亿纬锂能 VS 欣旺达

2021 年 5 月跟踪，消费锂电产业链深度梳理

今天，要做跟踪的产业链，是：消费锂电。这个产业的两家代表龙头，为亿纬锂能 VS 欣旺达。

2021 年 4 月 20 日，**亿纬锂能**发布年度报告， 2020 年其实现营业收入 81.62 亿元，同比增长 27.3%；净利润 16.81 亿元，同比增长 8.55%；扣非归母净利润 15.26 亿元，同比上升 2.3%。

3 月 16 日，**欣旺达**发布 2020 年年报，全年实现营业收入 296.92 亿元，同比上升 17.6%；实现净利润 8 亿元，同比上升 6.68%；扣非归母净利润 2.62 亿元，同比大幅下降 50.09%。

Wind 机构一致预期收入来看：

1、亿纬——2021-2022 年，机构一致预期收入规模大约为 156.31 亿元、227.85 亿元、338.91 亿元，预期同比增速分别为 91.52%、45.77%、48.74%。

并购优塾

根据其历史三年一季报收入占全年收入的平均比重（16.29%）计算，2021 年一季度其收入需达到 25.46 亿元左右，同比增长 94.5%，才能符合市场预期。

而根据其 4 月 23 日发布的一季度报告，2021 年一季度实现营业收入 29.58 亿元，同比增长 125.98%，实现归母净利润 6.47 亿元，同比增长 156.22%，超出预期。

2、欣旺达——2021-2023 年，机构一致预期收入规模大约为 374.20 亿元、454.06 亿元、567.5 亿元，同比增速分别为 26.03%、21.34%、24.98%。

根据其历史三年一季报收入占全年收入的平均比重（17.81%）计算，2021 年一季度其营业收入需达到 66.65 亿元左右，同比增长 28.21%，才能符合市场预期。

根据其 4 月 28 日发布的一季度报告，2021 年一季度实现营业收入 78.61 亿元，同比增长 51.21%；实现归母净利润 1.28 亿元，同比增长 225.2%，超出预期。

看到这里，有几个值得思考的问题：

并购优塾

1）这个行业的景气度情况，有没有什么变化?

2）这条产业链的关键经营数据，近期有何变动?

（壹）

首先，我们先从收入体量和业务结构方面，对两家公司有一个大致了解。

以 2020 年收入为例，欣旺达（296.92 亿元）＞亿纬锂能（81.62 亿元）。

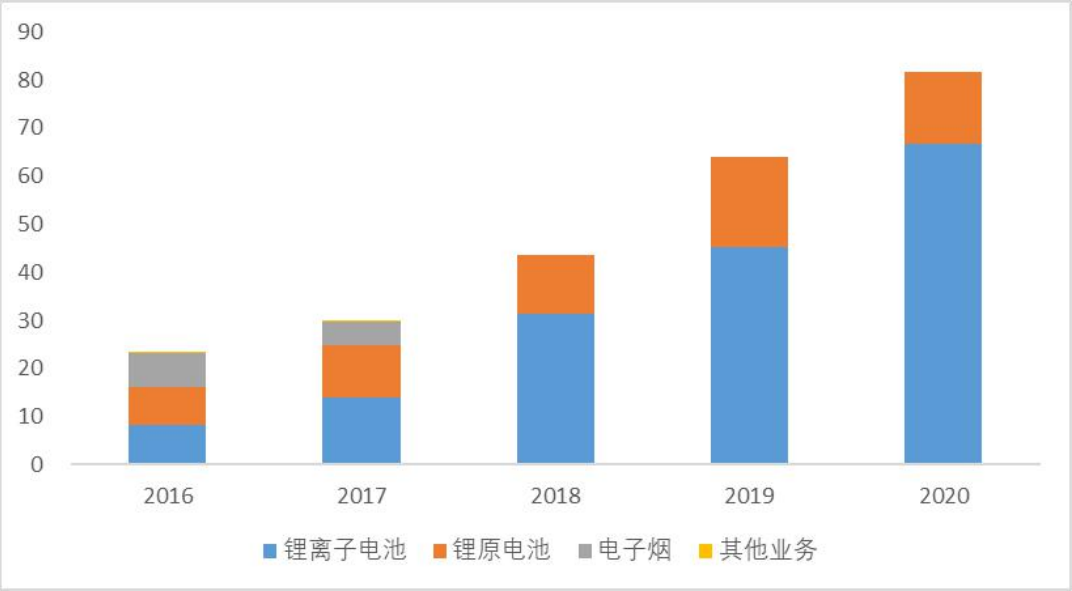
从收入结构来看，两者存在比较大的差异，欣旺达涉及业务范围更广。具体来看：

亿纬锂能——收入主要来源于锂离子电池业务（包括消费电池、动力及储能电池，占比 81.72%）和锂原电池业务（占比 18.27%）。如果按照应用场景来划分，则可分为**消费性电池业务（占比 50.21%）和动力电池业务（含储能，占比 49.79%）**。

2016-2020 年，其锂原电池业务占比逐年下降，而锂离子电池业务占比不断提升，主要是因为锂原电池为一次性电池，应用场景受限。

并购优塾

此外，2014-2017 年，由于收购的麦克韦尔（思摩尔前身）并表，其收入构成中还有部分电子烟雾化器业务，后于 2017 年将控股权转让，该部分业务出表。



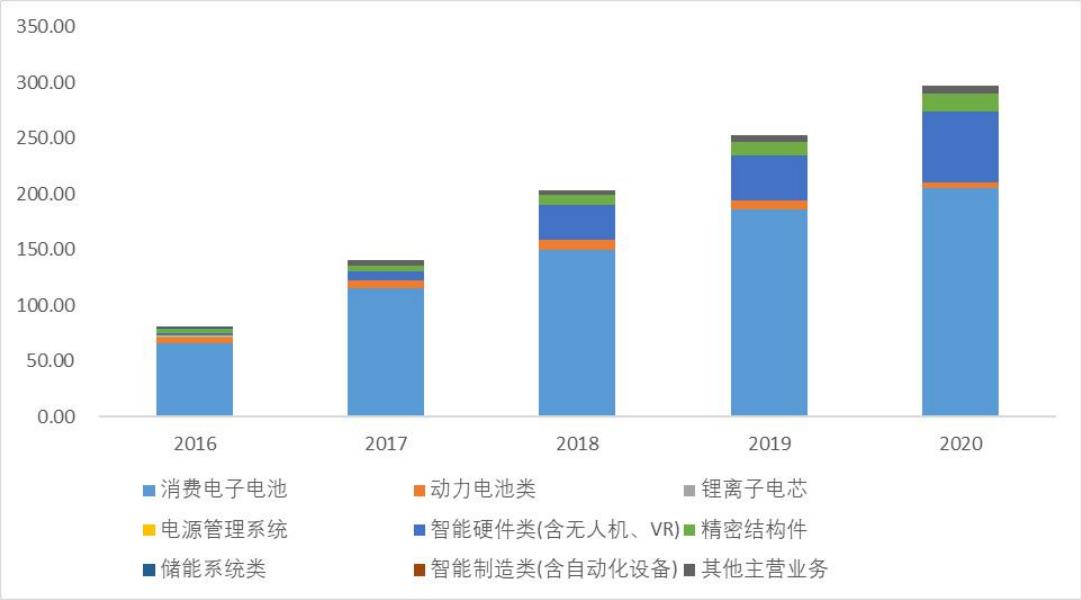
图：亿纬锂能收入结构（单位：亿元）

来源：塔坚研究

欣旺达——收入主要来源于**消费电子电池业务**（即锂离子电池模组，包括手机数码类、笔记本电脑类，占比 69.22%），**动力电池业务**占比较少，仅占 1.44%。此外，还有智能硬件类业务（即代工业务，占比 21.45%）、结构件业务（占比 5.56%）以及其他业务（占比 2.33%）。

2016 年-2020 年，智能硬件类业务占比不断提升，锂离子电池模组业务占比有所下降，但占比仍然比较高。主要是由于小米生态链持续

繁荣，带来智能硬件业务的持续增长。而锂离子电池业务受近年来受到手机出货量下滑影响，手机数码类电池模组产品增速有所下降。



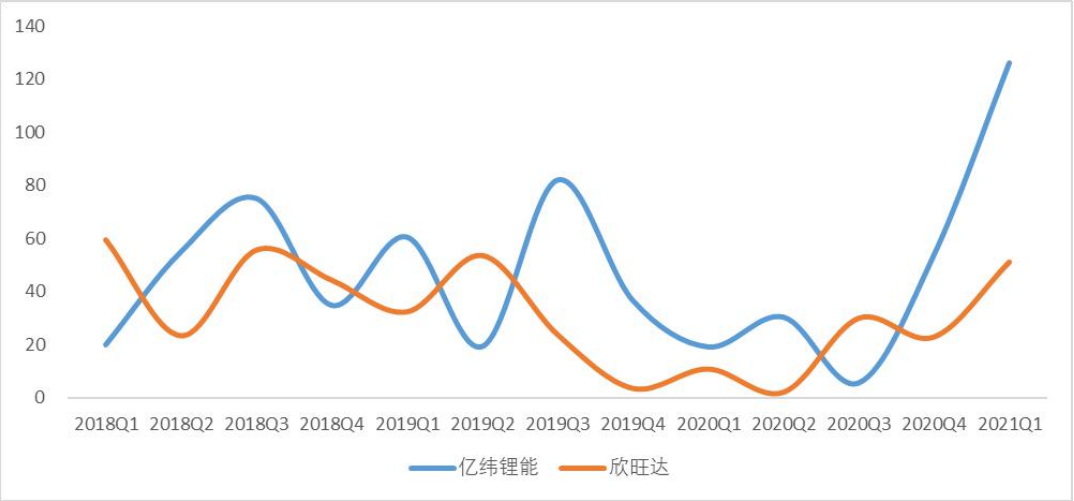
图：欣旺达收入结构（单位：亿元）

来源：塔坚研究

（贰）

接下来，我们将近 13 个季度的收入和利润增长情况放在一起，来感知其增长趋势：

1）收入增长



图：季报收入增速（单位：%）

来源：塔坚研究

从近几个季度的收入增速对比来看，亿纬锂能整体增速高于欣旺达，且亿纬锂能的波动性更大。

这样的差异，主要来自于收入结构的不同，亿纬锂能动力电池业务占比相对更高（受动力电池景气度影响），而欣旺达则是消费电子电池业务占比更高。

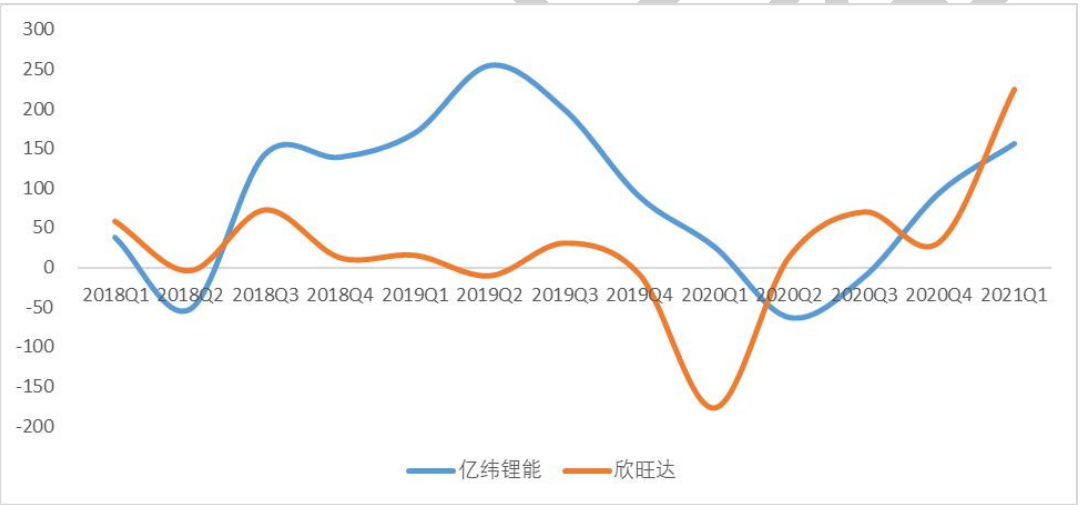
亿纬锂能——2018 年主要系电子雾化器和智能穿戴细分应用领域市场占有率提升，带来消费电池出货增加。2019 年受益于政策驱动，应用于 ETC 行业的锂原电池销售实现快速增长。2020 年主要受益于乘用车领域的软包三元电池产能释放，海外销售快速增长，业务占比有大幅提升。

并购优塾

欣旺达——其收入主要来源于**手机数码类电池业务**，而近几年受全球手机市场出货量下滑影响，其收入增速低于亿纬锂能。

整体来看，由于子赛道下游景气度的差异，导致两家公司收入增速的不同。

2）归母净利润增速



图：季度归母净利润增速（单位：%）

来源：塔坚研究

在归母净利润增长方面，亿纬锂能>欣旺达，且亿纬锂能的波动较大。

一方面，受益于亿纬锂能的收入增速较高；另一方面，主要由于近年来，随着亿纬锂能联营企业**思摩尔**的快速增长，导致其带来的投资收益较高，从而拉动亿纬锂能的净利润快速增长。

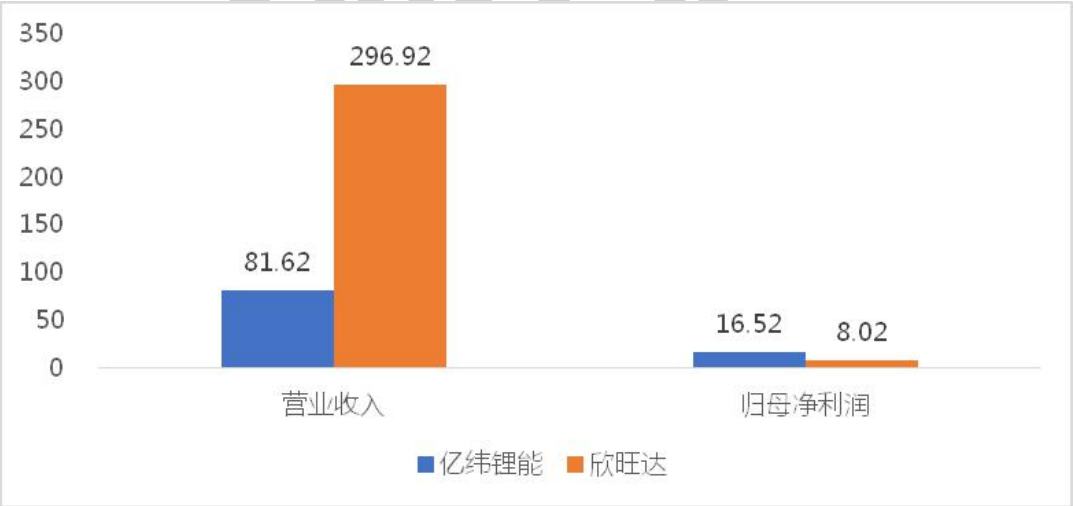
（叁）

对增长态势有感知后，我们接着再将两家公司的收入和利润情况拆开，看看 2020 年年报数据。

	营业收入	营业收入(同比增长率)	归母净利润(同比增长率)	归母净利润	销售毛利率	销售净利率
亿纬锂能	81.62	27.30	8.54	16.52	29.01	20.60
欣旺达	296.92	17.64	6.79	8.02	14.86	2.70

图：2020 年业绩对比（单位：亿元，%）

来源：塔坚研究



图：收入、归母净利润对比（单位：亿元）

来源：塔坚研究

两家公司在 2020 年均实现了不同程度的增长。从体量上来看，欣旺达（296.92 亿元）>亿纬锂能（81.62 亿元），而从增速来看，亿纬锂能（27.3%）>欣旺达（17.6%）。

我们具体来看：

亿纬锂能——2020 年实现营业收入 81.62 亿元，同比增长 27.3 %；实现归母净利润 16.52 亿元，同比增长 8.54 %；扣非归母净利润 15.26 亿元，同比上升 2.3%。

从单季度增长来看，本案收入增速高点出现在 2019 年 Q3、2020 年 Q4 和 2021 年 Q1 三个季度。主要受益于政策驱动 **ETC 用锂原电池**快速放量（2019 年 Q3），以及**动力电池**的产能释放（2020 年 Q4-2021 年 Q1）。

需要注意的是，其归母净利润波动较大，主要受持股的思摩尔国际所带来的投资收益影响较大。

并购优塾

图：亿纬锂能营业收入（左图）、归母净利润对比（右图）

来源：塔坚研究

欣旺达——2020 全年实现营业收入 296.92 亿元，同比上升 17.6%，实现归母净利润 8.02 亿元，同比增长 6.79%，扣非归母净利润 2.62 亿元，同比大幅下降 50.09%。主要是受股权激励费用摊销（2.78 亿元）以及汇兑损失（1.19 亿元）影响导致。

如果单看 2020 年 Q4，其实现营业收入 92.29 亿元，同比上升 23.03%；实现归母净利润 3.3 亿元，同比上升 32.48%。业绩增长主要得益于苹果 iPhone 12 系列新机型的发布，带动手机电池模组出货量的增长。

此外，受 2019 年 Q4 全球手机出货量同比下降影响，其收入增速较低。

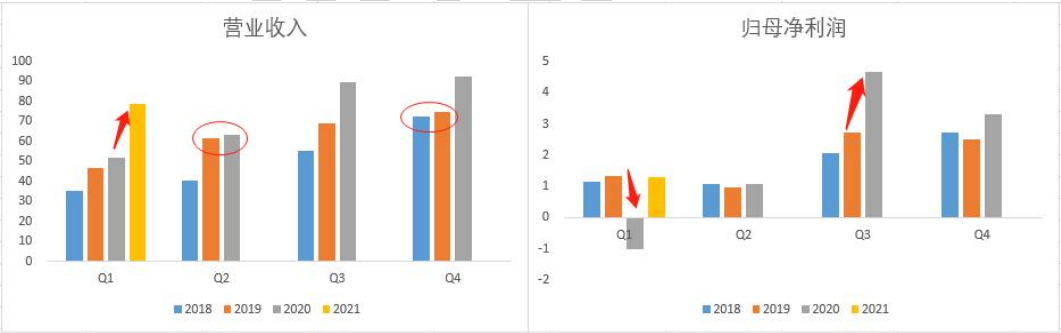
2020 年 Q2 收入增速较低，主要是受宏观经济影响，智能手机出货量和新能源汽车销量处于下滑状态（手机出货量同比下降 16.45%），但同时新切入苹果 Airpods 充电盒电池 PACK 供应链，整体收入同比微增。

并购优塾

2021 年 Q1 收入高速增长，一方面受益于苹果手机出货高增，带来手机电池 PACK 业务稳定增长；另一方面受益于动力电池国内外客户的拓展（雷诺日产 HEV 订单于 21 年 Q1 开始出货），动力电池业务开始放量。

从利润端来看，2020 年一季度归母净利润出现亏损，一方面是由于卫生事件带来防疫成本以及股权激励费用所带来管理费用上升，另一方面主要是因为汇兑损失导致财务费用增加。

2020 年三季度归母净利润有较大幅度增长，主要是由于公司持有的**安克创新**带来公允价值变动收益大幅增加。



图：欣旺达营业收入、归母净利润对比

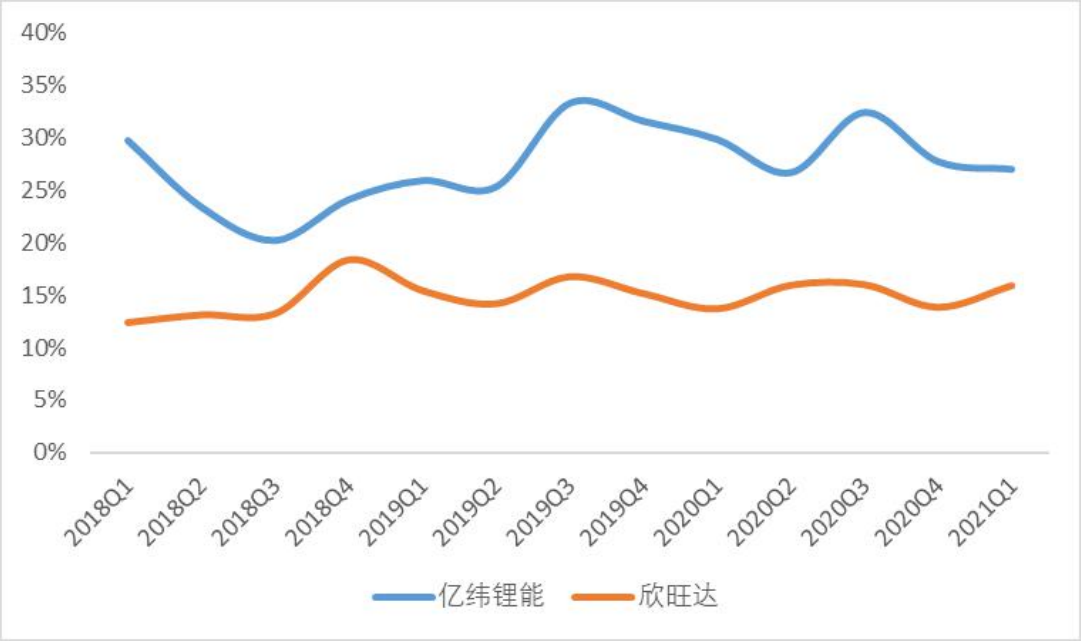
来源：塔坚研究

（肆）

对比完增长情况，我们再来看利润率的变动情况：

毛利率方面，亿纬锂能毛利率显著高于欣旺达。主要是由于欣旺达业务主要集中在电池模组环节，附加值较低，核心原材料电芯以外购为主，仅小部分自给。而亿纬锂能电芯等核心原材料均为自产，在成本上更有优势。（后续重点跟踪对比电芯自给率）

不过，欣旺达的毛利率水平整体稳中有升，主要是由于电芯自供率逐年提升（由 2018 年 10%提升至 2020 年 20%左右）。2018 年四季度毛利率水平显著提升，可能由于主流机型锂电池升级（电池容量提升，或采用双芯方案），产品附加值提升，以及原材料（钴酸锂）的价格下降。



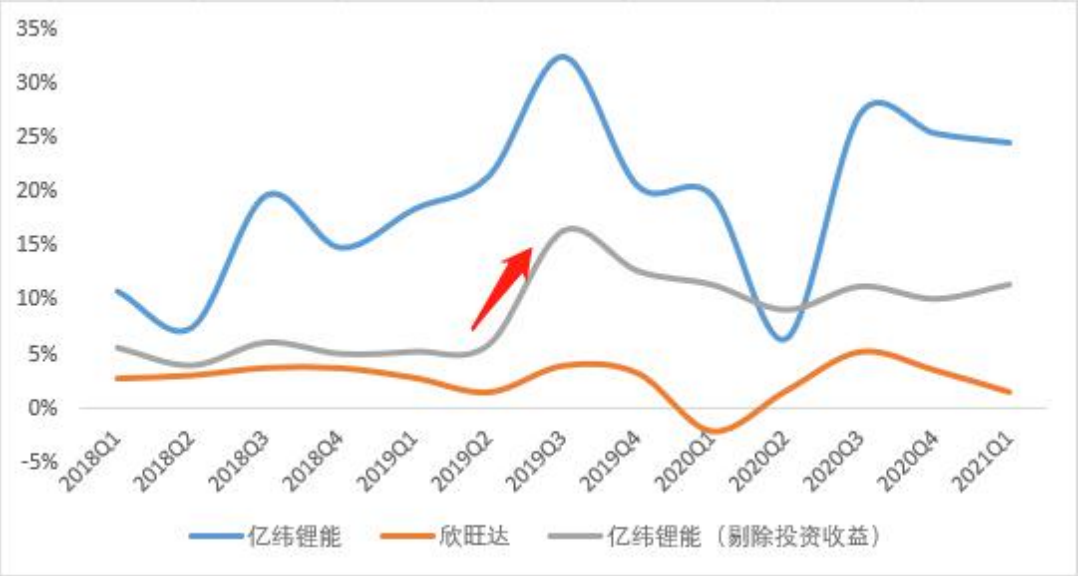
图：毛利率对比

来源：塔坚研究

接下来，看净利率方面：与毛利率类似，亿纬锂能净利率显著高于欣旺达，但波动性较大；欣旺达净利率水平较低，但比较稳定。

一方面，由于亿纬锂能的毛利率较高；另一方面，则由于其投资收益较高（占净利润的比重在 50%左右）。

不过，如果剔除投资收益影响后，亿纬锂能净利率波动不大。但是，需要注意，自 2019 年 Q3 开始，亿纬锂能净利率较之前有大幅提升，主要是得益于毛利提升。前期是由于锂原电池占比提升，后期是由于动力电池产能释放，摊薄成本。



图：净利率对比

来源：塔坚研究

（伍）

对利润率变动情况有感知后，我们再将两家公司利润表拆开，分别看利润率和费用率的变动情况：

1）亿纬锂能——2020 年全年毛利率 29.01%，同比下降 0.71%；全年实现净利率 20.60%，同比下降 3.56%。净利率的下降主要受思摩尔国际的投资收益影响较大。

从期间费用率来看，整体保持平稳。2020 年全年销售费用率为 2.77%，同比上升 0.04%；管理费用率 11.69%，同比上升 1.59%；财务费用率 0.73%，同比下降 0.76%；研发费用率 8.38%，同比提升 1.23%。

其中，Q4 财务费用率有较大幅度下降，主要是由于子公司收到的贷款贴息冲减了利息费用。销售费用率下降则是由于会计准则调整，运输费用由销售费用项调整至成本项。

需要注意的是，2018 年，毛利率水平有所下降，主要是由于动力电池产能结构性过剩，叠加新能源车补贴退坡，倒逼动力电池价格下降。

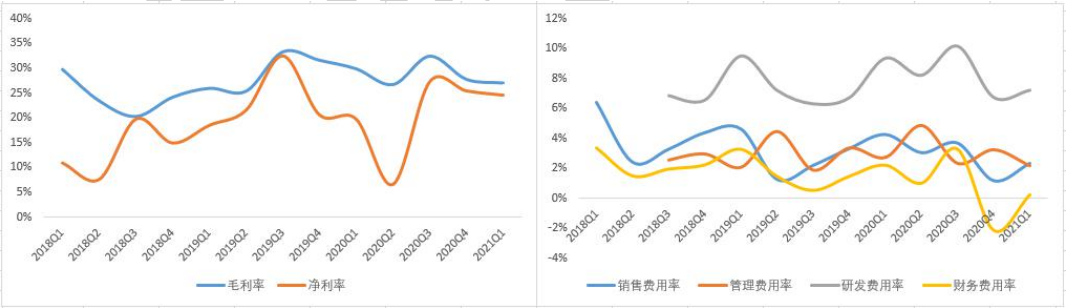
并购优塾

2019 年，毛利率水平开始回升，主要是受 ETC 需求集中放量影响，毛利较高的锂原电池业务占比有所提升。同时，随着动力电池产能的逐步释放，规模效应开始显现。

2021 年 Q1 毛利率出现下滑，主要是因为低毛利率的动力电池业务占比提升，拉低了整体毛利水平。未来，随着动力电池业务占比进一步提升，其毛利率可能会进一步趋近于行业平均水平（25%左右）。

此外，净利率的波动较大，主要受投资收益影响，若剔除投资收益，则净利率波动不大。

从费用率上来看，整体变动不大。



图：亿纬锂能毛利率及期间费用率

来源：塔坚研究

并购优塾

2）欣旺达——2020 年全年毛利率 14.86%，同比下降 0.49%；全年实现净利率 2.7%，同比下降 0.27%。毛利率小幅下滑，主要是由于毛利率较低的智能硬件业务（主要指代工）占比有所提升。

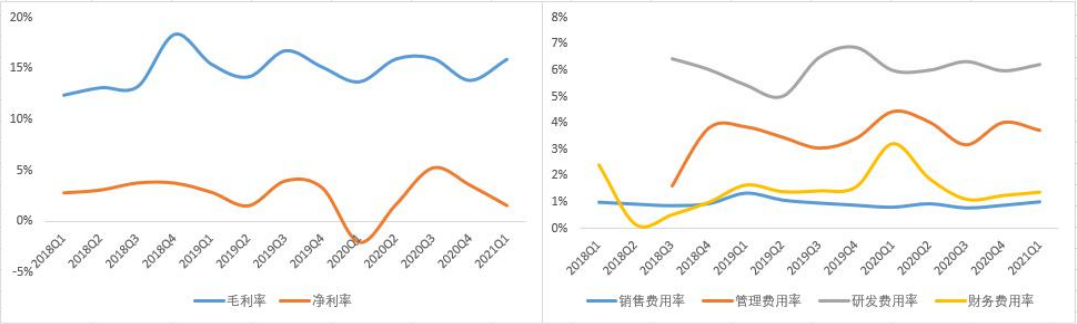
从期间费用率来看，整体保持平稳。2020 年全年销售费用率为 0.85%，同比下降 0.18%；管理费用率 9.91%，同比上升 0.48%；财务费用率 1.69%，同比上升 0.19%；研发费用率 6.08%，同比提升 0.05%。

需要注意的是，其 2020 年 Q1 净利率为负，一方面是由于卫生事件带来防疫成本以及股权激励费用所带来管理费用上升，另一方面主要是因为汇兑损失导致财务费用增加。

从 2021 年一季报数据来看，Q1 毛利率 15.85%，同比上升 2.21%；净利率 1.56%，同比上升 3.6%，环比下降 2.01%。

毛利率上升，主要是由于消费电芯自供率的提升和动力产线稼动率的提升。净利率环比下滑主要是由于安克创新、嘉元科技市值下跌，导致的公允价值变动损失以及动力电芯存货计提的资产减值损失较多所致。

并购优塾



图：欣旺达毛利率及期间费用率

来源：塔坚研究

（陆）

考虑到亿纬锂能的净利润，受电子烟代工龙头思摩尔国际所带来的投资收益影响较大，因此，我们再来看看电子烟行业的情况。

电子烟行业主要的风险，在于政策导向。因此，我们主要来看政策情况：

2021 年 3 月 22 日，工信部就拟在《烟草专卖法实施条例》附则中增加“电子烟等新型烟草制品参照本条例中关于卷烟的有关规定执行”征求意见。

关于《烟草专卖法实施条例》对电子烟行业的影响，目前市场上主要存在两种观点：

并购优塾

一种观点认为，征求意见稿明确了中国烟草作为电子烟的监管主体，目的在于引导行业健康发展。并且监管趋严将抬升行业准入门槛，利好在资金技术等维度占具优势地位的行业龙头。

另一种观点认为后续可能存在潜在的征税措施。目前电子烟仅按普通消费品征税，其税负责任远低于传统烟草。如果参照卷烟对电子烟行业加征消费税，税率可能在 47%-67%之间，将会对行业利润产生较大影响。[1]（引用自微信公众号“中伦视界”）

考虑到思摩尔作为全球电子烟代工龙头，海外市场贡献了超过 70%的营收，电子烟国标出台或使国内电子烟市场空间、增速受到压制，但对思摩尔的业绩增长影响比较有限。同时，国内电子烟产业链已经相对完善，后续潜在的征税措施大概率能合理分摊至产业链各个环节，并伴随产业规模化效应被消化。

由于具体细则还未落地，实际影响尚未可知。但在政策之下，思摩尔凭借产能和客户优势，短期内市场份额有可能进一步集中。后续，我们还需要进一步跟踪电子烟行业的政策导向。

（柒）

以上，基本数据情况分析清楚后，我们来看各家的关键经营数据有何变化。

并购优塾

对于消费电子电池来说，是**得应用场景者得天下**；而对于动力电池来说，则是**得产能者得天下**。因此，我们需要重点对比以下关键指标：

……

以上，仅为本报告部分内容,仅供试读。

如需获取本报告全文及其他更多内容，请订阅科技版报告库。

一分耕耘一分收获，只有厚积薄发的硬核分析，才能在关键时刻洞见未来。

· 订阅方法 ·

长按下方二维码，一键订阅

扫码了解核心产品-科技版报告库

了解更多，可咨询工作人员：bgysyxm2018

【版权、内容与免责声明】1）版权：版权所有，违者必究，未经许可不得翻版、摘编、拷贝、复制、传播。2）尊重原创：如有引用未标注

来源，请联系我们，我们会删除、更正相关内容。3）内容：我们只做产业研究，以服务于实体经济建设和科技发展为宗旨，本文基于各产业内公众公司属性，据其法定义务内向公众公开披露之财报、审计、公告等信息整理，不采纳非公开信息，不为未来变化背书，不支持任何形式决策依据，不提供任何形式投资建议。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性，亦不为任何个人决策和市场变化负责。内容仅服务于产业研究需求、学术讨论需求，不提供证券期货市场之信息，不服务于虚拟经济相关人士、证券期货市场相关人士，以及无信息甄别力之人士。如为相关人士，请务必取消对本号的关注，也请勿阅读本页任何内容。4）格式：我们仅在微信呈现部分内容，标题内容格式均自主决定，如有异议，请取消对本号的关注。5）主题：鉴于工作量巨大，仅覆盖部分产业，不保证您需要的行业都覆盖，也不接受任何形式私人咨询问答，请谅解。6）平台：内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。7）完整性：以上声明和本页内容构成不可分割的部分，在未详细阅读并认可本声明所有条款的前提下，请勿对本页面做任何形式的浏览、点击、转发、评论。

【数据支持】部分数据，由以下机构提供支持，特此鸣谢——国内市场：Wind 数据、东方财富 Choice 数据、智慧芽、理杏仁、企查查；海外市场：Capital IQ、Bloomberg、路透，排名不分先后。想做海内外研究，以上几家必不可少。如果大家有购买以上机构数据终端的需求，可和我们联系。