

下游需求快速增长，海外客户质量较高

投资要点

- **业绩总结:** 公司2021年H1实现营业收入65.60亿元，同比增长106.54%；实现归母净利润14.95亿元，同比增长311.49%；实现扣非归母净利润14.25亿元，同比增长427.50%，EPS0.79元。
- **锂原电池保持高毛利率。** 公司为全球锂原电池龙头，2021年H1公司锂原电池业务实现营业收入8.5亿元，同比增长32%，实现毛利3.5亿元，毛利率高达41%。下游锂原电池需求较为稳定，由政策催化的智能表计行业的发展将持续消化电池产能。目前我国智能燃气表、智能水表、智能热量表的市占率较低，未来拥有广阔的发展空间。
- **动力电池业务增量巨大，下游高景气度带动需求翻倍增长。** 公司为全球动力电池主要供应商之一，2021年H1公司锂电池业务实现收入38.9亿元，同比增长186%，实现毛利13.1亿元，毛利率接近23%。2021年H1全球新能源汽车累计销量达241万辆，同比增长170%。中国、欧洲补贴政策基本延续，新车型加速上市；美国总统拜登高调出台政策加码新能源汽车补贴，预计未来全球新能源汽车市占率将稳步提升。
- **公司客户质量高。** 公司深度绑定戴姆勒、现代起亚、捷豹等海外客户，并进入小鹏汽车供应链，收益质量与营运能力较高。
- **消费电池下游市场将出现突破口，工具锂电池供不应求。** 智能可穿戴设备、智能音响等小型数码设备逐渐成为信息消费中增长最迅速的领域之一，公司培育的“金豆”电池针对可穿戴等市场的需要，目前已成功扩展到TWS应用中，细分市场空间巨大。电动工具的小型化、轻型化、无绳化也正成为未来发展趋势，随着LG等传统厂商的产能倾斜，工具锂电池供不应求，公司正借机入场，提升市占率。
- **盈利预测与投资建议。** 公司锂离子电池业务将继续保持高速增长，同时新产能稳步投放，消化下游需求，进一步提升公司市占率。未来三年公司总收入复合增长率为71%。考虑公司投资收益及电子烟业务的不确定性，我们给予公司2021年80倍PE，目标价139.20元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 公司产能未能如期释放风险；原材料价格波动风险；电子烟行业政策波动风险；汇率风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	8161.81	16085.55	31568.52	40951.05
增长率	27.30%	97.08%	96.25%	29.72%
归属母公司净利润(百万元)	1652.03	3299.36	4858.37	5966.72
增长率	8.54%	99.71%	47.25%	22.81%
每股收益EPS(元)	0.87	1.74	2.56	3.15
净资产收益率ROE	10.09%	18.05%	21.11%	21.08%
PE	111	55	38	31
PB	12.71	10.54	8.48	6.89

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨
执业证号: S1250520100002
电话: 021-58351923
邮箱: hch@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	18.96
流通A股(亿股)	18.36
52周内股价区间(元)	44.79-128.99
总市值(亿元)	1,827.32
总资产(亿元)	318.07
每股净资产(元)	8.63

相关研究

1 全球锂原电池领导者，锂离子电池业务带动公司发展

惠州亿纬锂能股份有限公司（300014）成立于 2001 年，简称“亿纬锂能”，于 2009 年在深圳创业板首批上市，历经 20 年快速发展，已成为具有全球竞争力的高质量锂电池平台公司，同时拥有消费电池和动力电池核心技术和全面解决方案，产品广泛应用于物联网、能源互联网领域。

公司的主要业务是消费电池（包括锂原电池、小型锂离子电池、三元圆柱电池）和动力电池（包括新能源汽车电池及其电池系统、储能电池）的研发、生产和销售。

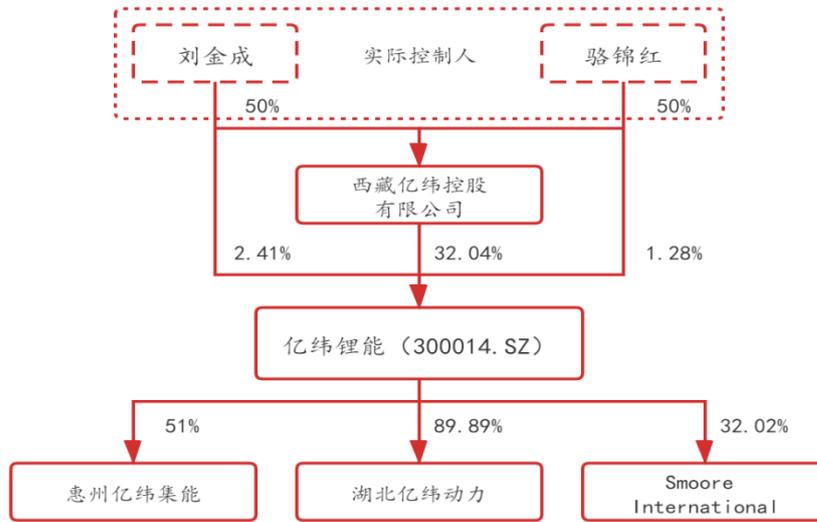
图 1：公司历史沿革



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司控制权较为集中，决策通道顺畅。公司实控人为刘金成、骆锦红夫妇，两位分别持有公司第一大股东——西藏亿纬控股有限公司 50% 的股份，刘金成先生和骆锦红女士分别直接持有公司 2.42%、1.28% 的股份，通过亿纬控股间接持有公司 32.16% 的股份。刘金成先生和骆锦红女士合计拥有公司 35.86% 的表决权。

公司持续股权激励计划，有效调动员工积极性。公司自上市以来，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，充分调动积极性，有效地将股东利益、公司利益和核心团队个人利益结合在一起，实现携手共同成长。

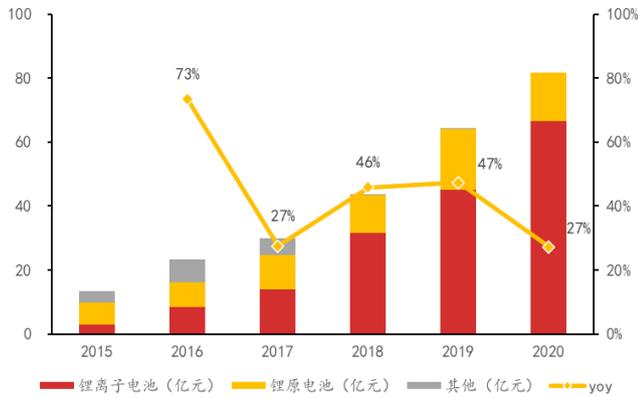
图 2：公司股权结构


数据来源：Wind，西南证券整理

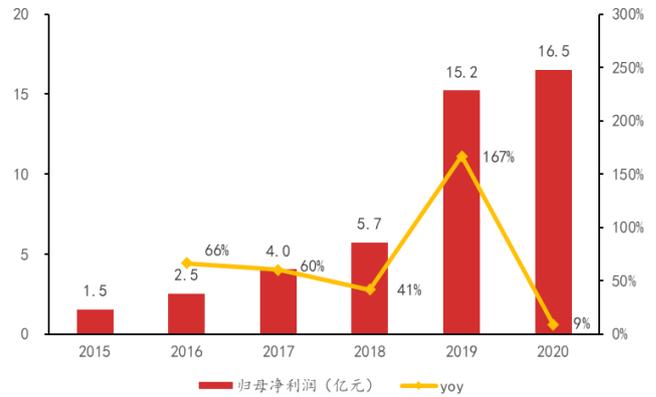
公司加速升级扩张，聚焦锂电池产品领域。2017年和2020年，公司成立的动力储能电池业务子公司亿纬动力和亿纬集能收入先后放量，2020年公司营收体量已达81.6亿元，相较2016年实现接近4倍增长。其中，锂离子及锂聚合物组合电池的营收占比已经从2016年的67%提高到2020年的82%。2021年H1，公司营业收入为65.6亿元，同比增长106.54%。长期来看，公司董事长规划至2025年将实现“3个200”目标，即动力储能电池产能200GWh，消费电池营收200亿元和电源系统营收200亿元，实现整体营收规模的跨越式增长。

亿纬锂能2021H1实现动力电池装机量0.87GWh，位居全球动力电装机量第十位。在车用动力电池领域，亿纬锂能是小鹏的核心供应商之一。得益于戴姆勒、现代起亚、捷豹等国际客户的青睐，亿纬锂能海外动力电池业务增速也在不断加快。值得一提的是，为控制原材料价格波动，进一步保障低成本、优质的锂资源，亿纬锂能正在积极对上游原材料进行纵向整合与深度绑定。

公司盈利能力稳步增长，归母净利润逐年增加。受公司整体收入规模扩大及盈利能力提升的影响，公司归母净利润自2016年的2.5亿元提升至2020年的16.5亿元，实现大约6.5倍增长。归母净利润受参股公司思摩尔国际非经常性和非现金项目计提的影响，增长仅8.54%，若剔除电子烟业务，归属于母公司股东的净利润则高达21.9亿元，较上年同比增长43.93%。2021年H1，公司归母净利润为15.0亿元，同比增长312%。

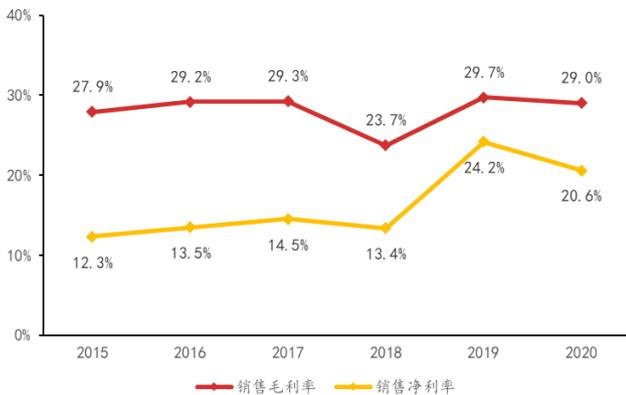
图 3：公司各业务营收情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

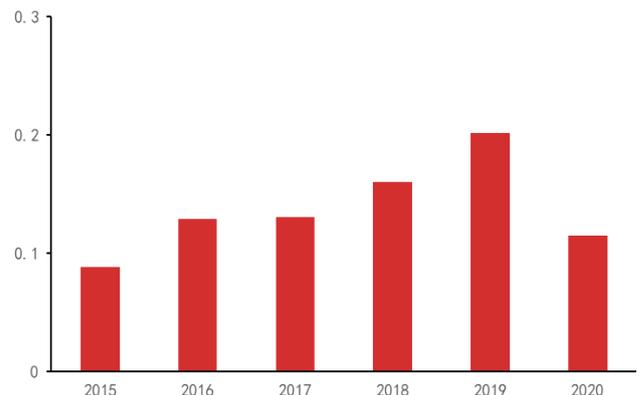
图 4：公司归母净利润情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

毛利率、净利率双双显著提升。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。2021H1，公司毛利率为 25.3%，净利率为 25.0%，主要受益于投资净收益的增长。

图 5：公司毛利率与净利率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：公司历年 ROE 变化


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司新产能如期投产，锂电池新产能带动公司营收增长，产能利用率逐年升高，2023 年达到 95% 以上。

假设 2：公司锂原电池、锂离子电锤毛利率保持稳定水平，2022 年、2023 年随市场供需关系恢复略有下降。

假设 3：公司豆式电池、48V 电源系统销量快速增长，市场份额稳中有升。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020E	2021E	2022E	2023E
磷酸铁锂动力电池	收入	1500.0	3900.0	8946.6	11011.5
	增速	/	160.0%	129.4%	23.1%
	毛利率	/	22.0%	21.0%	21.0%
三元动力电池	收入	4250.0	9650.8	16779.0	22279.6
	增速	/	127.1%	73.9%	32.8%
	毛利率	/	24.5%	22.6%	21.6%
其他（消费锂电池、电源系统等）	收入	2412.00	2534.80	5842.89	7660.02
	增速	/	5.1%	130.5%	31.1%
	毛利率	/	41.2%	33.6%	31.7%
合计	收入	8161.8	16085.6	31568.5	40951.0
	增速	27.3%	97.1%	96.3%	29.7%
	毛利率	29.0%	25.4%	23.7%	23.0%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

我们选取锂离子电池行业的四家主流公司，2021 年四家公司平均 PE 为 94 倍，2022 年平均 PE 为 64 倍。公司锂离子电池业务将继续保持高速增长，同时新产能稳步投放，消化下游需求，进一步提升公司市占率。未来三年公司总收入复合增长率为 71%。考虑公司投资收益及电子烟业务的不确定性，我们给予公司 2021 年 80 倍 PE，目标价 139.20 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			20A	21E	22E	20A	21E	22E
300750.SZ	宁德时代	521.00	2.40	4.44	6.95	146.49	117.45	74.92
600487.SH	国轩高科	50.37	0.12	0.40	0.64	334.70	125.34	76.44
601615.SH	孚能科技	37.07	-0.31	-0.15	0.47	/	/	78.69
002202.SZ	蔚蓝锂芯	24.41	0.28	0.64	0.90	46.65	38.21	27.21
平均值						175.95	93.67	64.32

数据来源：Wind，西南证券整理；

3 风险提示

- 1) 公司产能未能如期释放的风险；
- 2) 原材料价格波动风险；
- 3) 电子烟行业政策波动风险；
- 4) 汇率风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	8161.81	16085.55	31568.52	40951.05	净利润	1681.31	3599.36	5158.37	6266.72
营业成本	5794.13	12000.05	24092.07	31542.25	折旧与摊销	556.16	591.31	655.80	672.42
营业税金及附加	39.14	89.01	176.00	222.43	财务费用	59.80	112.60	0.00	0.00
销售费用	225.90	305.63	536.66	614.27	资产减值损失	-21.66	-30.00	0.00	0.00
管理费用	269.90	1688.98	3156.85	3685.59	经营营运资本变动	507.66	635.87	1617.34	987.60
财务费用	59.80	112.60	0.00	0.00	其他	-1235.65	-1960.89	-2093.19	-1953.26
资产减值损失	-21.66	-30.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1547.62	2948.25	5338.32	5973.49
投资收益	837.33	2000.00	2000.00	2000.00	资本支出	-2856.40	-325.00	-325.00	-200.00
公允价值变动损益	4.67	-10.00	0.00	0.00	其他	597.81	1990.00	2000.00	2000.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2258.59	1665.00	1675.00	1800.00
营业利润	1928.83	3909.28	5606.93	6886.51	短期借款	-318.64	-200.16	0.00	0.00
其他非经营损益	-10.86	-39.00	0.00	0.00	长期借款	971.08	0.00	0.00	0.00
利润总额	1917.97	3870.28	5606.93	6886.51	股权融资	5335.64	0.00	0.00	0.00
所得税	236.66	270.92	448.55	619.79	支付股利	-164.75	-330.41	-659.87	-971.67
净利润	1681.31	3599.36	5158.37	6266.72	其他	-3530.00	-209.58	0.00	0.00
少数股东损益	29.28	300.00	300.00	300.00	筹资活动现金流净额	2293.33	-740.15	-659.87	-971.67
归属母公司股东净利润	1652.03	3299.36	4858.37	5966.72	现金流量净额	1515.84	3873.11	6353.45	6801.82
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	3803.68	7676.78	14030.24	20832.05	成长能力				
应收和预付款项	4072.63	7626.76	14986.22	19654.84	销售收入增长率	27.30%	97.08%	96.25%	29.72%
存货	1714.21	3654.03	7525.18	9806.13	营业利润增长率	18.07%	102.68%	43.43%	22.82%
其他流动资产	1751.29	1460.18	1831.25	2056.11	净利润增长率	8.55%	114.08%	43.31%	21.49%
长期股权投资	4809.62	4809.62	4809.62	4809.62	EBITDA 增长率	24.05%	81.28%	35.76%	20.70%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	7708.59	7514.28	7255.50	6855.08	毛利率	29.01%	25.40%	23.68%	22.98%
无形资产和开发支出	527.36	472.63	417.91	363.18	三费率	6.81%	13.10%	11.70%	10.50%
其他非流动资产	1312.83	1295.55	1278.26	1260.98	净利率	20.60%	22.38%	16.34%	15.30%
资产总计	25700.20	34509.84	52134.17	65638.00	ROE	10.09%	18.05%	21.11%	21.08%
短期借款	200.16	0.00	0.00	0.00	ROA	6.54%	10.43%	9.89%	9.55%
应付和预收款项	6191.51	11773.09	23964.68	31597.86	ROIC	28.99%	46.66%	65.92%	84.63%
长期借款	1105.08	1105.08	1105.08	1105.08	EBITDA/销售收入	31.18%	28.68%	19.84%	18.46%
其他负债	1532.41	1691.67	2625.91	3201.51	营运能力				
负债合计	9029.16	14569.84	27695.67	35904.45	总资产周转率	0.39	0.53	0.73	0.70
股本	1888.87	1895.75	1895.75	1895.75	固定资产周转率	1.58	2.33	4.27	5.80
资本公积	7792.22	7785.33	7785.33	7785.33	应收账款周转率	3.22	3.66	3.70	3.16
留存收益	4694.94	7663.89	11862.39	16857.44	存货周转率	3.79	4.32	4.27	3.63
归属母公司股东权益	14376.02	17344.97	21543.48	26538.53	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	84.46%	—	—	—
少数股东权益	2295.02	2595.02	2895.02	3195.02	资本结构				
股东权益合计	16671.04	19940.00	24438.50	29733.55	资产负债率	35.13%	42.22%	53.12%	54.70%
负债和股东权益合计	25700.20	34509.84	52134.17	65638.00	带息债务/总负债	14.46%	7.58%	3.99%	3.08%
					流动比率	1.58	1.61	1.49	1.54
					速动比率	1.34	1.32	1.19	1.25
					股利支付率	9.97%	10.01%	13.58%	16.28%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标				
EBITDA	2544.79	4613.19	6262.73	7558.93	每股收益	0.87	1.74	2.56	3.15
PE	110.61	55.38	37.61	30.63	每股净资产	7.58	9.15	11.36	14.00
PB	12.71	10.54	8.48	6.89	每股经营现金	0.82	1.56	2.82	3.15
PS	22.39	11.36	5.79	4.46	每股股利	0.09	0.17	0.35	0.51
EV/EBITDA	69.73	37.71	26.76	21.27					
股息率	0.09%	0.18%	0.36%	0.53%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yyx@swsc.com.cn