

2021年三季度报点评：盈利端承压，上游供应链整合加速

2021年10月29日

买入（维持）

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）	8,162	16,751	26,841	38,309
同比（%）	27%	105%	60%	43%
归母净利润（百万元）	1,652	3,029	4,984	6,984
同比（%）	9%	83%	65%	40%
每股收益（元/股）	0.87	1.60	2.63	3.68
P/E（倍）	130.38	71.11	43.22	30.84

投资要点

■ **公司 2021Q3 归母净利润 7.21 亿元，环比下滑 15%，略低于市场预期。**公司 2021 年前三季度公司营收 114.48 亿元，同比增长 114.39%；Q1-Q3 归母净利润 22.16 亿元，同比增长 134.18%，其中 Q3 实现营收 48.88 亿元，同比增加 125.9%，环比增长 35.69%；归母净利润 7.21 亿元，同比增长 23.7%，环比降低 14.95%，扣非归母净利润 7.05 亿元，同比增长 22.49%，环比降低 13.08%。盈利能力方面，Q3 毛利率为 21.55%，同比降低 10.81pct，环比降低 2.41pct；归母净利率 14.75%，同比降 12.19pct，环比降 8.78pct；Q3 扣非净利率 14.42%，同比降低 12.17pct，环比降低 8.09pct。

■ **动力电池：软包+铁锂放量，盈利端承压，全年有望达百亿收入目标。**1) **方形铁锂：**我们预计公司 2021Q3 出货 1-1.5gwh，盈利方面，由于铁锂电池原材料上涨压力较大，且新产能投产费用确认较多，Q3 盈利承压。铁锂现有产能 6GWh，14GWh 在建，2022 年有望出货 15GWh。2) **软包电池：**主要配套戴姆勒、现代和小鹏 P7，下游需求旺盛，1GWh 新产能顺利投产，我们预计 2021 年 Q3 满产满销，出货 2-2.5GWh 左右。Q3 原材料价格跳涨，公司盈利端承压；公司现有 10GWh 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，2022 年下半年将开始起量。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。

■ **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：**惠州和荆门工厂的产线均进入全面的产能释放期，我们预计 2021 年 Q3 公司圆柱电池出货 1.2 亿颗左右，贡献收入 10 亿元左右，下游电动工具需求高增，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 亿元扩产圆柱项目，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，公司金豆电池主要客户为三星，苹果、华为为正在验证中，总体小 3C 电池我们预计 Q3 贡献 3 亿左右收入，环比稳定增长，我们预计 2021 年全年金豆电池出货超 1 亿颗。3) **锂原电池：**公司的锂原电池产销规模较大，我们预计 Q3 贡献收入 5 亿元左右，维持稳定增长，全年贡献 18 亿元左右收入，我们预计锂原电池业务未来四年维持 20%左右的稳定增长，为公司提供稳定现金流。

■ **投资建议：**受原材料价格上涨以及电子烟政策不确定影响，我们将 2021-2023 年归母净利润由 36.80/55.15/77.00 亿元下调至 30.29/49.84/69.84 亿元，同比增长 83%/65%/40%，对应 71/43/31xPE，我们给予 22 年 60xPE，目标价 157.8 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)	113.50
一年最低/最高价	51.56/131.88
市净率(倍)	12.61
流通 A 股市值(百万元)	208587.84

基础数据

每股净资产(元)	9.00
资产负债率(%)	46.83
总股本(百万股)	1897.67
流通 A 股(百万股)	1837.78

相关研究

- 1、《亿纬锂能（300014）：动力电池出货高速增长，二线新星冉冉升起》2021-08-27
- 2、《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
- 3、《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

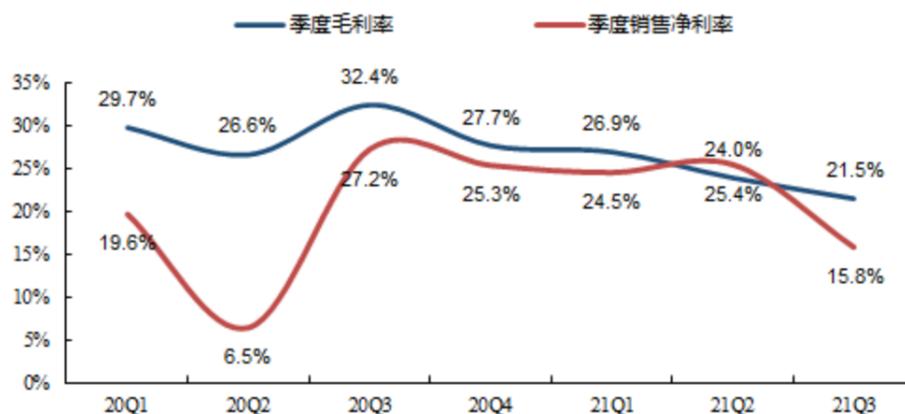
公司 2021Q3 归母净利润 7.21 亿元，环比下滑 15%，略低于市场预期。公司 2021 年前三季度公司营收 114.48 亿元，同比增长 114.39%；Q1-Q3 归母净利润 22.16 亿元，同比增长 134.18%，其中 Q3 实现营收 48.88 亿元，同比增加 125.9%，环比增长 35.69%；归母净利润 7.21 亿元，同比增长 23.7%，环比降低 14.95%，扣非归母净利润 7.05 亿元，同比增长 22.49%，环比降低 13.08%。盈利能力方面，Q3 毛利率为 21.55%，同比降低 10.81pct，环比降低 2.41pct；归母净利率 14.75%，同比降 12.19pct，环比降 8.78pct；Q3 扣非净利率 14.42%，同比降低 12.17pct，环比降低 8.09pct。Q3 公司计提信用减值损失 0.68 亿元。

表 1: 公司分季度业绩拆分 (百万元)

	2021Q3	2021Q2	2021Q1	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1
营业收入(百万)	4,888.0	3,602.3	2,957.5	2,822.1	2,163.7	1,867.2	1,308.7
-同比	125.90%	92.92%	125.98%	53.84%	5.68%	30.41%	19.20%
毛利率	21.55%	23.95%	26.94%	27.67%	32.36%	26.63%	29.75%
归母净利润(百万)	721.1	847.9	646.8	705.9	582.9	110.8	252.5
-同比	23.70%	665.37%	156.22%	94.32%	-11.44%	-63.10%	26.05%
归母净利率	14.75%	23.54%	21.87%	25.01%	26.94%	5.93%	19.29%
扣非归母净利润(百万)	704.7	810.8	614.50	680.06	575.35	57.17	213.04
-同比	22.49%	1318.32%	188.45%	90.31%	-10.56%	-80.63%	8.97%
扣非归母净利率	14.42%	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 1: 季度盈利能力

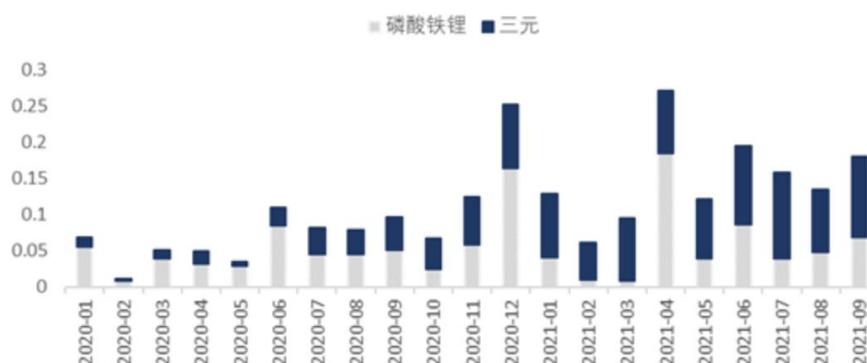


数据来源：公司公告、东吴证券研究所

动力电池：软包+铁锂放量，盈利端承压，全年有望达百亿收入目标。我们预计 Q3 动力电池（含储能）30-35 亿元左右，对应出货 3.5GWh+，环增 40%左右，Q1-Q3 累计出货 8-9gwh，同比高增 200%+，累计收入 65-70 亿元。1) **方形铁锂**：根据 GGII 数据，公司 2021Q3 磷酸铁锂装机量 0.16GWh，环比下滑，主要系部分客车需求受影响，考虑储能电池等其他领域需求，我们预计 Q3 公司铁锂出货 1-1.5GWh，我们预计全年铁锂电池出货量 4-5GWh，同比+近 200%，盈利方面，由于铁锂电池原材料上涨压力较大，且新产能投产费用确认较多，Q3 盈利承压，Q3 末公司铁锂电池已部分调价，21Q4-22Q1

将进一步体现，盈利拐点将至。铁锂现有产能 6GWh，14GWh 在建，2022 年有望出货 15GWh，同比+200%，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 10 月 27 日，主要配套戴姆勒、现代和小鹏，下游需求旺盛，公司满产满销，1GWh 新增产能顺利释放，我们预计 Q3 出货 2-2.5GWh，由于 Q3 原材料价格跳涨，公司盈利端承压，我们预计亿纬集能净利率环比下滑；随着新增 1GWh 产能释放，公司现有 10GWh 软包电池产能，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，2022 年下半年将开始起量。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 2：公司动力电池装机量 (gwh)



数据来源：GGII、东吴证券研究所

动力电池未来产能规划超 180GWh，上游供应链整合加速。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。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，本次公司公告拟与中科电气成立合资公司，投资 25 亿元建设 10 万吨负极产能，分两期建设，公司持股 40%，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 Q3 公司圆柱电池出货 1.2 亿颗左右,贡献收入 10 亿元左右,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 亿元扩产圆柱项目,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,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 电池我们预计 Q3 贡献 3 亿左右收入,环比稳定增长,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较大,我们预计 Q3 贡献收入 5 亿元左右,维持稳定增长,全年贡献 18 亿元左右收入,我们预计锂原电池业务未来四年维持 20%左右的稳定增长,为公司提供稳定现金流。

思摩尔 Q3 调整后净利 12.49 亿元,符合市场预期,21 年保守预测仍可持续高增。2021 年 Q1-Q3 公司调整后净利 42.24 亿元(加回股权计划相关费用),同比增长 71.6%,其中 Q3 调整后净利 12.49 亿元,同比增长 7.6%;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 0.30 亿元,实际报表业绩 12.19 亿元,同比增长 16.2%,符合市场预期。我们测算 2021Q1-Q3 思摩尔国际对亿纬锂能贡献投资收益 13.53 亿元左右,其中 Q3 贡献 3.9 亿元左右,同比增长 16.2%。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,汇兑收益减少财务费用。2021 年前三季度公司期间费用合计 15.12 亿元,同比增长 53.44%,费用率为 13.21%,同比降低 5.25pct。2021Q3 期间费用合计 6.28 亿元,同比增长 49.05%,环比增 18.59%,期间费用率为 12.85%,同比降 6.62pct,环比降 1.85pct;销售费用 1.21 亿元,销售费用率 2.47%,同比降 1.21pct,环比增 0.92pct;管理费用 1.18 亿元,管理费用率 2.41%,同比增 0.04pct,环比降 0.3pct;财务费用 0.17 亿元,财务费用率 0.35%,同比降 2.92pct,环比降 0.7pct,主要系汇兑收益增加;研发费用 3.72 亿元,研发费用率 7.61%,同比降 2.53pct,环比降 1.77pct。

表 2: 公司分季度费用情况 (百万元)

单位: 百万元	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3
销售费用	56.01	57.46	79.71	32.73	69.12	55.87	120.90
-销售费用率	4.28%	3.08%	3.68%	1.16%	2.34%	1.55%	2.47%
管理费用	36.35	90.54	51.33	91.68	64.56	97.49	117.70
-管理费用率	2.78%	4.85%	2.37%	3.25%	2.18%	2.71%	2.41%
研发费用	121.91	153.11	219.43	189.91	213.27	338.18	372.13
-研发费用率	9.32%	8.20%	10.14%	6.73%	7.21%	9.39%	7.61%
财务费用	29.26	19.37	70.85	-59.69	7.42	37.99	17.22
-财务费用率	2.24%	1.04%	3.27%	-2.11%	0.25%	1.05%	0.35%
期间费用	243.53	320.48	421.32	254.63	354.36	529.53	627.96
-期间费用率	18.61%	17.16%	19.47%	9.02%	11.98%	14.70%	12.85%
资产减值损失	-4.31	-6.60	2.97	-13.72	-10.28	-1.91	1.19
信用减值损失	-16.67	-22.12	-16.00	-27.13	-37.64	-53.28	-68.37

数据来源:公司公告、东吴证券研究所

经营现金流同比下滑,资本开支同比高增。2021年前三季度公司存货为29.33亿元,较年初增长71.12%;应收账款49.14亿元,较年初增长65.13%;期末公司合同负债1.11亿元,较年初降低50.35%。2021年前三季度公司经营活动净现金流为3.98亿元,同比降低58.84%,主要系公司前期用汇票支付货款,报告期内票据到期兑付;投资活动净现金流为-44.77亿元,同比下降270.45%;资本开支为36.92亿元,同比上升200.39%;账面现金为40.36亿元,较年初增长6.1%,短期借款11.89亿元,较年初增长494.25%。

投资建议:受原材料价格上涨以及电子烟政策不确定影响,我们将2021-2023年归母净利润由36.80/55.15/77.00亿元下调至30.29/49.84/69.84亿元,同比增长83%/65%/40%,对应71/43/31xPE,我们给予22年60xPE,目标价157.8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
流动资产	11,342	18,936	28,524	40,223	营业收入	8,162	16,751	26,841	38,309
现金	3,804	3,350	5,368	7,662	减:营业成本	5,794	12,654	20,196	29,060
应收账款	2,976	6,333	10,369	14,956	营业税金及附加	39	80	129	184
存货	1,714	4,655	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	954	1,675	2,550	3,448
非流动资产	14,358	18,529	22,253	25,830	财务费用	60	111	89	81
固定资产	6,322	6,558	6,750	6,897	加:投资净收益	837	1,803	2,434	3,238
无形资产	462	413	461	406	营业利润	1,929	3,509	5,613	7,752
其他非流动资产	2,765	6,747	10,232	13,718	加:营业外净收支	-11	4	9	9
资产总计	25,700	37,465	50,777	66,054	利润总额	1,918	3,513	5,622	7,761
流动负债	7,160	15,667	23,836	31,985	减:所得税费用	237	257	478	633
短期借款	297	2,047	2,168	865	少数股东损益	29	228	160	144
应付账款	3,407	7,442	11,877	17,089	归属母公司净利润	1,652	3,029	4,984	6,984
其他流动负债	3,455	6,178	9,791	14,030	EBIT	2,653	3,620	5,701	7,834
非流动负债	1,870	1,870	1,870	1,870	EBITDA	2,545	4,150	6,277	8,456
长期借款	1,105	1,105	1,105	1,105					
其他非流动负债	765	765	765	765	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	9,029	17,537	25,706	33,854	每股收益(元)	0.87	1.60	2.63	3.68
少数股东权益	2,295	2,523	2,683	2,827	每股净资产(元)	7.61	9.17	11.80	15.48
归属母公司股东权益	14,376	17,405	22,388	29,373	发行在外股份(百万股)	1,889	1,898	1,898	1,898
负债和股东权益	25,700	37,465	50,777	66,054	ROIC(%)	12.4%	15.2%	19.1%	21.7%
					ROE(%)	11.5%	17.4%	22.3%	23.8%
					毛利率(%)	29.0%	24.5%	24.8%	24.1%
					销售净利率(%)	20.6%	19.4%	19.2%	18.6%
					资产负债率(%)	35.1%	46.8%	50.6%	51.3%
					收入增长率(%)	27.3%	105.2%	60.2%	42.7%
					净利润增长率(%)	8.5%	83.3%	64.5%	40.1%
					P/E	130.38	71.11	43.22	30.84
					P/B	14.98	12.38	9.62	7.33
					EV/EBITDA	86	53	35	26

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>