增 118%左右。22 年毛利率为 16.43%，同比-5.14pct；净利率为 10.11%，同比-8.52pct，其中本部净利率为 8.4%，同比提升 1pct。

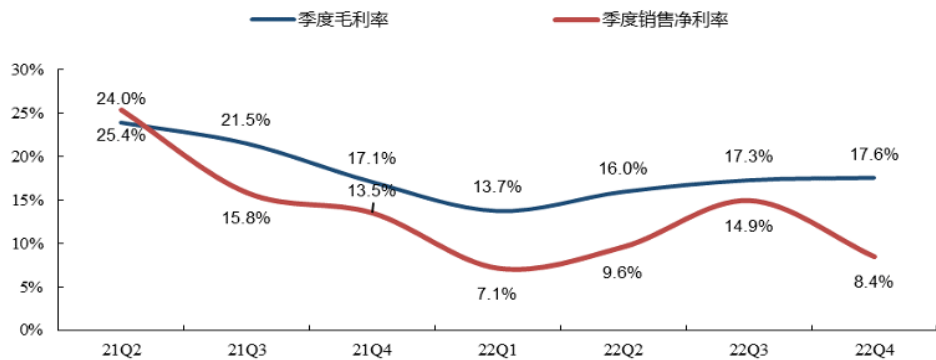
Q4 归母净利润 8.43 亿元，同环比+22.24%/-35.44%。2022 年 Q4 公司实现营收 120.21 亿元，同比增加 120.48%，环比增长 28.47%；归母净利润 8.43 亿元，同比+22.24%，环比-35.44%，扣非归母净利润 5.2 亿元，同比+24.27%，环比下降 47.26%。盈利能力方面，Q4 毛利率为 17.58%，同比+0.47pct，环比+0.29pct；归母净利率 7.02%，同比-5.64pct，环比-6.95pct；Q4 扣非归母净利率 4.31%，同比-3.34pct，环比-6.19pct。

图1: 公司季度经营情况 (百万元)

	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1
营业收入(百万)	12,020.6	9,357.0	8,192.4	6,733.9
-同比	120.48%	91.43%	127.42%	127.69%
毛利率	17.58%	17.30%	15.96%	13.75%
归母净利润(百万)	843.4	1,306.5	837.9	521.2
-同比	22.24%	81.18%	-1.18%	-19.43%
归母净利率	7.02%	13.96%	10.23%	7.74%
扣非归母净利润(百万)	518.3	982.7	759.15	434.92
-同比	24.27%	39.44%	-6.37%	-29.22%
扣非归母净利率	4.31%	10.50%	9.27%	6.46%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图2: 公司季度盈利能力 (%)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**业绩分拆看：**分业务看，1) 锂原电池贡献收入 21.45 亿元，同比增长 15.8%，毛利率为 34.7%，同比下降 6.83pct，我们预计贡献净利润 5-6 亿元+，同比基本持平；2) 锂离子电池贡献收入 340.51 亿元，同比大增 126.5%，毛利率为 15.0%，同比下降 4.00pct，其中动力储能业务营收 277 亿元，同增 177%。分子公司看，1) 思摩尔 22 年营业收入为 121.45 亿元，同比减少 11.7%，净利润 25.10 亿元，同比减少 52.5%，对应净利率 20.67%，为公司贡献 7.85 亿元净利润；2) 亿纬动力 22 年营业收入 272.16 亿元，同比增加 161.9%，净利润 12.66 亿元同比增加 104.9%，对应净利率 4.65%；3) 荆门创能 22 年营业收入 33.51 亿元，净利润 5.06 亿元，对应净利率 15.10%。

图3：公司分业务拆分情况

	2022年				2022H2		2022H1	
	营业收入 (亿元)	同比	毛利率	同比	营业收入 (亿元)	毛利率	营业收入 (亿元)	毛利率
锂原电池	21.45	15.8%	34.7%	-6.83pct	10.82	35%	10.63	34.5%
锂离子电池	340.51	126.5%	15.0%	-4.00pct	202.33	16%	138.18	13.2%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图4：子公司经营情况

	2022年					2022H2		2022H1	
	营业收入 (亿元)	同比	净利润 (亿元)	同比	净利率	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)
思摩尔国际	121.45	-11.7%	25.10	-52.5%	20.67%	64.92	11.26	56.53	13.85
亿纬动力	272.16	161.9%	12.66	104.9%	4.65%	170.31	16.70	101.84	-4.04
荆门创能	33.51	-	5.06	-	15.10%	15.89	2.19	17.61	2.87

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**动储全年出货 30gwh、储能实现高增长、23 年总出货预期翻番以上增长。**公司 22 年动储收入 277 亿，对应电池出货 30gwh，对应均价 1.04 元/wh（含税）。分结构看，22 年出货三元 10gwh，铁锂 20gwh（储能接近 12gwh），其中 Q4 电池出货预计 10gwh+，环增 30%，其中储能 4.5gwh+，占比提升明显。随着新增产能释放，23 年动储收入预计 500 亿，出货 65GWh，其中储能 35gwh，同增 200%+，动力预计 30gwh（其中软包 10gwh，方形三元 2-3gwh，大圆柱 2-3gwh，方形铁锂 15gwh），动力中广汽贡献主要增量，且 4680 大圆柱开始批量交付。

**动储盈利进一步恢复、23 年盈利水平整体可维持。**盈利方面，我们预计 22 年动储毛利率近 15%，动力储能子公司主体亿纬动力净利 12.6 亿，净利率 4.7%，单 wh 净利 0.04 元+（控股 98.5%，且包含政府补贴等非经），预计扣非归母净利达 0.03 元/wh+，全年动力储能电池预计贡献 8-9 亿利润。23 年公司仍以联动方式为主，依靠原材料价格下

行，叠加一体化布局产能进一步释放(自给率升至 20%+)，预计净利率维持 5%左右，贡献 25-30 亿元净利润。

#### 动储电池分结构看：

1) **磷酸铁锂**：根据 GGII 数据，公司 22 年磷酸铁锂装机量 3.5gwh，同增 195%，其中 Q4 铁锂装机量 2.4gwh，环增 308%，考虑到储能电池等其他领域的需求，我们预计公司 22 年铁锂电池出货 20gwh 左右，同增 250%以上，其中 Q4 铁锂电池出货超 7.5gwh，环增 30%。截止 22 年底已有铁锂产能 40gwh，23 年储能需求高增，且公司乘用车客户开拓顺利，23 年全年有望出货超 50gwh，同增 150%，其中储能预计 35gwh，同增 200%+，占比逐渐提升。

2) **三元软包**：根据 GGII 数据，公司 22 年三元装机量 1.26gwh，同增 23%，其中 Q4 三元装机量 0.76gwh，环增 250%，公司三元软包满产满销，主要配套戴姆勒、现代和小鹏等，考虑到三元软包出口需求，我们预计公司 22 年三元软包出货 9gwh，满产满销，23 年预计出货 10gwh，公司软包电池主供海外，定价方式与上游原材料联动，盈利水平基本维持稳定。

3) **三元方形**：公司产能陆续释放，22 年哪吒等客户开始起量，全年预计出货 1-2gwh，22 年底三元方形产能达 12.5gwh，23 年开始供货华晨宝马、广汽等客户，预计出货 2-3gwh。

4) **大圆柱**：公司此前获成都大运定点，并已拿到德国宝马 Neue Klasse 系列车型大圆柱电池订单，获得海外大客户认可，体现公司在大圆柱领域的核心竞争力。目前荆门一期 7gwh 已投产，二期三期预计 23H1 投产，23 年预计出货 2-3gwh，此外公司陆续规划了四川成都、辽宁沈阳、欧洲匈牙利的工厂，25 年产能规划将超过 100GWh。



图5: 亿纬锂能 2022 年动力电池国内客户结构 (装机口径)

【东吴电新】2022年1-12月动力电池配套车企统计						
电池企业	配套车企	车辆类别	电池类型	车辆总数	电量 (KWh)	占比
亿纬锂能	小鹏汽车	乘用车	磷酸铁锂	28,335.00	1,675,423.80	26.47%
		乘用车	三元	21,137.00	1,531,994.50	24.20%
	广汽乘用车	乘用车	磷酸铁锂	15,671.00	930,337.16	14.70%
	三一汽车	专用车	磷酸铁锂	1,851.00	606,607.62	9.58%
	吉利商用车	专用车	磷酸铁锂	6,636.00	491,007.23	7.76%
	东风汽车	客车	磷酸铁锂	810.00	215,939.52	3.41%
		专用车	磷酸铁锂	2,665.00	228,068.36	3.60%
	南京金龙	乘用车	三元	48.00	2,760.43	0.04%
		客车	磷酸铁锂	764.00	211,860.50	3.35%
		专用车	磷酸铁锂	37.00	3,622.80	0.06%
		专用车	三元	1.00	43.60	0.00%
	合众新能源	乘用车	三元	1,469.00	111,948.27	1.77%
		乘用车	磷酸铁锂	9.00	490.32	0.01%
	瑞驰汽车	乘用车	磷酸铁锂	2,691.00	106,671.60	1.69%
	武汉客车厂	客车	磷酸铁锂	408.00	87,970.66	1.39%
	宇通客车	客车	磷酸铁锂	150.00	22,609.92	0.36%
	九龙汽车	乘用车	磷酸铁锂	26.00	2,238.60	0.04%
		客车	磷酸铁锂	59.00	5,079.90	0.08%
		专用车	磷酸铁锂	120.00	7,212.00	0.11%
	中车时代	专用车	磷酸铁锂	50.00	11,481.60	0.18%
	华菱星马汽车	专用车	磷酸铁锂	20.00	8,478.72	0.13%
	唐骏欧铃	专用车	磷酸铁锂	122.00	7,542.53	0.12%
	厦门金龙	专用车	磷酸铁锂	26.00	6,127.68	0.10%
	万山特种车	客车	磷酸铁锂	26.00	6,068.00	0.10%
	陕西汽车	专用车	磷酸铁锂	20.00	5,652.40	0.09%
	成都大运	专用车	磷酸铁锂	19.00	5,369.78	0.08%
	新楚风汽车	专用车	磷酸铁锂	18.00	5,087.23	0.08%
	宇通重工	专用车	磷酸铁锂	77.00	4,709.15	0.07%
	广通汽车	客车	磷酸铁锂	46.00	4,526.00	0.07%
	吉利汽车	客车	磷酸铁锂	18.00	3,981.23	0.06%
	甘肃建投重工	专用车	磷酸铁锂	16.00	3,674.88	0.06%
	广西申龙	专用车	磷酸铁锂	96.00	3,669.12	0.06%
	山东汽车	专用车	磷酸铁锂	31.00	2,763.00	0.04%
	亿鼎新能源	专用车	其它	42.00	1,552.32	0.02%
		专用车	磷酸铁锂	1.00	36.96	0.00%
	成都雅骏	专用车	磷酸铁锂	12.00	1,230.00	0.02%
	徐工汽车	专用车	磷酸铁锂	13.00	1,146.08	0.02%
	智电客车	客车	磷酸铁锂	8.00	993.38	0.02%
	华菱星马	专用车	磷酸铁锂	2.00	847.87	0.01%
	一汽红塔	专用车	磷酸铁锂	9.00	778.95	0.01%
东风特种	客车	磷酸铁锂	2.00	645.12	0.01%	
玉柴新能源	专用车	磷酸铁锂	6.00	519.31	0.01%	
新全义机械	专用车	磷酸铁锂	2.00	459.26	0.01%	
重汽王牌	专用车	磷酸铁锂	5.00	432.75	0.01%	
通达汽车	专用车	磷酸铁锂	1.00	218.54	0.00%	
国泰新能源	专用车	磷酸铁锂	2.00	164.80	0.00%	
东风柳州汽车	专用车	磷酸铁锂	1.00	88.17	0.00%	
远程汽车	专用车	磷酸铁锂	1.00	61.82	0.00%	
飞驰汽车	专用车	磷酸铁锂	1.00	61.82	0.00%	
中恒天智骏	乘用车	三元	1.00	35.39	0.00%	
恒润高科	乘用车	三元	1.00	28.90	0.00%	
河北御捷	乘用车	三元	1.00	22.00	0.00%	
合计				83,583.00	6,330,341.57	100.00%

数据来源: GGII, 东吴证券研究所

**加码一体化布局，自供比例逐步提升。**上游方面，公司参股的兴华锂业规划产能 0.5 万吨碳酸锂，控股子公司金海锂业一期 1 万吨 22 年 Q3 末投产，Q4 开始贡献增量，二期 2 万吨于 23 年陆续建成，参股瑞福锂业 20% 股权，具备锂盐产能 3.5 万吨，3 万吨产能在建，充分保障公司碳酸锂产能供应，我们预计 23 年公司碳酸锂权益出货有望达 1 万吨+；此外公司与川能动力、蜂巢能源成立合资公司，与紫金锂业合作，远期总权益产能规划超 7 万吨；中游方面，我们预计 23 年铁锂、负极、隔膜、电解液产能逐渐开始贡献盈利，随着新增产能投产，公司成本优势将进一步体现。

图6: 亿纬锂能锂资源布局

合作领域	合作公司	持股比例	产能规划 (万吨)	权益产能 (万吨)	合作内容
锂资源	兴华锂盐	49.0%	0.5	0.2	交易完成后公司将直接持有兴华锂盐49%的股权，有利于公司进一步聚焦锂电池主业
	金海锂业	80%	3	2.4	与金昆仑锂业合资设立，持股80%，一期将建设其年产1万吨碳酸锂和氢氧化锂项目
	川能动力	24.5%	3	0.7	出资1.8亿元，建设1.5万吨碳酸锂+1.5万吨氢氧化锂生产线
	紫金锂业、瑞福锂业	26%	9	2.3	分期投资建设年产9万吨锂盐项目，项目总投资规模预计30亿元；其中第一期建设年产3万吨碳酸锂锂盐项目
	瑞福锂业	20%	7.5	1.5	拟以自有资金受让骏华新能源持有的瑞福锂业20%股权，标的股权转让价款为8亿元
合计			23.0	7.2	-

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图7: 亿纬锂能非锂资源布局

合作领域	合作公司	布局形式	合作内容
镍资源	华友钴业	合资公司，持股17% + 参与定增	出资170万美元（17%），合资公司拟投20.8亿美元建设年产约12万吨镍和1.5万吨钴的红土镍矿湿法冶炼项目；此外投入18亿元参与华友定增
电解液	新宙邦	合资公司，持股20%	出资2000万元，合资投建年产2万吨锂离子电池电解液及年产5万吨半导体化学品项目
磷酸铁锂正极	德方纳米	合资公司，持股40%	出资20亿元，建设总产能10万吨磷酸铁锂正极材料
高镍三元正极	贝特瑞、SKI	合资公司，持股24%	出资4.7亿元，公司设计建设高镍三元正极年产量最大为5万吨
隔膜	恩捷股份	合资公司，持股45%	建设年产能16亿平米湿法基膜以及与之产能完全匹配的涂布膜
负极	中科电气	合资公司，持股40%	项目计划投资总额为人民币25亿元，负极材料年产能10万吨，采用分期建设模式，一期和二期产能规模各为5万吨/年
	贝特瑞	增资四川贝特瑞，持股40%	合资建设锂电池负极材料一体化基地，建设形成年产10万吨锂电池负极材料一体化产能

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

进入产能加入释放期，二线动力电池龙头出货连续翻番增长。公司此前已公告荆门 234GWh、云南玉溪 10GWh、云南曲靖 23GWh、成都 71GWh、惠州 30GWh、武汉 10GWh、沈阳 40GWh 独资产能，以及与 SK 合资 27GWh、与林洋合资 10GWh，合计产能规划超 350GWh。我们预计公司产能 22 年底可超 100GWh，23 年底有望超 200GWh，且产能均匹配需求扩产，有客户意向订单锁定，我们预计公司 23 年出货翻番至 65GWh，连续几年维持翻番高增长，后续 2-3 年内仍能维持 50%+ 的 CAGR 增速。

图8: 亿纬锂能产能规划 (GWh)

持股	基地	类型	应用	规划产能	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
独资	荆门	方形铁锂	动力/储能	164	2.5	2.5	6	37	47	95	133	163
	惠州	方形铁锂	动力	20				4	20	20	20	20
	成都	方形铁锂	动力/储能	50						10	30	50
	玉溪	方形铁锂	动力/储能	10							10	10
	曲靖	方形铁锂	动力/储能	23							10	23
	武汉	方形铁锂	储能	10							10	10
	沈阳	方形铁锂	动力/储能	40							20	40
	成都	大圆柱	动力	21								21
	荆门	大圆柱	动力	20					7	20	20	20
	匈牙利	大圆柱	动力	10+								10
	荆门	方形三元	动力	37		2.5	2.5	2.5	12.5	37	37	37
	惠州	软包三元	动力	10	1.5	3	9	10	10	10	10	10
	荆门	圆柱三元	储能	10						10	10	10
	荆门	圆柱铁锂	储能/两轮车	3					3	3	3	3
		<b>合计</b>	<b>铁锂</b>	<b>动力/储能</b>	<b>320</b>	<b>2.5</b>	<b>2.5</b>	<b>6</b>	<b>41</b>	<b>70</b>	<b>128</b>	<b>236</b>
		<b>三元</b>	<b>动力</b>	<b>98</b>	<b>1.5</b>	<b>5.5</b>	<b>11.5</b>	<b>12.5</b>	<b>29.5</b>	<b>77</b>	<b>77</b>	<b>108</b>
	<b>合计</b>	<b>动力/储能</b>	<b>418</b>	<b>4</b>	<b>8</b>	<b>17.5</b>	<b>53.5</b>	<b>99.5</b>	<b>205</b>	<b>313</b>	<b>427</b>	
合资	SK	软包三元	动力	27				10	27	27	27	27
	林洋	方形铁锂	储能	10							10	10
	<b>总合计</b>	<b>动力/储能</b>	<b>455</b>	<b>4</b>	<b>8</b>	<b>17.5</b>	<b>63.5</b>	<b>126.5</b>	<b>232</b>	<b>350</b>	<b>464</b>	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

消费电池预计同增 20-30%，碳酸锂投资收益下滑。消费电池 22 年营收 85 亿元，同增 24%，消费电池子公司荆门创能收入 33.5 亿，利润 5 亿元，对应净利率 15%；分结构看，锂原电池收入 21 亿，同增 16%，毛利率 35%，预计贡献 5-6 亿利润，圆柱电池预计营收 64 亿元，出货预计 5-6 亿支，同增 30%，贡献利润 4-5 亿；消费电池 23 年营收预计 100-110 亿左右，同增 25% 左右，其中圆柱电池出货预计 8-9 亿颗，同增 40%。此外，思摩尔全年贡献 8 亿利润，同减 53%，预计 23 年预计稳健增长，碳酸锂投资收益 22 年预计贡献 5-6 亿利润，23 年随着碳酸锂跌价预计基本维持。

全年费用率基本稳定，Q4 受奖金计提及股权激励费用影响，费用率有所提升。2022 年公司期间费用合计 42.61 亿元，同比增长 77.22%，费用率为 11.74%，同比-2.49pct。2022 年销售费用 5.13 亿元，销售费用率 1.41%，同比-0.89pct；管理费用 14.47 亿元，管理费用率 3.99%，同比增 0.60pct；财务费用 1.47 亿元，财务费用率 0.40%，同比-0.38pct；研发费用 21.53 亿元，研发费用率 5.93%，同比增-1.82pct。公司 2022 年计提资产减值损失 1.26 亿元；计提信用减值损失 1.98 亿元。2022Q4 期间费用合计 19.55 亿元，同比增长 119.11%，环比增 113.57%，期间费用率为 16.26%，同比-0.10pct，环比增 6.48pct；公司 2022Q4 转回资产减值损失 0.25 亿元；计提信用减值损失 1.07 亿元。

图9：公司分季度费用率

单位：百万元	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
销售费用	71.70	93.19	145.89	202.52
-销售费用率	1.06%	1.14%	1.56%	1.68%
管理费用	141.37	190.23	222.40	893.12
-管理费用率	2.10%	2.32%	2.38%	7.43%
研发费用	406.36	482.78	542.52	721.47
-研发费用率	6.03%	5.89%	5.80%	6.00%
财务费用	67.55	-63.19	4.66	138.00
-财务费用率	1.00%	-0.77%	0.05%	1.15%
期间费用	686.98	703.02	915.46	1,955.11
-期间费用率	10.20%	8.58%	9.78%	16.26%
资产减值损失	-37.32	-81.68	-31.80	24.54
信用减值损失	-22.12	-39.40	-29.12	-107.12

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**Q4 经营性现金流承压、年末存货维持高位。**2022 年公司存货为 85.88 亿元，较年初增长 131.36%，较 Q3 末增长 9%，其中库存商品 20 亿左右，原材料库存 32 亿；应收账款 94.11 亿元，较年初增长 88.14%；期末公司合同负债 9.67 亿元，较年初增长 270.30%。2022 年公司经营活动净现金流净额为 28.60 亿元，同比上升 53.54%，其中 Q4 经营性现金流-0.2 亿，同减 102%；投资活动净现金流净额为-199.17 亿元，同比-169.73%；资本开支为 5.60 亿元，同比-91.06%；账面现金为 89.79 亿元，较年初增长 32%，短期借款 40 亿元，较年初增长 109.08%。

**投资建议：**考虑到下游需求偏弱，我们下修公司 23-24 年归母净利 63/91 亿元（原预测 63、92 亿元），预测公司 25 年归母净利 142 亿元，23-25 年同增 81%/43%/56%，对应 22/16/10x，考虑到公司储能业务持续扩张，一体化布局产能持续释放，我们给予公司 23 年 35x，目标价 108.5 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**电动车销量不及预期，原材料价格波动。



## 亿纬锂能三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>36,857</b>	<b>47,787</b>	<b>66,723</b>	<b>109,276</b>	<b>营业总收入</b>	<b>36,304</b>	<b>60,102</b>	<b>87,892</b>	<b>135,917</b>
货币资金及交易性金融资产	12,339	9,371	12,418	25,796	营业成本(含金融类)	30,338	50,048	73,242	113,076
经营性应收款项	13,999	22,793	31,814	49,190	税金及附加	112	185	271	419
存货	8,588	13,712	20,066	30,980	销售费用	513	751	1,011	1,359
合同资产	191	120	176	272	管理费用	1,447	2,104	2,637	3,670
其他流动资产	1,741	1,792	2,249	3,038	研发费用	2,153	3,306	4,395	6,388
<b>非流动资产</b>	<b>46,781</b>	<b>56,501</b>	<b>66,040</b>	<b>72,781</b>	财务费用	147	328	301	217
长期股权投资	11,505	11,505	11,515	11,525	加:其他收益	1,021	1,803	1,758	1,903
固定资产及使用权资产	10,929	19,149	26,978	32,249	投资净收益	1,242	1,848	2,327	3,125
在建工程	13,298	14,298	15,498	16,458	公允价值变动	-13	0	10	10
无形资产	1,311	1,811	2,311	2,811	减值损失	-324	-410	-431	-452
商誉	66	66	66	66	资产处置收益	-6	1	1	1
长期待摊费用	422	422	422	422	<b>营业利润</b>	<b>3,512</b>	<b>6,622</b>	<b>9,700</b>	<b>15,374</b>
其他非流动资产	9,250	9,250	9,250	9,250	营业外净收支	-14	-10	-10	-10
<b>资产总计</b>	<b>83,638</b>	<b>104,288</b>	<b>132,762</b>	<b>182,057</b>	<b>利润总额</b>	<b>3,498</b>	<b>6,612</b>	<b>9,690</b>	<b>15,364</b>
<b>流动负债</b>	<b>32,185</b>	<b>45,952</b>	<b>64,935</b>	<b>99,589</b>	减:所得税	-174	66	388	922
短期借款及一年内到期的非流动负债	3,997	199	100	100	<b>净利润</b>	<b>3,672</b>	<b>6,546</b>	<b>9,303</b>	<b>14,442</b>
经营性应付款项	25,286	41,713	61,044	94,243	减:少数股东损益	163	196	233	289
合同负债	967	1,595	732	1,131	<b>归属母公司净利润</b>	<b>3,509</b>	<b>6,349</b>	<b>9,070</b>	<b>14,153</b>
其他流动负债	1,935	2,445	3,059	4,115	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.72	3.10	4.43	6.92
非流动负债	18,293	18,293	18,293	18,293	EBIT	2,444	3,708	6,337	11,005
长期借款	13,837	13,837	13,837	13,837	EBITDA	3,668	5,498	9,718	15,504
应付债券	2,408	2,408	2,408	2,408	毛利率(%)	16.43	16.73	16.67	16.81
租赁负债	38	38	38	38	归母净利率(%)	9.67	10.56	10.32	10.41
其他非流动负债	2,010	2,010	2,010	2,010	收入增长率(%)	114.82	65.55	46.24	54.64
<b>负债合计</b>	<b>50,478</b>	<b>64,245</b>	<b>83,228</b>	<b>117,882</b>	归母净利润增长率(%)	20.76	80.95	42.85	56.05
归属母公司股东权益	30,413	37,099	46,358	60,710					
少数股东权益	2,747	2,943	3,176	3,465					
<b>所有者权益合计</b>	<b>33,160</b>	<b>40,043</b>	<b>49,534</b>	<b>64,175</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>83,638</b>	<b>104,288</b>	<b>132,762</b>	<b>182,057</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2,860	11,346	14,716	22,467	每股净资产(元)	14.90	18.17	22.71	29.73
投资活动现金流	-19,917	-9,671	-10,602	-8,124	最新发行在外股份(百万股)	2,046	2,046	2,046	2,046
筹资活动现金流	18,121	-4,643	-1,076	-975	ROIC(%)	6.15	6.68	9.94	14.12
现金净增加额	1,107	-2,969	3,037	13,368	ROE-摊薄(%)	11.54	17.11	19.57	23.31
折旧和摊销	1,224	1,790	3,381	4,499	资产负债率(%)	60.35	61.60	62.69	64.75
资本开支	-13,833	-11,519	-12,919	-11,239	P/E(现价&最新股本摊薄)	40.21	22.22	15.56	9.97
营运资本变动	-1,578	2,978	2,796	4,959	P/B(现价)	4.63	3.80	3.04	2.32

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：(0512) 62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

