

2021 年 04 月 20 日

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证号：S0600517120002
021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

研究助理 岳斯瑶

yuesy@dwzq.com.cn

动力电池表现亮眼，开启持续高增长 买入（维持）

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	8162	15957	22169	29143
同比（%）	27%	96%	39%	31%
归母净利润（百万元）	1652	3356	4759	6312
同比（%）	9%	103%	42%	33%
每股收益（元/股）	0.87	1.78	2.52	3.34
P/E（倍）	91.71	45.14	31.83	24.00

投资要点

- **2020 年归母净利润 16.52 亿元，同比增长 8.5%，符合市场预期。**2020 年公司营收 81.62 亿元，同比增长 27.3%；归母净利润 16.52 亿元，同比增长 8.5%；扣非净利润 15.26 亿元，同比增长 2.3%；20 年毛利率为 29.01%，同比下降 0.71pct；净利率为 20.6%，同比下降 3.56pct。若不考虑参股公司思摩尔非经常性和非现金项目计提的影响，20 年公司归母净利润实际为 21.9 亿，同比增 43.9%。
- **Q4 营收同环比大幅提升增长，动力电池占比提升，盈利水平有所下滑。**20Q4 公司实现营收 28.22 亿元，同比增加 53.84%，环比增长 30.43%；归母净利润 7.06 亿元，同比增长 94.32%，环比增长 21.09%，扣非归母净利润 6.8 亿元，同比增长 90.31%，环比增长 18.2%。盈利能力方面，Q4 毛利率为 27.67%，同比下降 3.89pct，环比下降 4.69pct；净利率 25.32%，同比增长 4.82pct，环比下降 1.87pct；Q4 扣非净利率 24.1%，同比提升 4.62pct，环比下降 2.49pct。公司 Q4 计提 0.13 亿元资产减值损失与 0.27 亿元的信用减值损失，若加回，则公司 Q4 净利率环比基本持平。
- **业绩分拆看，20 年公司锂电池业务大增近 50%，且盈利能力进一步增加，而锂原电池阶段性表现平稳。**1) 锂原电池贡献收入 14.91 亿元，同比下降 21.2%，毛利率为 41.9%，同比下降 2.1%；2) 锂离子电池贡献收入 66.7 亿元，同比大增 47.6%，毛利率为 26.1%，同比增长 2.3%，主要得益于三元软包电池海外销售快速增长以及应用于 TWS 的豆式电池出货规模快速增长；3) 电子烟投资收益：思摩尔 2020 年营业收入为 100.1 亿元，同比增长 31.5%，净利润 24.05 亿元，同比增长 10.1%，对应净利率 24.03%，为公司贡献 7.8 亿左右净利润。
- **思摩尔调整后净利同比增 70%，符合市场预期，21 年保守预测仍可持续高增。**思摩尔调整后净利同比增 72%，符合市场预期，21 年不受政策影响持续高增。20 年公司调整后净利 38.93 亿元，实际报表业绩 24 亿元，同比增长 10%，全年为亿纬贡献投资收益 7.8 亿左右，基本持平，符合市场预期。我们预计思摩尔上半年不受政策风险的影响，下半年政策尚有不不确定性，因此保守预计 21 年可实现近 55 亿利润，同比翻番，为亿纬贡献 17-28 亿投资收益，同比翻番以上。
- **盈利预测与投资评级：**我们基本维持此前盈利预测，预计 2021-2022 归母净利润 33.56/47.59 亿元，预计 2023 年归母净利为 63.12 亿元，同比增长 103%/42%/33%，当前市值对应 PE 为 45x/32x/24x。给予 21 年 60 倍 PE，对应目标价 106.8 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**电动车销量不及预期，原材料成本上涨等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	80.21
一年最低/最高价	30.95/120.00
市净率(倍)	10.54
流通 A 股市值(百万元)	142823.58

基础数据

每股净资产(元)	7.61
资产负债率(%)	35.13
总股本(百万股)	1888.87
流通 A 股(百万股)	1780.62

相关研究

- 1、《亿纬锂能（300014）：圆柱电池扩产提速，思摩尔业绩符合预期》2021-01-22
- 2、《亿纬锂能（300014）：动力电池收获期将至，四大赛道成长性十足》2020-11-22
- 3、《亿纬锂能（300014）：锂原需求后延拖累业绩，软包动力增长亮眼》2020-10-29

2020 年归母净利润 16.52 亿元，同比增长 8.5%，符合市场预期。2020 年公司营收 81.62 亿元，同比增长 27.3%；归母净利润 16.52 亿元，同比增长 8.5%；扣非净利润 15.26 亿元，同比增长 2.3%；20 年毛利率为 29.01%，同比下降 0.71pct；净利率为 20.6%，同比下降 3.56pct。若不考虑参股公司思摩尔非经常性和非现金项目计提的影响，20 年公司归母净利润实际为 21.9 亿，同比增 43.9%。

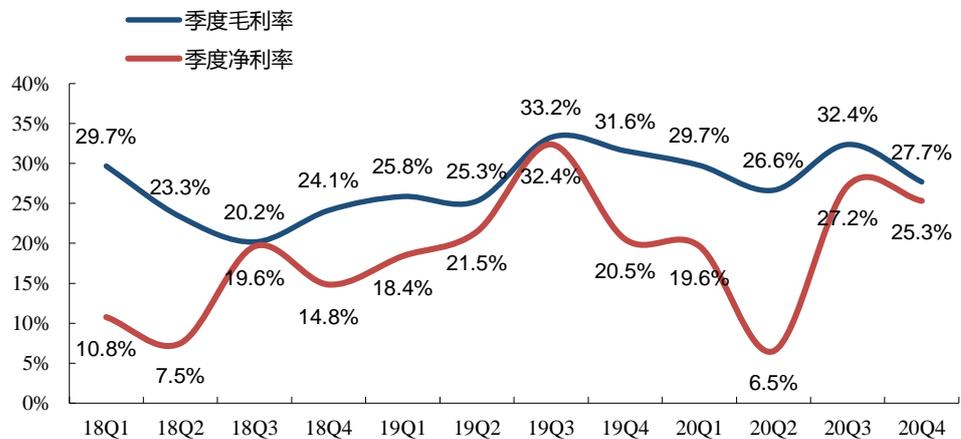
Q4 营收同环比大幅提升增长，动力电池占比提升，盈利水平有所下滑。20Q4 公司实现营收 28.22 亿元，同比增加 53.84%，环比增长 30.43%；归母净利润 7.06 亿元，同比增长 94.32%，环比增长 21.09%，扣非归母净利润 6.8 亿元，同比增长 90.31%，环比增长 18.2%。盈利能力方面，Q4 毛利率为 27.67%，同比下降 3.89pct，环比下降 4.69pct；净利率 25.32%，同比增长 4.82pct，环比下降 1.87pct；Q4 扣非净利率 24.1%，同比提升 4.62pct，环比下降 2.49pct。公司 Q4 计提 0.13 亿元资产减值损失与 0.27 亿元的信用减值损失，若加回，则公司 Q4 净利率环比基本持平。

图 1: 公司分季度业绩拆分 (百万元)

	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1
营业收入(百万)	2,822.1	2,163.7	1,867.2	1,308.7
-同比	53.84%	5.68%	30.41%	19.20%
毛利率	27.67%	32.36%	26.63%	29.75%
归母净利润(百万)	705.9	582.9	110.8	252.5
-同比	94.32%	-11.44%	-63.10%	26.05%
净利率	25.32%	27.19%	6.49%	19.65%
扣非归母净利润(百万)	680.06	575.35	57.17	213.04
-同比	90.31%	-10.56%	-80.63%	8.97%
扣非归母净利率	24.10%	26.59%	3.06%	16.28%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2: 公司分季度盈利能力



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

业绩分拆看，20年公司锂电池业务大增近50%，且盈利能力进一步增加，而锂原电池阶段性表现平稳。1) 锂原电池贡献收入14.91亿元，同比下降21.2%，毛利率为41.9%，同比下降2.1pct；2) 锂离子电池贡献收入66.7亿元，同比大增47.6%，毛利率为26.1%，同比增长2.3pct，主要得益于三元软包电池海外销售快速增长以及应用于TWS的豆式电池出货规模快速增长；3) 电子烟投资收益：思摩尔2020年营业收入为100.1亿元，同比增长31.5%，净利润24.05亿元，同比增长10.1%，对应净利率24.03%，为公司贡献7.8亿左右净利润。

图3：子公司经营情况

公司名称	2020				2020H2		2020H1	
	营业收入 (亿元)	营收-同 比	净利润 (亿元)	净利润- 同比	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	100.10	31.5%	24.05	10.1%	61.29	20.97	38.81	3.08
亿纬动力	25.81	1.1%	2.90	11.1%	15.96	1.42	9.85	1.48
亿纬集能	23.77		2.67					

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图4：亿纬锂能业务拆分情况

	2020年				2020H2		2020H1	
	营业收入 (亿)	同比	毛利率	同比	营业收入 (亿)	毛利率	营业收入 (亿)	毛利率
锂原电池	14.91	-21.2%	41.9%	-2.1pct	8.44	41.7%	6.47	42.2%
锂离子电池	66.70	47.6%	26.1%	2.3pct	41.40	27.3%	25.30	24.3%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

动力电池：海外软包增长亮眼，铁锂平稳增长。我们预计公司全年动力电池（含储能）收入超40亿元，同比翻番以上，毛利率预计接近25%，环比大幅提升，主要受益于产品结构的改善以及产能利用率的提升。我们预计公司20年动力出货超5gwh，同比翻番，增量主要来自软包三元。我们预计公司软包动力电池出货3GWh左右，全年收入突破25亿，其中亿纬集能20年收入23.77亿元，净利润2.67亿元，净利率达到11.2%，客户以戴姆勒、小鹏为主。磷酸铁锂电池受疫情影响，20年出货预计达2GWh以上，收入预计15亿左右，同比基本持平。

图5：亿纬锂能20年客户结构（装机口径）

配套车企	车辆类别	电池类型	车辆总数	电量 (KWh)	占比
南京金龙	乘用车	磷酸铁锂	274	9,323	0.91%
		三元	1	58	0.01%
	客车	磷酸铁锂	1,229	244,813	23.87%
		磷酸铁锂	1,961	121,200	11.82%
小鹏汽车	乘用车	三元	5,122	340,706	33.21%
东风汽车	乘用车	磷酸铁锂	441	55,855	5.45%
	专用车	磷酸铁锂	1,135	99,743	9.72%
合众新能源	乘用车	三元	1,261	45,686	4.45%
武汉客车厂	客车	磷酸铁锂	188	38,871	3.79%
吉利商用车	客车	磷酸铁锂	115	25,844	2.52%
	专用车	磷酸铁锂	71	6,413	0.63%
吉利汽车	客车	磷酸铁锂	70	18,063	1.76%
广通汽车	客车	磷酸铁锂	61	7,543	0.74%
宇通客车	客车	磷酸铁锂	32	5,258	0.51%
亚星客车	客车	磷酸铁锂	10	1,814	0.18%
森源重工	专用车	磷酸铁锂	4	895	0.09%
华菱汽车	专用车	磷酸铁锂	3	806	0.08%
东风特种	客车	磷酸铁锂	6	774	0.08%
江南汽车	乘用车	三元	19	475	0.05%
徐工汽车	专用车	磷酸铁锂	2	432	0.04%
中恒天智骏	乘用车	三元	11	389	0.04%
三一汽车	专用车	磷酸铁锂	1	314	0.03%
厦门金龙	专用车	磷酸铁锂	8	296	0.03%
智电客车	专用车	磷酸铁锂	1	219	0.02%
合计			12,026	1,025,788	100.00%

数据来源：高工锂电，东吴证券研究所

公司进入海外大客户供应链，加快产能建设，21年订单+产能进入释放期。公司软包三元、铁锂方形、三元方形并行，我们预计21年公司动力电池收入超80亿，同比翻番，利润贡献5亿左右，上游涨价基本可顺利传导。产能方面，公司软包电池20Q4有6GWh新产能释放，今年新建1GWh产能，由3gwh增至10gwh，由于戴姆勒、现代、小鹏订单需求旺盛，21年出货量翻番至7gwh+，此外公司与SK合资产能加速建设，规划27GWh预计分期与今明两年落地。方形三元为公司自主开发，目前已获得华晨宝马定点和德国宝马与捷豹路虎48V项目定点，今年计划新增8gwh产能，21年底将开始起量。方形铁锂后来者居上，除了在商用车上大幅增长外，在5G通信储能和风光储能领域，成功获得了多个大客户的重点项目，公司计划今年新建14gwh产能，并开拓乘用车、两轮车项目，全年预计出货6GWh左右，同比+200%。

三元圆柱电池扩产加速，金豆电池进入大客户，21年预计翻倍增长。公司荆门圆柱电池产线扩建投产，年产能规模从2.5GWh提升至5GWh。我们预计20年营收近18亿，21年收入有望接近40亿，同比翻番以上，公司在工具及小型动力领域均进入国际和国内一流客户体系，形成稳定批量交货，进一步巩固了在工具市场和两轮电动市场的行业领先地位。此外，我们预计TWS耳机纽扣电池未来三年复合高达80%，公司提前5年布局突破专利封锁，已进入三星供应链，另苹果、华为验证中，在智能穿戴及电子雾化器方面，公司利用现有产能和技术优势继续在细分领域深挖合作潜力，推出更贴合大客户需求的产品技术方案，进一步巩固市场占有率，我们预计公司21年出货量有望翻倍以上增长，达1亿颗。

锂原电池：智能电表需求延后，营收略低于市场预期。全年锂原电池贡献收入14.91亿元，同比下降21.2%，贡献4亿左右利润；由于受疫情影响，智能表计更换延至Q4

执行,公司下半年营收 8.44 亿,环比+30%,环比回升明显。公司预计继续在智能表计、智能安防、智能交通、共享经济等市场领域发挥全球领先优势,进一步抢占市场空间,同时公司加大对新市场的开发工作,重点布局了医疗器械、汽车电子应用及智能家居等细分领域,为未来储备了增长动力,我们预计锂原电池业务未来维持 20%左右的稳定增长,为公司提供稳定现金流。

思摩尔调整后净利同比增 70%,符合市场预期,21 年保守预测仍可持续高增。思摩尔调整后净利同比增 72%,符合市场预期,21 年不受政策影响持续高增。20 年公司调整后净利 38.93 亿元(加回上市费用、公允价值变动等),同比增长 72%;若扣除可转换优先股/可转债公允价值变动 10.57 亿、上市费用 0.73 亿、股权激励费用 3.63 亿,合计扣除 14.93 亿,实际报表业绩 24 亿元,同比增长 10%,符合市场预期,全年为亿纬贡献投资收益 7.8 亿左右,基本持平,符合市场预期。我们预计思摩尔上半年不受政策风险的影响,下半年政策尚有不不确定性,因此保守预计 21 年可实现近 55 亿利润,同比翻番,为亿纬贡献 17-28 亿投资收益,同比翻番以上。

全年费用率基本维持稳定,Q4 费用率显著下降。2020 年公司期间费用合计 12.4 亿元,同比增长 35.06%,费用率为 15.19%,同比增长 0.87pct。2020 年销售费用 2.3 亿元,销售费用率 2.8%,同比增 0.04pct;管理费用 2.7 亿元,管理费用率 3.3%,同比下降 6.8pct,研发费用 6.84 亿元,研发费用率 8.38%,同比+1.23pct。公司 2020 年计提资产减值损失 0.22 亿;计提信用减值损失 0.82 亿,主要由于计提应收账款坏账准备。20Q4 期间费用合计 2.5 亿元,同比下降 6.93%,环比下降 39.56%,费用率为 19.5%,同比下降 5.9pct,环比下降 10.4pct,公司 20Q4 计提资产减值损失 0.14 亿;计提信用减值损失 0.27 亿。

图 6: 公司分季度费用情况(百万元)

单位:百万元	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4
销售费用	51.02	17.92	45.00	61.39	56.01	57.46	79.71	32.73
-销售费用率	4.65%	0.88%	2.20%	3.35%	4.28%	3.08%	3.68%	1.16%
管理费用	23.23	64.30	39.15	62.11	36.35	90.54	51.33	91.68
-管理费用率	2.12%	3.14%	1.91%	3.39%	2.78%	4.85%	2.37%	3.25%
研发费用	104.48	102.86	128.67	122.64	121.91	153.11	219.43	189.91
-研发费用率	9.52%	5.02%	6.28%	6.69%	9.32%	8.20%	10.14%	6.73%
财务费用	35.72	21.26	10.89	27.45	29.26	19.37	70.85	-59.69
-财务费用率	3.25%	1.04%	0.53%	1.50%	2.24%	1.04%	3.27%	-2.11%
期间费用	214.44	206.34	223.70	273.59	243.53	320.48	421.32	254.63
-期间费用率	19.53%	10.08%	10.93%	14.91%	18.61%	17.16%	19.47%	9.02%
资产减值损失	15.09	-77.20	-68.01	74.72	-4.31	-6.60	2.97	-13.72
信用减值损失	0.00	0.00	0.00	-88.73	-16.67	-22.12	-16.00	-27.13

数据来源:公司公告,东吴证券研究所

经营性现金流大幅增长,在手现金充沛。截止 2020 年底公司存货为 17.14 亿,较年初增加 51.74%;应收账款 29.76 亿,较年初增长 42.1%。2020 年公司经营活动净现金流为 15.48 亿,同比上升 35.92%;投资活动净现金流出 22.59 亿,同比下降 22.86%;资本开支为 20.38 亿,同比下降 22.19%。账面现金为 38.04 亿,较年初增长 81.36%,主要由于募集资金到位以及业务增长带来现金流增加;2020 年底在建工程为 13.86 亿元,较 20 年年年初增长 42.83%,主要由于子公司采购的设备陆续到货。

投资建议：我们基本维持此前盈利预测，预计 2021-2022 归母净利润 33.56/47.59 亿元，预计 2023 年归母净利为 63.12 亿元，同比增长 103%/42%/33%，当前市值对应 PE 为 45x/32x/24x。给予 21 年 60 倍 PE，对应目标价 106.8 元，维持“买入”评级。

风险提示：电动车销量不及预期，原材料成本上涨等

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)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	11,342	18,484	26,426	37,067	营业收入	8,162	15,957	22,169	29,143
现金	3,804	3,753	7,232	12,182	减:营业成本	5,794	11,674	16,357	21,827
应收账款	2,976	6,033	8,473	11,198	营业税金及附加	39	77	106	140
存货	1,714	4,290	6,045	8,083	营业费用	226	431	576	758
其他流动资产	2,319	3,403	3,293	3,777	管理费用	270	319	333	291
非流动资产	14,358	15,229	15,953	16,530	研发费用	684	1,277	1,774	2,331
长期股权投资	4,810	4,810	4,810	4,810	财务费用	60	59	44	34
固定资产	6,322	6,558	6,750	6,897	资产减值损失	104	146	103	141
在建工程	1,386	2,086	2,586	3,086	加:投资净收益	837	1,727	2,418	3,385
无形资产	462	413	461	406	其他收益	106	105	105	105
其他非流动资产	2,765	3,447	3,932	4,418	资产处置收益	-5	-5	-5	-5
资产总计	25,700	33,713	42,379	53,598	营业利润	1,929	3,802	5,393	7,106
流动负债	7,160	12,585	17,581	23,911	加:营业外净收支	-11	4	9	9
短期借款	297	0	0	500	利润总额	1,918	3,806	5,402	7,115
应付账款	3,407	6,865	9,619	12,836	减:所得税费用	237	312	448	522
其他流动负债	3,455	5,719	7,962	10,575	少数股东损益	29	138	195	281
非流动负债	1,870	1,870	1,870	1,870	归属母公司净利润	1,652	3,356	4,759	6,312
长期借款	1,105	1,105	1,105	1,105	EBIT	3,101	4,920	6,589	8,385
其他非流动负债	765	765	765	765	EBITDA	2,545	4,391	6,014	7,762
负债合计	9,029	14,454	19,451	25,780	重要财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	2,295	2,433	2,628	2,910	每股收益(元)	0.87	1.78	2.52	3.34
归属母公司股东权益	14,376	16,826	20,300	24,908	每股净资产(元)	7.61	8.91	10.75	13.19
负债和股东权益	25,700	33,713	42,379	53,598	发行在外股份(百万股)	1,889	1,889	1,889	1,889
					ROIC(%)	12.4%	18.9%	24.7%	30.1%
					ROE(%)	11.5%	19.9%	23.4%	25.3%
					毛利率(%)	29.0%	26.8%	26.2%	25.1%
现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E	销售净利率(%)	20.6%	21.9%	22.3%	22.6%
经营活动现金流	1,548	885	3,690	4,003	资产负债率(%)	35.1%	42.9%	45.9%	48.1%
投资活动现金流	-2,259	327	1,118	2,185	收入增长率(%)	27%	96%	39%	31%
筹资活动现金流	2,293	-1,263	-1,329	-1,238	净利润增长率(%)	9%	103%	42%	33%
现金净增加额	1,582	-50	3,478	4,950	P/E	91.71	45.14	31.83	24.00
折旧和摊销	556	529	576	622	P/B	10.54	9.00	7.46	6.08
资本开支	2,025	1,400	1,300	1,200	EV/EBITDA	61	35	26	20
营运资本变动	45	-1,616	430	-2					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

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>

