

2021年08月27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

## 动力电池出货高增长，二线新星冉冉升起 买入（维持）

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	8,162	16,751	26,841	38,309
同比（%）	27.3%	105.2%	60.2%	42.7%
归母净利润（百万元）	1,652	3,680	5,515	7,700
同比（%）	8.5%	122.8%	49.9%	39.6%
每股收益（元/股）	0.87	1.95	2.92	4.08
P/E（倍）	110.61	49.46	33.01	23.64

### 投资要点

- 2021H1 归母净利润 14.95 亿元，同比增长 311.49%，基本符合市场预期。**  
 2021 年 H1 公司营收 65.6 亿元，同比增长 106.54%；归母净利润 14.95 亿元，同比增长 311.49%；扣非净利润 14.25 亿元，同比增长 427.5%。H1 思摩尔投资收益贡献 9.2 亿元，本部上半年利润为 6 亿元。2021 年 H1 毛利率为 25.3%，同比下滑 2.62pct；2021 年 H1 销售净利率为 25%，同比增加 13.09pct。
- 动力电池：软包+铁锂放量，出货实现高增长，软包盈利能力超市场预期。**  
 2021H1 动力电池（含储能）业务实现营业收入 38.9 亿元，同比增长 185.95%，对应约 4-4.5GWh 动力电池出货，其中我们预计 Q2 出货近 2.5GWh，环增 15%+。方形铁锂 2022 年有望出货 12GWh+，连续翻番增长，未来公司铁锂产能规划庞大，我们预计将贡献主要增量；软包电池我们预计 2021 年软包电池出货近 8GWh，翻番增长；三元方形我们预计 2021 年公司动力电池出货量超过 13GWh，同比增 160%+，收入超百亿元，随着新增产能释放，22 年我们预计出货近 25GWh，同比接近翻番。此外，在软包电池部分，此前公司锁定低价原材料，供应链布局完善，且价格传导较顺利，原材料涨价对公司盈利有限，超市场预期。
- 锁定多家国际客户定点，动力电池全面扩产，未来产能规划超 180GWh。**  
 公司已稳定供货戴姆勒、现代、小鹏，并获得宝马两个定点、欧洲戴姆勒定点、及新增国内某客户定点。公司 2020 年底具备 17GWh 动力储能电池产能，25GWh 产能规划在建。截止 2021 年 8 月 27 日，荆门地区规划 104.5GWh 产能，已建成 11GWh，11GWh 在建，计划未来再分批建设 82.5GWh，此外公司计划新增投资建设年产 30GWh 动力储能电池项目，叠加惠州基地软包 10GWh+铁锂规划 20GWh，及与林洋合资 10GWh 产能，公司产能规划超过 180GWh，产能扩张加速。
- 思摩尔调整后净利 29.75 亿元，符合市场预期，2021 年保守预测仍可持续高增。**  
 2021 年 H1 公司调整后净利 29.75 亿元（加回上市费用、公允价值变动等），同比增长 127.5%；若扣除首次公开发售前购股权计划相关的以股份为基础的付款开支费用 0.96 亿元，实际报表业绩 28.79 亿元，同比增长 3655.3%，符合市场预期。我们测算 2021H1 思摩尔国际对亿纬锂能贡献投资收益 9.2 亿元左右，同比增长 3592.83%。我们预计 2021 年思摩尔国际可实现 58 亿元利润，同比大增 142%，为亿纬贡献 18-19 亿元投资收益，同比翻番以上增长。
- 投资建议：**由于公司已完成技术提升、客户开拓且具备大规模量产的管理能力，我们维持 2021-2023 年归母净利润为 36.80/55.15/77.00 亿元，同比增长 122.8%/49.9%/39.6%，对应 49.46/33.01/23.64xPE。考虑到公司产能扩张持续超市场预期，我们给予 22 年 55xPE，目标价 160.6 元，维持“买入”评级。
- 风险提示：**销量不及市场预期、政策不及市场预期、竞争加剧

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	96.39
一年最低/最高价	43.70/131.88
市净率(倍)	11.96
流通 A 股市值(百万元)	176307.46

### 基础数据

每股净资产(元)	8.63
资产负债率(%)	41.70
总股本(百万股)	1895.75
流通 A 股(百万股)	1835.86

### 相关研究

- 《亿纬锂能（300014）：把控上游锂资源，加码一体化助力动力电池新星崛起》2021-07-12
- 《亿纬锂能（300014）：电池产能扩建加速，再推员工持股计划，开启持续高增》2021-06-12
- 《亿纬锂能（300014）：动力电池进入收获期，全年高增长确定》2021-04-23

2021H1 归母净利润 14.95 亿元，同比增长 311.49%，基本符合市场预期。2021 年 H1 公司营收 65.6 亿元，同比增长 106.54%；归母净利润 14.95 亿元，同比增长 311.49%；扣非净利润 14.25 亿元，同比增长 427.5%。H1 思摩尔投资收益贡献 9.2 亿元，本部上半年利润为 6 亿元。2021 年 H1 毛利率为 25.3%，同比下滑 2.62pct；2021 年 H1 销售净利率为 25%，同比增加 13.09pct。

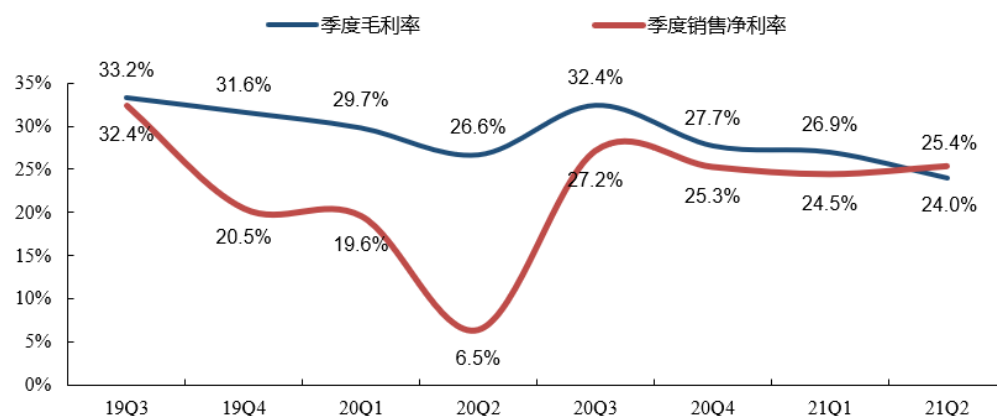
2021 年 Q2 公司归母净利润 8.48 亿元，环比增长 31.08%，符合市场预期。2021 年 Q2 公司实现营收 36.02 亿元，同比增加 92.92%，环比增长 21.8%；归母净利润 8.48 亿元，同比增长 665.37%，环比增长 31.08%，扣非归母净利润 8.11 亿元，同比增长 1318.32%，环比增长 31.95%。Q2 思摩尔贡献 5.1 亿元，本部贡献 3.4 亿元，环比增 31%。盈利能力方面，Q2 毛利率为 23.95%，同比下降 2.68pct，环比下降 2.99pct；归母净利率 23.54%，同比增长 17.6pct，环比增长 1.67pct；Q2 扣非归母净利率 22.51%，同比提升 19.45pct，环比提升 1.73pct。

表 1: 公司分季度业绩拆分 (亿元)

	2021Q2	2021Q1	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1
营业收入(亿元)	36.02	29.58	28.22	21.64	18.67	13.09
-同比	92.92%	125.98%	53.84%	5.68%	30.41%	19.20%
毛利率	23.95%	26.94%	27.67%	32.36%	26.63%	29.75%
归母净利润(亿元)	8.48	6.47	7.06	5.83	1.11	2.52
-同比	665.37%	156.22%	94.32%	-11.44%	-63.10%	-98.74%
归母净利率	23.54%	21.87%	25.01%	26.94%	5.93%	19.29%
扣非归母净利润(亿元)	8.11	6.14	6.80	5.75	0.57	2.13
-同比	1318.32%	188.45%	90.31%	-10.56%	-80.63%	8.97%
扣非归母净利率	22.51%	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: 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，2021年H1公司锂电池业务营收大增，盈利能力略降，锂原电池稳健增长。1) 锂原电池贡献收入8.54亿元，同比上升32%，毛利率为41%，同比下降0.7%；2) 锂离子电池贡献收入57.06亿元，同比大增125.5%，毛利率为23%，同比下降4.4%，原材料成本上涨导致盈利能力承压；3) 电子烟：参股公司思摩尔2021H1营业收入为69.53亿元，同比增长79.2%，净利润28.79亿元，同比增长834.7%，对亿纬锂能贡献投资收益约9.2亿元。

图 3: 公司分业务拆分

	2021H1				2020H2		2020H1	
	营业收入 (亿元)	营收-同比	毛利率	毛利率-同比	营业收入 (亿元)	毛利率	营业收入 (亿元)	毛利率
锂原电池	8.54	32.0%	41.0%	-0.7pct	8.44	41.7%	6.47	42.2%
锂离子电池	57.06	125.5%	23.0%	-4.4pct	41.1	27.3%	25.3	24.3%
消费电池	26.7	128.1%					11.7	
动力电池	38.9	186.0%					13.6	

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图 4: 公司子公司拆分

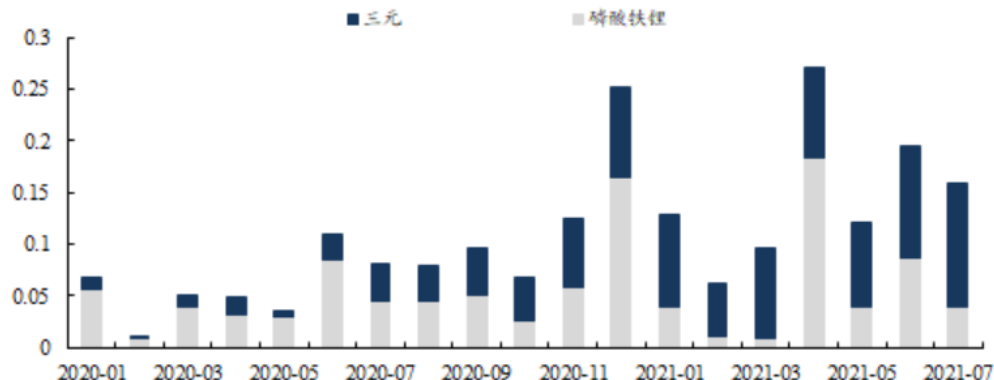
公司名称	2021H1					2020H2		2020H1	
	营业收入 (亿元)	营收-同比	净利润 (亿元)	净利润-同比	净利率	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)
思摩尔	69.53	79.2%	28.79	834.7%	41.4%	61.29	20.97	38.81	3.08
亿纬集能	28.48		3.53		12.4%				

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

**动力电池：软包+铁锂放量，出货实现高增长，软包盈利能力超市场预期。**2021H1动力电池（含储能）业务实现营业收入38.9亿元，同比增长185.95%，对应约4-4.5GWh动力电池出货，其中我们预计Q2出货近2.5GWh，环增15%+。1) **方形铁锂**：根据GGII数据，公司2021H1磷酸铁锂装机量0.37GWh，同比增长49%，其中Q1、Q2分别装机0.06GWh、0.31GWh，考虑储能电池等其他领域需求，我们预计上半年公司铁锂出货1.5-2GWh，随着下半年产能释放，我们预计全年铁锂电池出货量5GWh+，同比+近200%，铁锂现有产能6GWh，14GWh在建，2022年有望出货12GWh+，连续翻番增长，未来公司铁锂产能规划庞大，我们预计将贡献主要增量。2) **软包电池**：截止2021年8月27日，主要配套戴姆勒和小鹏P7，下游需求旺盛，我们预计2021年上半年出货3GWh+，其中亿纬集能2021年上半年收入28.5亿元，净利润3.5亿元，销售净利率达到12.4%，预计为公司贡献1.8亿净利润，此前公司锁定低价原材料，供应链布局完善，且价格传导较顺利，原材料涨价对公司盈利有限，超市场预期；公司现有9GWh软包电池产能，随着新增1GWh产能释放，我们预计2021年软包电池出货近8GWh，翻番增长。3) 三

**元方形：**今年计划新增 8GWh 产能，2021 年底将开始起量。公司客户结构优质，产能扩张激进，我们预计 2021 年公司动力电池出货量超过 13GWh，同比增 160%+，收入超百亿元，随着新增产能释放，2022 年我们预计出货近 25GWh，同比接近翻番。

图 5：亿纬锂能动力电池月度装机电量（GWh）



数据来源：GGII，东吴证券研究所

**锁定多家国际客户定点，动力电池全面扩产，未来产能规划超 180GWh。**公司已稳定供货戴姆勒、现代、小鹏，并获得宝马两个定点、欧洲戴姆勒定点、及新增国内某客户定点。公司 2020 年底具备 17GWh 动力储能电池产能，25GWh 产能规划在建。截止 2021 年 8 月 27 日，荆门地区规划 104.5GWh 产能，已建成 11GWh，11GWh 在建，计划未来再分批建设 82.5GWh，此外公司计划新增投资建设年产 30GWh 动力储能电池项目，叠加惠州基地软包 10GWh+铁锂规划 20GWh，及与林洋合资 10GWh 产能，公司产能规划超过 180GWh，产能扩张加速。

**上游供应链整合加速，助力动力电池新星崛起。**公司战略思路明确，公告与华友、德方、贝特瑞、新宙邦、大华化工合作战略性布局镍、电解液、铁锂、高镍、锂资源等，供应链管理进一步完善，优质稳定的上游材料供给将保障公司全面扩产，公司技术+客户+供应链管理均处于国内第一梯队。

**消费电池：圆柱贡献主要增量，金豆电池客户持续开拓，锂原维持稳定增长。**1) **圆柱电池：**公司三元圆柱电池在惠州和荆门工厂的产线均进入全面的产能释放期，圆柱磷酸铁锂电池产能已形成一定规模，按计划陆续投产，我们预计 2021 年上半年公司圆柱电池出货 2 亿颗左右，贡献收入 13-14 亿元，下游电动工具需求高增，国产替代进程加速，公司满产满销，我们预计公司全年圆柱电池出货 5 亿颗，贡献收入近 40 亿元，翻番增长。公司增资 6 亿扩产圆柱项目，后续产能逐步扩至 10 亿颗，我们预计 2022 年销量有望超 8 亿颗，同比+60%。2) **小 3C 电池：**公司提前 5 年布局突破专利封锁，



2021H1 公司金豆电池主要客户为三星, 苹果、华为正在验证中, 总体小 3C 电池预计贡献近 5 亿收入, 我们预计 2021 年全年金豆电池出货超 1 亿颗, 同比翻番以上增长。3) **锂原电池:** 公司的锂原电池产销规模多年来稳居国内第一, 上半年贡献收入 8.54 亿元, 同比上升 32%, 毛利率为 41%, 下半年有望稳定增长, 全年贡献 18 亿元左右收入, 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 29.75 亿元, 符合市场预期, 2021 年保守预测仍可持续高增。**

2021 年 H1 公司调整后净利 29.75 亿元 (加回上市费用、公允价值变动等), 同比增长 127.5%; 若扣除首次公开发售前购股权计划相关的以股份为基础的付款开支费用 0.96 亿元, 实际报表业绩 28.79 亿元, 同比增长 3655.3%, 符合市场预期。我们测算 2021H1 思摩尔国际对亿纬锂能贡献投资收益 9.2 亿元左右, 同比增长 3592.83%。我们预计 2021 年思摩尔国际可实现 58 亿元利润, 同比大增 142%, 为亿纬贡献 18-19 亿元投资收益, 同比翻番以上增长。

**公司费用控制良好, 管理费用同比下降。**2021 年 H1 公司期间费用合计 8.84 亿元, 同比增长 56.71%, 费用率为 13.47%, 同比下降 4.28pct。2021Q2 期间费用合计 5.30 亿元, 同比增长 65.23%, 环比增 49.43%, 期间费用率为 14.7%, 同比下降 2.46pct, 环比增 2.72pct; 销售费用 0.56 亿元, 销售费用率 1.55%, 同比增 0pct, 环比下降 0.79pct; 管理费用 0.97 亿元, 管理费用率 2.71%, 同比下降 2.14pct, 环比增 0.52pct; 财务费用 0.38 亿元, 财务费用率 1.05%, 同比增 0.02pct, 环比增 0.8pct; 研发费用 3.38 亿元, 研发费用率 9.39%, 同比增 1.19pct, 环比增 2.18pct。公司 2021Q2 计提资产减值损失 0.02 亿元, 计提信用减值损失 0.53 亿元。

**表 3: 季度费用率**

单位: 亿元	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2
销售费用	0.56	0.57	0.80	0.33	0.69	0.56
-销售费用率	4.28%	3.08%	3.68%	1.16%	2.34%	1.55%
管理费用	0.36	0.91	0.51	0.92	0.65	0.97
-管理费用率	2.78%	4.85%	2.37%	3.25%	2.18%	2.71%
研发费用	1.22	1.53	2.19	1.90	2.13	3.38
-研发费用率	9.32%	8.20%	10.14%	6.73%	7.21%	9.39%
财务费用	0.29	0.19	0.71	-0.60	0.07	0.38
-财务费用率	2.24%	1.04%	3.27%	-2.11%	0.25%	1.05%
期间费用	2.44	3.20	4.21	2.55	3.54	5.30
-期间费用率	18.61%	17.16%	19.47%	9.02%	11.98%	14.70%
资产减值损失	-0.04	-0.07	0.03	-0.14	-0.10	-0.02
信用减值损失	-0.17	-0.22	-0.16	-0.27	-0.38	-0.53

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

**经营性现金流下滑, 存货较年初增长显著。**2021 年 H1 公司存货为 27.15 亿元, 较年初增长 58.41%; 应收账款 37.93 亿元, 较年初增长 27.48%; 期末公司预收账款 1.25

亿元,同比下降 44.22%。2021 年公司经营活动净现金流为 3.34 亿元,同比下降 34.63%;投资活动净现金流为-11.01 亿元,同比下降 571.4%;资本开支为 19.37 亿元,同比上升 105.19%;账面现金为 44.94 亿元,较年初增长 18.16%,短期借款 11.03 亿元,较年初增长 451.01%。

**投资建议:** 由于公司已完成技术提升、客户开拓且具备大规模量产的管理能力,我们维持 2021-2023 年归母净利润为 36.80/55.15/77.00 亿元,同比增长 122.8%/49.9%/39.6%,对应 49.46/33.01/23.64xPE。考虑到公司产能扩张持续超市场预期,我们给予 22 年 55xPE,目标价 160.6 元,维持“买入”评级。

**风险提示:** 销量不及市场预期、政策不及市场预期、竞争加剧

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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>11,342</b>	<b>19,677</b>	<b>31,267</b>	<b>46,406</b>	<b>营业收入</b>	<b>8,162</b>	<b>16,751</b>	<b>26,841</b>	<b>38,309</b>
现金	3,804	4,126	8,221	14,081	减:营业成本	5,794	12,576	20,196	29,060
应收账款	2,976	6,333	10,258	14,720	营业税金及附加	39	80	129	184
存货	1,714	4,626	7,475	10,778	营业费用	226	452	698	996
其他流动资产	2,319	3,513	3,617	4,415	管理费用	270	474	714	965
<b>非流动资产</b>	<b>14,358</b>	<b>15,229</b>	<b>15,953</b>	<b>16,530</b>	财务费用	60	59	43	29
固定资产	6,322	6,558	6,750	6,897	加:投资净收益	837	2,254	3,020	4,017
无形资产	462	413	461	406	<b>营业利润</b>	<b>1,929</b>	<b>4,090</b>	<b>6,134</b>	<b>8,458</b>
其他非流动资产	2,765	3,447	3,932	4,418	加:营业外净收支	-11	4	9	9
<b>资产总计</b>	<b>25,700</b>	<b>34,905</b>	<b>47,220</b>	<b>62,936</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,918</b>	<b>4,094</b>	<b>6,143</b>	<b>8,467</b>
<b>流动负债</b>	<b>7,160</b>	<b>13,539</b>	<b>21,668</b>	<b>31,619</b>	减:所得税费用	237	276	468	623
短期借款	297	0	0	500	少数股东损益	29	138	160	144
应付账款	3,407	7,396	11,877	17,089	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,652</b>	<b>3,680</b>	<b>5,515</b>	<b>7,700</b>
其他流动负债	3,455	6,143	9,791	14,030	EBITDA	2,545	4,678	6,753	9,110
<b>非流动负债</b>	<b>1,870</b>	<b>1,870</b>	<b>1,870</b>	<b>1,870</b>	EPS	0.87	1.95	2.92	4.08
长期借款	1,105	1,105	1,105	1,105					
其他非流动负债	765	765	765	765	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
<b>负债合计</b>	<b>9,029</b>	<b>15,408</b>	<b>23,538</b>	<b>33,489</b>	每股收益(元)	0.87	1.95	2.92	4.08
少数股东权益	2,295	2,433	2,593	2,737	每股净资产(元)	7.61	9.04	11.17	14.14
归属母公司股东权益	14,376	17,064	21,090	26,711	发行在外股份(百万股)	1,888.87	1,895.75	1,889.75	1,889.75
<b>负债和股东权益</b>	<b>25,700</b>	<b>34,905</b>	<b>47,220</b>	<b>62,936</b>	ROIC(%)	12.4%	20.6%	27.4%	33.4%
					ROE(%)	11.5%	21.6%	26.1%	28.8%
					毛利率(%)	29.0%	24.9%	24.8%	24.1%
					销售净利率(%)	20.6%	22.8%	21.1%	20.5%
					资产负债率(%)	35.1%	44.1%	49.8%	53.2%
					收入增长率(%)	27.3%	105.2%	60.2%	42.7%
					净利润增长率(%)	8.5%	122.8%	49.9%	39.6%
					P/E	110.61	49.46	33.01	23.64
					P/B	12.71	10.71	8.66	6.84
					EV/EBITDA	73	40	28	20

数据来源: Wind, 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>

