



Research and  
Development Center

# 二十载新起点，锂电池航母再启航

—亿纬锂能(300014)公司深度报告

2021年07月29日

武浩

S1500520090001

010-83326711

wuhao@cindasc.com

陈磊

S1500520090003

010-83326706

chenleia@cindasc.com

**证券研究报告**
**公司研究**
**公司深度报告**
**亿纬锂能 (300014.SZ)**
**投资评级 买入**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**公司主要数据**

收盘价 (元)	104.72
52 周内股价波动区间 (元)	128.99-44.79
最近一月涨跌幅 (%)	4.72
总股本 (亿股)	18.88
流通 A 股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	1,977.60

资料来源: 信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

# 二十载新起点，锂电池航母再启航

2021年07月29日

**本期内容提要:**

◆**锂电池集大成者，实现锂原电池到动力电池产品的跨越。**公司成立于2001年，2001-2012年以传统锂原电池为主业，营收占比70%以上；2013年-2016年，随着电子烟行业发展，一方面公司供应电子烟锂电池放量，同时2014年起并表麦克韦尔，向下游电子烟雾化器及电子烟产品拓展；2017年和2020年，公司动力储能电池业务子公司亿纬动力和亿纬集能先后放量，并开拓戴姆勒、现代起亚和中国铁塔等优质客户，同时公司转让麦克韦尔控股权，聚焦锂电业务，2020年公司营收体量已达81.6亿元，锂电池产品呈现多样化。未来看，公司规划至2025年实现“3个200”目标，即动力储能电池产能200GWh，消费电池营收200亿元和电源系统营收200亿元，实现再次跨越式增长。

◆**短期受益三元软包、铁锂及圆柱锂电池放量，加速产业链上游资源整合。**2021年疫情影响减退，公司铁锂及圆柱产能保持高开工率的同时，持续加大产能扩张力度，2022年规划产能翻倍增长；三元软包方面，公司已进入戴姆勒、现代起亚和小鹏供应体系，并实现稳定批量供货，子公司亿纬集能净利率已达11%，公司参股SK盐城工厂也将自今年起逐步投产，贡献显著投资收益。此外，公司近期加速产业链上游资源整合，布局锂矿、锂盐、铁锂正极、湿法镍矿和高镍正极等产品，保障原材料充足供应的同时保障原材料采购成本。

◆**中长期受益三元方形、电源系统及车用大圆柱产品放量。**公司借助三元方形产品开拓PHEV及48V系统产品市场，目前已拥有华晨宝马、宝马全球、捷豹路虎和东风柳汽等国内外优质客户，相关产品有望自明年起逐步放量；同时，公司积极与全球大客户推进车用大圆柱产品技术交流与认证，未来有望逐步实现定点，支撑公司业绩持续增长。

◆**电子烟市场思摩尔优势明显，有望受益行业规范化，带来持续稳定的投资收益。**思摩尔陶瓷雾化芯技术领先，已开拓英美烟草、日本烟草及RELX等国内外优质客户，近年来业绩基本保持逐年翻倍增长。同时，在美国及国内强化对电子烟监管背景下，思摩尔作为行业龙头，有望受益行业规范化，市占率进一步提升，为公司贡献持续投资收益。

◆**盈利预测及估值。**我们预计公司2021-2023年实现营收161.1、256.5和357.6亿元，同比增长97.4%、59.2%和39.4%；归母净利35.0、47.6和65.4亿元，同比增长111.6%、36.2%和37.3%，对应2021-2023年PE分别为56.6x、41.6x和30.3x，首次覆盖给予公司“买入”评级。

◆**风险因素：**新冠疫情等导致全球新能源车产销不及预期；原材料价格波动；新客户开拓不及预期；新产能扩建不及预期；技术路线变化；电子烟监管政策严格程度高于预期等。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	6,412	8,162	16,110	25,650	35,764
增长率 YoY %	47.4%	27.3%	97.4%	59.2%	39.4%
归母净利润(百万元)	1,522	1,652	3,495	4,759	6,535
增长率 YoY%	166.7%	8.5%	111.6%	36.2%	37.3%
毛利率%	29.7%	29.0%	25.9%	25.2%	25.2%
净资产收益率ROE%	20.2%	11.5%	18.7%	19.4%	20.0%
EPS(摊薄)(元)	0.81	0.87	1.85	2.52	3.46
市盈率 P/E(倍)	62.24	93.16	56.58	41.55	30.26
市净率 P/B(倍)	12.54	10.71	10.60	8.05	6.04

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测 股价为 2021 年 07 月 28 日收盘价

## 目 录

与市场不同之处	6
一、锂电龙头 20 年实现锂原到动力电池跨越	7
二、三元软包与 SKI 深度合作，绑定全球优质客户	9
2.1 戴姆勒加速电动化进程，销量复合增速 30%	10
2.2 现代汽车集团电动化加速，未来 5 年 10 倍销量增长	11
三、油耗积分压力增大，混动技术打破僵局	12
3.1 油耗要求进一步收紧，燃料消耗积分压力上升	12
3.2 电动化是实现降油耗的必由路径，48V 是性价比最高技术路线	13
3.3 48V 系统增长空间广阔	15
3.4 公司高举高打，实现客户延伸	16
四、磷酸铁锂需求提升，公司供需两端发力保障优势地位	16
4.1 加速产能布局保障自身优势地位	16
4.2 磷酸铁锂渗透率持续提升，公司为一线供应商	17
4.3 公司多渠道拓宽磷酸铁锂应用领域	18
4.4 公司绑定德方纳米保证原材料充足供应	19
五、电动工具电池加速进口替代，盈利水平强	20
5.1 无绳电动工具渗透率提升带动锂电池需求	20
5.2 电动工具行业集中度较高，国内电动工具电池供应商加速进口替代	20
六、疫情下思摩尔业绩持续放量，FEELM 成为制胜法宝	22
6.1 全球电子烟强化监管，市场将朝更规范化方向发展	25
七、盈利预测及估值	26
八、风险因素	27

## 图 表 目 录

图表 1: 公司历年营收情况 (亿元)	7
图表 2: 公司历年归母净利润及同比变化/亿元	8
图表 3: 公司历年毛利率、净利率变化	8
图表 4: 公司历年毛利率、净利率变化	8
图表 5: 亿纬锂能股权结构	8
图表 6: 亿纬锂能股权激励情况	8
图表 7: 亿纬锂能各期员工持股计划 (共 8 期)	9
图表 8: 亿纬集能发展历史	9
图表 9: 亿纬集能 2019-2020 营收及净利润变化	9
图表 10: SKI 产能布局	10
图表 11: SKI 产能规划/GWh	10
图表 12: 戴姆勒电动化总体规划	10
图表 13: 戴姆勒 xEV 车型规划	10
图表 14: 戴姆勒 2020 年新能源汽车销售结构	11
图表 15: 戴姆勒新能源汽车销量预测/万辆	11
图表 16: 戴姆勒动力电池需求预测	11
图表 17: 现代-起亚电动化规划	12
图表 18: 2020 年现代汽车集团新能源汽车销售结构	12
图表 19: 2015-2020 年油耗积分变化情况	13
图表 20: 燃料消耗量目标值考核要求变化	13
图表 21: 2021-2025 年平均燃料消耗量/目标值比例要求	13
图表 22: 当前汽车电动化主要五类路线	13
图表 23: 不同节油技术性价比及可实现的节油技术	14
图表 24: 乘用车各技术路线节油效率及增量成本对比	14
图表 25: 48V 系统示意	14
图表 26: 48V 系统示意	14
图表 27: 我国节能与新能源汽车技术路线图规划	15
图表 28: 我国历年普混产量占总体乘用车产量比重	15
图表 29: 日本/欧洲/全球普混车型渗透率变化	15
图表 30: 日本/欧洲/全球 48V 渗透率变化	15
图表 31: 国内 48V 装机量预测	16
图表 32: 全球 48V 装机量预测	16
图表 33: 公司铁锂产能规划	17

图表 34: 亿纬动力历年营收及净利润变化.....	17
图表 35: 2020 年中国新能源乘用车车型销量 TOP10 .....	17
图表 36: 国内磷酸铁锂动力电池出货及出货占比 (GWh) .....	18
图表 37: 国内磷酸铁锂电池需求预计/GWh.....	18
图表 38: 全球磷酸铁锂电池需求预计/GWh.....	18
图表 39: 我国磷酸铁锂电池出货占比 .....	18
图表 40: 磷酸铁锂正极材料价格变化 (万元/吨) .....	19
图表 41: 德方纳米连续三年位列正极材料市场市占第一 .....	19
图表 42: 2011-2020 全球电动工具出货量.....	20
图表 43: 2011-2020Q1 全球无绳电动工具电池类型占比 .....	20
图表 44: 2011-2020 全球电动工具用电池出货量 .....	20
图表 45: 2019 年全球电动工具主要企业市场份额 .....	20
图表 46: 2018 年全球电动工具供应商市场份额 .....	21
图表 47: 国内电池厂商电动工具布局情况.....	21
图表 48: 2017-2020 中国电动工具出货量.....	22
图表 49: 蔚蓝锂芯锂电池业务 2018-2020 营收、净利润情况 .....	22
图表 50: 蔚蓝锂芯锂电池业务 2018-2020 毛利率、净利率 .....	22
图表 51: 思摩尔发展历程.....	23
图表 52: 思摩尔国际历年市场占有率 .....	23
图表 53: 思摩尔历年营收及净利润情况 (亿元) .....	23
图表 54: 思摩尔历年毛利率及净利率情况.....	23
图表 55: 思摩尔历年研发投入及同比变化(亿元).....	24
图表 56: 公司基础研究院情况.....	24
图表 57: FEELM 雾化芯与棉芯对比 .....	24
图表 58: 思摩尔前五大客户销售占比(亿元) .....	25
图表 59: 思摩尔分区域营收结构 .....	25
图表 60: 2020-2025 全球电子雾化设备市场概览 .....	26
图表 61: 公司财务指标预测 .....	27
图表 62: 公司及可比公司估值.....	27

## 与市场不同之处

市场认为在上游材料涨价背景下，公司今年盈利能力承压。我们认为一方面公司今年放量产品圆柱电池对产业链下游议价能力强，可较好转移原材料涨价压力，盈利可参考可比公司蔚蓝锂芯业绩逐季提升。铁锂电池公司早期应用储能市场价格较低，但随着公司储能专线逐步投产及未来扩产，盈利能力有望提升。同时公司近期加速上游资源整合，布局铁锂及三元电池多个上游环节，保障原材料充足供应的同时保障原材料采购成本。

市场认为公司动力电池技术依赖 SKI，自身技术能力尚需验证。我们认为公司经过多年发展、包括经过与 SKI 多年合作，已积累较深技术水平，公司自主开拓的三元方形产品已突破华晨宝马、宝马全球、捷豹路虎和东风柳汽等国内外大客户，将自明年年中起逐步放量。

## 一、锂电龙头 20 年实现锂原到动力电池跨越

公司发展历经三个阶段，实现锂原电池到动力电池产品的跨越。

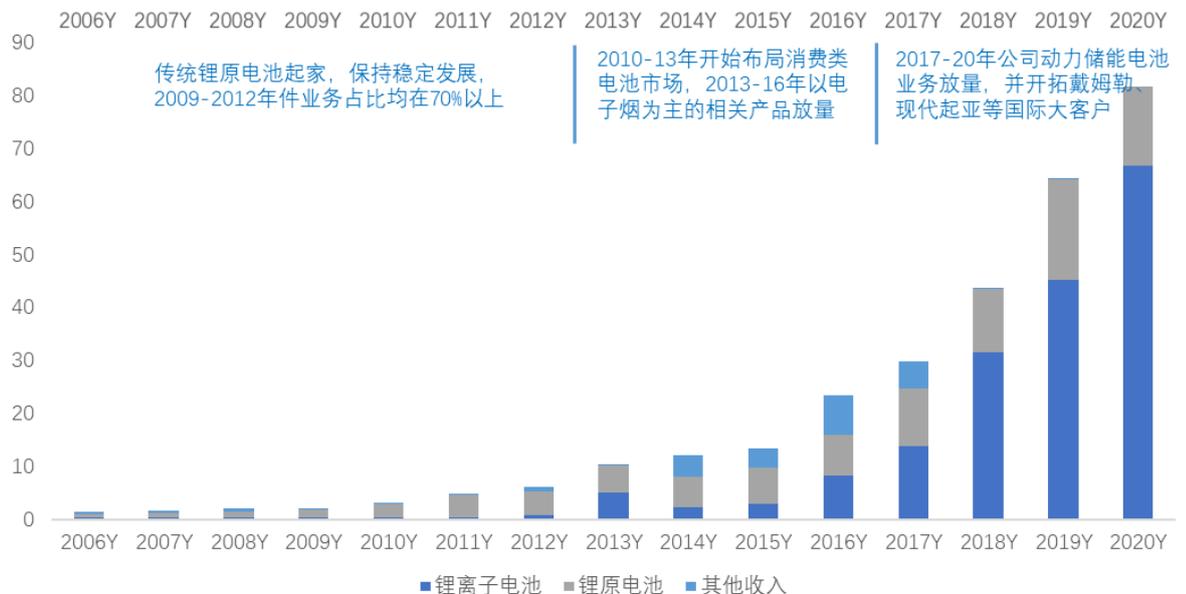
公司成立于 2001 年，2001-2012 年公司以传统锂原电池为主业，锂原电池营收占比均在 70% 以上，2012 年公司营收体量 4.5 亿元；

2013 年-2016 年，电子烟相关产品发展，一方面公司供应电子烟锂离子电池放量，同时公司 2014 年起并表麦克韦尔，向下游电子烟雾化器及电子烟产品拓展；2016 年公司营收体量达 23.4 亿元；其中锂原电池和锂离子电池分别为 7.8 和 8.3 亿元；

2017 年和 2020 年，公司成立的动力储能电池业务子公司亿纬动力和亿纬集能收入先后放量，并开拓戴姆勒、现代起亚和中国铁塔等优质客户，同时 2017 年公司转让麦克韦尔控股权，聚焦锂电池产品领域。2020 年公司营收体量已达 81.6 亿元，相较 2012 年实现接近 20 倍增长。

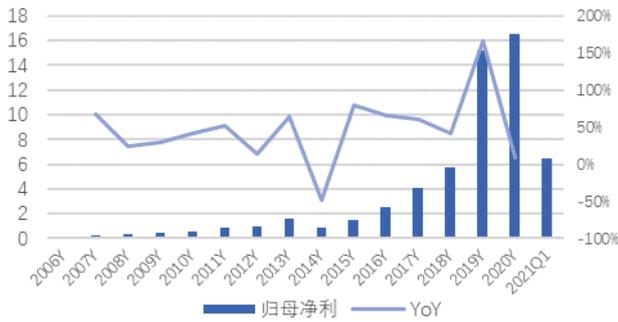
未来看，公司董事长规划至 2025 年将实现“3 个 200”目标，即动力储能电池产能 200GWh，消费电池营收 200 亿元和电源系统营收 200 亿元，实现整体营收规模的再次跨越式增长。

图表 1：公司历年营收情况（亿元）

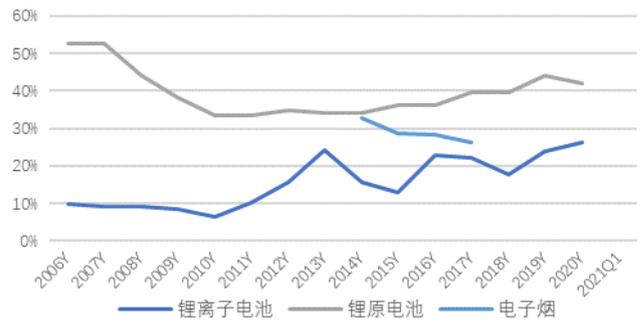


资料来源：Wind，信达研究与开发中心

**近年来盈利能力持续提升，归母净利润加速放量。**公司传统锂原电池盈利能力较强，毛利率维持 30% 以上，近年来受公司持续降本增效及下游行业带动，毛利率维持 40% 左右。锂离子电池业务受公司整体规模放量及应用领域拓展，实现了毛利率从个位数到 25% 左右提升。受公司整体收入规模扩大及盈利能力提升。公司归母净利润基本保持逐年增长趋势，自 2012 年的 1.0 亿元提升至 2020 年的 16.5 亿元。后续随着公司“3 个 200”目标推进，净利润水平将加速提升。

**图表 2: 公司历年归母净利润及同比变化/亿元**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图表 3: 公司历年毛利率、净利率变化**


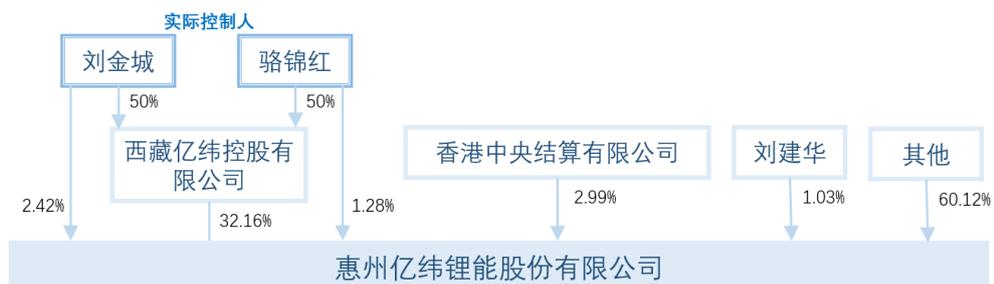
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图表 4: 公司历年毛利率、净利率变化**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

公司实际控制人为刘金城、骆锦红夫妇,其分别直接持有上市公司 2.42%和 1.28%股权,并通过西藏亿纬控股持有公司 32.16%股权,合计持有公司 35.86%股权。

公司董事长刘金城先生具备工学博士及 MBA 背景,总经理刘建华先生具备武汉大学精细化工程专业及 EMBA 背景,公司管理层技术及管理积淀深厚。

**图表 5: 亿纬锂能股权结构**


资料来源: Wind, 信达研究与开发中心

上市以来,公司已实施八期员工持股计划及两期股票期权及限制性股票激励计划,给予员工充足股权激励,绑定上市公司与员工利益,实现携手共同成长。

**图表 6: 亿纬锂能股权激励情况**

首次实施公告日	2017-02-28	2017-02-28	2012-05-10	2012-05-10
激励标的物	期权	股票	股票	期权
激励总数(万股/万份)	3357.49	201.04	48.75	460.65
激励总数占当时总股本比例(%)	4.1676%	0.4707%	0.2500%	2.3300%
期权初始行权价格(股票转让价格)	29.63	14.82	7.38	14.98

有效期(年) 5 5 5 5

资料来源: 公司公告, 信达研究与开发中心

图表 7: 亿纬锂能各期员工持股计划 (共 8 期)

	第一期	第二期	第三期	第四期	第五期	第六期	第七期	第八期
募资上限	8000 万元	3000 万元	5500 万元	7600 万元	3500 万元	2000 万元	1.4 亿元	4200 万元
参与人数/人	≤ 200	≤ 200	≤ 500	≤ 400	≤ 300	≤ 100	≤ 750	279

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

## 二、三元软包与 SKI 深度合作, 绑定全球优质客户

公司与 SKI 合资开发, 迅速成长为软包市场全球龙头。公司 2018 年 5 月设立亿纬集能, 同时与 SKI 合作, 向其子公司申请低息借款并引进先进技术、设备和人才, 实现软包动力电池的快速布局。2020 年底, SKI 将对亿纬集能债权转股, 转股后持有亿纬集能 49% 股权, 亿纬锂能持有剩余 51% 股权, 进一步优化亿纬集能资产负债结构。亿纬集能成立后, 短期即收到现代起亚 2019-2024 合计 13.48GWh 和戴姆勒 2018-2027 年合计 10 年供货订单。从业绩来看, 亿纬集能成立以来规模迅速扩大, 2020 年实现营收和净利润分别为 23.77 亿元和 2.7 亿元, 净利率已达 11.3%。

图表 8: 亿纬集能发展历史



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图表 9: 亿纬集能 2019-2020 营收及净利润变化



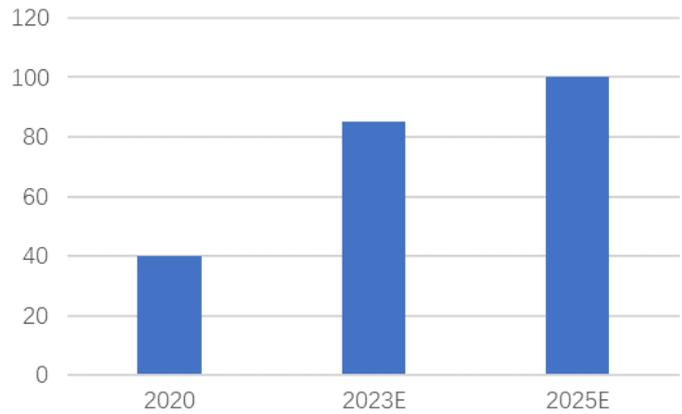
资料来源: Wind, 公司公告, 信达证券研发中心

优质客户订单保障公司高产能利用率, 与 SKI 持续合作加速产能建设。目前, 亿纬集能拥有 10GWh 动力电池产能, 分别对应戴姆勒 (3GWh)、现代起亚 (6GWh) 和小鹏汽车 (1GWh), 受下游客户旺盛需求, 公司有望维持较高产能利用率, 全年出货有望超 8GWh, 对应营收 67.5 亿元, 实现同比 184% 增长。2020 年底, 公司进一步出资 3.66 亿美元, 持股 30% 增资 SK 新能源 (江苏), 与 SKI 合建 27GWh 动力电池产能。SKI 规划至 2023 年和 2025 年分别形成 85GWh 和 100GWh 产能, 其中合资公司 (即其盐城基地) 将成为其在中国的重要生产基地, 占其 2023 年规划全球产能的 30% 以上, 满足其亚洲乃至全球市场需求。

**图表 10: SKI 产能布局**

地区及项目	产能/GWh	投产规划
<b>中国</b>		
常州工厂	7.5	2019 年底投产
盐城工厂-亿纬合	27	
盐城一期	10	2020 年底投产
<b>匈牙利</b>		
一期	7.5	已投运
二期	9.8	将 022H1 投产
三期	30	2024Q1 投产
<b>美国</b>		
一期	9.8	2022 投产
二期	11.7	2023 投产

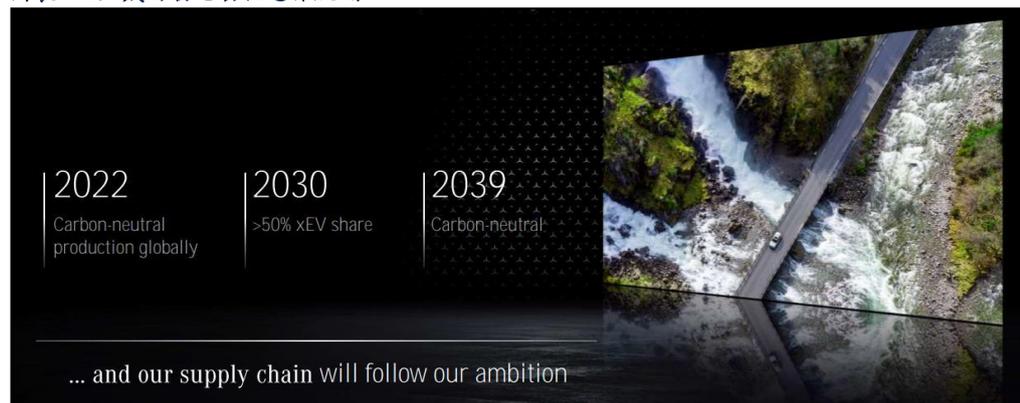
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图表 11: SKI 产能规划/GWh**


资料来源: KED global, 信达证券研发中心

## 2.1 戴姆勒加速电动化进程, 销量复合增速 30%

戴姆勒规划 2022 年实现全球生产的碳中和, 至 2030 年实现新能源汽车 xEV (插混/纯电) 渗透率超 50%, 至 2039 年实现完全碳中和。

**图表 12: 戴姆勒电动化总体规划**


资料来源: 戴姆勒官网, 信达证券研发中心

新能源车型不断丰富, 2030 年实现新能源车销量占比超 50%。戴姆勒规划, 2021、2025 和 2030 年将分别有 5 款、10 款和 20 款纯电动车型和 20 款、25 款和 25 款插混车型上市, 至 2030 年实现纯电和插混车型在其销量结构中占比超 50% 的目标。

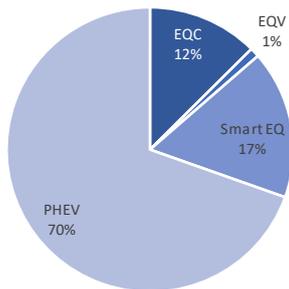
**图表 13: 戴姆勒 xEV 车型规划**


资料来源: 戴姆勒官网, 信达证券研发中心

2020年戴姆勒全球新能源汽车销量16万辆，同比增长2倍以上，新能源汽车渗透率由2%左右提升至7.4%。16万辆销量中，BEV为4.9万辆，其中EQC约2万辆，PHEV为11.1万辆。

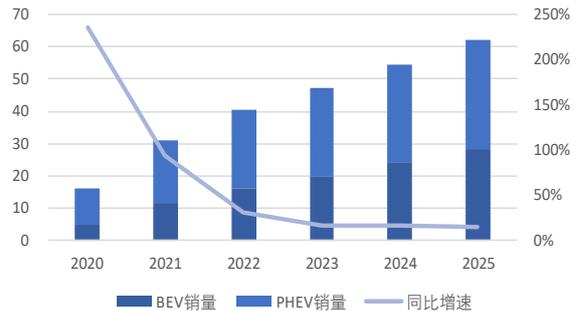
2025年戴姆勒新能源汽车销量有望达62万辆，复合增速31%。我们预计2021-2025年戴姆勒传统车销量复合增速5.6%，新能源汽车渗透率由2020年的7.4%提升至2025年的22%，对应2025年新能源汽车销量62.4万辆，复合增速31%。随着EQA、EQB等车型放量，BEV渗透率有望提升至2025年的45%，对应销量为28.1万辆，PHEV为34.3万辆。

图表 14: 戴姆勒 2020 年新能源汽车销售结构



资料来源: 戴姆勒官网, 信达证券研发中心

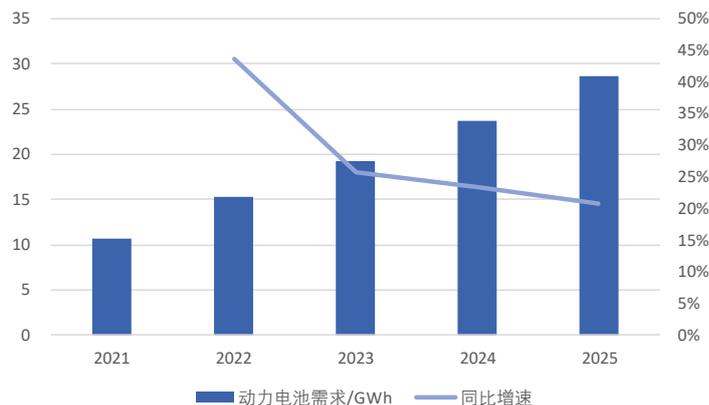
图表 15: 戴姆勒新能源汽车销量预测/万辆



资料来源: 戴姆勒官网, 信达证券研发中心

戴姆勒至2025年动力电池需求为28.7GWh，复合增速为28.0%。我们预计2025年戴姆勒新能源汽车销量有望达62万辆，复合增速31%。在此背景下，考虑到BEV车型中EQC、EQV、EQA和EQB均为单车带电量超60KWh车型，而Smart EQ和PHEV车型单车带电量在20-30KWh左右，平均来看，我们预计戴姆勒至2025年动力电池需求为28.7GWh，复合增速为28.0%。

图表 16: 戴姆勒动力电池需求预测



资料来源: 公司公告, 信达研究与开发中心

## 2.2 现代汽车集团电动化加速，未来5年10倍销量增长

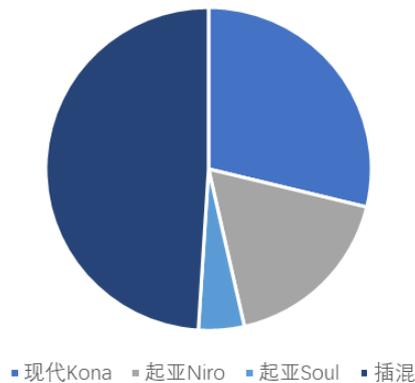
2020年底现代汽车集团推出其电动全球模块化平台——E-GMP。2021年，现代和起亚分别发布基于E-GMP平台的首款车型Ioniq5和EV6。基于E-GMP平台，现代汽车集团规划至2025年合计推出23款纯电车型，包括现代汽车的12款车型和起亚汽车的11款车型。同时规划在2025年全年范围内销售超过100万辆纯电动车型。

**图表 17: 现代-起亚电动化规划**

	现代-“战略 2025”	起亚-“Plan S”
<b>投资情况</b>	61.1 万亿韩元 (2020-2025 年)	29 万亿韩元 (每年保持约 5 万亿韩元投资水平)
<b>电动车投放计划</b>	2021 年发布其下一代电动汽车 (项目代号 NE), 基于 E-GMP 电动汽车专用平台 2025 年前开发 47 款环保车型, 其中包括 23 款 BEV、6 款 PHEV、13 款 HEV、3 款 MHEV 和 2 款 FCEV, 并推出 12 款以上电动车型。	到 2025 年将电动车型扩充至 11 款, 其中 7 款专用电动车型基于 E-GMP 平台打造
<b>全球销量目标</b>	2025 年销量目标达到 67 万辆新能源汽车/年, 其中电池电动车销量 56 万辆, 氢燃料电池车销量 11 万辆。计划成为全球第三大电动车企业	计划至 2025 年, 纯电动汽车全球市场占有率达到 6.6% (, 环保汽车销售比例达 25% 至 2026 年纯电动汽车销售量达 50 万台, 环保汽车销售量达 100 万台
<b>备注</b>	在新技术领域计划投资 20 万亿韩元, 其中 90%投向电气化 (专用的电动汽车平台、生产投资和充电设施)	作为 Plan S 的两个战略目标, 起亚将扩展电动汽车和自动驾驶汽车的出行服务及进入专用汽车 (PBV) 市场

资料来源: 中国汽车工业信息网, 采购帮, 信达证券研发中心

从销量来看, 据韩国汽车制造商协会数据, 2020 年现代汽车集团新能源汽车销量 19.8 万辆, 同比上涨 59.9%。而据公司官网数据, 其明星车型现代 Kona 销售 5.7 万辆, 起亚 Niro 销售 3.5 万辆, Soul 销售 0.9 万辆。合计约 10 万辆。以公司规划 2025 年销售 100 万辆车型计, 未来 5 年仍有 10 倍成长空间。

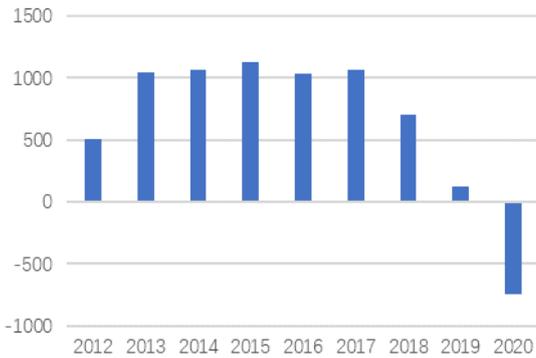
**图表 18: 2020 年现代汽车集团新能源汽车销售结构**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

## 三、油耗积分压力增大, 混动技术打破僵局

### 3.1 油耗要求进一步收紧, 燃料消耗积分压力上升

国内油耗要求提升, 燃料负积分消化压力增大。2016-2020 年, 随着平均燃料消耗量要求提升, 国内企业燃料消耗量积分考核压力增大, 2017 年以来油耗积分呈逐步下滑趋势, 2020 年低至-745 万分。

**图表 19: 2015-2020 年油耗积分变化情况**


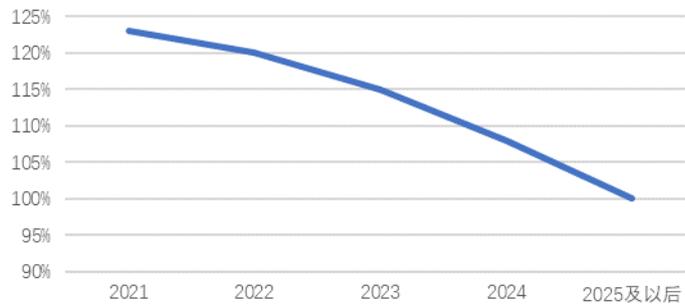
资料来源: 乘联会, 信达证券研发中心

**图表 20: 燃料消耗量目标值考核要求变化**

整备质量范围 /Kg	2015-2020目标值 (L/100km)	2021-2025目标值 (L/100km)
≤1090	4.3-4.5	4.02
1090-2510	4.7-7.3	4.02-6.57
> 2510	7.3	6.57

资料来源: 乘联会, 信达证券研发中心

**油耗要求进一步提升, 倒逼汽车电动化进程加速。**2021年起执行的新版《乘用车燃料消耗量评价方法及指标》中, 不同整备质量的燃料消耗量目标值降幅均在 10%左右, 同时仍逐年降低平均燃料消耗量与目标值比例要求, 从 2021 年的 123%降至 2025 年的 100%。

**图表 21: 2021-2025 年平均燃料消耗量/目标值比例要求**


资料来源: 2021 新版《乘用车燃料消耗量评价方法及指标》, 信达证券研发中心

### 3.2 电动化是实现降油耗的必由路径, 48V 是性价比最高技术路线

当前汽车电动化路线主要分为五类。包括 12V 轻混 (Micro Hybrid)、48V 中混(Mid Hybrid)、普通混动 (Full Hybrid)、插电混动 (Plug-in Hybrid) 和纯电动 (BEV)。

**图表 22: 当前汽车电动化主要五类路线**


资料来源: Continental A, 信达证券研发中心

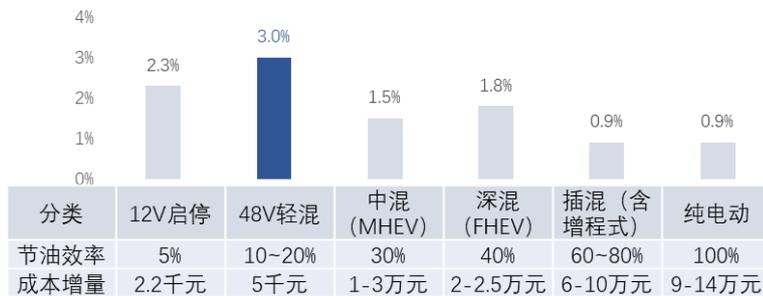
**48V 系统是最经济节能路线。**从节油率/减排效果和安装成本两个角度来看, 48V 系统增加 4000-6000 元左右成本, 可实现 15-20%左右节油率水平, 明显优于 12V 系统 2000 元左右对应 5%的节油率以及高压混动系统万元级价格。

图表 23: 不同节油技术性价比及可实现的节油技术

项目		12V启停	48V MHEV	HEV	PHEV	EV
性价比	节油率 (%)	3	15	32	65~75	100
	技术应用增加的成本 (元)	2000	<5000	30000	29000~40000	25000~58000
	降低1%油耗对应成本 (元)	667	333	940	446~530	250~580
可实现的节油技术	电机功率 (kW)	<5kW	5~15kW	20~20kW	60~120kW	60~150kW
	电动化程度	低	低	中高	中高	高
	启停	●	●	●	●	无
	停机/惯性滑行	●	●	●	●	●
	制动能量回收		●	●	●	●
	电机助力起步<15km/h		●	●	●	●
	纯电动行驶>50km	有限支持		●	●	●

资料来源: Continental A, FEV, 中国汽车技术研究中心等, 信达证券研发中心

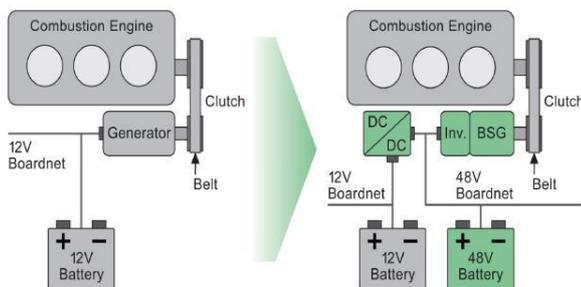
图表 24: 乘用车各技术路线节油效率及增量成本对比



资料来源: Continental A, FEV, 中国汽车技术研究中心等, 信达证券研发中心

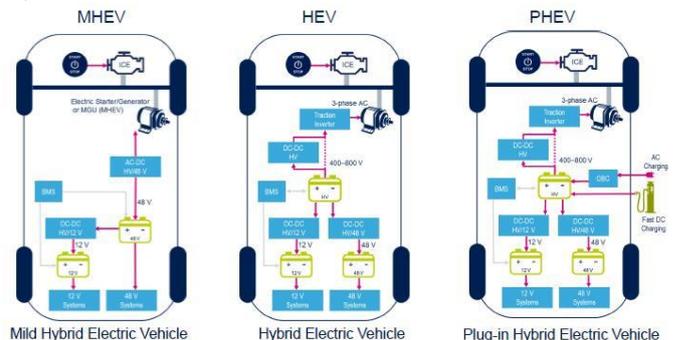
12V 系统常采用铅蓄电池配置, 满足智能启停及部分电子器件用电功能; 48V 系统在 12V 系统上新增一套 48V 装置, 智能启停等功能仍由原 12V 系统完成; 而电动助力、制动能量回收等功能, 由于需要更高功率支撑, 由 48V 锂电池供电, 同时增加 DC/DC 和 BRM 电机等零部件。汽车安全标准规定 60V 为最高安全电压, 低于该水平时, 线束、连接器等零部件可不采用额外电压防护, 对半导体部件耐压要求较低, 因而相比普混和插混, 可有效降低成本。

图表 25: 48V 系统示意  
12V → 48V Adaptation



资料来源: Continental A, 信达证券研发中心

图表 26: 48V 系统示意



资料来源: Continental A, 信达证券研发中心

### 3.3 48V 系统增长空间广阔

国内节能与新能源汽车技术路线图明确 2025、2030 和 2035 年三个节点我国国内混动新车占传统能源乘用车的比例要分别达 50%、75%和 100%以上，而 2020 年国内普混乘用车产量占比仅为 1.2%，仍有极大提升空间。

图表 27：我国节能与新能源汽车技术路线图规划



资料来源：工信部，中国汽车工程协会，信达证券研发中心

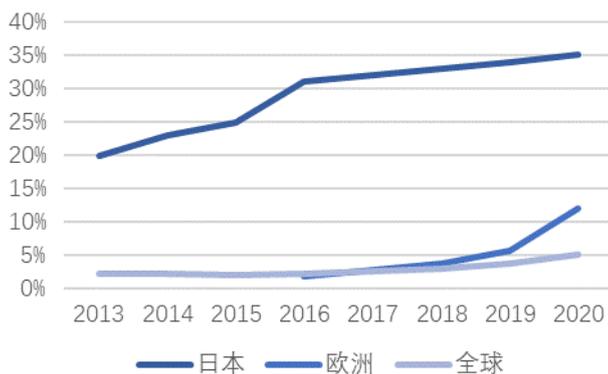
图表 28：我国历年普混产量占总体乘用车产量比重



资料来源：Wind，信达证券研发中心

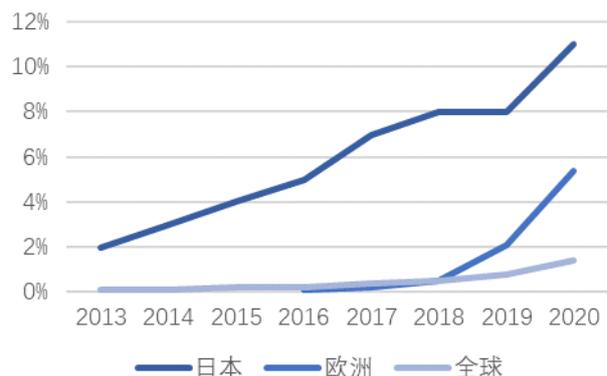
同时对比日本和欧盟，其 2020 年普混车型渗透率分别为 35%和 12.1%，其中 48V 中混系统渗透率为 11%和 5.4%，国内同样仍有较大差距。

图表 29：日本/欧洲/全球普混车型渗透率变化



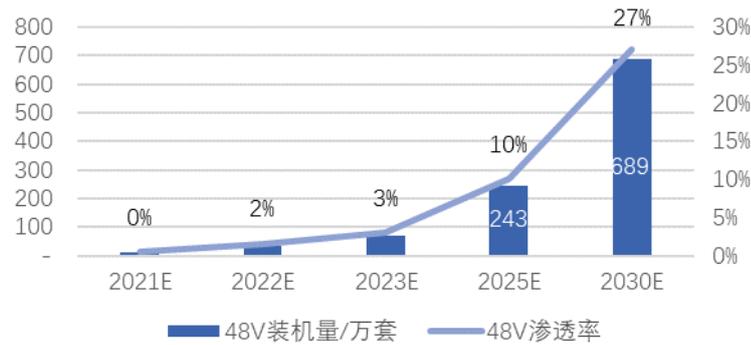
资料来源：日本中部交通研究所，信达证券研发中心

图表 30：日本/欧洲/全球 48V 渗透率变化



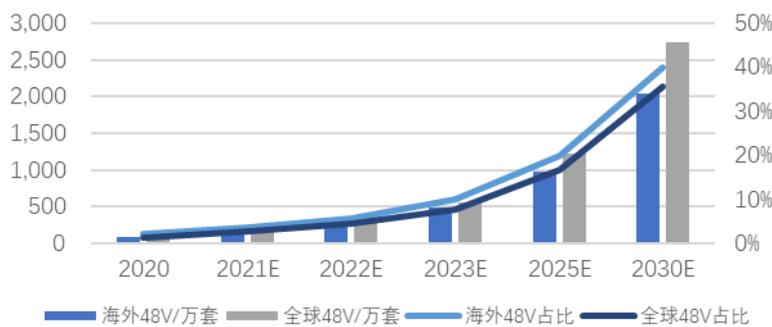
资料来源：日本中部交通研究所，信达证券研发中心

国内 2025 年和 2030 年 48V 系统装机量有望分别达 243 和 689 万套，渗透率提升至 10%和 27%。目前国内 48V 渗透率尚不足 1%，我们假设国内乘用车保持年均 5%增速，节能与新能源车技术路线图明确 2025 和 2030 年传统车中混动比例将分别达 50%和 75%，我们假设其中 48V 占比分别 25%和 60%，测算得国内装机量分别为 243 和 689 万辆，以 5000 元/套及电池成本占 35%测算，市场规模分别为 43 和 121 亿元。

**图表 31: 国内 48V 装机量预测**


资料来源: 信达证券研发中心

全球 2025 和 2030 年 48V 系统装机量有望分别达 1214 和 2731 万套, 渗透率为 17% 和 36%。剔除国内数据, 2020 年海外 48V 装机约 78 万辆, 渗透率 2.2%, 我们预计至 2025 和 2030 年海外 48V 渗透率有望分别达 20% 和 40%, 再考虑国内装机, 预计全球装机量分别将达 1214 和 2731 万套, 市场规模 212 和 478 亿元。

**图表 32: 全球 48V 装机量预测**


资料来源: OICA、智研, 信达证券研发中心

### 3.4 公司高举高打, 实现客户延伸

从宝马、捷豹路虎到东风柳汽, 公司三元方形电池高举高打实现客户延伸。公司早在 2020 年 7 月即收到华晨宝马定点, 2020 年 10 月进一步收到德国宝马集团 48V 定点; 此外公司于 2021 年初收到捷豹路虎 MHEV 定点, 优点开拓海外大客户高举高打。近期, 公司公告进一步获得东风柳汽 PHEV 项目定点, 实现海外大客户向国内客户延伸, 同时由 48V 系统向 PHEV 供应的过渡。

## 四、磷酸铁锂需求提升, 公司供需两端发力保障优势地位

### 4.1 加速产能布局保障自身优势地位

公司整体产能有望于 2021 年达到 17GWh。公司 2012 年成立湖北金泉 (2019 年更名为亿纬动力), 从事三元圆柱及磷酸铁锂电池产品, 其中磷酸铁锂主要应用于商用车及通讯储能领域等。截至 2020 年底公司已形成 6GWh 铁锂产能。2021 年下半年荆门基地将进一步新增 11GWh 产能, 公司整体产能有望达 17GWh。此外, 在乘用车铁锂化回潮背景下, 公司 2021 年先后公告将由子公司惠州亿纬动力分两期建设乘用车方形铁锂电池项目, 我们

预计规模分别为 **4GWh** 和 **16GWh**。此外，公司拟将亿纬动力三元圆柱相关产能转移至荆门创能，进一步理顺公司产业布局，整合公司资源，

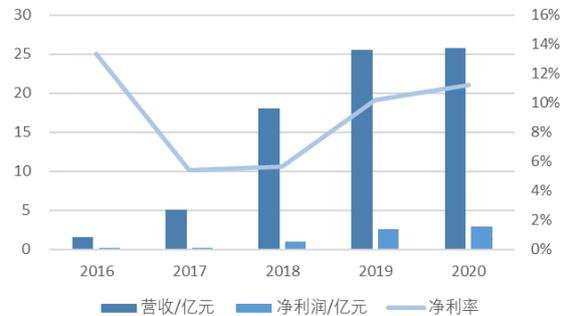
从业绩来看，亿纬动力 2020 年受疫情影响较大，全年实现营收和净利润分别为 25.8 和 2.9 亿元，净利率为 11%，2021 年在经营回归正轨及行业良好需求下，业绩有望同比大幅增长。

图表 33: 公司铁锂产能规划

项目	产能/GWh	应用领域
荆门一期	2.5	商用车、储能
荆门二期1	3.5	商用车、储能
荆门二期2	8	乘用车
荆门三期	3	储能
惠州潼湖一期	4	乘用车
惠州潼湖二期	16	乘用车

资料来源: 乘联会, 信达证券研发中心

图表 34: 亿纬动力历年营收及净利润变化



资料来源: 乘联会, 信达证券研发中心

## 4.2 磷酸铁锂渗透率持续提升，公司为一线供应商

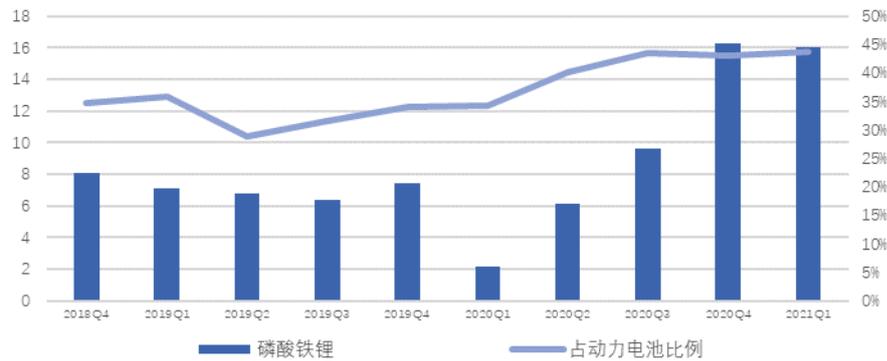
**磷酸铁锂爆款车型陆续上市，支撑磷酸铁锂动力电池渗透率提升。**在相关技术升级支撑下，2020-2021 年陆续涌现出一批爆款搭载磷酸铁锂电池的新能源汽车，包括五菱宏光 Mini、特斯拉 Model 3、比亚迪汉等。而从后市来看，小鹏、上汽、长城等也将陆续针对爆款车型推出磷酸铁锂版车型，进一步支撑磷酸铁锂电池渗透率提升。

图表 35: 2020 年中国新能源乘用车车型销量 TOP10

车型	销量/辆	同比增长
特斯拉 Model3	137459	-
五菱宏光 MINI	112758	-
欧拉 R1	46774	0.641
埃安 Aion S	45626	0.404
全新秦 EV	41219	12.79
奇瑞 eQ	38249	-0.029
理想 ONE	32624	30.705
比亚迪 汉 EV	28772	-
蔚来 ES6	27945	1.444
宝马 5 系 PHEV	23433	-0.095

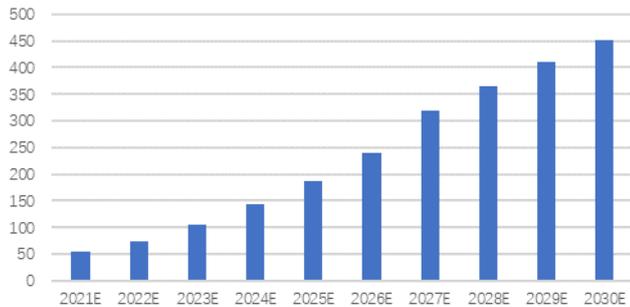
资料来源: 乘联会, 信达证券研发中心

**近年来磷酸铁锂电池渗透率回升，2021Q1 出货量占比为 44%。**早年我国新能源车单车补贴高，彼时补贴政策依据能量密度指标划分，相比三元，磷酸铁锂在能量密度指标上劣势较为明显，导致磷酸铁锂电池需求、特别是在乘用车市场需求未明显增长；近年来，随着补贴逐步退坡，整车厂开始考虑产品性价比，磷酸铁锂成本优势开始显现，叠加 CTP、刀片电池等新技术、磷酸铁锂出货比例提升。2020 年，我国磷酸铁锂动力电池出货 34.1GWh，占总体动力电池出货的 42%，2021Q1 出货 16GWh，进一步提升至 44%。

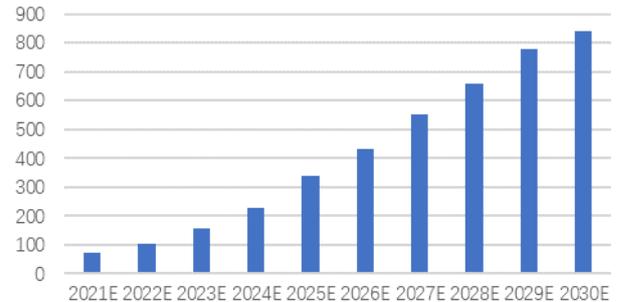
**图表 36: 国内磷酸铁锂动力电池出货及出货占比 (GWh)**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

受益动力及储能电池放量,磷酸铁锂有望迎来黄金增长期。受益动力电池和储能电池放量,及磷酸铁锂自身渗透率提升,我们预计至 2025 年和 2030 年全球磷酸铁锂电池出货分别为 337GWh 和 840GWh、国内为 186 和 452GWh。

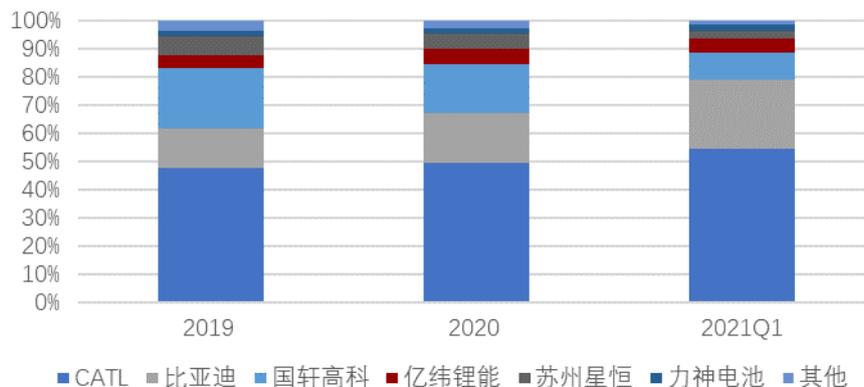
**图表 37: 国内磷酸铁锂电池需求预计/GWh**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图表 38: 全球磷酸铁锂电池需求预计/GWh**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

我国磷酸铁锂动力电池市场集中度较高, TOP4 企业宁德时代、比亚迪、国轩高科和亿纬锂能合计市占率在 90% 左右, 市场格局较为稳定, 其中亿纬锂能位居第四, 市占率在 5% 左右。

**图表 39: 我国磷酸铁锂电池出货市占率**


资料来源: 乘联会, 信达证券研发中心

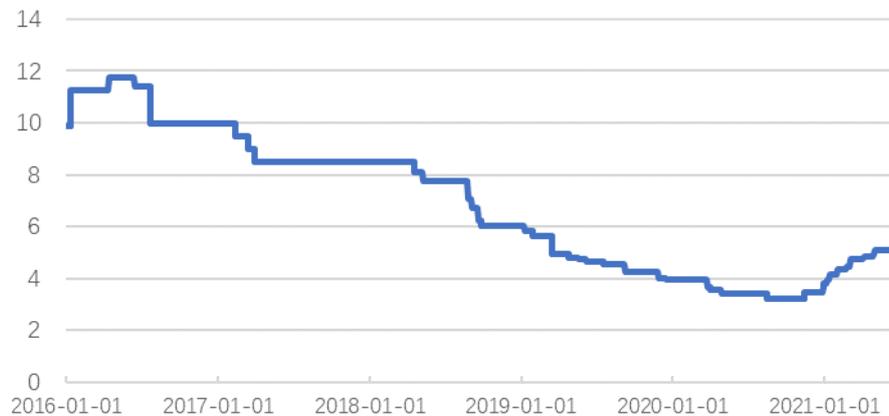
### 4.3 公司多渠道拓宽磷酸铁锂应用领域

在加速开拓动力电池用磷酸铁锂电池市场基础上，公司同步加速铁锂电池在储能等领域的应用。2020年，公司即中标中国移动通信用磷酸铁锂电池集采，投标价格13.73亿，中标份额13.04%；2021年，公司储能电芯LF280K产品获得UL9540A测试报告，成为公司扩展海外市场，尤其是北美储能市场的重要保障。此外，公司与林洋能源合作成立合资公司，拟持股65%建设年产10GWh储能电池项目。另外，公司已有五款磷酸铁锂电池获得中国船级社型式认可证书，可全面满足大小船只电动化的需求，开拓电动船市场。

#### 4.4 公司绑定德方纳米保证原材料充足供应

2020Q4铁锂景气度快速上行导致产能供不应求，产品价格加速上涨。2020Q3以来铁锂爆款车型上市提升对磷酸铁锂电池需求，叠加早年铁锂行业洗牌，落后产能淘汰的同时行业内几无新增产能，2020Q4行业景气度快速上行，并一直延续至今，从产品价格来看，磷酸铁锂正极材料的价格已经从2020Q3低点的3.25万元/吨迅速涨至目前的5.1万元/吨，涨幅达56.9%。

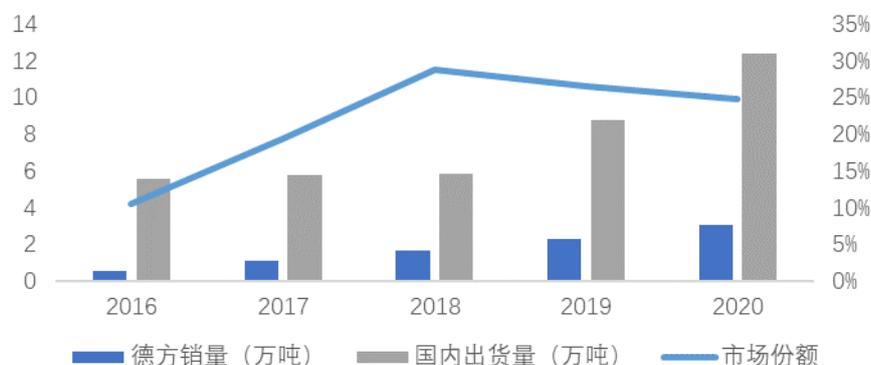
图表 40：磷酸铁锂正极材料价格变化（万元/吨）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

在原材料价格上涨背景下，公司拟持股40%，与磷酸铁锂龙头德方纳米合资建设10万吨铁锂正极产能，且相关产品应优先向公司供应，价格由双方协商确定，原则上具备成本优势。我们测算10万吨产能对应约40GWh电池需求，可较好保证公司铁锂正极需求。

图表 41：德方纳米连续三年位列正极材料市场市占第一



资料来源：GGII，公司公告，信达证券研发中心

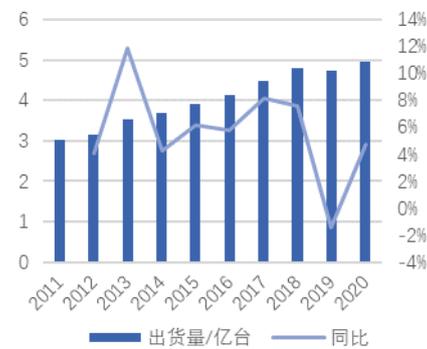
## 五、电动工具电池加速进口替代，盈利水平强

### 5.1 无绳电动工具渗透率提升带动锂电池需求

电动工具是指以小功率电动机作为动力，用手握持操作的工具。2020年，全球电动工具出货4.9亿台，同比增长5.3%，2011-2020年复合增速5.6%。按照动力类型，电动工具可分为有绳电动工具和无绳电动工具，无绳即无需电线的充电式电动工具，随着工具小型化，便携化趋势，无绳电动工具渗透率持续提升，从2011年的30%提升至2020年的60%以上。

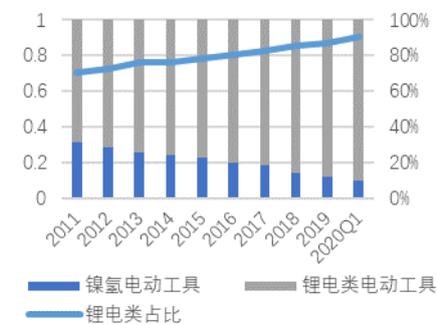
无绳电动工具之前主要采用镍镉电池，2017年1月，欧盟新规全面禁止无绳电动工具中使用镍镉电池，锂电池加速替代，目前锂离子电池占比已接近90%。受益电动工具销量持续增长及无绳电动工具渗透率提升，2020年全球电动工具用锂电池出货20亿只，同比增长20%，2011-2020复合增速26%。

图表 42: 2011-2020 全球电动工具出货量



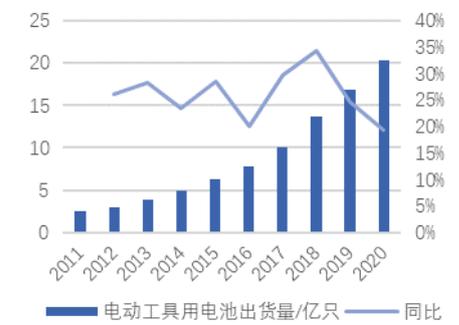
资料来源: xevcar, 信达证券研发中心

图表 43: 2011-2020Q1 全球无绳电动工具电池类型占比



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图表 44: 2011-2020 全球电动工具用电池出货量

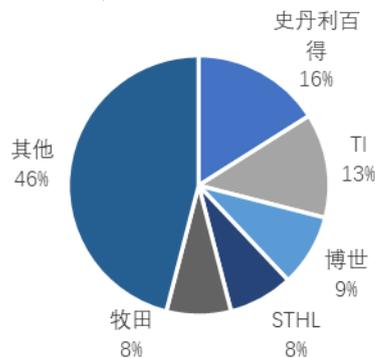


资料来源: xevcar, 信达证券研发中心

### 5.2 电动工具行业集中度较高，国内电动工具电池供应商加速进口替代

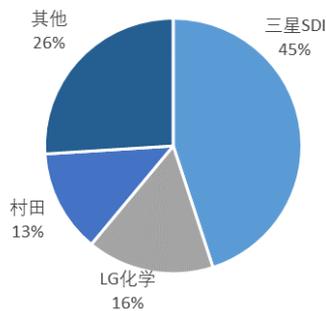
电动工具行业 TOP3 企业为 Stanley Black & Decker (史丹利&百得)、TTI (创科实业) 和 BOSCH (博世)，市占率均在 10-20%左右，TOP5 企业市占率合计在 50%左右，集中度较高。

图表 45: 2019 年全球电动工具主要企业市场份额



资料来源: 立鼎产研, 信达证券研发中心

早期电动工具电池供应商主要为海外厂商。三星 SDI 为行业绝对龙头，2018 年市占率约 45%，LG 化学和村田在 15%左右，三者合计市占率约 75%。

**图表 46: 2018 年全球电动工具供应商市场份额**


资料来源: ofweek, 信达证券研发中心

**2018-2019 年, 国内锂电池供应商开始发力电动工具市场。**主要由于国内新能源车市场调整、动力电池应收款风险加大、竞争加剧, 且技术路线向方形及软包转向, 部分圆柱供应商调整目标市场; 同时, 电动工具的应用场景更加偏重于电池的快充快放功能, 对电池的倍率、稳定性、温升等性能要求严格。近年来国内龙头陆续突破相关技术壁垒, 并开发出 20A 乃至 30A 高倍率电池, 打破日韩技术垄断。

**2020 年, 电动工具锂电进口替代持续推进。**一方面, 在海外疫情影响下, 国内锂电厂维持高开工率, 加速进口替代; 三星 SDI、LG 化学等海外对手将有限资金及精力投入动力电池扩产上。目前国内锂电龙头已开拓电动工具一线客户。如亿纬、天鹏等国内圆柱龙头已开拓包括 TTI、史丹利百得、博世等行业一线客户并实现稳定出货。

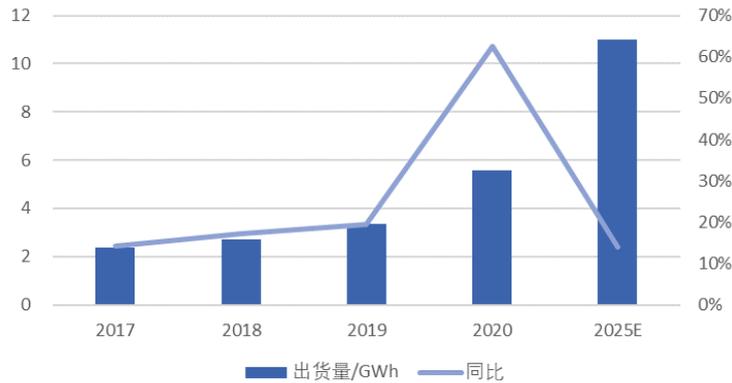
**图表 47: 国内电池厂商电动工具布局情况**

公司名称	年份	事件
亿纬锂能	2018	3.5GWh三元圆柱产线转向非车用市场, 通过TTI审核逐步开始供货
	2020.11	变更定增募投项目, 投资建设荆门圆柱二期和惠州圆柱产线(荆门18650, 惠州18650+21700, 后惠州项目拟变更至荆门实施)
	2021.01	荆门圆柱产线扩产, 产能翻倍至5GWh
天鹏电源	2018	进入史丹利百得供应链以来, 已涵盖国内外龙头客户: TTI、百得、博世、东成工具、大艺机电等
	2021.03	定增募资15亿元建设张家港年产10亿Ah扩产及淮安20亿Ah新建项目, 其中淮安合计规划产能40亿Ah, 投产后整体产能超19亿颗
鹏辉能源	2020.07	通过TTI技术最终审核, 自主研发高性价比的18650 2000mAh-10C电芯适应需求
比克电池	2021.05	5月开始为TTI批量供货圆柱高倍率电芯, 可适应9-15C大倍率充放电, 为保障年度交付计划, 比克已为TTI开设两条生产专线, 并计划增加更多专线
海四达		为TTI供货, 同时获得博世、史丹利百得产品技术认证
力神电池		供货百得、宝时德、BDK等

资料来源: 高工锂电, 电池中国, 起点锂电, 公司公告, 信达证券研发中心

**高工锂电预计 2025 年国内电动工具电池出货 11GWh, 年复合增速 14%。**2020 年国内电动工具电池出货 5.6GWh, 同比增长 64.7%, 以单只 2Ah, 3.6V 计, 一亿只电池对应 0.72GWh, 则 2020 年国内出货 7.8 亿只, 全球出货约 20 亿只。以天鹏电源 2020 年均价 6.1 元/只计算, 对应国内和全球市场规模为 48 和 122 亿元。

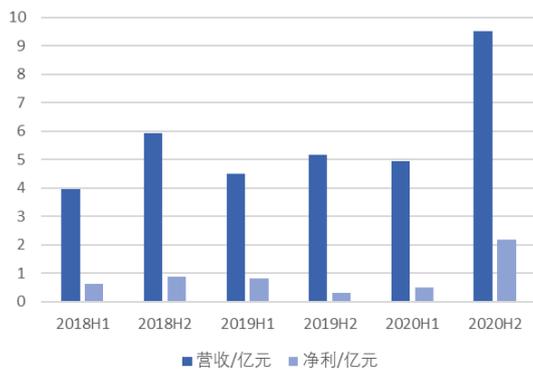
从供应端看, 国内亿纬锂能和天鹏电源为行业龙头, 圆柱电池产能均已超 4 亿颗, 且持续推进产能扩张。亿纬锂能未来尚有募资变更项目及荆门四区项目规划, 远期产能约 15GWh; 天鹏电源远期规划产能 19 亿颗。

**图表 48: 2017-2020 中国电动工具出货量**


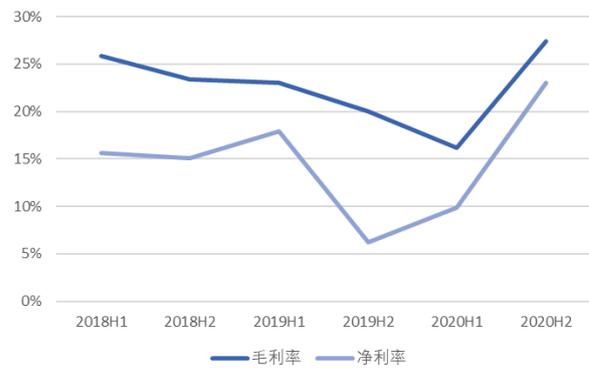
资料来源: xevcar, Evtank, 伊维智库, 信达证券研发中心

2021 年初, 在锂电材料价格上涨背景下, 消费类电池企业产品售价普遍调涨 5-10%, 实现成本压力较顺利传导; 在全球电动工具电池供应紧张背景下, 电池企业议价能力提升。以天鹏电源母公司蔚蓝锂芯为例, 锂电池业务已成为其主要利润来源, 2019-2020 年占整体净利润的 77%和 95%。2021Q1 天鹏电源单季实现净利 1.7 亿元, 占 2020 全年净利润的 61%, 同时毛利率环比小幅提升。一定程度反映了行业优异的盈利能力。

从盈利能力来看, 对比天鹏电源, 2018 年其专注电动工具市场以来, 毛利率维持 23%、净利率维持 15%左右。同时, 2020H2, 国内疫情形势向好叠加疫情下电动工具需求增加, 天鹏电源毛利率和净利率分别提升至 27%和 23% (2020H1 主要受疫情影响国内开工及需求等因素影响)。

**图表 49: 蔚蓝锂芯锂电池业务 2018-2020 营收、净利润情况**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

**图表 50: 蔚蓝锂芯锂电池业务 2018-2020 毛利率、净利率**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

## 六、疫情下思摩尔业绩持续放量, FEELM 成为制胜法宝

思摩尔是提供雾化科技解决方案的全球龙头企业, 当前主营业务一方面面向企业客户销售封闭式电子烟雾化设备及电子雾化组件; 同时面向零售客户销售自有品牌开放式电子烟产品。公司近年来收益在全球电子雾化设备市场市占率持续提升, 2020 年达 18.9%, 维持行业第一水平。

公司早在 2009 年即开展电子雾化设备研发, 与 NJOY 合作于 2012 年推出 NJOY King

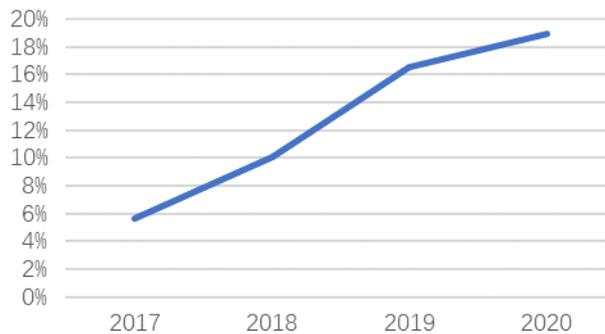
Size; 2014 年通过替换传统棉芯在电子雾液储蓄量上限, 开始与奥驰亚、Logic (后由日本烟草收购) 合作; 2016 年, 公司研发出第一代加热陶瓷加热技术, 旨在取代传统棉芯发热丝; 2016 年下半年, 公司进一步推出第二代加热技术 FEELM, 将金属薄膜与陶瓷导体结合, 进一步巩固自身技术优势, 并开始与英美烟草、悦刻等全球龙头客户开展合作。

图表 51: 思摩尔发展历程



资料来源: 公司官网, 招股说明书, 信达证券研发中心

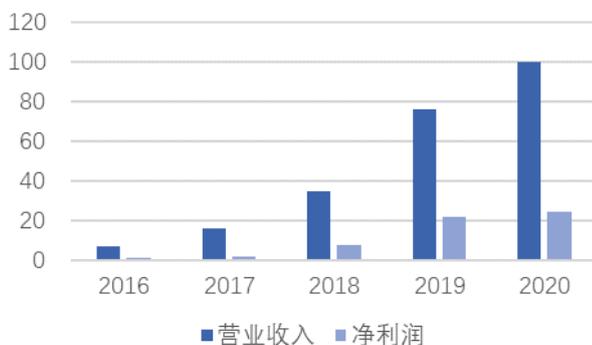
图表 52: 思摩尔国际历年市场占有率



资料来源: 招股说明书, 信达证券研发中心

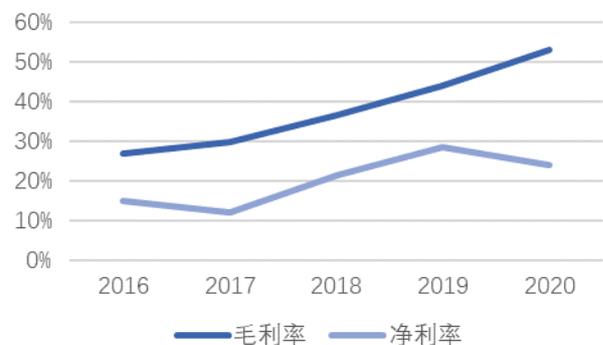
得益陶瓷雾化芯产品放量, 以及疫情对电子雾化设备客户的销售渠道影响较小, 订单持续增长, 公司近年来收入规模快速放量, 2020 年实现营收 100.79 亿元, 同比增长 32.4%。毛利率从 2016 年的 26.8% 增长到 2020 年的 52.9%, 净利率从 2016 年的 15.0% 增长至 2020 年的 24.0%。

图表 53: 思摩尔历年营收及净利润情况 (亿元)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

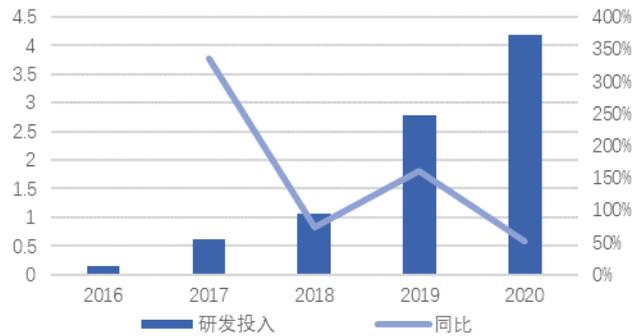
图表 54: 思摩尔历年毛利率及净利率情况



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

持续研发投入保证公司竞争力，陶瓷芯产品高壁垒性能优异。公司近年来研发费用率持续提升，从2016年的2.1%提升至2020年的4.2%。公司持续在产品安全性、用户体验、产品认证相关研究和测试、自动化设备研发、雾化机理等方面进行深入研究。

图表 55: 思摩尔历年研发投入及同比变化(亿元)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

公司拥有专业团队专注于改善产品安全及雾化口感, 研发平台由三个独立部门——基础研究院、技术中心和产业化中心组成。研发平台不仅需对雾化原理、电子雾化过程等基础理论进行研究, 还需要考虑产品设计、产品功能和产品制造, 对产品全生命周期进行规划研究。

图表 56: 公司基础研究院情况

研发基地	员工人数	设备数量	研究领域
深圳基础研究院	77	289	雾化原理及机理研究, 包括研究电子雾化的目的、过程及结果以及吸雾化汽对人体的影响
长沙基础研究院	41	154	电子雾化过程研究、专注于新加热材料
唐山基础研究院	27	102	电子雾化过程研究、专注于新加热材料及新材料的制造过程

资料来源: 招股说明书, 信达证券研发中心

公司2016年研发出第一代加热技术, 旨在取代传统棉芯发热丝, 2016年下半年, 公司进一步推出第二代加热技术 FEELM, 将金属薄膜与陶瓷导体结合, 采用陶瓷蜂窝结构, 融合了结构学、流体力学、空气动力学等科技, 漏油率也从棉芯的5%降低到雾化芯的0.1%, 破解了长期困扰消费者的痛点

图表 57: FEELM 雾化芯与棉芯对比

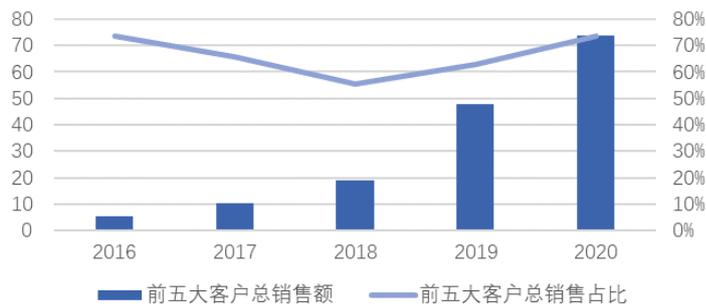
	FEELM 雾化芯	棉芯
口感	雾化分子颗粒小, 武器细腻且均匀, 口感绵柔纯净	雾化分子颗粒大, 雾气浓烈但不均匀, 口感易粘腻
一致性	一致性好, 从第一口到最后一口体验始终如一	一致性差, 抽吸过程中体验感逐步降低
传输效率	精准雾化出适于人体吸收的粒子, 有效成分传输效率较棉芯提高56%	同等烟雾量下, 有效成分传递效率差
焦味	温度控制均匀, 不易糊芯, 没有焦味	温度控制不均匀, 易糊芯, 易产生焦味
漏液率	陶瓷碗状结构, 封闭性强, 大大降低漏液可能	棉芯结构疏松, 锁液性差, 易产生漏液问题
抽吸体验	抽吸超静音, 体验佳	抽吸有噼啪声, 体验不好
品质	世界级检测标准, 自动化批量生产, 卓越品质保证	传统手工绕丝制作, 品质难以稳定保障

资料来源: FEELM 官网, 信达证券研发中心

开拓全球优质客户, 销售市场布局均衡, 受单一市场影响相对有限。得益公司长期的技术积淀和领先的陶瓷芯雾化技术, 公司开拓了包括英美烟草、日本烟草和 RELX、NJOY 等

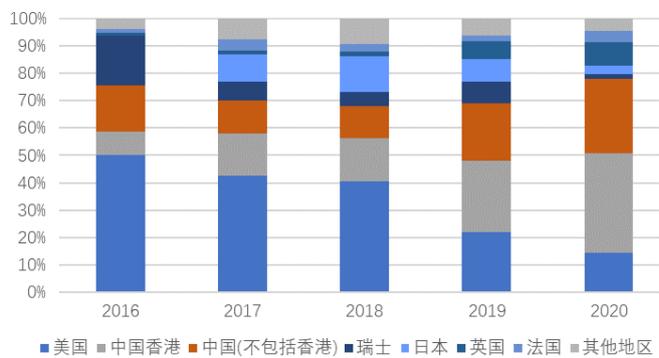
全球领先烟草公司及独立电子雾化企业。从销售市场来看，2020年公司在中国大陆市场营收占比 27.1%，美、日市场及主要销往美日的中国香港市场营收占比合计在 53.9%，欧洲等其他市场营收占比 19%，全球市场布局较为均衡。

图表 58: 思摩尔前五大客户销售占比(亿元)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图表 59: 思摩尔分区域营收结构



资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

## 6.1 全球电子烟强化监管, 市场将朝更规范化方向发展

当前全球电子雾化市场竞争激烈, 未来有望进一步向龙头集中。2019年, 全球有超过 1200 家电子雾化设备制造商, 以收益而言, 前五大企业市占率为 30.5%, 前十大企业市占率尚不及 50%, 且多数电子雾化设备制造商为中小型企业。未来随着全球对电子烟的监管, 行业将朝更加规范化方向发展, 市场将进一步向龙头企业集中。

**美国对电子烟实行强监管**, 2017年7月, 美国食品药品监督管理局 (FDA) 对电子尼古丁传输系统 (ENDS) 实行上市前申请 (PMTA), 即自 2007-2016 年已销售和 2016 年之后新上市的电子尼古丁传输系统需进行 PMTA 备案申请。

**PMTA 审核标准严格**, 其严格程度向药品标准看齐, 要求电子烟设备、烟油和烟弹生产过程达到制药企业相关标准, 同时有害物质含量必须低于传统烟草, 还需由第三方机构进行大量细胞实验和临床监测, 如奥驰亚集团 (Altria) 为旗下产品提交 PMTA 时, 提交了超过 6.6 万页的文档; E-Alternative Solutions (EAS) 申请 PMTA 时更是收集了超过 10 万页的证据; 悦刻在美国组建专业 PMTA 团队, 与 4 家全球权威机构合作, 计划用 2 年左右时间, 花费超 0.2 亿美元进行 PMTA 申请认证。从全球主流企业申请来看, 足可见 PMTA 申请规范化程度。

思摩尔是国内最早提交 PMTA 并获受理的企业之一, 截至 2020 年 9 月, 思摩尔旗下自有品牌 VAPORESSO 已通过 PMTA 第二轮审核, 进入审核第三阶段。同时, 公司公告会在 PMTA 审核过程中持续投入, 将来也会有更多的 VAPORESSO 产品被持续列入 PMTA 的

申请列表里。

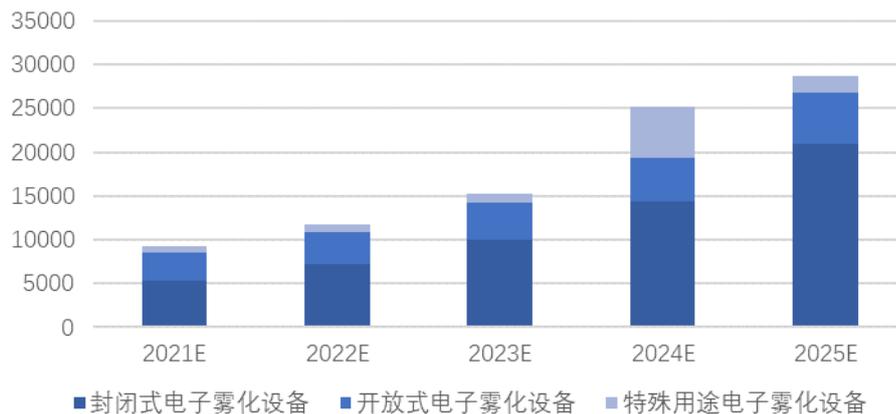
**国内当前政策真空期，长期看严监管意在推动行业健康有序发展。**2021年3月，工信部对修改《中华人民共和国烟草专卖法实施条例》征求意见，修改内容主要新增“电子烟等新型烟草参照本条例中关于卷烟的有关规定执行”。我们认为相关政策未来方向在于：

1. 由于控烟立法，商场中电子烟商店受影响，需类似传统烟草商店在路边设点，同时以特许经营许可证等形式对开店进行规范（如对两家店的间隔要求等）；2. 对电子烟销售征税；3. 对产业链中游和上游设置准入要求或行业标准及国家标准。

我们认为，相关政策落地会对国内电子烟市场产生一定影响，但政策意图意在有效规范电子烟生产经营活动，解决电子烟存在的产品质量安全风险、虚假广告等问题，保障消费者合法权益，而非限制电子烟行业发展。未来政策落地后，一方面龙头企业经营确定性提升，长期发展目标清晰；同时将显著规范国内电子烟市场，市场格局进一步向龙头企业集中。

**在政策规范引导及广阔需求支撑下，未来5年，全年电子雾化设备市场规模有望保持年复合33%增速增长，至2025年市场规模达287亿美元。其中封闭式电子雾化设备为增速最快、规模最大的细分市场，至2025年有望以41%复合增速增长至210亿美元，在整体电子雾化设备市场市占率达73%。**

图表 60：2020-2025 全球电子雾化设备市场概览



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

## 七、盈利预测及估值

**公司短期受益三元软包、铁锂及圆柱锂电池放量。**2020年疫情对公司铁锂及圆柱产能的产能利用率产生一定影响，2021年公司将保持高开工率，同时持续加大在圆柱和铁锂电池的产能布局，规划至2022年实现产能翻倍增长。三元软包方面，公司已进入戴姆勒、现代起亚和小鹏供应体系，并实现批量供货，同时公司参股SK盐城工厂将自今年起逐步投产，贡献显著投资收益。

**中长期受益三元方形、电源系统及车用大圆柱产品放量。**公司借助三元方形产品开拓PHEV及48V系统产品市场，目前已拥有华晨宝马、宝马全球、捷豹路虎和东风柳汽等国内外优质客户。相关产品有望自明年起逐步放量；同时，公司积极与全球大客户推进车用大圆柱产品技术交流与认证，未来有望逐步实现定点，支撑公司业绩持续增长。

**电子烟市场思摩尔优势明显，有望受益行业规范化，带来持续稳定的投资收益。**思摩尔陶瓷雾化芯技术领先，已开拓英美烟草、日本烟草及RELX等国内外优质客户，近年来业绩

基本保持逐年翻倍增长，预计 2021 年上半年实现净利润在 30 亿元左右，同比超 1 倍以上增长。同时，在美国及国内强化对电子烟监管背景下，思摩尔作为行业龙头，有望受益行业规范化，市占率进一步提升，为公司贡献持续投资收益。

综合来看，我们预计公司 2021-2023 年实现营收 161.1、256.5 和 357.6 亿元，同比增长 97.4%、59.2%和 39.4%；归母净利 35.0、47.6 和 65.4 亿元，同比增长 111.6%，36.2%和 37.3%。

图表 61：公司财务指标预测

主要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	6,412	8,162	16,110	25,650	35,764
同比(%)	47.4%	27.3%	97.4%	59.2%	39.4%
归属母公司净利润	1,522	1,652	3,495	4,759	6,535
同比(%)	166.7%	8.5%	111.6%	36.2%	37.3%
毛利率(%)	29.7%	29.0%	25.9%	25.2%	25.2%
ROE(%)	20.2%	11.5%	18.7%	19.4%	20.0%
EPS (摊薄)(元)	0.81	0.87	1.85	2.52	3.46

资料来源：Wind，信达证券研发中心

在上述盈利预测基础上，我们选择国内锂电池龙头宁德时代、国轩高科、孚能科技、欣旺达，以及子公司思摩尔国际作为可比公司，可比公司 2021-2023 年平均市盈率为 81.0x、56.7x 和 38.4x，公司为 56.6x、41.6x 和 30.3x，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 62：公司及可比公司估值

证券简称	证券代码	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE(倍)		
				2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
宁德时代	300750.SZ	525.05	12,228.46	4.33	6.52	8.94	121.3	80.5	58.8
国轩高科	002074.SZ	50.14	642.07	0.40	0.65	0.85	126.4	77.6	58.8
孚能科技	688567.SH	32.30	345.83		0.47	1.04		68.7	31.1
欣旺达	300207.SZ	30.92	502.90	0.80	1.09	1.42	38.6	28.4	21.8
思摩尔国际	6969.HK	34.80	2,076.83	0.92	1.23	1.62	37.8	28.3	21.5
行业平均							81.0	56.7	38.4
亿纬锂能	300014.SZ	104.72	1,977.60	1.85	2.52	3.46	56.6	41.6	30.3

资料来源：Wind，信达证券研发中心 注：可比公司采用 Wind 一致预期 股价为 2021.07.28 收盘价

## 八、风险因素

新冠疫情等导致全球新能源汽车产销不及预期风险；原材料价格波动风险；新客户开拓不及预期风险；新产能扩建不及预期风险；技术路线变化风险；电子烟监管政策严格程度高于预期风险等。

单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	8,302	11,342	16,225	23,452	31,417
货币资金	2,097	3,804	3,043	2,739	2,465
应收票据	1,244	567	1,103	1,827	2,646
应收账款	2,094	2,976	5,738	9,487	13,522
预付账款	76	469	836	1,343	1,873
存货	1,130	1,714	3,597	6,043	8,796
其他	1,661	1,812	1,908	2,014	2,116
<b>非流动资产</b>	7,992	14,358	21,227	28,526	36,254
长期股权投资	728	4,810	8,075	10,687	12,777
固定资产(合计)	4,022	6,322	9,288	12,819	17,121
无形资产	378	406	432	458	485
其他	2,865	2,821	3,431	4,562	5,871
<b>资产总计</b>	16,295	25,700	37,452	51,978	67,670
<b>流动负债</b>	6,032	7,160	14,325	22,541	29,471
短期借款	519	200	1,558	2,754	2,601
应付票据	1,396	2,434	4,356	6,726	9,162
应付账款	2,379	3,407	6,704	10,509	14,366
其他	1,738	1,118	1,707	2,552	3,341
<b>非流动负债</b>	2,550	1,870	1,870	1,870	1,870
长期借款	134	1,105	1,105	1,105	1,105
其他	2,416	765	765	765	765
<b>负债合计</b>	8,583	9,029	16,194	24,411	31,340
少数股东权益	159	2,295	2,599	3,013	3,581
归属母公司股东权益	7,553	14,376	18,659	24,554	32,749
<b>负债和股东权益</b>	16,295	25,700	37,452	51,978	67,670

单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	6,412	8,162	16,110	25,650	35,764
同比(%)	47.4%	27.3%	97.4%	59.2%	39.4%
归属母公司净利润	1,522	1,652	3,495	4,759	6,535
同比(%)	166.7%	8.5%	111.6%	36.2%	37.3%
毛利率(%)	29.7%	29.0%	25.9%	25.2%	25.2%
ROE%	20.2%	11.5%	18.7%	19.4%	20.0%
EPS(摊薄)(元)	0.81	0.87	1.85	2.52	3.46
P/E	62.24	93.16	56.58	41.55	30.26
P/B	12.54	10.71	10.60	8.05	6.04
EV/EBITDA	35.20	88.91	74.96	50.47	35.98

单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业总收入</b>	6,412	8,162	16,110	25,650	35,764
营业成本	4,506	5,794	11,936	19,179	26,753
营业税金及附加	47	39	64	103	143
销售费用	175	226	435	680	930
管理费用	189	270	483	769	1,073
研发费用	459	684	1,128	1,744	2,325
财务费用	95	60	85	167	201
减值损失合计	-86	-22	0	0	0
投资净收益	840	837	1,953	2,424	3,292
其他	-61	25	206	328	458
<b>营业利润</b>	1,634	1,929	4,138	5,761	8,089
营业外收支	-7	-11	-8	-13	-18
<b>利润总额</b>	1,626	1,918	4,130	5,748	8,071
所得税	77	237	330	575	969
<b>净利润</b>	1,549	1,681	3,799	5,173	7,103
少数股东损益	27	29	304	414	568
<b>归属母公司净利润</b>	1,522	1,652	3,495	4,759	6,535
EBITDA	1,359	1,705	2,635	3,944	5,535
EPS(当年)(元)	0.81	0.87	1.85	2.52	3.46

单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金</b>	1,139	1,548	2,711	3,221	3,901
净利润	1,549	1,681	3,799	5,173	7,103
折旧摊销	323	556	572	769	995
财务费用	102	85	119	196	227
投资损失	-840	-837	-1,953	-2,424	-3,292
营运资金变动	-127	-136	163	-510	-1,156
其它	133	198	11	18	25
<b>投资活动现金流</b>	-2,928	-2,259	-4,711	-4,525	-3,795
资本支出	-2,614	-2,025	-3,314	-4,080	-4,997
长期投资	380	-335	-3,276	-2,833	-2,090
其他	-694	102	1,879	2,388	3,292
<b>筹资活动现金流</b>	2,718	2,293	1,239	1,000	-380
吸收投资	2,468	2,476	0	0	0
借款	725	451	1,358	1,196	-153
支付利息或股息	-83	-213	-119	-196	-227
<b>现金流净增加额</b>	941	1,516	-761	-304	-274

## 研究团队简介

**武浩，电力设备新能源行业分析师。**中央财经大学金融硕士，曾任东兴证券基金业务部研究员，2020年加入信达证券研发中心，负责电力设备新能源行业研究。

**陈磊，电力设备新能源行业分析师。**吉林大学硕士，2018年7月加入信达证券研发中心，从事新能源行业研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。