

# 亿纬锂能 (300014)

## 2022Q1 点评: 动力电池加快上量, 盈利拐点可期

买入 (维持)

2022年04月27日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001  
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证书: S0600517120002  
021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

研究助理 岳斯瑶

执业证书: S0600120100021  
yuesy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	16,900	36,834	62,859	82,392
同比	107.06	117.96	70.65	31.07
归属母公司净利润 (百万元)	2,906	3,083	5,409	7,615
同比	75.89	6.10	75.44	40.78
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.53	1.62	2.85	4.01
P/E (现价&最新股本摊薄)	39.40	37.14	21.17	15.04

### 投资要点

- **公司 Q1 归母净利润 5.21 亿元, 同环比-19.43%/-24.47%, 符合市场预期。** 2022 年 Q1 公司实现营收 67.34 亿元, 同比增长 127.69%; 归母净利润 5.21 亿元, 同比下降 19.43%, 环比下降 24.47%。毛利率为 13.75%, 同比下降 13.19pct, 环比下降 3.36pct; 归母净利率 7.74%, 同比下降 14.13pct, 环比下降 4.92pct。22Q1 思摩尔及其他联营企业合计贡献 2.1 亿利润, 本部贡献 3.1 亿利润, 同环比均增 10% 左右。
- **Q1 动力出货量环比提升, 原材料上涨短期盈利承压。** 考虑海外出口、储能应用, 我们预计公司 Q1 动力储能电池出货量 5gwh, 环比增 10-15%, 贡献 45 亿左右收入。由于碳酸锂、镍等原材料 Q1 价格暴涨, 我们预计 Q1 公司电池毛利率近 10%, 环比下降 5pct。22Q1 公司电池价格陆续调涨, 我们预计 Q2 公司电池盈利有望开始逐步恢复。随着新增产能释放, 22 年出货有望达到 26-30gwh (三元 10gwh, 铁锂 16-20gwh)。23 年公司三元方形、三元大圆柱等新产品上量, 贡献 55gwh+ 出货量。
- **变更募集资金用途, 新增惠州铁锂动力电池项目, 加快成都项目建设。** 公司 20 年通过定增方式募资 25 亿, 其中拟分别投入 10 亿和 3 亿用于豆式电池及锂锰电池项目建设。子公司亿纬动力的“乘用车动力电池项目 (三期)” 计划总投资 19.4 亿元, 在惠州建设 10gwh 铁锂新项目。同时成都项目建设稳步推进, 公司计划投资 200 亿建设拟建 50gwh 储能项目, 其中一期 20gwh。叠加荆门 153gwh 产能规划, 公司 2025 年产能规划超过 260gwh。2022 年将逐步建成初期 20gwh 产能, 23 年有望出货 10gwh+。
- **受疫情、研发支出提升等影响, 思摩尔 Q1 业绩下滑, 后续有望逐步恢复。** 受国内政策、疫情及公司加大研发投入影响, 思摩尔 Q1 净利 5.27 亿元, 同比下降 55.3%, 调整后利润达 5.53 亿元, 同比下滑 54.9%, 我们测算思摩尔 Q1 对亿纬投资收益贡献 1.7 亿元。我们预计 22 年思摩尔业绩 42 亿元, 预计为可为公司贡献 13.5 亿元投资收益, 同比下滑 20%。公司拟提请股东大会授权公司董事长在股东大会审议通过之日起一年内通过大宗交易方式择机减不超过思摩尔股票的 3.5%。
- **盈利预测与投资评级:** 我们上调 2022-2024 归母净利润至 31/54/76 亿元 (原预测值为 28/50/70 亿元), 同比增长 6%/75%/41%, 对应 PE 为 37x/21x/15x。考虑公司 23 年盈利明显改善, 我们给予一定估值溢价, 给予 22 年 58 倍 PE, 对应目标价 94.0 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 电动车销量不及预期, 上游原材料价格大幅波动。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	60.30
一年最低/最高价	54.03/148.75
市净率(倍)	6.38
流通 A 股市值(百万元)	110,936.43
总市值(百万元)	114,496.96

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	9.45
资产负债率(% ,LF)	54.22
总股本(百万股)	1,898.79
流通 A 股(百万股)	1,839.74

### 相关研究

《亿纬锂能(300014): 2021 年报点评: 锂电业务规模高增, 盈利有望逐季提升》

2022-04-26

《亿纬锂能(300014): 加码动力储能布局, 再推员工持股计划》

2022-03-11

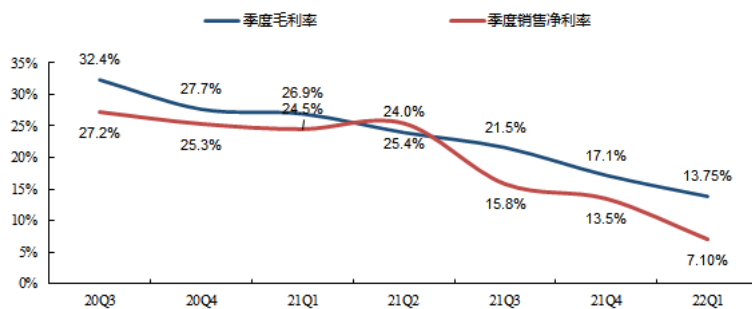
公司 Q1 归母净利润 5.21 亿元，同环比-19.43%/-24.47%，符合市场预期。2022 年 Q1 公司实现营收 67.34 亿元，同比增长 127.69%，环比增长 23.51%；归母净利润 5.21 亿元，同比下降 19.43%，环比下降 24.47%，扣非归母净利润 4.35 亿元，同比下降 29.22%，环比增长 4.28%。盈利能力方面，毛利率为 13.75%，同比下降 13.19pct，环比下降 3.36pct；归母净利率 7.74%，同比下降 14.13pct，环比下降 4.92pct；扣非净利率 6.46%，同比下降 20.78pct，环比下降 1.19pct。22Q1 思摩尔及其他联营企业合计贡献 2.1 亿利润，本部贡献 3.1 亿利润，同环比均增 10%左右。

图1: 公司季度经营情况 (百万元)

	2022Q1	2021Q4	2021Q3	2021Q2	2021Q1
营业收入(百万)	6,733.9	5,452.1	4,888.0	3,602.3	2,957.5
-同比	127.69%	93.19%	125.90%	92.92%	125.98%
毛利率	13.75%	17.11%	21.55%	23.95%	26.94%
归母净利润(百万)	521.2	690.0	721.1	847.9	646.8
-同比	-19.43%	-2.25%	23.70%	665.37%	156.22%
归母净利率	7.74%	12.66%	14.75%	23.54%	21.87%
扣非归母净利润(百万)	434.9	417.1	704.73	810.81	614.50
-同比	-29.22%	-38.67%	22.49%	1318.32%	188.45%
扣非归母净利率	6.46%	7.65%	14.42%	22.51%	20.78%

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

图2: 公司季度盈利能力 (%)



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

**Q1 动力出货量环比提升，原材料上涨短期盈利承压。**根据合格证数据，Q1 公司国内市场装机 1.1gwh，同比增 252%，考虑海外出口、储能应用，我们预计公司 Q1 动力储能电池出货量 5gwh，环比增 10-15%，贡献 45 亿左右收入，同比近 2 倍增长。由于碳酸锂、镍等原材料 Q1 价格暴涨，公司电池涨价相对滞后，盈利承压，我们预计 Q1 公司电池毛利率近 10%，环比下降 5pct。22Q1 公司电池价格陆续调涨，Q2 预计将传导

大部分的成本上涨，我们预计 Q2 公司电池盈利有望开始逐步恢复，随着 2H22 一体化供应链产能释放，23 年动力电池有望迎来拐点。随着新增产能释放，22 年出货有望达到 26-30gwh（三元 10gwh，铁锂 16-20gwh），继续翻番以上增长。23 年公司三元方形、三元大圆柱等新产品上量，我们预计公司出货量有望进一步翻番以上增长，贡献 55gwh+ 出货量。

图3：亿纬锂能 22Q1 动力电池客户结构

配套车企	车辆类别	电池类型	车辆总数	电量 (KWh)	占比
小鹏汽车	乘用车	磷酸铁锂	805	44,597	11.9%
	乘用车	三元	2,272	160,818	42.8%
三一汽车	专用车	磷酸铁锂	163	55,376	14.7%
吉利商用车	专用车	磷酸铁锂	630	45,053	12.0%
瑞驰汽车	专用车	磷酸铁锂	1,009	36,615	9.7%
东风汽车	客车	磷酸铁锂	26	2,838	0.8%
	专用车	磷酸铁锂	76	9,945	2.6%
合计			5,184	376,004	100.0%

数据来源：GGII，东吴证券研究所

**变更募集资金用途，新增惠州铁锂动力电池项目，加快成都项目建设。**公司 20 年通过定增方式募资 25 亿，其中拟分别投入 10 亿和 3 亿用于豆式电池及锂锰电池项目建设，其实施主体均为亿纬锂能。截止上个月底，两项目剩余资金合计为 12.4 亿，公司计划将剩余资金全部用于子公司亿纬动力的“乘用车动力电池项目（三期）”。该项目计划总投资 19.4 亿元，在惠州建设 10gwh 铁锂新项目，建设期为 2 年。同时成都项目建设稳步推进，公司计划投资 200 亿建设拟建 50gwh 储能项目，其中一期 20gwh。叠加荆门 153gwh 产能规划，公司 2025 年产能规划超过 260gwh。公司坚定方形铁锂+三元大圆柱技术路线，在大圆柱电池的布局国内领先，我们预计 2022 年将逐步建成初期 20gwh 产能，23 年有望出货 10gwh+。同时，公司积极整合供应链，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，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。

**消费电池平稳增长，价格传导相对顺畅。**我们预计 Q1 公司锂原电池 5 亿左右，环比持平，同比 20% 增长，毛利率维持 40%，全年平稳增长，为公司贡献稳定利润及持续现金流。我们预计 Q1 公司消费类锂电池贡献 18 亿左右收入，其中圆柱贡献 15 亿+，由于消费类电池涨价相对较顺利，我们预计毛利率 18% 左右，Q2 再次提价后毛利率将进一步恢复。全年看，圆柱电池随着 Q2 产能扩张至 15 亿颗，全年出货量有望达到 10 亿颗，同比翻番，增量显著。

**受疫情、研发支出提升等影响，思摩尔 Q1 业绩下滑，后续有望逐步恢复。**受国内政策、疫情及公司加大研发投入影响，思摩尔 Q1 净利 5.27 亿元，同比下降 55.3%，调

整后利润达 5.53 亿元，同比下滑 54.9%，我们测算思摩尔 Q1 对亿纬投资收益贡献 1.7 亿元。我们预计 22 年思摩尔业绩 42 亿元，预计为可为公司贡献 13.5 亿元投资收益，同比下滑 20%。公司客户、技术等优势依然领先，后续随着公司新业务拓展、国内业务改善，增速有望恢复。公司目前持有思摩尔 31.8% 股权，为了满足后续动力电池业务产能扩张及研发投入，公司拟提请股东大会授权公司董事长在股东大会审议通过之日起一年内通过大宗交易方式择机减不超过思摩尔股票的 3.5%。

**管权激励费用将集中于年底计提，Q1 期间费用率环比显著下降。**2022 年 Q1 期间费用合计 6.87 亿元，同比增 93.86%，环比降 23.01%，期间费用率为 10.2%，同比降 1.78pct，环比降 6.16pct；销售费用 0.72 亿元，销售费用率 1.06%，同比降 1.27pct，环比降 1.57pct；管理费用 1.41 亿元，管理费用率 2.1%，同比降 0.08pct，环比降 3.27pct，主要由于 21Q4 股权激励费用及奖金计提，22 年股权激励费用将计提 6.7 亿，多为管理费用，将于年底集中确认；财务费用 0.68 亿元，财务费用率 1%，同比增 0.75pct，环比降 0.27pct；研发费用 4.06 亿元，研发费用率 6.03%，同比降 1.18pct，环比降 1.06pct。公司计提资产减值损失 0.37 亿元，同比增 263.14%，环比降 2.27%；计提信用减值损失 0.22 亿元，同比降 41.23%，环比增 6.03%。

图4：公司分季度费用率

单位：百万元	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1
销售费用	69.12	55.87	120.90	143.54	71.70
-销售费用率	2.34%	1.55%	2.47%	2.63%	1.06%
管理费用	64.56	97.49	117.70	292.71	141.37
-管理费用率	2.18%	2.71%	2.41%	5.37%	2.10%
研发费用	213.27	338.18	372.13	386.81	406.36
-研发费用率	7.21%	9.39%	7.61%	7.09%	6.03%
财务费用	7.42	37.99	17.22	69.21	67.55
-财务费用率	0.25%	1.05%	0.35%	1.27%	1.00%
期间费用	354.36	529.53	627.96	892.28	686.98
-期间费用率	11.98%	14.70%	12.85%	16.37%	10.20%
资产减值损失	-10.28	-1.91	1.19	-38.19	-37.32
信用减值损失	-37.64	-53.28	-68.37	-20.86	-22.12

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

**资本开支大幅增长，合同负责高增，经营性现金流亮眼。**2022 年 Q1 公司存货为 48.23 亿元，较年初增长 29.92%；应收账款 55.29 亿元，较年初增长 10.54%；期末公司合同负债 5.78 亿元，较年初增长 96.77%，新增订单显著增加；经营活动净现金流净额为 8.53 亿元(21Q1 为-3.4 亿)；投资活动净现金流净额为-36.99 亿元，同比上升 168.56%；资本开支为 26.57 亿元，同比上升 309.56%；账面现金为 63.99 亿元，较年初下降 6.02%，短期借款 12.15 亿元，较年初增长 1.25%。

**投资建议：**我们上调 2022-2024 归母净利润至 31/54/76 亿元（原预测值为 28/50/70 亿元），同比增长 6%/75%/41%，对应 PE 为 37x/21x/15x。考虑公司 23 年盈利明显改善，

我们给予一定估值溢价，给予 22 年 58 倍 PE，对应目标价 94.0 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**电动车销量不及预期，上游原材料价格大幅波动。

## 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)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>18,221</b>	<b>28,349</b>	<b>45,656</b>	<b>59,688</b>	<b>营业总收入</b>	<b>16,900</b>	<b>36,834</b>	<b>62,859</b>	<b>82,392</b>
货币资金及交易性金融资产	6,822	3,697	6,310	8,273	营业成本(含金融类)	13,254	29,919	50,800	66,625
经营性应收款项	6,784	15,229	23,723	31,096	税金及附加	59	129	220	288
存货	3,712	8,197	13,918	18,253	销售费用	389	810	1,320	1,648
合同资产	57	74	126	165	管理费用	572	1,142	1,886	2,266
其他流动资产	846	1,152	1,580	1,901	研发费用	1,310	2,578	4,023	4,944
<b>非流动资产</b>	<b>26,312</b>	<b>35,506</b>	<b>44,817</b>	<b>51,551</b>	财务费用	132	491	576	583
长期股权投资	8,142	8,142	8,152	8,162	加:其他收益	378	368	377	412
固定资产及使用权资产	8,374	16,067	23,669	28,933	投资净收益	1,758	1,550	1,937	2,325
在建工程	3,362	4,362	5,562	6,522	公允价值变动	9	0	10	10
无形资产	858	1,358	1,858	2,358	减值损失	-229	-170	-179	-187
商誉	66	66	66	66	资产处置收益	-6	0	1	1
长期待摊费用	414	414	414	414	<b>营业利润</b>	<b>3,091</b>	<b>3,514</b>	<b>6,180</b>	<b>8,599</b>
其他非流动资产	5,097	5,097	5,097	5,097	营业外净收支	-50	-10	-10	-10
<b>资产总计</b>	<b>44,534</b>	<b>63,855</b>	<b>90,473</b>	<b>111,239</b>	<b>利润总额</b>	<b>3,041</b>	<b>3,504</b>	<b>6,170</b>	<b>8,589</b>
<b>流动负债</b>	<b>14,906</b>	<b>31,141</b>	<b>52,573</b>	<b>66,176</b>	减:所得税	-108	235	508	752
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,912	3,020	5,444	4,481	<b>净利润</b>	<b>3,149</b>	<b>3,269</b>	<b>5,662</b>	<b>7,837</b>
经营性应付款项	11,571	26,119	44,349	58,164	减:少数股东损益	244	186	253	222
合同负债	294	663	762	999	<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,906</b>	<b>3,083</b>	<b>5,409</b>	<b>7,615</b>
其他流动负债	1,129	1,339	2,018	2,532	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.53	1.62	2.85	4.01
非流动负债	9,241	9,241	9,241	9,241	EBIT	1,314	2,256	4,610	6,622
长期借款	5,481	5,481	5,481	5,481	EBITDA	2,205	2,573	6,218	9,128
应付债券	2,197	2,197	2,197	2,197	毛利率(%)	21.57	18.77	19.18	19.14
租赁负债	33	33	33	33	归母净利率(%)	17.19	8.37	8.60	9.24
其他非流动负债	1,529	1,529	1,529	1,529	收入增长率(%)	107.06	117.96	70.65	31.07
<b>负债合计</b>	<b>24,146</b>	<b>40,381</b>	<b>61,814</b>	<b>75,417</b>	归母净利润增长率(%)	75.89	6.10	75.44	40.78
归属母公司股东权益	17,934	20,833	25,766	32,706					
少数股东权益	2,454	2,640	2,893	3,116					
<b>所有者权益合计</b>	<b>20,388</b>	<b>23,473</b>	<b>28,659</b>	<b>35,822</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>44,534</b>	<b>63,855</b>	<b>90,473</b>	<b>111,239</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,863	4,473	10,283	11,182	每股净资产(元)	9.45	10.97	13.57	17.23
投资活动现金流	-7,384	-7,970	-8,992	-6,925	最新发行在外股份(百万股)	1,899	1,899	1,899	1,899
筹资活动现金流	8,216	371	1,312	-2,304	ROIC(%)	5.66	6.56	11.13	13.45
现金净增加额	2,676	-3,125	2,602	1,953	ROE-摊薄(%)	16.20	14.80	20.99	23.28
折旧和摊销	891	317	1,608	2,506	资产负债率(%)	54.22	63.24	68.32	67.80
资本开支	-6,269	-9,520	-10,919	-9,239	P/E(现价&最新股本摊薄)	39.40	37.14	21.17	15.04
营运资本变动	-838	1,811	3,895	2,128	P/B(现价)	6.38	5.49	4.44	3.50

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 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>

