

电子烟黄金赛道，思摩尔中游龙头再起航

——亿纬锂能深度报告

公司深度

● 公司介绍：思摩尔是全球电子烟中游代工龙头（2019 中游市占率 16.5%）

思摩尔国际（以下简称“思摩尔”或“公司”）是全球电子烟中游代工龙头，2019 年全球中游代工市占率 16.5%，其前身为麦克韦尔，总部位于深圳。公司 2020 年 7 月 10 日在港交所上市（06969.HK），截至当日，亿纬锂能对思摩尔持股比例为 33.11%（假设超额配股权未获行使）。近年来思摩尔业绩表现亮眼，2017-2019 年公司归母净利润分别为 1.9、7.3、21.7 亿元，增速分别为 78%、288%、196%。

● 行业介绍：电子烟行业是黄金赛道，中游容易形成优势正反馈，未来十年主题“产品驱动+政策规范”

黄金赛道：电子烟主要分为两类，一类是雾化电子烟，另一类是 HNB。发展核心逻辑：成瘾&减害→吸引新用户+老用户替代。市场空间 8000 亿美金以上，目前渗透率 6%，欧美雾化电子烟为主，日韩 HNB 为主。

中游容易形成优势正反馈：产业链的核心在于下游的产品体验，产品体验取决于中游的技术迭代和上游的配方/工艺。上游原料归根结底还是取决于下游的销售，而中游一旦实现了技术突破和客户绑定，通过长期“know-how”积累和持续研发投入，容易形成优势的正反馈，强化壁垒从而实现市占率提升。

未来十年电子烟的两大主题是：产品驱动、政策规范：上游原料的配方/工艺和中游制造的技术迭代，催生了新的产品体验，推动行业的快速发展，但由于其本身“成瘾性”的两面性，需要相应制约性的政策进行约束，引导其规范发展，进而使电子烟行业呈现螺旋式发展上升的趋势。

● 公司竞争优势：技术迭代+客户粘性+规模保证

技术迭代：FEELM 陶瓷雾化芯技术行业领先；

客户粘性：日烟、NJOY、英美烟草、悦刻等大客户粘性强；

规模保证：2019 年总产能 11.52 亿只，总产量 7.16 亿只。

● 盈利预测、估值与评级

基于电子烟板块超预期增长、动力锂电池业务顺利推进，以及锂原板块稳步增长及消费锂电池板块下半年存在潜在催化的可能，我们上修 2021/2022 年业绩预测，预计 2020-2022 年归母净利润分别为 20、30、41 亿元，按照最新收盘价对应 PE 分别为 50、33、25 倍。维持“强烈推荐”评级。

● 风险提示：产品风险，政策风险，客户风险。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,351	6,412	9,754	13,290	17,590
增长率(%)	45.9	47.4	52.1	36.3	32.4
净利润(百万元)	571	1,522	2,003	3,032	4,051
增长率(%)	41.5	166.7	31.6	51.3	33.6
毛利率(%)	23.7	29.7	27.9	26.7	26.3
净利率(%)	13.1	23.7	20.5	22.8	23.0
ROE(%)	15.7	20.1	21.3	25.0	25.5
EPS(摊薄/元)	0.31	0.83	1.09	1.65	2.20
P/E	175.2	65.7	49.9	33.0	24.7
P/B	28.1	13.2	10.6	8.3	6.3

资料来源：Wind、新时代证券研究所预测，股价时间为 2020 年 8 月 7 日

强烈推荐（维持评级）

开文明（分析师）

021-68865582

kaiwenming@xsdzq.cn

证书编号：S0280517100002

赵勇臻（分析师）

zhaoyongzhen@xsdzq.cn

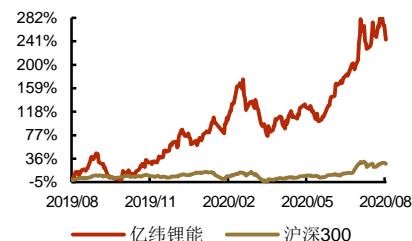
证书编号：S0280520030001

市场数据

时间 2020.08.07

收盘价(元):	54.32
一年最低/最高(元):	29.2/85.26
总股本(亿股):	18.4
总市值(亿元):	999.72
流通股本(亿股):	17.77
流通市值(亿元):	965.17
近 3 月换手率:	125.24%

股价一年走势



相关报告

《思摩尔国际业绩 20H1 超预期，公司收到华晨宝马供应商定点信》2020-07-22

《消费电池放量带动业绩，动力储能加速提升估值》2020-05-21

《麦克韦尔持续超预期，动力电池高端化拓展顺利》2019-04-28

《锂电业务迎拐点，电子烟投资收益贡献超预期》2019-02-27

《全年业绩预告略超预期，麦克韦尔电子烟增长强劲》2018-11-26

目 录

1、 公司介绍——思摩尔是全球电子烟中游代工龙头（2019 全球中游代工市占率 16.5%）	4
2、 行业介绍——电子烟行业是黄金赛道，中游容易形成优势正反馈，未来十年主题“产品驱动+政策规范”	5
2.1、 电子烟发展核心逻辑是“成瘾&减害”，行业长期空间 8000 亿美金以上，目前渗透率 6%	5
2.2、 产业链核心在于下游产品体验，中游容易形成优势正反馈	7
2.3、 未来十年电子烟的两大主题是：产品驱动、政策规范	8
3、 公司竞争优势——技术迭代+客户粘性+规模保证	10
3.1、 技术迭代：FEELM 陶瓷雾化芯技术行业领先	11
3.2、 客户粘性：日烟、NJOY、英美烟草、悦刻等大客户粘性强	11
3.3、 规模保证：2019 年总产能 11.52 亿只，总产量 7.16 亿只	13
4、 盈利预测——预计亿纬锂能 2020 年归母净利润 20 亿元，同比+32%	14
5、 投资建议——维持“强烈推荐”评级	15
6、 风险提示——产品风险、政策风险、客户风险	15
附：财务预测摘要	16

图表目录

图 1： 公司业务发展和资本运作一览	4
图 1： 思摩尔营收及增速	4
图 2： 思摩尔归母净利润及增速	4
图 3： 思摩尔 2019 年营收业务分布（%）	5
图 4： 思摩尔 2019 年营收地区占比（%）	5
图 5： 雾化电子烟结构	6
图 6： 加热不燃烧电子烟（HNB）	6
图 7： 电子烟产业链各环节核心竞争力	8
图 8： JUUL 在美国电子烟市场份额（%）	9
图 9： IQOS 日本市场渗透率（%）	9
图 10： 2018 年全球雾化设备市占率（%）	11
图 11： 2019 年全球雾化设备市占率（%）	11
图 12： FEELM 陶瓷雾化设备占比快速提升	11
表 1： 电子烟相比传统卷烟减害明显	6
表 2： 全球烟草市场规模（亿美元）	7
表 3： 全球烟草市场结构（%）	7
表 4： 各国雾化电子烟产品定位和监管方式	10
表 5： 各国 HNB 产品定位和监管方式	10
表 6： 公司各业务大客户	12
表 7： 公司分业务大客户收入明细（亿元）	12
表 8： 公司前 5 大客户收入汇总（亿元）	12
表 9： 公司前 5 大客户收入占比（%）	13
表 10： 公司总计产能、产量、销量	13
表 11： 公司电子雾化器产能、产量、销量	13
表 12： 公司电子雾化组件产能、产量、销量	13
表 13： 公司 APV 产能、产量、销量	14

表 14: 亿纬锂能关键假设.....	14
表 15: 亿纬锂能盈利预测.....	15
表 *: 可比公司的 PE 比较.....	15

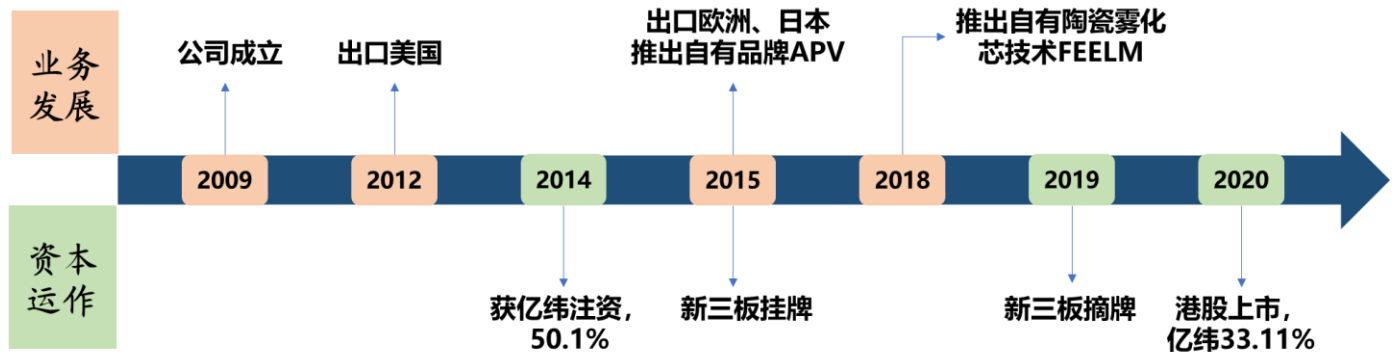
1、公司介绍——思摩尔是全球电子烟中游代工龙头（2019 全球中游代工市占率 16.5%）

思摩尔国际（以下简称“思摩尔”或“公司”）是全球电子烟中游代工龙头，2019 年全球中游代工市占率 16.5%，其前身为麦克韦尔，总部位于深圳。

从业务发展来看，公司成立于 2009 年，2012 年产品出口至美国，2015 年拓展至欧洲、日本，并推出自有品牌 APV，2018 年推出陶瓷雾化芯技术 FEELM。

从资本运作来看，公司 2014 年获亿纬锂能注资，被持股 50.1%，2015 年新三板挂牌，2019 年新三板摘牌，2020 年 7 月 10 日在港交所上市（06969.HK），截至当日，亿纬锂能对思摩尔持股比例为 33.11%（假设超额配股权未获行使）。

图1：公司业务发展和资本运作一览



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

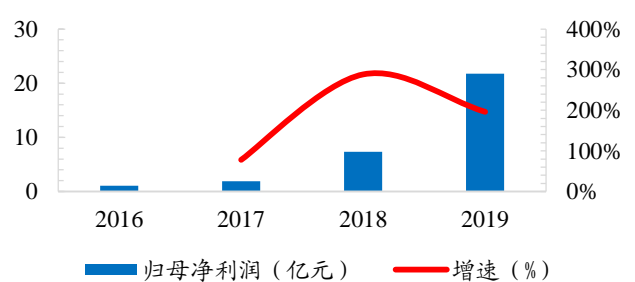
近年来思摩尔业绩表现亮眼，2017-2019 年公司收入分别为 15.6、34.3、76.1 亿元，增速分别为 121%、119%、122%，归母净利润分别为 1.9、7.3、21.7 亿元，增速分别为 78%、288%、196%。

图1：思摩尔营收及增速



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

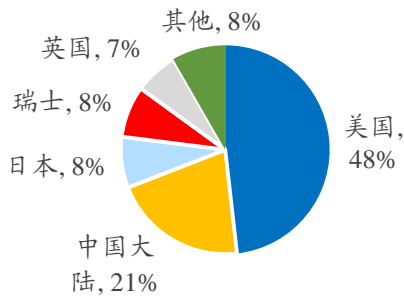
图2：思摩尔归母净利润及增速



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

从营收分布来看，按业务来分，2019 年设备代工（小烟）、组件代工（HNB&医疗娱乐）、开放式零售（大烟）收入占比分别为 59%、27%、14%；按地区来分，2019 年美国、中国大陆、日本、瑞士、英国分别为 48%、21%、8%、8%、7%。（注：销往美国部分通过中国香港转运）

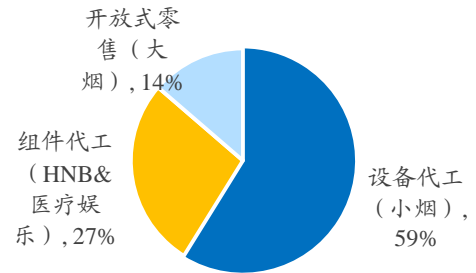
图3: 思摩尔 2019 年营收业务分布 (%)



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

注: 销往美国部分通过中国香港转运

图4: 思摩尔 2019 年营收地区占比 (%)



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

2、行业介绍——电子烟行业是黄金赛道，中游容易形成优势正反馈，未来十年主题“产品驱动+政策规范”

电子烟行业是黄金赛道。电子烟分为雾化电子烟和 HNB 两类，发展的核心逻辑是“成瘾&减害”以吸引新用户+老用户替代，全球市场空间 8000 亿美金以上，目前渗透率约 6%，欧美以雾化电子烟为主，日韩以 HNB 为主。

产业链中游容易形成优势正反馈，壁垒在于长期 know how 积累和持续的研发投入。上游原料归根结底还是取决于下游的销售，而中游一旦实现了技术突破和客户绑定，通过长期“know-how”积累和持续研发投入，容易形成优势的正反馈，强化壁垒从而实现市占率提升。

未来十年的主题是“产品驱动+政策规范”。上游原料的配方/工艺和中游制造的技术迭代，催生了新的产品体验，推动行业的快速发展，但由于其本身“成瘾性”的两面性，需要相应制约性的政策进行约束，引导其规范发展，进而使电子烟行业呈现螺旋式发展上升的趋势。

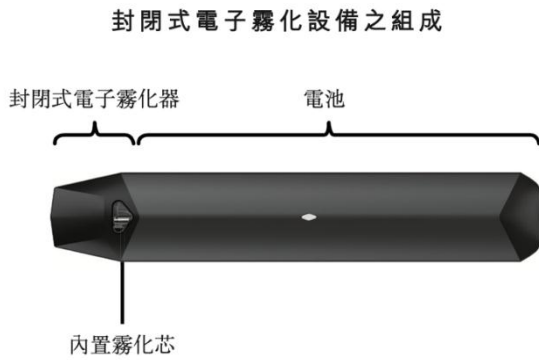
2.1、电子烟发展核心逻辑是“成瘾&减害”，行业长期空间 8000 亿美金以上，目前渗透率 6%

电子烟主要分为两类，一类是雾化电子烟，另一类是加热不燃烧电子烟（以下简称 HNB）。

雾化电子烟主要由电池、雾化器和烟弹三部分构成，其中烟弹中装有烟油，烟油的主要成分是丙二醇、甘油、尼古丁、香精等。雾化电子烟通过电池驱动热雾化器，将烟油雾化成蒸汽。

HNB 主要由特制烟具（包含电池）和烟弹两部分构成，其中烟弹中主要是烟草薄片、香精等。HNB 主要是在 300℃ 左右将加热烟草薄片，使之在不燃烧的情况下散发出烟草香味而同时最大限度的减少有害物质的产生。

图5: 雾化电子烟结构



资料来源: 思摩尔招股书, 新时代证券研究所

图6: 加热不燃烧电子烟 (HNB)



资料来源: IQOS, 新时代证券研究所

发展核心逻辑: 成瘾&减害→吸引新用户+老用户替代。

同传统卷烟类似, 电子烟中包含尼古丁, 在促进人体产生多巴胺的同时, 长期使用容易产生**成瘾性**。

但相比传统卷烟, 电子烟**减害特性**明显。传统卷烟产生 7000 多种化学物质, 其中包含焦油、甲醛、N-亚硝胺等致癌物, 而电子烟整体减害特性明显, 在释放物和细胞毒性上仅为传统卷烟的 1/10。

据世卫组织数据, 全球传统烟草烟民数量约 14 亿。由于电子烟具备成瘾+减害特性, **未来存在吸引新用户和老用户替代的逻辑**。从目前来看, 雾化电子烟更容易吸引新用户, 原因在于新型潮流文化和不同口味的吸引, 而 HNB 更容易在老用户中产生替代, 原因在于其口感更接近传统卷烟, 并且具备减害特性和中高端定位的社交属性。

表1: 电子烟相比传统卷烟减害明显

	传统卷烟	雾化电子烟	HNB
使用方式	直接燃烧	加热烟油	加热特制烟草
释放物	假设 100%	5%	5%
细胞毒性	假设 100%	9%	14%
致癌物	7000 多种化学物质, 69 种致癌物	很少, 但尚未完全确定	很少, 但尚未完全确定

资料来源: 中国烟草学报, 新时代证券研究所

市场空间 8000 亿美金以上, 目前渗透率 6%, 欧美雾化电子烟为主, 日韩 HNB 为主。

近年来电子烟行业发展迅速, 据 Frost&Sullivan, 2019 年全球烟草市场空间 8654 亿美元, 其中雾化电子烟和 HNB 分别为 367 亿美元、171 亿美元, 渗透率分别为 4.2%、2.0%, 合计 538 亿美元, 渗透率 6.2%。其中雾化电子烟市场主要在美国、英国、欧盟等, HNB 市场主要在日本、韩国等。

表2: 全球烟草市场规模 (亿美元)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
卷烟	6,527	6,801	6,923	6,994	7,206	7,633
雾化电子烟	124	151	174	225	286	367
HNB	0	7	21	50	102	171
其他	506	548	543	528	498	483
合计	7,157	7,507	7,661	7,797	8,092	8,654

资料来源: Frost & Sullivan, 新时代证券研究所

表3: 全球烟草市场结构 (%)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
卷烟	91.2%	90.6%	90.4%	89.7%	89.1%	88.2%
雾化电子烟	1.7%	2.0%	2.3%	2.9%	3.5%	4.2%
HNB	0.0%	0.1%	0.3%	0.6%	1.3%	2.0%
其他	7.1%	7.3%	7.1%	6.8%	6.2%	5.6%
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

资料来源: Frost & Sullivan, 新时代证券研究所

2.2、产业链核心在于下游产品体验，中游容易形成优势正反馈

产业链的核心在于下游的产品体验，产品体验取决于中游的技术迭代和上游的配方/工艺。

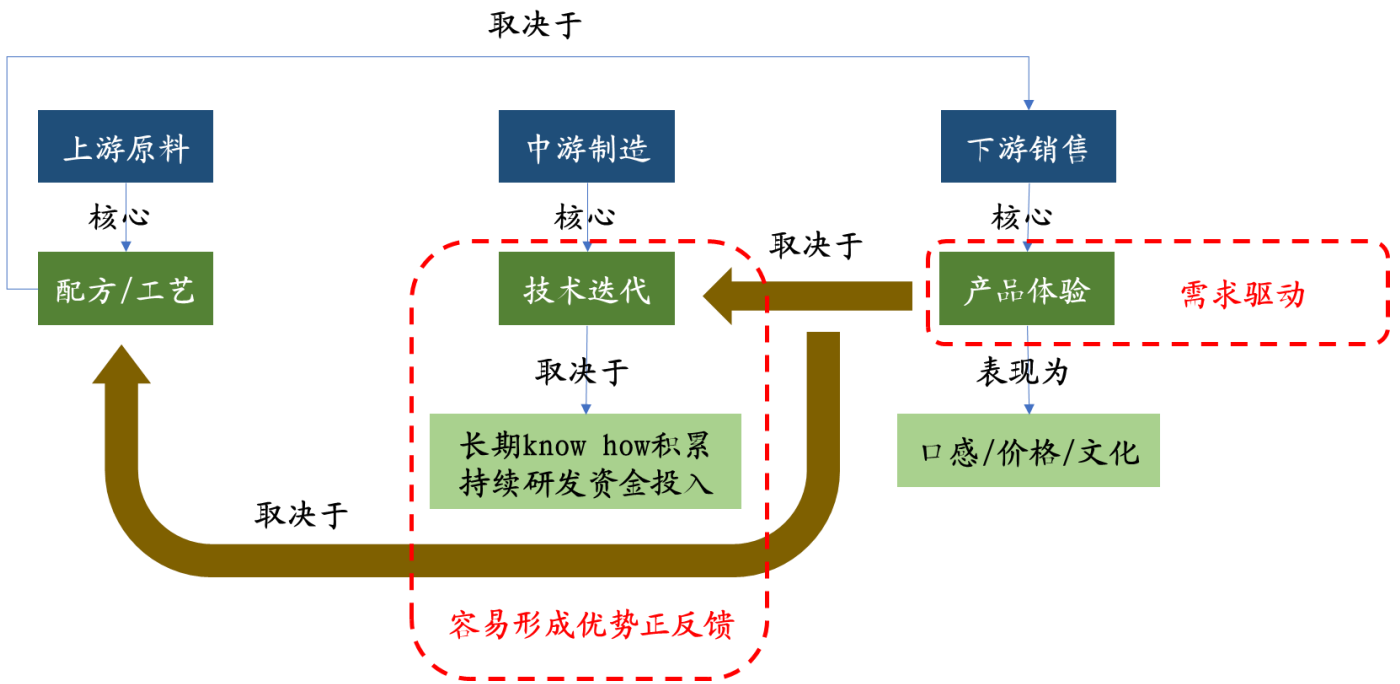
电子烟产业链是直接受需求驱动的，核心在于下游的“产品体验”，产品体验在于口感/价格/文化等综合因素的影响，其背后则取决于中游制造和上游原料；

中游制造的环节核心在于“技术迭代”，而技术迭代能力取决于长期“know-how”积累和持续的研发投入；

上游原料（烟油/烟草薄片）环节的核心在于“配方/工艺”，雾化使用烟油（丙二醇、甘油、尼古丁、香精等），HNB使用烟草薄片，烟油更侧重于“配方”，而烟草薄片更侧重于“工艺”；

上游原料归根结底还是取决于下游的销售，而中游一旦实现了技术突破和客户绑定，通过长期“know-how”积累和持续研发投入，容易形成优势的正反馈，强化壁垒从而实现市占率提升。

图7：电子烟产业链各环节核心竞争力



资料来源：新时代证券研究所

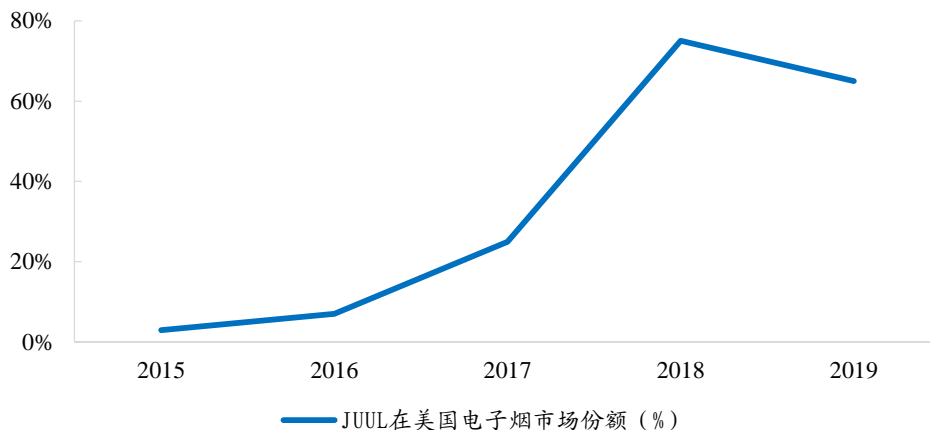
2.3、未来十年电子烟的两大主题是：产品驱动、政策规范

未来十年电子烟的两大主题是：产品驱动、政策规范。上游原料的配方/工艺和中游制造的技术迭代，催生了新的产品体验，推动行业的快速发展，但由于其本身“成瘾性”的两面性，需要相应制约性的政策进行约束，引导其规范发展，进而使电子烟行业呈现螺旋式发展上升的趋势。

近年来最具代表性的两大产品驱动是 JUUL（美国，雾化）和 IQOS（日本，HNB）。

雾化电子烟以 JUUL 为例，2017 年 JUUL 推出爆款小烟产品，首次在电子烟中使用尼古丁盐，降低 PH 值，在口感上减少对喉咙的刺激并增加雾化口感，同时增加了产品的携带性和文化潮流性，2018 年 JUUL 在美国电子烟市占率一度接近 80%。

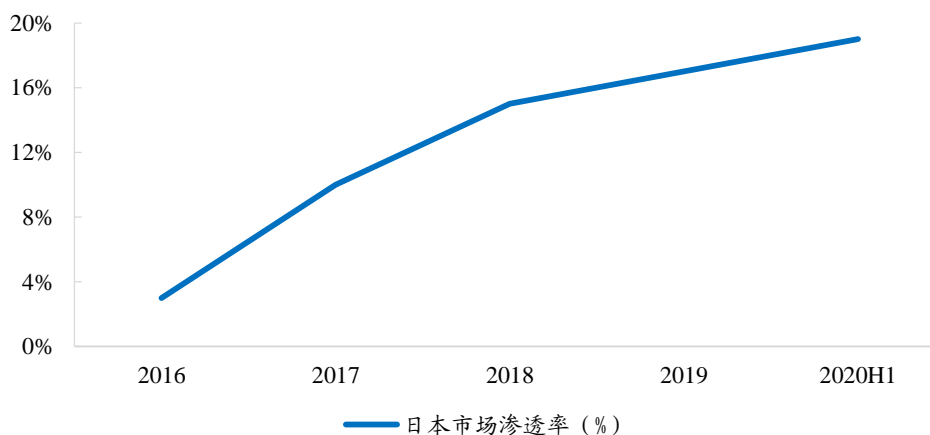
图8： JUUL 在美国电子烟市场份额（%）



资料来源：尼尔森数据，新时代证券研究所

HNB 以 IQOS 为例，烟草巨头菲莫国际自 2008 年起投入数十亿美元进行研发，成功研发出 IQOS 加热不燃烧电子烟，其相比传统烟草口感相似，同时减害特性明显，2016 年起在日本大力推广，渗透率快速上升，2020 年上半年达到 19%。

图9： IQOS 日本市场渗透率（%）



资料来源：IQOS，新时代证券研究所

目前各国对电子烟的监管态度各异，主要可以分为“审批制”、“申请制”、“市场化”、“禁止”等几类。

美国的监管方式可以看做“审批制”，监管机构为 FDA，雾化电子烟产品需通过 PMTA 申请，HNB 产品需通过 PMTA 和 MRTP 申请；

英国和欧盟的监管方式是“申请制”，对雾化电子烟需 6 个月前提交申请，对 HNB 暂无明确制度，整体监管不太严厉；

日本对雾化电子烟“几乎禁止”，对 HNB 是“审批制”，烟具可以自由销售，烟弹监管烟草制品；

韩国的监管方式是“市场化”，对雾化电子烟和 HNB 几乎等同烟草（非专营）；

中国的监管方式分为两类，对雾化电子烟的监管目前暂不明确，目前只能线下销售，对 HNB 等同于烟草，实行专营监管。

表4：各国雾化电子烟产品定位和监管方式

	雾化电子烟定位	监管机构	监管态度	具体内容
美国	烟草制品	FDA	审批制	PMTA
英国	消费品/药品	PHE/MHRA	申请制	6 个月前提交申请
欧盟	无明确定位	欧盟委员会	申请制	6 个月前提交申请
日本	药品	卫生部	几乎禁止	暂无产品获批
韩国	烟草制品	卫生与福利部	市场化	几乎等同烟草
中国	无明确定位	无明确机构	不明	目前线下销售

资料来源：政府官网，新时代证券研究所

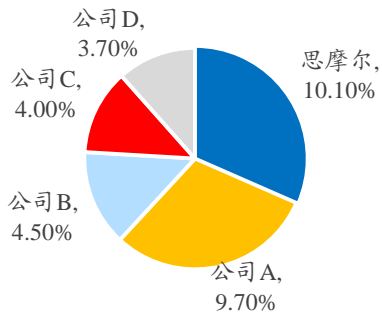
表5：各国 HNB 产品定位和监管方式

	HNB 定位	监管机构	监管态度	具体内容
美国	烟草制品	FDA	审批制	PMTA+MRTP
英国	无明确定位	PHE	申请制	无明确制度
欧盟	无明确定位	欧盟委员会	申请制	无明确制度
日本	烟草制品	财务部	审批制	烟具自由销售 烟弹同烟草制品
韩国	烟草制品	卫生与福利部	市场化	几乎等同烟草，非专营
中国	烟草制品	国家烟草专卖局	专营	暂不销售

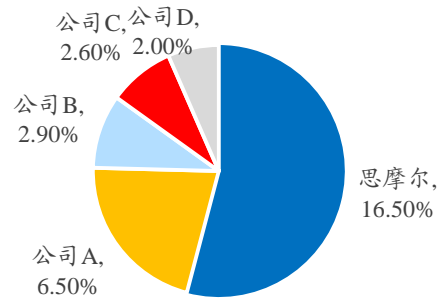
资料来源：政府官网，新时代证券研究所

3、公司竞争优势——技术迭代+客户粘性+规模保证

2018 年公司全球市占率 10.1%，2019 年公司市占率快速提升至 16.5%，与此同时，其他 4 家竞争对手的市占率都在下滑，反映了公司强劲的竞争优势，主要体现在 3 个方面：技术迭代、客户粘性、规模保证。

图10: 2018年全球雾化设备市占率(%)

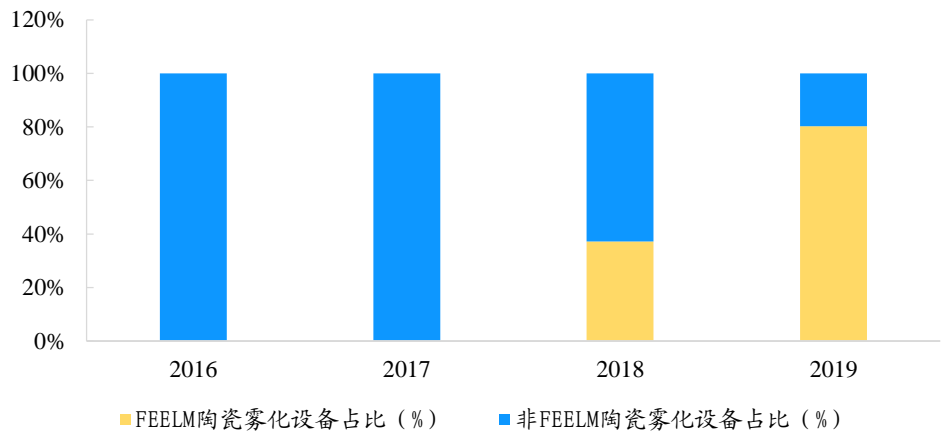
资料来源: 弗若斯特沙利文, 新时代证券研究所

图11: 2019年全球雾化设备市占率(%)

资料来源: 弗若斯特沙利文, 新时代证券研究所

3.1、技术迭代: FEELM 陶瓷雾化芯技术行业领先

雾化技术大致经历了从玻纤→棉芯→陶瓷雾化芯三代技术革新, 公司于2016年开发的FEELM, 在2018年成功搭载在客户产品并成功放量, 反映了公司技术迭代的领先优势。

图12: FEELM 陶瓷雾化设备占比快速提升

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

3.2、客户粘性: 日烟、NJOY、英美烟草、悦刻等大客户粘性强

公司的客户粘性很强, 近几年公司电子烟的主要大客户包括日烟、NJOY、英美烟草、悦刻等, 前5大客户发展很快, 其收入占公司总收入比例也在逐年增长, 2016年为34%, 2019年为68%。

表6: 公司各业务大客户

分业务	客户 1	客户 2	客户 3	客户 4	客户 5
设备代工 (小烟)	英美 (VUSE+VYPE)	日烟 (Logic)	奥驰亚 (MarkTen)	NJOY	悦刻
组件代工 (HNB&医疗娱乐)	日烟 (Ploom)	Jupiter	KushCo		
开放式零售 (大烟)	Vapresso/Renova/Revenant Vape (公司自有品牌)				

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

表7: 公司分业务大客户收入明细 (亿元)

分业务	分客户	2016	2017	2018	2019
设备代工	总计	5.0	6.9	11.2	44.8
	英美 (VUSE)			2.4	6.9
	英美 (VYPE)			0.5	4.5
	日烟 (Logic)	2.1	2.4	3.0	6.4
	奥驰亚 (MarkTen)	2.1	2.6	2.2	2.5
	NJOY	0.4	1.1	1.5	11.9
	悦刻				8.8
	Yooz				2.0
	其他	0.5	0.7	1.6	1.8
	组件代工 (HNB)	总计	0.1	1.8	5.6
日烟 (Ploom)		0.0	1.6	4.1	3.2
其他		0.1	0.2	1.5	3.0
组件代工 (CBD/THC)	总计		1.4	8.1	14.7
	Jupiter		1.2	4.2	6.2
	KushCo			2.6	4.0
	其他		0.2	1.4	4.6

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

表8: 公司前5大客户收入汇总 (亿元)

亿元	2016	2017	2018	2019
总收入	7.1	15.7	34.3	76.1
日烟 (logic+ploomtech)	2.1	4.0	7.1	9.6
Seasonal Visions (NJOY)	0.4	1.1	1.5	11.9
英美/雷诺烟草 (VUSE+VYPE)			2.9	11.4
THC 雾化设备 (Jupiter+KushCo)		1.2	6.7	10.2
RELX (悦刻)				8.8
前5收入合计	2.4	6.4	18.2	51.9

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

表9: 公司前5大客户收入占比 (%)

	2016	2017	2018	2019
总占比	100%	100%	100%	100%
日烟 (logic+ploomtech)	29%	26%	21%	13%
Seasonal Visions (NJOY)	5%	7%	4%	16%
英美/雷诺烟草 (VUSE+VYPE)			8%	15%
THC 雾化设备 (Jupiter+KushCo)		8%	20%	13%
RELX (悦刻)				12%
前5收入占比	34%	41%	53%	68%

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

3.3、规模保证: 2019年总产能11.52亿只, 总产量7.16亿只

公司近年来产能扩张迅速, 2016年总产能为2.26亿只, 2019年为11.52亿只, 产能利用率在60%-90%之间, 产销率在100%左右。

表10: 公司总计产能、产量、销量

	2016	2017	2018	2019
总产能 (亿只)	2.26	3.06	6.66	11.52
总产量 (亿只)	1.47	2.67	5.24	7.16
总销量 (亿只)	1.47	2.65	5.01	8.05
产能利用率 (%)	65%	87%	79%	62%
产销率 (%)	100%	99%	96%	112%

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

表11: 公司电子雾化器产能、产量、销量

	2016	2017	2018	2019
产能 (亿只)	1.65	1.79	2.97	5.93
产量 (亿只)	1.25	1.39	2.07	4.29
销量 (亿只)	1.45	1.91	1.99	5.12
产能利用率 (%)	76%	78%	70%	72%
产销率 (%)	116%	137%	96%	119%

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

表12: 公司电子雾化组件产能、产量、销量

	2016	2017	2018	2019
产能 (亿只)	0.55	1.15	3.50	5.34
产量 (亿只)	0.21	1.23	3.07	2.75
销量 (亿只)	0.01	0.70	2.94	2.80
产能利用率 (%)	37%	106%	88%	52%
产销率 (%)	3%	57%	96%	102%

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

表13: 公司 APV 产能、产量、销量

	2016	2017	2018	2019
产能 (亿只)	0.06	0.11	0.19	0.25
产量 (亿只)	0.01	0.05	0.10	0.13
销量 (亿只)	0.01	0.05	0.09	0.13
产能利用率 (%)	21%	43%	53%	49%
产销率 (%)	99%	96%	85%	102%

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

4、盈利预测——预计亿纬锂能 2020 年归母净利润 20 亿元， 同比+32%

关键假设:

假设亿纬锂能三大核心业务锂原电池、消费 锂电池、动力储能锂电池均保持一定增速，毛利率保持稳定，同时投资收益（主要是思摩尔电子烟）稳定增长。

表14: 亿纬锂能关键假设

		2019	2020E	2021E	2022E
业务 1: 锂原电池	收入 (百万元)	1,892	2,100	2,340	2,580
	成本 (百万元)	1,061	1,173	1,307	1,441
	毛利率 (%)	44%	44%	44%	44%
业务 2: 消费 锂电池	收入 (百万元)	2,410	3,750	4,950	6,750
	成本 (百万元)	1,832	2,825	3,729	5,085
	毛利率 (%)	24%	25%	25%	25%
业务 3: 动力储能锂 电池	收入 (百万元)	2,110	3,904	6,000	8,260
	成本 (百万元)	1,614	3,040	4,700	6,440
	毛利率 (%)	23%	22%	22%	22%
投资收益 (百万元)		840	888	1,688	2,392
投资净收益/营业收入 (%)		13%	9%	13%	14%

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

盈利预测:

预计公司 2020-2022 年收入分别为 98、133、176 亿元，增速分别为 52%、36%、32%，归母净利润分别为 20、30、41 亿元，增速分别为 32%、51%、34%。

表15: 亿纬锂能盈利预测

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	6,412	9,754	13,290	17,590
增速 (%)	47%	52%	36%	32%
归母净利润 (百万元)	1,522	2,003	3,032	4,054
增速 (%)	167%	32%	51%	34%

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

5、投资建议——维持“强烈推荐”评级

我们预测公司 2020-2022 年 EPS 为 1.09、1.65、2.20 元/股。我们根据公司历史 PE 值和可比公司 PE 值, 综合考虑行业景气向上趋势, 盈利能力变化, 可比公司差异等等因素, 维持“强烈推荐”评级。

表 *: 可比公司的 PE 比较

公司名称	收盘价		EPS				PE				市值 亿元
	8.7	19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E		
亿纬锂能*	54.32	0.83	1.09	1.65	2.20	66	50	33	25	1,000	
宁德时代*	204.29	1.96	2.51	2.88	3.47	104	81	71	59	4,759	
欣旺达	26.41	0.48	0.53	0.85	1.13	55	49	31	23	414	

资料来源: 标注*标的采用新时代电新团队预测, 其他公司使用 wind 一致预期。

6、风险提示——产品风险、政策风险、客户风险

产品风险: 如果其他上游领域的配方/工艺或者其他中游领域的技术迭代超预期, 出现了新的非公司客户的现象爆款产品, 短期可能出现“虹吸”效应, 使得公司业绩下滑;

政策风险: 如果行业发展速度过快, 使得政府监管措施超预期, 短期可能出现行业发展受到抑制, 使得公司业绩下滑;

客户风险: 如果公司大客户出现经营风险, 短期可能影响公司业务, 使得公司业绩下滑。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

开文明，上海交通大学学士，复旦大学世界经济硕士，2007-2012年历任光大证券研究所交通运输行业分析师、策略分析师、首席策略分析师，2012-2017年历任中海基金首席策略分析师、研究副总监、基金经理。

赵勇臻，上海交通大学硕士，2017-2019年任广发证券研究所非金属建筑材料行业分析师，2020年加入新时代证券，覆盖电动车产业链和部分非电动车光伏风电公司。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

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

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监 固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕莅琪 销售总监 固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监 固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>