

亿纬锂能（300014）2021 年一季报点评

动力电池进入收获期，全年高增长确定 买入（维持）

2021 年 04 月 23 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

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）	96.32	47.41	33.43	25.21

投资要点

- **Q1 公司归母净利 6.5 亿元，符合市场预期。**21Q1 公司实现营收 29.58 亿元，同比增加 125.98%，环比增长 4.8%；归母净利润 6.47 亿元，同比增长 156.22%，环比下滑 8.36%，扣非归母净利润 6.14 亿元，同比增长 188.45%，环比下滑 9.64%。盈利能力方面，Q1 毛利率为 26.94%，同比下滑 2.81pct，环比下滑 0.73pct；净利率 21.87%，同比增长 2.58pct，环比下滑 3.14pct；Q1 扣非净利率 20.78%，同比提升 4.5pct，环比下滑 3.32pct。
- **业绩分拆看，Q1 动力电池业务略超预期，思摩尔基本符合预期。**1) 锂离子电池：我们预计营收 4 亿元+，环比微降，同比大增 40%，毛利率维持稳定，预计为 40%，贡献 0.8 亿左右净利润。2) 锂离子电池：我们动力电池（含储能）贡献营收 17-18 亿元，出货量达 2GWh 以上，环比微增，同比增 3 倍以上，预计贡献 1 亿左右净利润（扣除 0.8 亿少数股东权益）；消费电池预计收入 8 亿元左右，净利润 0.8 亿左右。3) 电子烟：思摩尔公告 Q1 净利 11.79 亿元，同比+403%，剔除股权激励等费用影响后，Q1 思摩尔调整后利润达 12.27 亿元，同比+287.8%，环比下滑 14%，我们测算思摩尔对亿纬投资收益贡献 3.8 亿元，基本符合预期。
- **思摩尔 Q1 基本符合市场预期，21 年保守预测仍可持续高增。**思摩尔公告 Q1 净利 11.79 亿元，同比+403%，剔除股权激励等费用影响后，Q1 思摩尔调整后利润达 12.27 亿元，同比+287.8%，环比下滑 14%，我们测算思摩尔对亿纬投资收益贡献 3.8 亿元，基本符合预期。我们预计思摩尔上半年受政策风险的影响较小，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。
- **公司费用控制良好，研发投入增加。**2021 年 Q1 公司期间费用合计 3.54 亿元，同比增长 45.51%，费用率为 12.56%，同比下降 6.05pct。Q1 销售费用 0.7 亿元，销售费用率 2.45%，同比降 1.83pct；管理费用 0.6 亿元，管理费用率 2.29%，同比降 0.49pct；财务费用 0.1 亿元，财务费用率 0.26%，同比降 1.97pct；研发费用 2.1 亿元，研发费用率 7.56%，同比降 1.76pct。公司 Q1 计提资产减值损失 0.1 亿；计提信用减值损失 0.38 亿。
- **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 47x/33x/25x。给予 21 年 65 倍 PE，对应目标价 115 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)	84.24
一年最低/最高价	30.95/120.00
市净率(倍)	10.43
流通 A 股市值(百万元)	149999.48

基础数据

每股净资产(元)	8.08
资产负债率(%)	39.96
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）：动力电池表现亮眼，开启持续高增长》2021-04-20
- 2、《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
- 3、《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

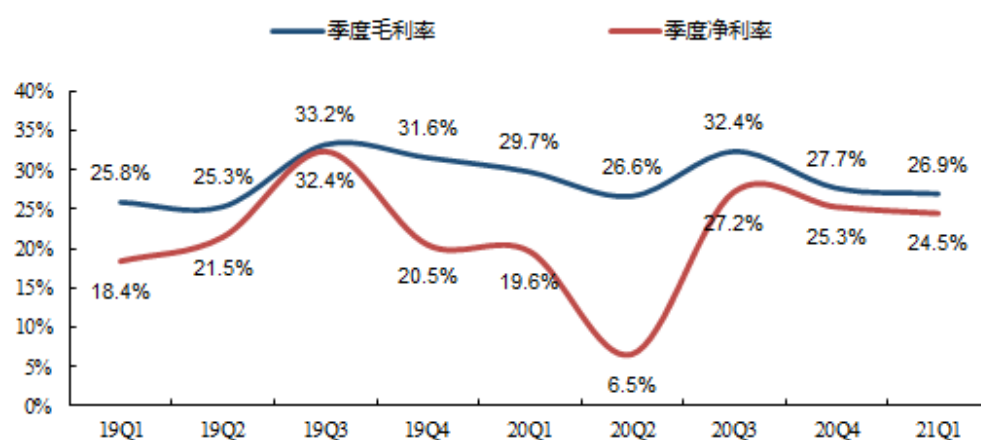
Q1 公司归母净利 6.5 亿元，符合市场预期。21Q1 公司实现营收 29.58 亿元，同比增加 125.98%，环比增长 4.8%；归母净利润 6.47 亿元，同比增长 156.22%，环比下滑 8.36%，扣非归母净利润 6.14 亿元，同比增长 188.45%，环比下滑 9.64%。盈利能力方面，Q1 毛利率为 26.94%，同比下滑 2.81pct，环比下滑 0.73pct；净利率 21.87%，同比增长 2.58pct，环比下滑 3.14pct；Q1 扣非净利率 20.78%，同比提升 4.5pct，环比下滑 3.32pct。

图 1：公司分季度业绩拆分（百万元）

	2021Q1	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1
营业收入(百万)	2,957.5	2,822.1	2,163.7	1,867.2	1,308.7
-同比	125.98%	53.84%	5.68%	30.41%	19.20%
毛利率	26.94%	27.67%	32.36%	26.63%	29.75%
归母净利润(百万)	646.8	705.9	582.9	110.8	252.5
-同比	156.22%	94.32%	-11.44%	-63.10%	26.05%
净利率	24.49%	25.32%	27.19%	6.49%	19.65%
扣非归母净利润(百万)	614.50	680.06	575.35	57.17	213.04
-同比	188.45%	90.31%	-10.56%	-80.63%	8.97%
扣非归母净利率	20.78%	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，Q1 动力电池业务略超预期，思摩尔基本符合预期。1) 锂原电池：我们预计营收 4 亿元+，环比微降，同比大增 40%，毛利率维持稳定，预计为 40%，贡献 0.8 亿左右净利润。2) 锂离子电池：我们动力电池（含储能）贡献营收 17-18 亿元，出货量达 2GWh 以上，环比微增，同比增 3 倍以上，预计贡献 1 亿左右净利润（扣除 0.8 亿少数股东权益）；消费电池预计收入 8 亿元左右，净利润 0.8 亿左右。3) 电子烟：思摩尔公告 Q1 净利 11.79 亿元，同比+403%，剔除股权激励等费用影响后，Q1 思摩尔调整后利润达 12.27 亿元，同比+287.8%，环比下滑 14%，我们测算思摩尔对亿纬投资收

益贡献 3.8 亿元，基本符合预期。

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

动力电池环比持续向上，21 年订单+产能进入释放期，有望达到百亿收入目标。我们预计公司 Q1 动力电池（含储能）收入 17-18 亿元，环比增长 20%+，同比大幅增长 302.21%，毛利率预计环比持平。Q1 公司满产满销，我们预计出货超 2gwh，同比翻番，其中软包三元受益于戴姆勒、现代、小鹏需求拉动，同环比高增。公司少数股东权益达 0.77 亿元，我们预计主要来自亿纬集能，因此推断 Q1 亿纬集能净利润达 1.5 亿元左右，软包动力电池净利率超 12%，此前公司锁定低价原材料，Q1 原材料涨价对公司盈利有限，超预期。产能方面，公司软包电池 Q1 新投 1GWh 产能，产能合计达 10gwh，由于戴姆勒、现代、小鹏订单需求旺盛，我们预计 21 年出货量翻番至 7gwh+，对应收入有望达到 60 亿。方形三元今年计划新增 8gwh 产能，21 年底将开始起量。方形铁锂目前产能 6GWh，20 年新建产能开始爬坡，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%。因此我们预计 21 年公司动力电池出货量有望超过 13gwh，收入规模超过 100 亿。

图 5：亿纬锂能 21Q1 动力电池客户结构

电池企业	配套车企	车辆类别	电池类型	车辆总数	电量
亿纬锂能	小鹏汽车	乘用车	三元	3,406	
	南京金龙	乘用车	三元	3	
		乘用车	磷酸铁锂	2	
		客车	磷酸铁锂	133	
		专用车	磷酸铁锂	80	
	东风汽车	客车	磷酸铁锂	66	
		专用车	磷酸铁锂	31	
	宇通客车	客车	磷酸铁锂	34	
	吉利商用车	专用车	磷酸铁锂	14	
	江南汽车	乘用车	三元	17	
	三一汽车	专用车	磷酸铁锂	1	
	东风柳州汽车	专用车	磷酸铁锂	3	
	程力专用车	专用车	磷酸铁锂	1	
	恒润高科	乘用车	三元	3	
	成都雅骏	专用车	磷酸铁锂	1	
	徐工汽车	专用车	磷酸铁锂	1	
合计				3,796	

数据来源：高工锂电，东吴证券研究所

消费电池预计翻倍增长，锂原电池稳定增长。公司 Q1 消费类电池预计营收 8 亿元左右，环比增长 10%+，同比增长 31.40%，随着产能释放，全年营收目标翻倍增长，其中荆门圆柱电池扩产加速，21 年收入有望接近 40 亿，同比翻番以上；金豆电池受 TWS 拉动，公司进入三星供应链，另苹果、华为验证中，21 年有望翻倍以上增长，达 1 亿颗；公司消费类电池 Q1 提价，我们预计原材料价格上涨基本可传导，全年盈利能力预计维持。锂原电池我们预计 Q1 营收 4 亿+，受季节波动影响环比微降，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 Q1 基本符合市场预期，21 年保守预测仍可持续高增。思摩尔公告 Q1 净利 11.79 亿元，同比+403%，剔除股权激励等费用影响后，Q1 思摩尔调整后利润达 12.27 亿元，同比+287.8%，环比下滑 14%，我们测算思摩尔对亿纬投资收益贡献 3.8 亿元，基本符合预期。我们预计思摩尔上半年受政策风险的影响较小，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。

公司费用控制良好，研发投入增加。2021 年 Q1 公司期间费用合计 3.54 亿元，同比增长 45.51%，费用率为 12.56%，同比下降 6.05pct。Q1 销售费用 0.7 亿元，销售费用率 2.45%，同比降 1.83pct；管理费用 0.6 亿元，管理费用率 2.29%，同比降 0.49pct；财务费用 0.1 亿元，财务费用率 0.26%，同比降 1.97pct；研发费用 2.1 亿元，研发费用率 7.56%，同比降 1.76pct。公司 Q1 计提资产减值损失 0.1 亿；计提信用减值损失 0.38 亿。

图 6：公司分季度费用情况（百万元）

单位：百万元	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1
销售费用	56.01	57.46	79.71	32.73	69.12
-销售费用率	4.28%	3.08%	3.68%	1.16%	2.45%
管理费用	36.35	90.54	51.33	91.68	64.56
-管理费用率	2.78%	4.85%	2.37%	3.25%	2.29%
研发费用	121.91	153.11	219.43	189.91	213.27
-研发费用率	9.32%	8.20%	10.14%	6.73%	7.56%
财务费用	29.26	19.37	70.85	-59.69	7.42
-财务费用率	2.24%	1.04%	3.27%	-2.11%	0.26%
期间费用	243.53	320.48	421.32	254.63	354.36
-期间费用率	18.61%	17.16%	19.47%	9.02%	12.56%
资产减值损失	-4.31	-6.60	2.97	-13.72	-10.28
信用减值损失	-16.67	-22.12	-16.00	-27.13	-37.64

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

经营性现金流转负，存货较年初增长。截止 2021 年 Q1，公司存货为 21.87 亿，较年初增长 27.6%；应收账款 32.77 亿，较年初增长 10.11%；预付账款 4.86 亿，较年初增长 3.62%。2021 年 Q1 公司经营活动净现金流出 3.43 亿，同比下降 182.16%，主要系公司前期用汇票支付货款，报告期内票据到期兑付所致；投资活动净现金流为-13.77 亿，同比下降 114.15%；合同负债 0.95 亿元，较年初下滑 57%，主要系子公司上年末收到客户预付款所致，资本开支为 6.49 亿，同比基本持平。账面现金为 32.68 亿，较年初下降 16.4%；在建工程 14.71 亿元，较年初增长 6.13%。

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 47x/33x/25x。给予 21 年 65 倍 PE，对应目标价 115 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				
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%
					销售净利率(%)	20.6%	21.9%	22.3%	22.6%
					资产负债率(%)	35.1%	42.9%	45.9%	48.1%
					收入增长率(%)	27%	96%	39%	31%
					净利润增长率(%)	9%	103%	42%	33%
					P/E	96.32	47.41	33.43	25.21
					P/B	11.07	9.46	7.84	6.39
					EV/EBITDA	64	37	27	21
现金流量表 (百万元)									
	2020	2021E	2022E	2023E					
经营活动现金流	1,548	885	3,690	4,003					
投资活动现金流	-2,259	327	1,118	2,185					
筹资活动现金流	2,293	-1,263	-1,329	-1,238					
现金净增加额	1,582	-50	3,478	4,950					
折旧和摊销	556	529	576	622					
资本开支	2,025	1,400	1,300	1,200					
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>