

2022年01月26日

电池盈利抗压力相对较强，多技术布局销量持续向上

买入（维持）

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	8,162	16,601	34,036	55,914
同比（%）	27.30%	103.40%	105.02%	64.28%
归母净利润（百万元）	1652	2997	4735	7581
同比（%）	8.54%	81.43%	57.97%	60.13%
每股收益（元/股）	0.87	1.58	2.49	4.00
P/E（倍）	112.34	61.90	39.19	24.47

投资要点

- **公司预计 2021Q4 归母净利润 5.1-8.4 亿元，环比-29%~+17%，计提奖金及股权激励费用影响增速，基本符合市场预期。**公司预计 2021 年全年归母净利润 27.26-30.56 亿元，同比增长 65%-85%，其中 2021Q4 归母净利润 5.1-8.4 亿元，同比变动-28%~+19%，环比-29%~+17%，符合市场预期。2021 全年扣非归母净利 24.4-26.7 亿元，同比增长 60%-75%，其中 2021Q4 扣非归母净利 3.11-5.4 亿元，环比下滑 56%-23%，年底费用密集计提，我们预计公司 2021Q4 计提奖金 1 亿元+、股权激励费用 0.79 亿元，若加回，我们预计 Q4 归母净利 9 亿元左右，环比+20%，扣非利润 6 亿元+，环比基本持平。
- **动力电池：涨价传导相对顺畅，Q4 毛利率环比基本持平，2022 年我们预计出货量翻番增长。**公司 2021 年全年动力储能电池预计出货 12-13gwh 左右，同比翻番增长，其中三元软包 7gwh，铁锂 5gwh，贡献收入约百亿元。我们预计 2021Q4 电池出货 4GWh+，环增 15%左右；此前公司公告亿纬动力 2021Q1-Q3 亏损 0.8 亿元，我们预计主要系三元方形产线前期摊销及费用导致亏损，受原材料涨价影响，公司 2021Q4 三元软包盈利我们预计基本维持，毛利率 20%左右，铁锂毛利率近 15%，整体毛利率 17-18%，环比持平，维持微利。2022 年随着铁锂产能进一步释放，叠加储能需求加持，公司出货有望近 30gwh，其中软包三元贡献 10gwh，方形三元贡献 1gwh，铁锂贡献 17gwh+；且随着电池涨价落地，原材料涨价趋缓，2022 年中有望迎来电池盈利拐点。
- **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：**我们预计 2021 年 Q4 公司圆柱电池出货 1.2-1.5 亿颗左右，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近 6 亿颗，翻番增长。公司后续产能逐步扩至 12 亿颗，我们预计 2022 年销量有望近 10 亿颗，同比翻番。
 - 2) **小 3C 电池：**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 2021Q4 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：**我们预计 2021Q4 贡献收入 5 亿元左右，维持稳定增长，2021 年全年贡献 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 Q4 我们预计贡献投资收益 3.8 亿元左右，符合市场预期。**2021 年思摩尔调整后净利 51.8-57.1 亿元（加回股权计划相关费用），同比增长 33-46.6%，其中 Q4 调整后净利 9.556-14.845 亿元，对应中值 12.2 亿元，环比微降；我们测算 2021 年思摩尔国际对亿纬锂能贡献投资收益 16.9 亿元左右，其中 Q4 贡献 3.8 亿元左右，符合市场预期。
- **投资建议：**受原材料价格上涨影响，我们将 2021-2023 年归母净利润由 30.29/49.84/69.84 亿元调整至 29.97/47.35/75.81 亿元，同比增长 81%/58%/60%，对应 62/39/24xPE，我们给予 2022 年 60x PE，目标价 149.4 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)	97.77
一年最低/最高价	66.25/152.90
市净率(倍)	10.86
流通 A 股市值(百万元)	179736.02

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)	1898.25
流通 A 股(百万股)	1838.36

相关研究

- 1、《亿纬锂能（300014）：动力电池加速扩产，再推股权激励计划》2021-11-08
- 2、《亿纬锂能（300014）：2021 年三季度报点评：盈利端承压，上游供应链整合加速》2021-10-29
- 3、《亿纬锂能（300014）：动力电池出货高增长，二线新星冉冉升起》2021-08-27

公司预计 2021Q4 归母净利润 5.1-8.4 亿元，环比-29%~+17%，计提奖金及股权激励费用影响增速，基本符合市场预期。公司预计 2021 年全年归母净利润 27.26-30.56 亿元，同比增长 65%-85%，其中 2021Q4 归母净利润 5.1-8.4 亿元，同比变动-28%~+19%，环比-29%~+17%，符合市场预期。2021 全年扣非归母净利润 24.4-26.7 亿元，同比增长 60%-75%，其中 2021Q4 扣非归母净利润 3.11-5.4 亿元，环比下滑 56%-23%，其中年底费用密集计提，我们预计公司 2021Q4 计提奖金 1 亿元+、股权激励费用 0.79 亿元，若加回，我们预计 Q4 归母净利 9 亿元左右，环比+20%，扣非利润 6 亿元+，环比可基本持平。

表 1: 公司盈利情况 (分季度)

	2021Q4	2021Q3	2021Q2	2021Q1	2020Q4
营业收入(百万元)		4,888.0	3,602.3	2,957.5	2,822.1
-同比		125.90%	92.92%	125.98%	53.84%
毛利率		21.55%	23.95%	26.94%	27.67%
归母净利润(百万元)	510-840	721.1	847.9	646.8	705.9
-同比	-28%~19%	23.70%	665.37%	156.22%	94.32%
归母净利率		14.75%	23.54%	21.87%	25.01%
扣非归母净利润(百万元)	311-540	704.7	810.8	614.50	680.06
-同比	-54%~-21%	22.49%	1318.32%	188.45%	90.31%
扣非归母净利率		14.42%	22.51%	20.78%	24.10%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

动力电池：涨价传导相对顺畅，Q4 毛利率环比基本持平，2022 年我们预计出货量翻番增长。公司 2021 年全年动力储能电池预计出货 12-13gwh 左右，同比翻番增长，其中三元软包 7gwh，铁锂 5gwh，贡献收入约百亿元。我们预计 2021Q4 电池出货 4GWh+，环增 15%左右；此前公司公告亿纬动力 2021Q1-Q3 亏损 0.8 亿元，我们预计主要系三元方形产线前期摊销及费用导致亏损，受原材料涨价影响，公司 2021Q4 三元软包盈利我们预计基本维持，毛利率 20%左右，铁锂毛利率近 15%，整体毛利率 17-18%，环比持平，维持微利。2022 年随着铁锂产能进一步释放，叠加储能需求加持，公司出货有望近 30gwh，其中软包三元贡献 10gwh，方形三元贡献 1gwh，铁锂贡献 17gwh+；且随着电池涨价落地，原材料涨价趋缓，2022 年年中有望迎来电池盈利拐点，未来有望高增。

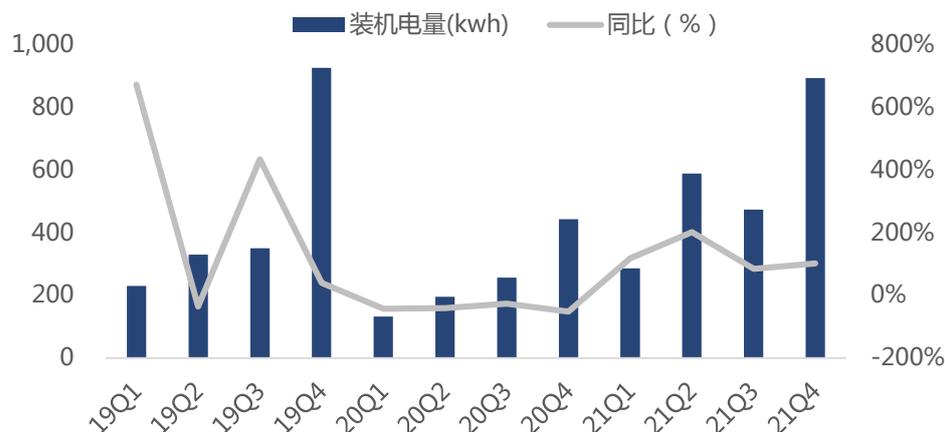
1) 磷酸铁锂：根据 GGII 数据，公司 2021 全年磷酸铁锂装机量 1.2GWh，同比增 88.1%，其中 Q4 铁锂装机量 0.67GWh，环比高增 300%+，大巴车贡献主要增量；考虑储能电池等其他领域需求，我们预计 2021Q4 公司铁锂出货 1.5GWh 左右，环比微增；2021 全年铁锂电池出货量 5GWh 以上，同比增长超 200%，铁锂电池受原材料上涨影响，盈利能力承压，已部分涨价传导，预计 2021Q4 保持微利。铁锂截至 2021 年末已有 20GWh 产能，其中 14gwh 新建产能爬坡中，2022 年储能需求高增，且公司乘用车客户开拓顺利，2022 年全年有望出货 17GWh，同比增长 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) 三元软包：公司三元软包产能满产满销，主要配套戴姆勒、现代和小鹏，根据 GGII 数据，公司 2021 全年三元装机量 1GWh，同比大增 168.3%，其中 Q4 三元装机量

0.22GWh，考虑三元软包出口需求，我们预计公司 2021Q4 三元电池出货 2-2.5GWh，环比微增；2021 全年三元电池出货量 7-8GWh，同比翻番增长，2022 年产能完全打满有望贡献 10gwh。由于 2021Q4 原材料价格跳涨，公司软包电池主供海外，定价方式与上游原材料联动，盈利水平基本维持稳定，成本能较顺利传导，贡献主要利润。

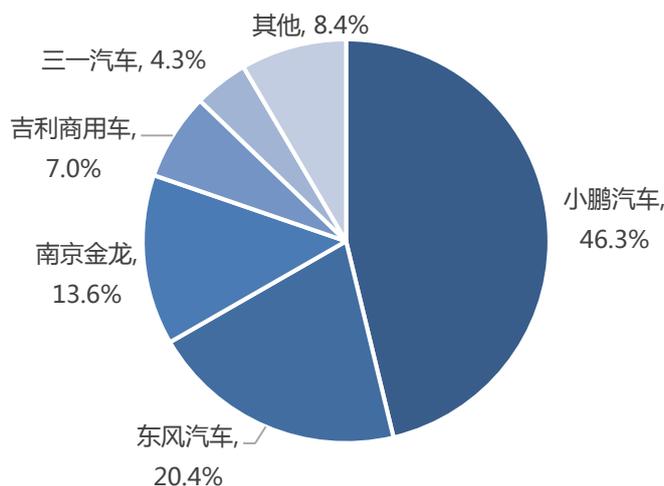
3) 三元方形：2021 年年底产能我们预计达 12gwh，但尚未起量，我们预计存在较多摊销及费用，三元方形电池我们预计 2022 年贡献 1gwh 出货，2023 年开始放量。

图 2：公司 2019-2021 年分季度动力电池装车辆（kwh）



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图 2：公司 2021 年国内动力电池装车客户结构



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

远期产能规划庞大，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 2021 年 10 月公

告拟在成都建设 50GWh 动力储能电池项目，11 月宣布将于荆门建设 20GWh 大圆柱电池产线及 16GWh 方形铁锂电池产线，叠加荆门 104.5gwh 产能规划+惠州基地软包 10GWh，及与林洋合资 20GWh 产能，公司至 2025 年产能规划超过 260GWh，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、恩捷股份、中科电气、蓝晓科技合作战略性布局镍、电解液、铁锂、高镍、锂资源、隔膜、负极等，供应链管理进一步完善，且 2022 年年末碳酸锂产能有望释放，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。深度绑定优质客户，支撑公司动力电池业务持续高增。

表 2: 公司供应链布局（截至 2021 年末，表中非标注美元即为人民币）

合作领域	合作公司	布局形式	合作内容
锂资源	金昆仑锂业	收购28%股权 + 设立合资公司（持股80%）	出资不超过18亿元，设合资公司建设年产3万吨碳酸锂和氢氧化锂项目（一期年产1万吨）
	蓝晓科技	签订《战略合作协议》	在锂资源产业链进行深度合作布局，并积极参与西藏结则茶卡盐湖锂资源的开发利用
	大华化工	收购5%股权	收购完成后合计持有大华化工34%股权，大华化工具有获得大柴旦盐湖采矿权（LiCl 294千吨）
	兴华锂盐	竞拍取得兴华锂盐35.2857%股权	交易完成后公司将直接持有兴华锂盐49%的股权，有利于公司进一步聚焦锂电池主业
镍资源	华友钴业	合资公司，持股17% + 参与定增	出资170万美元（17%），合资公司拟投20.8亿美元建设年产约12万吨镍和1.5万吨钴的红土镍矿湿法冶炼项目；此外投入18亿元参与华友定增
电解液	新宙邦	合资公司，持股20%	出资2000万元，合资投建年产2万吨锂离子电池电解液及年产5万吨半导体化学品项目
磷酸铁锂正极	德方纳米	合资公司，持股40%	出资20亿元，建设总产能10万吨磷酸铁锂正极材料
高镍三元正极	贝特瑞、SKI	合资公司，持股24%	出资4.7亿元，公司设计建设高镍三元正极年产量最大为5万吨
隔膜	恩捷股份	合资公司，持股45%	建设年产能16亿平米湿法基膜以及与之产能完全匹配的涂布膜
负极	中科电气	合资公司，持股40%	项目计划投资总额为人民币25亿元，负极材料年产能10万吨，采用分期建设模式，一期和二期产能规模各为5万吨/年

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

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 Q4 公司圆柱电池出货 1.2-1.5 亿颗左右，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近 6 亿颗，翻番增长。公司后续产能逐步扩至 12 亿颗，我们预计 2022 年销量有望近 10 亿颗，同比翻番。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 2021Q4 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 2021Q4 贡献收入 5 亿元左右, 维持稳定增长, 2021 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 Q4 我们预计贡献投资收益 3.8 亿元左右, 符合市场预期。2021 年思摩尔调整后净利 51.8-57.1 亿元 (加回股权计划相关费用), 同比增长 33-46.6%, 其中 Q4 调整后净利 9.556-14.845 亿元, 对应中值 12.2 亿元, 环比微降; 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 1.56 亿元, 实际报表业绩 50.24-55.53 亿元, 同比增长 109.3%-131.4%, 其中 Q4 净利 9.26-14.55 亿元, 对应中值 11.9 亿元, 环比微降。我们测算 2021 年思摩尔国际对亿纬锂能贡献投资收益 16.9 亿元左右, 其中 Q4 贡献 3.8 亿元左右, 符合市场预期。

投资建议: 受原材料价格上涨影响, 我们将 2021-2023 年归母净利润由 30.29/49.84/69.84 亿元调整至 29.97/47.35/75.81 亿元, 同比增长 81%/58%/60%, 对应 62/39/24xPE, 我们给予 2022 年 60x PE, 目标价 149.4 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	11342	18813	36125	58485	营业收入	8,162	16,601	34,036	55,914
现金	3804	3320	6807	11183	减:营业成本	5,794	12,621	26,550	43,708
应收账款	2976	6277	13148	21829	营业税金及附加	39	80	163	268
存货	1714	4643	9843	16236	营业费用	226	432	851	1342
其他流动资产	2319	3492	4118	5638	管理费用	269.9	998	1841	2688
非流动资产	14,358	18,757	22,227	25,297	研发费用	684	663	1223	1785
长期股权投资	4810	4810	4810	4810	财务费用	60	0	0	0
固定资产	6,322	8,398	11,859	16,021	资产减值损失	104	167	283	310
在建工程	1,386	3,486	3,486	2,486	加:投资净收益	837	1706	2217	2772
无形资产	462	702	727	649	其他收益	102	150	150	150
其他非流动资产	2,765	4,847	4,832	3,818	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	25,700	37,571	58,352	83,782	营业利润	1929	3498	5492	8734
流动负债	7,160	15,790	31,563	49,086	加:营业外净收支	-11	13	9	9
短期借款	297	2,208	3,141	2,375	利润总额	1918	3511	5501	8743
应付账款	3407	7422	15613	25703	减:所得税费用	237	271	493	836
其他流动负债	3,455	6,160	12,809	21,007	少数股东损益	29	243	274	326
非流动负债	1,870	1,870	1,870	1,870	归属母公司净利润	1652	2997	4735	7581
长期借款	1,105	1,105	1,105	1,105	EBIT	1989	3498	5492	8734
其他非流动负债	765	765	765	765	EBITDA	2545	4099	6322	9864
负债合计	9,029	17,660	33,432	50,955	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	2295	2538	2812	3138	每股收益(元)	0.87	1.58	2.49	4.00
归属母公司股东权益	14,376	17,373	22,108	29,689	每股净资产(元)	7.61	9.15	11.65	15.65
负债和股东权益	25,700	37,571	58,352	83,782	发行在外股份(百万股)	1889	1897.67	1897.67	1897.67
					ROIC(%)	12%	15%	18%	22%
					ROE(%)	11%	17%	21%	26%
					毛利率(%)	29%	24%	22%	22%
					销售净利率(%)	21%	20%	15%	14%
					资产负债率(%)	35%	47%	57%	61%
					收入增长率(%)	27%	103%	105%	64%
					净利润增长率(%)	9%	81%	58%	60%
					P/E	112.34	61.90	39.19	24.47
					P/B	12.91	10.68	8.39	6.25
					EV/EBITDA	74.38	46.18	29.94	19.19

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>