

2023年04月20日

买入（首次覆盖）

报告原因：业绩点评

亿纬锂能（300014）：业绩符合预期，动力储能业务高增

——公司简评报告

证券分析师周啸宇 S0630519030001
zhouxiaoy@longone.com.cn**联系人**王珏人
wjw@longone.com.cn

总股本(万股)	204,572
流通A股/B股(万股)	184,457/0
资产负债率(%)	60.35%
市净率(倍)	4.49
净资产收益率(加权)	117.47%
12个月内最高/最低价	121.80/52.37

**相关研究**

- 技术及供应链铸就护城河，龙头优势显现 ——TCL中环（002129）公司简评报告
- 国内光热发电政策出台，中法联合声明有望缓解光伏出口风险 ——电力设备新能源行业周报（2023/04/03-2023/04/09）
- 公司简评：新宙邦（300037）：业绩符合预期，氟化工助力新增长曲线

投资要点

- **事件：公司2022年营收同比双增，业绩符合预期。**4月17日，公司披露2022年年报。公司2022年营业收入363.04亿元，同比增长114.82%，归母净利润35.09亿元，同比增长20.76%，扣非净利润26.95亿元，同比增长5.81%。公司2022Q4营业收入120.21亿元，同/环比+120.48%/28.47%，归母净利润8.43亿元，同/环比+22.24%/-35.44%。
- **公司产能扩张迅速，积极布局海外业务。**动力电池端：1）公司率先布局三元大圆柱系列，在荆门、成都等地区形成产能，此外为打开海外市场，在匈牙利规划产能，预计到2025年公司大圆柱产能约30GWh；2）公司BMS项目通过海外认证，标志着BMS开发能力达到行业领先水平，进一步促进海外业务的开拓。储能电池端：1）公司储能业务迅速增长，2022年公司储能出货约10GWh，市场份额行业前列；2）公司新产品LF560K，采用超大电池CTT技术，实现电芯及系统成本双降；3）与美国头部储能系统集成商签署了供货协议，推动公司海外业务发展。
- **上、中游材料布局强化公司盈利。**上游材料：锂盐（规划权益产能约7万吨）、镍矿（与华友钴业合资建厂，并参与其定增）。中游材料：正极（与德方纳米、贝特瑞、SKI合资建厂）、负极（与中科电气、贝特瑞合资建厂）、隔膜（与恩捷股份合资建厂）、电解液（与新宙邦合资建厂），随着相关产能达产，成本优势凸显。
- **股权激励目标彰显公司信心。**2023年公司股权激励方案落地，计划向董事、高级管理人员、及中高层管理人员等165人授予3500万份限制性股票，要求2023-2026年公司营收不低于700/1000/1500/2000亿元，若达成当年收入目标八成以上即可按比例获得激励，彰显公司经营信心。
- **投资建议：**考虑到公司行业龙头地位，储能业务进展迅速。我们预计公司2023-2025年实现营业收入614.87/915.86/1345.31亿元，同比+69.4%/+49.0%/+46.9%，公司2023-2025年归母净利润为60.84/90.78/139.75亿元，对应当前P/E为23x/15x/10x，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：新能源汽车行业需求波动风险；储能行业竞争加剧风险；原材料价格波动风险。**

盈利预测与估值简表

单位：百万元	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	36,304	61,487	91,586	134,531
(+/-)(%)	114.8	69.4	49.0	46.9
归母净利润	3,509	6,084	9,078	13,975
(+/-)(%)	20.8	73.4	49.2	53.9
EPS(元)	1.84	2.97	4.44	6.83
P/E	48	23	15	10

资料来源：Wind，东海证券研究所，2023年4月19日

正文目录

1. 主要观点	4
1.1. 公司 2022 年营利同比双增.....	4
1.2. 公司 2022 年动力、储能电池出货约 30GWh	5
1.3. 公司产能扩张迅速，积极布局海外业务.....	6
2. 投资建议	6
3. 风险提示	7

图表目录

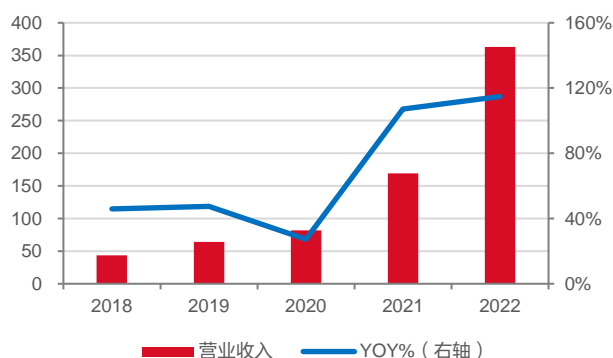
图 1 公司 2018-2022 年营业收入（单位：亿元）	4
图 2 公司 2018-2022 年归母净利润（单位：亿元）	4
图 3 公司单季度营业收入情况（单位：亿元）	4
图 4 公司单季度归母净利润情况（单位：亿元）	4
图 5 2016-2022 年公司毛利率和净利率情况（%）	5
图 6 2018-2022 年公司期间费用率情况（%）	5
表 1 公司按主营构成收入汇总	5
表 2 公司电池产能及产量	5
表 3 亿纬锂能相关产品产能汇总（单位：GWh）	6
附录：三大报表预测值	8

1.主要观点

1.1.公司 2022 年营利同比双增

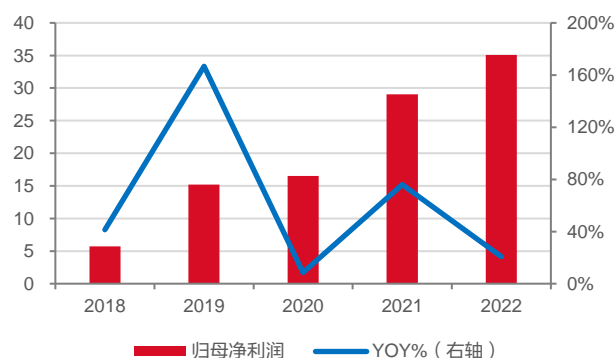
公司 2022 年营业收入 363.04 亿元，同比增长 114.82%，归母净利润 35.09 亿元，同比增长 20.76%，扣非净利润 26.95 亿元，同比增长 5.81%。公司 2022Q4 营业收入 120.21 亿元，同/环比+120.48%/28.47%，归母净利润 8.43 亿元，同/环比+22.24%/-35.44%。

图1 公司 2018-2022 年营业收入（单位：亿元）



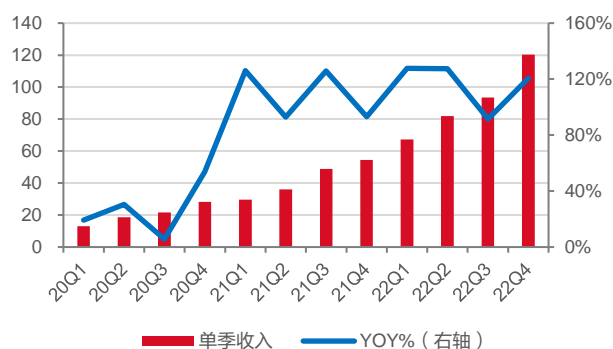
资料来源：Wind，东海证券研究所

图2 公司 2018-2022 年归母净利润（单位：亿元）



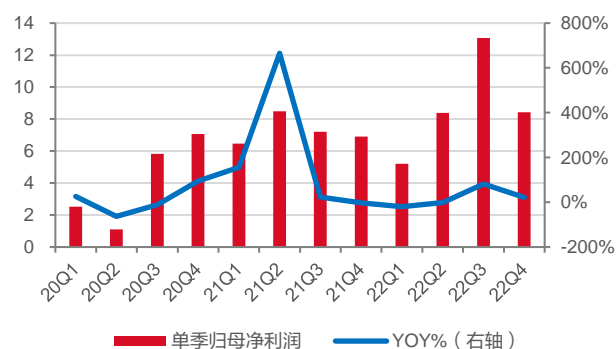
资料来源：Wind，东海证券研究所

图3 公司单季度营业收入情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，东海证券研究所

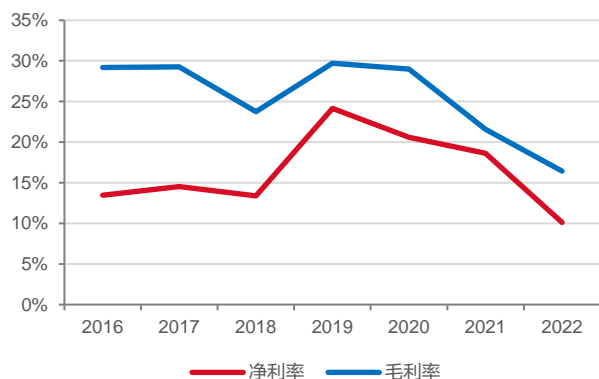
图4 公司单季度归母净利润情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，东海证券研究所

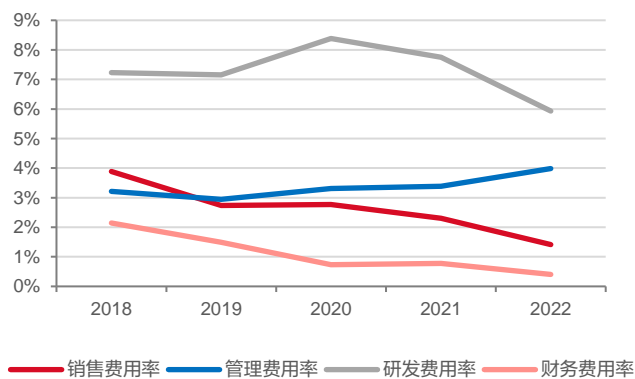
公司 2022 年毛利率为 16.43%，同比下降 5.14pct，主要受 2022 年碳酸锂等原材料价格高涨所致。2022Q4 毛利率为 17.58%，同/环比+0.47pct/+0.28pct，毛利率企稳。公司 2022 年期间费用率为 11.74%，同比下降 2.49pct，规模效应带动期间费率下行，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.41% (-0.89pct)、3.99% (+0.60pct)、5.93% (-1.82pct)、0.40% (-0.38pct)。

图5 2016-2022 年公司毛利率和净利率情况 (%)



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图6 2018-2022 年公司期间费用率情况 (%)



资料来源: Wind, 东海证券研究所

表1 公司按主营构成收入汇总

	2022				2022H1		2022H2	
	营业收入 (百万元)	YOY%	毛利率%	毛利率同比 (pct)	营业收入 (百万元)	毛利率%	营业收入 (百万元)	毛利率%
锂离子电池	34050.76	126.5%	15.02%	-4.00	13818.35	13.18%	20232.41	16.28%
锂原电池	2145.50	15.8%	34.73%	-6.83	1063.08	34.53%	1082.42	34.92%
其他业务	107.69	551.8%	97.90%	-2.09	44.91	100.00%	62.79	96.41%

资料来源: Wind, 东海证券研究所

1.2.公司 2022 年动力、储能电池出货约 30GWh

公司 2022 年动力、储能业务收入合计约 276 亿元, 电池出货约 30GWh, 其中三元电池出货约 10GWh, 铁锂电池出货约 20GWh。随着新增产能投放, 我们预计 2023 年公司动力、储能出货量有望超过 60GWh, 实现翻倍增长。

公司 2022 年锂离子电池产能达 10.43 亿只, 同比增长 22%, 对应产量 9.22 万只, 同比增长 17%; 公司 2022 年锂原电池产能达 4.54 亿只, 同比下降 17%, 对应产量 4.47 万只, 同比下降 15%。

表2 公司电池产能及产量

	单位	2019	2020	2021	2022
产能					
锂原电池	万只	49026	41249	54868	45351
YOY	%		-16%	33%	-17%
锂离子电池	万只	37077	43507	85315	104281
YOY	%		17%	96%	22%
产量					
锂原电池	万只	47267	39813	52454	44668
YOY	%		-16%	32%	-15%
锂离子电池	万只	35689	42966	78845	92245
YOY	%		20%	84%	17%

资料来源: 公司公告, 东海证券研究所

1.3.公司产能扩张迅速，积极布局海外业务

动力电池端。公司产能建设稳步推进，出货规模明显增长，2022 年公司在国内率先完成了 46 系列三元大圆柱电池的布局，在湖北荆门、四川成都、辽宁沈阳等地区规划了产能，并已获得成都大运、德国宝马等国内外众多一流车用客户的定点。同时公司的 BMS 项目通过 ASPICE CL2 认证，标志着公司 BMS 开发能力达到国际领先水平并建成了完整的电池系统开发能力，将极大促进海外业务的开拓。

储能电池端。公司储能业务获得快速增长，出货规模位居行业前列，2022 年公司参与国家电网、中国南方电网的智慧电网建设，联手林洋能源成立储能电池项目，同时与美国头部储能系统集成商签署了供货协议，构建储能新平台。此外公司率先发布新产品 LF560K，采用超大电池 CTT 技术，实现电芯及系统层级成本双降，并策划全球第一个隔墙供应及规模最大 60GWh 储能电池工厂，持续带动储能电池业务领先及高速发展。

表3 亿纬锂能相关产品产能汇总（单位：GWh）

	地点	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	备注
铁锂方形	湖北荆门	6	17	37	57	77	99	动力、储能
	广东惠州	--	10	20	20	20	20	动力
	江苏启东	--	--	--	5	10	10	储能；林洋合资
	云南玉溪	--	--	--	--	10	10	动力、储能
	四川成都	--	--	--	10	20	30	动力、储能
	四川成都	--	--	--	--	--	20	动力、储能
	湖北武汉	--	--	--	--	10	10	储能
	辽宁沈阳	--	--	--	--	20	40	储能
	铁锂圆柱	湖北荆门	--	3	3	3	3	3
云南曲靖		--	--	--	--	10	23	动力、储能
铁锂合计		6	30	60	95	180	265	
三元方形	湖北荆门	2	2	10	15.5	15.5	15.5	动力
三元软包	广东惠州	9	10	10	10	10	10	动力
	江苏盐城	--	--	10	27	27	27	动力；SKI 合资
三元圆柱	广东惠州	1	1	1	1	1	1	电动工具
	湖北荆门	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	电动工具
三元大圆柱	湖北荆门	--	--	5	20	20	20	动力
	四川成都	--	--	--	--	--	5	动力
三元合计		14.5	15.5	38.5	76	76	81	

资料来源：公司公告，东海证券研究所

2.投资建议

考虑到公司行业龙头地位，储能业务进展迅速。我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入 614.87/915.86/1345.31 亿元，同比+69.4%/+49.0%/+46.9%，公司 2023-2025 年归母净利润为 60.84/90.78/139.75 亿元，对应当前 P/E 为 23x/15x/10x，首次覆盖给予“买入”评级。

3.风险提示

新能源汽车行业需求波动风险：若未来下游电动车需求下滑，市场出现大规模的不景气及停产减产情况，公司将面临经营业绩下滑的风险。

储能行业竞争加剧风险：未来储能市场发展确定性强，电化学储能需求较高，目前国内各厂商纷纷布局储能电池抢占市场，若公司不能顺利拓展客户，公司将面临业绩下滑风险。

原材料价格波动风险：公司盈利能力与原材料成本紧密相关，若未来原材料出现大幅上涨，将对公司盈利能力造成负面影响。

附录：三大报表预测值

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	36304	61487	91586	134531	货币资金	8979	9545	12898	21005
%同比增速	115%	69%	49%	47%	交易性金融资产	3360	3360	3360	3360
营业成本	30338	50967	75808	111124	应收账款及应收票据	10841	14778	18040	26056
毛利	5966	10519	15778	23407	存货	8588	12177	18633	26585
%营业收入	16%	17%	17%	17%	预付账款	2040	2773	4611	6403
税金及附加	112	233	317	463	其他流动资产	3049	3773	6109	7506
%营业收入	0%	0%	0%	0%	流动资产合计	36857	46407	63652	90915
销售费用	513	769	1007	1345	长期股权投资	11505	11505	11505	11505
%营业收入	1%	1%	1%	1%	投资性房地产	0	0	0	0
管理费用	1447	2152	3206	3767	固定资产合计	10857	12964	15768	19215
%营业收入	4%	4%	4%	3%	无形资产	1311	1311	1311	1311
研发费用	2153	3382	5037	7399	商誉	66	66	66	66
%营业收入	6%	6%	6%	6%	递延所得税资产	940	940	940	940
财务费用	147	554	567	492	其他非流动资产	22102	29761	36684	43085
%营业收入	0%	1%	1%	0%	资产总计	83638	102953	129925	167036
资产减值损失	-126	-155	-196	-252	短期借款	1294	1842	2389	2785
信用减值损失	-198	-243	-307	-395	应付票据及应付账款	25286	35429	50099	69515
其他收益	1021	1537	1832	2018	预收账款	0	0	0	0
投资收益	1242	1537	2106	2691	应付职工薪酬	605	1227	1668	2560
净敞口套期收益	0	0	0	0	应交税费	152	198	340	466
公允价值变动收益	-13	0	0	0	其他流动负债	4847	6039	7209	8219
资产处置收益	-6	1	1	1	流动负债合计	32185	44735	61704	83545
营业利润	3512	6106	9080	14002	长期借款	13837	13837	13837	13837
%营业收入	10%	10%	10%	10%	应付债券	2408	2408	2408	2408
营业外收支	-14	0	0	0	递延所得税负债	466	466	466	466
利润总额	3498	6106	9080	14002	其他非流动负债	1582	1582	1582	1582
%营业收入	10%	10%	10%	10%	负债合计	50478	63028	79998	101838
所得税费用	-174	-260	-419	-621	归属于母公司的所有者权益	30413	36896	46477	61099
净利润	3672	6366	9499	14624	少数股东权益	2747	3029	3451	4100
%营业收入	10%	10%	10%	11%	股东权益	33160	39925	49928	65199
归属于母公司的净利润	3509	6084	9078	13975	负债及股东权益	83638	102953	129925	167036
%同比增速	21%	73%	49%	54%	现金流量表 (百万元)				
少数股东损益	163	282	422	649		2022A	2023E	2024E	2025E
EPS (元/股)	1.84	2.97	4.44	6.83	经营活动现金流净额	2860	9292	11573	16108
基本指标					投资	-2478	0	0	0
	2022A	2023E	2024E	2025E	资本性支出	-13833	-9986	-10020	-10209
EPS	1.84	2.97	4.44	6.83	其他	-3606	1537	2106	2691
BVPS	14.90	18.04	22.72	29.87	投资活动现金流净额	-19917	-8449	-7914	-7518
PE	47.77	22.67	15.19	9.87	债权融资	9970	547	547	396
PEG	2.30	0.31	0.31	0.18	股权融资	9109	0	0	0
PB	5.90	3.74	2.97	2.26	支付股利及利息	-758	-823	-853	-879
EV/EBITDA	52.01	24.93	16.94	10.50	其他	-201	0	0	0
ROE	12%	16%	20%	23%	筹资活动现金流净额	18121	-276	-306	-483
ROIC	5%	10%	12%	15%	现金净流量	1107	567	3353	8107

资料来源：携宁，东海证券研究所

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证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,本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 电话:(8621) 20333619
 传真:(8621) 50585608
 邮编:200215

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 电话:(8610) 59707105
 传真:(8610) 59707100
 邮编:100089