

# 亿纬锂能 (300014.SZ)

## 买入(首次评级)

当前价格: 82.10 元  
 目标价格: 140.72 元

### 锂电新星聚焦动力储能，一体化保障长期竞争力

#### 投资要点:

➤ **聚焦动力储能电池，铁锂大圆柱齐发力。**公司以锂源电池业务起家，并拓展消费电池领域，现已将战略重心聚焦于动力储能电池。量上看：公司产能扩张激进，已规划荆门、惠州、成都、云南、青海、江苏、沈阳七大生产基地，总产能规划已超300gwh。从技术路线看：1) 公司看好铁锂电池低成本与长循环寿命在中低端车型与储能领域应用，产能规划近200gwh；2) 看好性能优异的大圆柱电池在中高端车型的应用，公司前瞻布局，技术、产能、客户行业领先。

➤ **短期看成本改善，盈利能力边际提升。**短期电解液（产能释放供需缓解）、铜箔（原材料降价&供需缓解）、铝箔（原材料降价）、PVDF（产能释放&替代品冲击）等材料售价有所回落，成本下降，电池厂盈利能力预计有所提升。定量看：Q3五系三元电池与磷酸铁锂电池成本已分别环比下降7%/6%。

➤ **长期看产业链一体化布局，稳供应&降波动&增收益。**公司在上游锂钴镍资源、中游四大材料、各类辅材中前瞻布局，通过参股、战略合作等方式与相关头部企业深度合作，随着产能的陆续释放，将深度受益。1) 稳供应：减少因上游材料供应不稳定性带来的生产中断，保障生产与供应的持续性，我们测算公司22-24年碳酸锂自供比例将分别达到14%/29%/33%；2) 降波动：降低上游供需关系引起的原材料价格波动，从而减少业绩波动性；3) 增收益：降低原材料成本的同时获得对应持股比例的投资收益。

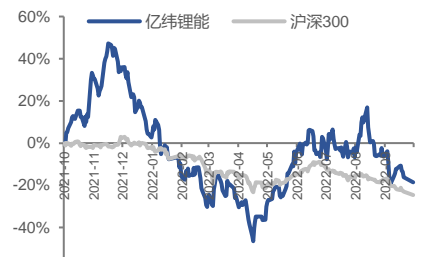
➤ **盈利预测与投资建议：**公司为动力储能电池领域新星，聚焦铁锂发力大圆柱，业绩有望快速增长；我们预计公司2022-2024年归母净利润将达到32.0/66.8/97.9亿元，同比增长10%/109%/47%，23-24年CAGR为75%，当前股价对应市盈率48.7/23.3/15.9倍。考虑到公司业绩高确定性增长，我们给予公司2023年40倍PE，对应目标价140.72元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

➤ **风险提示：**出货量波动，原材料价格波动，投资收益波动，估值风险。

#### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1899/1840
总市值/流通市值 (百万元)	155891/151043
每股净资产 (元)	9.48
资产负债率 (%)	65.47
一年内最高/最低 (元)	148.52/53.95

#### 一年内股价相对走势



#### 团队成员

分析师 邓伟  
 执业证书编号: S0210522050005  
 邮箱: dengwei3787@hfzq.com.cn

#### 相关报告

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	8,162	16,900	34,255	66,078	104,145
增长率 (%)	27%	107%	103%	93%	58%
归母净利润 (百万元)	1,652	2,906	3,201	6,680	9,791
增长率 (%)	9%	76%	10%	109%	47%
EPS (元/股)	0.87	1.53	1.69	3.52	5.16
市盈率 (P/E)	94.4	53.6	48.7	23.3	15.9
市净率 (P/B)	10.8	8.7	7.5	5.7	4.3

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

## 投资要件

### 关键假设

**假设 1: 电池需求快速增长。**预计 2022-2024 年全球新能源汽车销量达到 1067/1483/1999 万辆，对应动力锂电池需求量（产量口径）654/953/1342GWh，储能锂电池需求约为 95/141/202GWh、消费等领域锂电池需求约为 152/183/219GWh，全球锂电池需求约为 902/1277/1764 GWh。

**假设 2: 价格传导顺畅，一体化布局放量。**公司动力、储能电池价格调整逐步落地，上游参控股的锂、镍、钴资源，以及四大材料、其他辅材产能逐步达产，稳定原材料供给的同时，贡献额外投资收益。

**假设 3: 公司产能顺利投放，客户拓展顺利。**公司各基地产能逐步投产，国内外动力储能客户需求饱满，预计公司 2022-2024 年动力储能电池出货分别为：30/73/128Gwh。

### 我们区别于市场的观点

**市场担忧碳酸锂价格高起背景下公司盈利能力承压。我们认为：**1) 短期：电解液、铜箔、铝箔、PVDF 等材料售价下降降低原材料成本，公司盈利能力边际改善；2) 中长期：公司产业链布局行业领先，随着相关合资厂的产能逐步释放，保障公司供应链稳定性的同时将为公司带来额外投资收益。

### 股价上涨的催化因素

电池价格调升传导成本压力；资源端产能释放贡献投资收益；经济性提升以及政策驱动（欧洲能源危机天然气&电价高升、国内十四五规划、美国 ITC 税收抵免 30% 延期十年）下三大市场联合驱动储能装机快速增长；公司重仓磷酸铁锂电池，储能领域出货有望超预期。

### 估值与目标价

预计公司 2022-2024 年归母净利润将达到 32.0/66.8/97.9 亿元，同比增长 10%/109%/47%，23-24 年 CAGR 为 75%，当前股价对应市盈率 48.7/23.3/15.9 倍。

选取比亚迪、宁德时代、国轩高科、孚能科技、欣旺达作为可比公司，2022-2024 年公司 PE 低于行业平均水平 56/25/18。**我们认为亿纬锂能估值仍处于偏低水平，主要原因为：**1) 聚焦储能与动力快车道，初入行业营收净利增速除行业增速外还受益于市占率的提升；2) 短期部分材料成本下降，盈利能力有望边际改善；3) 长期凭借产业链一体化布局，产能投放稳供给、降波动的同时即将贡献额外收益。

考虑到公司业绩高确定性增长。我们给予公司 2023 年 40 倍 PE，对应目标价 140.72 元/股，给予“买入”评级。

### 风险提示

出货量波动，原材料价格波动，投资收益波动，估值风险。

## 正文目录

一、	经营分析：成本顺利传导，盈利拐点已至	4
二、	投资看点：动力储能迸发增长，短期看成本改善盈利提升，长期看产业链一体化布局稳材料供应&添投资收益	6
2.1	战略转向：聚焦动力储能电池，重仓铁锂发力大圆柱	6
2.2	短期看点：成本改善，盈利能力边际提升	9
2.3	长期看点：产业链一体化布局，稳供应&降波动&增收益	10
三、	盈利预测	13
3.1	盈利预测	13
3.2	估值分析和投资建议	14
四、	风险提示	16
4.1	出货量波动的风险	16
4.2	原材料价格波动，上游资源达产不及预期	16
4.3	投资收益波动的风险	16
4.4	估值风险	16

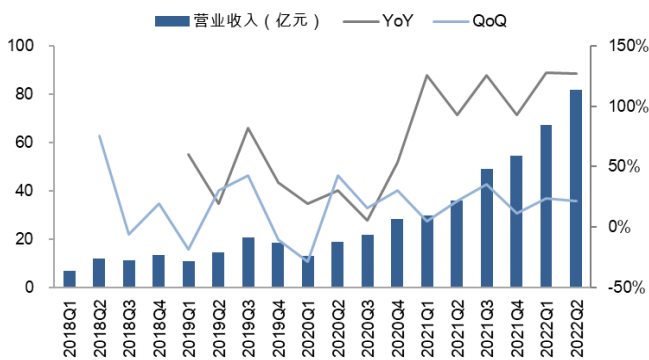
## 图表目录

图表 1:	2022Q2 营业收入环比增长 22%	4
图表 2:	2022Q2 归母净利润环比增长 61%	4
图表 3:	锂离子电池业务营收占比逐步提升	4
图表 4:	本部净利润持续提升	4
图表 5:	2022Q2 盈利能力边际回升	5
图表 6:	2022Q2 期间费用率环比下行	5
图表 7:	亿纬锂能发展历程图	6
图表 8:	聚焦铁锂，拓展大圆柱，总产能规划已超 300gwh	7
图表 9:	2020-2022 年电池月度分材料类型装机量	8
图表 10:	2020 年以来铁锂电池装机量占比逐步提升	8
图表 11:	4680 电池相较于传统电池降本提质	8
图表 12:	4680 电池性能大幅提升	8
图表 13:	亿纬锂能前瞻布局大圆柱电池，行业进度领先	9
图表 14:	公司大圆柱电池客拓展顺利已获多家车企认可	9
图表 15:	部分电池材料供需缓解降低电池成本	10
图表 16:	亿纬锂能产业链布局情况	11
图表 17:	亿纬锂能碳酸锂自供比例测算	12
图表 18:	亿纬锂能碳酸锂收益贡献测算	12
图表 19:	亿纬锂能除碳酸锂外材料端投资收益	13
图表 20:	亿纬锂能 2022-2024 年业绩拆分	14
图表 21:	可比公司估值	15
图表 22:	财务预测摘要	17

## 一、 经营分析：成本顺利传导，盈利拐点已至

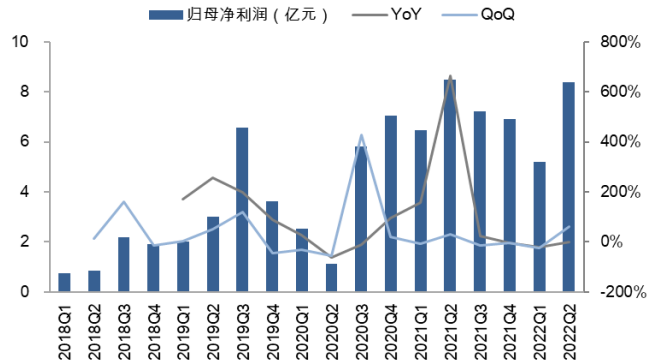
**营收连续高增长，本部利润逆势高增。**公司 2022 年 H1 实现营业收入 149 亿元，同比增长 128%；归母净利润 13.6 亿元，同比下降 9%；扣非归母净利润 11.9 亿元，同比下降 16%。其中 Q2 实现营业收入 82 亿元，同比增长 127%，环比增长 22%；归母净利润 8.4 亿元，同比下降 1%，环比增长 61%；扣非归母净利润 7.6 亿元，同比下降 6%，环比增长 75%。营收来看：Q1 销售淡季、Q2 疫情冲击下公司营收同环比均实现快速增长，成长性凸显；归母净利来看：H1 同比下滑主要系思摩尔盈利下滑带来的投资收益下降，扣除思摩尔收益后本部收益逆势高增。

图表 1：2022Q2 营业收入环比增长 22%



数据来源：公司公告、华福证券研究所

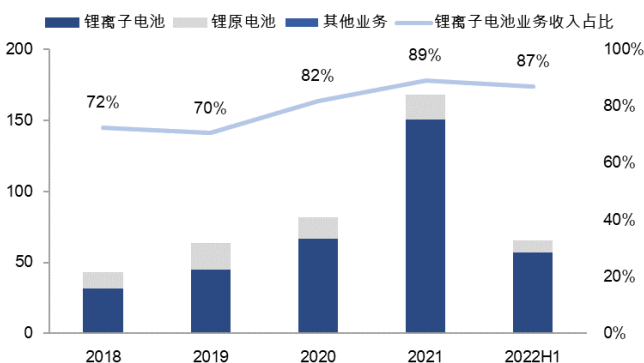
图表 2：2022Q2 归母净利润环比增长 61%



数据来源：公司公告、华福证券研究所

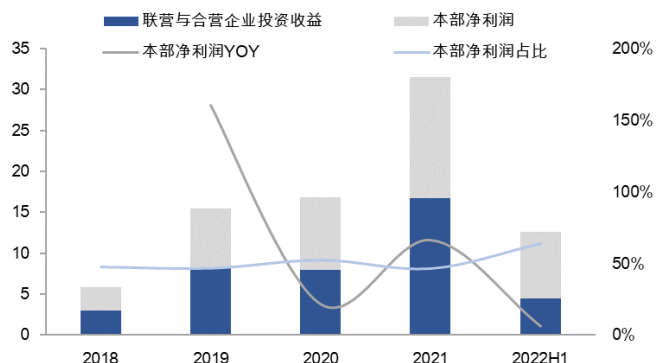
**聚焦锂离子电池，本部盈利占比提升。**公司为传统锂原电池龙头，近年来战略性聚焦锂离子电池业务，该业务营收占比已从 18 年的 72% 逐步提升至 2022 年 H1 的 87%，未来随着公司相关产能的陆续投放，占比预计将继续提升。本部电池业务在动力储能双轮驱动下快速增长，净利占比已迅速提升至 64%。

图表 3：锂离子电池业务营收占比逐步提升



数据来源：公司公告、华福证券研究所

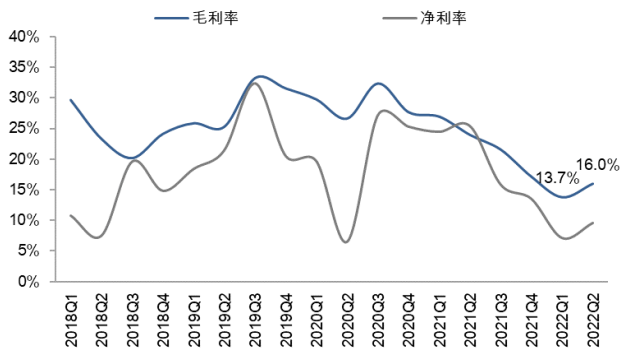
图表 4：本部净利润持续提升



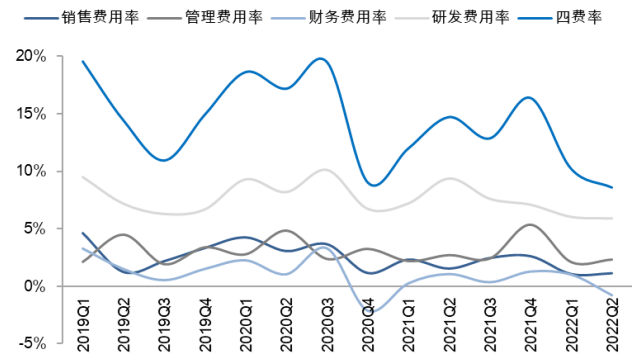
数据来源：公司公告、华福证券研究所

备注：此处本部净利润=净利润-对联营和合营企业的投资收益大致估算

价格传导顺利盈利改善，规模起量四费率下降显著。2022Q2 公司毛利率达 16.0%，环比增长 2.2pct；净利润率达 9.6%，环比增长 2.5pct。销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.1%/2.3%/5.9%/-0.8%，同比-0.4/-0.4/-3.5/-1.8pct，环比 0.1/0.2/-0.1/-1.8pct。毛利环比提升主要系 Q2 动力电池涨价传导成本；从费用率看，规模效应逐步显现费用率有所下滑，其中财务费用率大幅下滑主要系报告期美元升值给公司带来 1.29 亿汇兑收益，从而降低财务费用率约 0.9%。（汇率变化实际对公司利润贡献约 0.8 亿元=1.3 亿汇兑收益-0.5 亿远期结汇投资损失）。

**图表 5：2022Q2 盈利能力边际回升**


数据来源：公司公告、华福证券研究所

**图表 6：2022Q2 期间费用率环比下行**


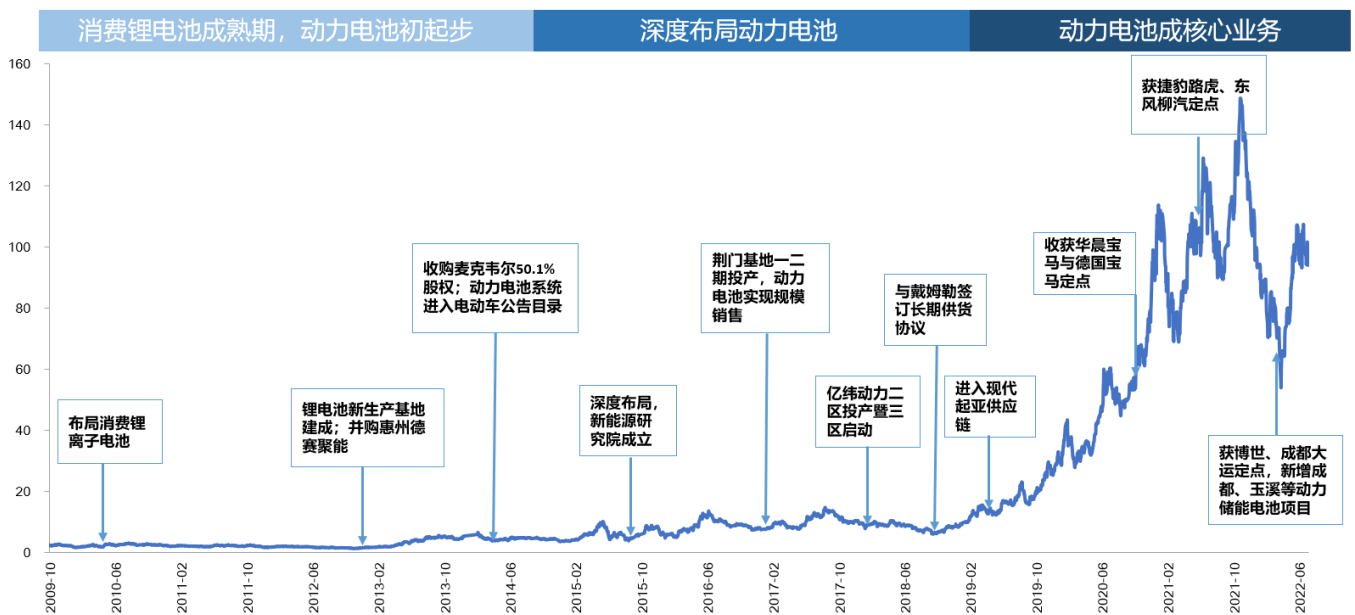
数据来源：公司公告、华福证券研究所

## 二、 投资看点：动力储能迸发增长，短期看成本改善盈利提升，长期看产业链一体化布局稳材料供应&添投资收益

### 2.1 战略转向：聚焦动力储能电池，重仓铁锂发力大圆柱

**锂原起家精耕消费，战略重心转向动力与储能。** **锂原电池：**公司以锂原电池起家，20余年中成功把握智能电网、汽车电子、安防等产业机遇，已成为国内第一全球第五的锂原电池厂商。**消费电池：**2010年起布局消费锂离子电池，电子烟、TWS耳机、以及无线电动工具的大规模应用助其营收快速增长。**动力与储能电池：**碳中和背景下动力储能电池需求快速增长，公司积极应对，已将业务重心转向动力与储能电池。公司前瞻布局积累技术——海外优质动力客户定点消除品质顾虑——切入国内新势力等核心车企供应链以及获得储能订单打破需求担忧——定增大幅扩充产能抢占万亿市场。

图表 7：亿纬锂能发展历程图



数据来源：公司公告，公司官网，华福证券研究所

**重仓铁锂大幅扩产，前瞻布局大圆柱电池。**公司产能扩张激进，已规划荆门、惠州、成都、云南、青海、江苏、沈阳七大生产基地，合计规划产能超 300Gwh。从电池类型的布局来看：1) 公司 6 大电池全面布局，技术掌握全面。2) 针对中低端车型与储能领域，公司看中铁锂低成本与长循环寿命；方形铁锂电池为重点扩产品类，当前产能规划近 200gwh。3) 针对高端车型，公司看中大圆柱电池的高能量密度与快充性能，依托小圆柱生产经验前瞻布局大圆柱，产能规划与良品率行业领先。

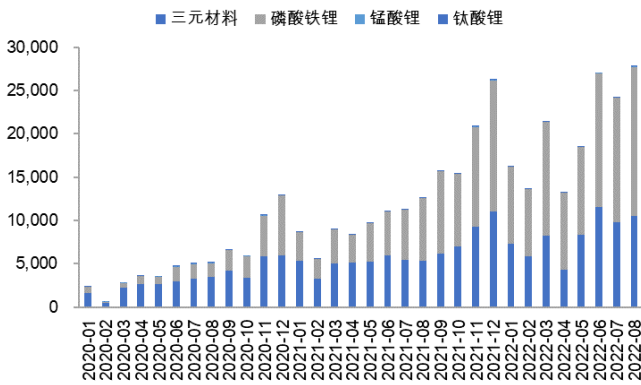
**图表 8：聚焦铁锂，拓展大圆柱，总产能规划已超 300gwh**

地区	电池类型	持股比例	规划产能 (GWH)	2019	2020	2021	2022E	2023E
荆门	方形铁锂	100%	86.1	2.5	6	17	37	86
	圆柱铁锂	100%	3			3	3	3
	方形三元	100%	27.5	2	2	2.5	12.5	22.5
	圆柱三元	100%	15	2.5	2.5	5	12.5	15
	大圆柱三元	100%	20				7	20
惠州	方形铁锂	100%	20			4	20	20
	圆柱三元	100%	3	1	1	2	3	3
	软包三元	51%	10	3	9	10	10	10
	12V&48V	100%	350(万套)				150	150
成都	方形铁锂	100%	50					10
云南玉溪	方形铁锂	100%	10					
云南曲靖	方形铁锂	100%	10					
青海	方形铁锂	100%	10					
江苏林洋 合资	方形铁锂	65%	10					
盐城 SKI 合资	软包三元	30%	27			10	27	27
沈阳	未定	100%	40					
铁锂	方形	-	196.1	2.5	6	21	57	116
	圆柱	-	3			3	3	3
	合计	-	199.1	2.5	6	24	60	119
三元	方形	-	27.5	2	2	2.5	12.5	22.5
	小圆柱	-	18	3.5	3.5	7	15.5	18
	大圆柱	-	20				7	20
	软包	-	37	3	9	20	37	37
	合计	-	102.5	8.5	14.5	29.5	72	97.5
总计			341.6	11	20.5	53.5	132	216.5

数据来源：公司公告，环评报告，问询函，华福证券研究所

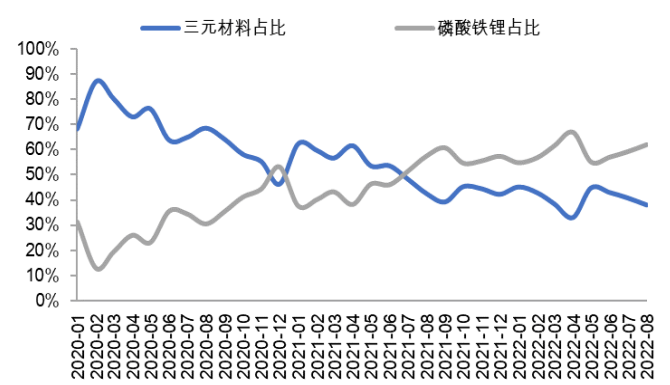
**动力与储能双轮驱动铁锂电池装机量快速增长，铁锂电池需求旺盛。** 电动车领域：补贴退坡，车企对电池成本敏感度提升叠加电池成组效率提高缓解铁锂能量密度忧虑，磷酸铁锂电池装机量快速提升。从量上看，国内铁锂电池装机已从 2020 年 1 月的 0.7Gwh 快速增长近 20 倍至 2022 年 8 月的 17.2Gwh；从占比上看，其装机占比从 2020 年 2 月的低点 13%，迅速提升至 2022 年 8 月的 62%。**储能领域：**铁锂电池长循环寿命、低售价、高安全性的特点天然更适配储能领域。海外能源成本高起背景下加速了风电光伏的装机，而风光发电的不稳定性决定了其必须配套储能用于调峰调频；因此，海外光伏风电的超预期装机将拉动储能需求，进而为磷酸铁锂电池贡献需求新增量。

图表 9：2020-2022 年电池月度分材料类型装机量



数据来源：动力电池产业装机联盟、华福证券研究所

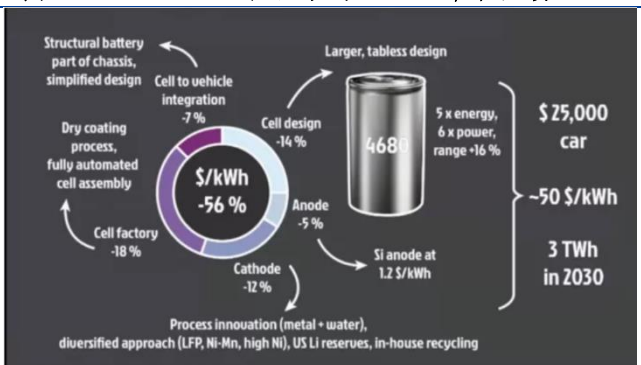
图表 10：2020 年以来铁锂电池装机量占比逐步提升



数据来源：动力电池产业装机联盟、华福证券研究所

**大圆柱电池性能优异。**4680 大圆柱最先在特斯拉电池日提出，在材料端使用高镍正极&硅碳负极的基础上搭配无极耳的设计架构以及 CTC 的电池集成工艺，该电池具有优异的性能。具体来看：4680 电池具有能量密度高（提升 10-20%，达 300Wh/kg）、单体容量大（传统电池 5 倍达 30Ah）、快充性能佳（倍率性能提升 6 倍、充电时长缩短至 15 分钟）、安全性能好（热量传输通道宽阔，散热效果好）等优势。

图表 11：4680 电池相较于传统电池降本提质



数据来源：特斯拉电池日发布会、华福证券研究所

图表 12：4680 电池性能大幅提升



数据来源：特斯拉电池日发布会、华福证券研究所

**公司前瞻布局大圆柱，技术积累、产能释放、客户拓展行业领先。**公司凭借其 与宝马的深度合作（宝马在 2022Q1 财报会上推出了全新的 Neue Klasse 纯电动汽 车平台，该平台生产的电动车型计划搭载新型 4680/4695 圆柱电池），前瞻布局大 圆柱电池，进度行业领先。**技术积累上：**公司依托小圆柱电池生产经验，目前大圆 柱产品已储备 300Wh/kg 超高比能、600Mpa 高强壳体、<3sec 高效泄压等性能优 势。**产能释放：**公司首件大圆柱电池于 8 月 2 日下线，当前产能规划 20gwh，预计 于 23 年下半年开始投产。**客户拓展：**公司大圆柱电池已获得国内外客户定点或已 与客户签订合作性框架协议，当前已取得未来 5 年的意向性需求约 130Gwh。



**图表 13: 亿纬锂能前瞻布局大圆柱电池, 行业进度领先**

企业	最新技术进展	产能规划	预计量产时间	预计供应客户
亿纬锂能	大圆柱产品已储备 300Wh/kg 超高比能、600Mpa 高强壳体、<3sec 高效泄压等优势, 首件搭载 46 系列大圆柱电池的系统产品在研究院中试线成功下线, 已进入客户验证阶段	2022 年定向增发募投荆门基地年产 20GWh 46 系列动力储能锂离子电池, 预计 2023 年产能释放 20GWh	2023 年	宝马、成都大运
特斯拉	良品率达 92%, 2022Q1 产量突破 100 万颗, 首批搭载 4680 的 Model Y 已交付	加州工厂 (量产, 设计产能 10GWh) + 德州工厂 (装车待验证, 设计产能超 100GWh)	2022 年底	自用
松下	良品率 80%-90%, 2022 年 5 月底大规模试产并交送特斯拉测试	日本和歌山县工厂 (2 条产线, 设计产能 10GWh) + 新建堪萨斯州工厂	2023 年	特斯拉
LG 新能源	良品率 80%-90%, 已经完成样本研发工作并试产	韩国梧仓工厂试点生产线+梧仓工厂扩建中 (设计产能 9GWh)	2023 年下半年	特斯拉、宝马
三星 SDI	2022 年韩国产线已通过测试	韩国天安基地 (建设中, 设计产能 1GWh, 生产速度 20ppm) + 现有马来西亚芙蓉基地 (2023 年通过验证后计划 4680 产能 8-12GWh, 生产速度 200-300ppm)	2024 年	特斯拉、宝马
StoreDot	2021 年 9 月生产出自研快充 4680 电芯	与亿纬锂能展开合作并由其负责生产, 第一阶段双方将联合研发和样品测试	2024 年	Vinfast
宁德时代	试点阶段	已规划 8 条产线, 设计产能 12GWh	2024 年	特斯拉、宝马
比克电池	与江淮汽车联合开发 4680 锂电池及电池组; 46 系电芯 21 年开始陆续有样品批量交付, 性能表现符合预期	分两阶段在海内外扩充 80GWh 电池产能	2023 年	特斯拉
CBAK 能源科技	2021 年 2 月与江淮汽车签订联合开发协议, 双方将联合开发 4680 锂电池及电池组	-	-	江淮汽车

数据来源: 公司公告, GGII, OFweek 锂电网, 问询函回复, 华福证券研究所

**图表 14: 公司大圆柱电池客拓展顺利已获多家车企认可**

客户名称	签署协议状况	产品验证阶段	预计完成验证时间
客户 1	已取得定点	即将完成产品整体验证	2024 年
客户 2	已签署框架合作协议	即将完成产品性能验证	2023 年
客户 3	已取得意向性需求	即将完成产品性能验证	2023 年
客户 4	已签署保密协议	即将完成产品性能验证	2023 年

数据来源: 公司公告, 问询函回复, 华福证券研究所

## 2.2 短期看点: 成本改善, 盈利能力边际提升

**产能释放材料端供需缓解, 电池盈利能力边际改善。**部分电池材料受产业链产能释放&原材料降价等因素影响, 价格松动, Q3 售价较 Q2 已有所下滑。细分来看: 电解液 (产能释放供需缓解)、铜箔 (原材料降价&供需缓解)、铝箔 (原材料降价)、PVDF (产能释放&替代品冲击) 等材料成本有所下滑。据测算: Q3 五系三元电池与磷酸铁锂电池成本已分别下降 7%/6%。

**图表 15：部分电池材料供需缓解降低电池成本**

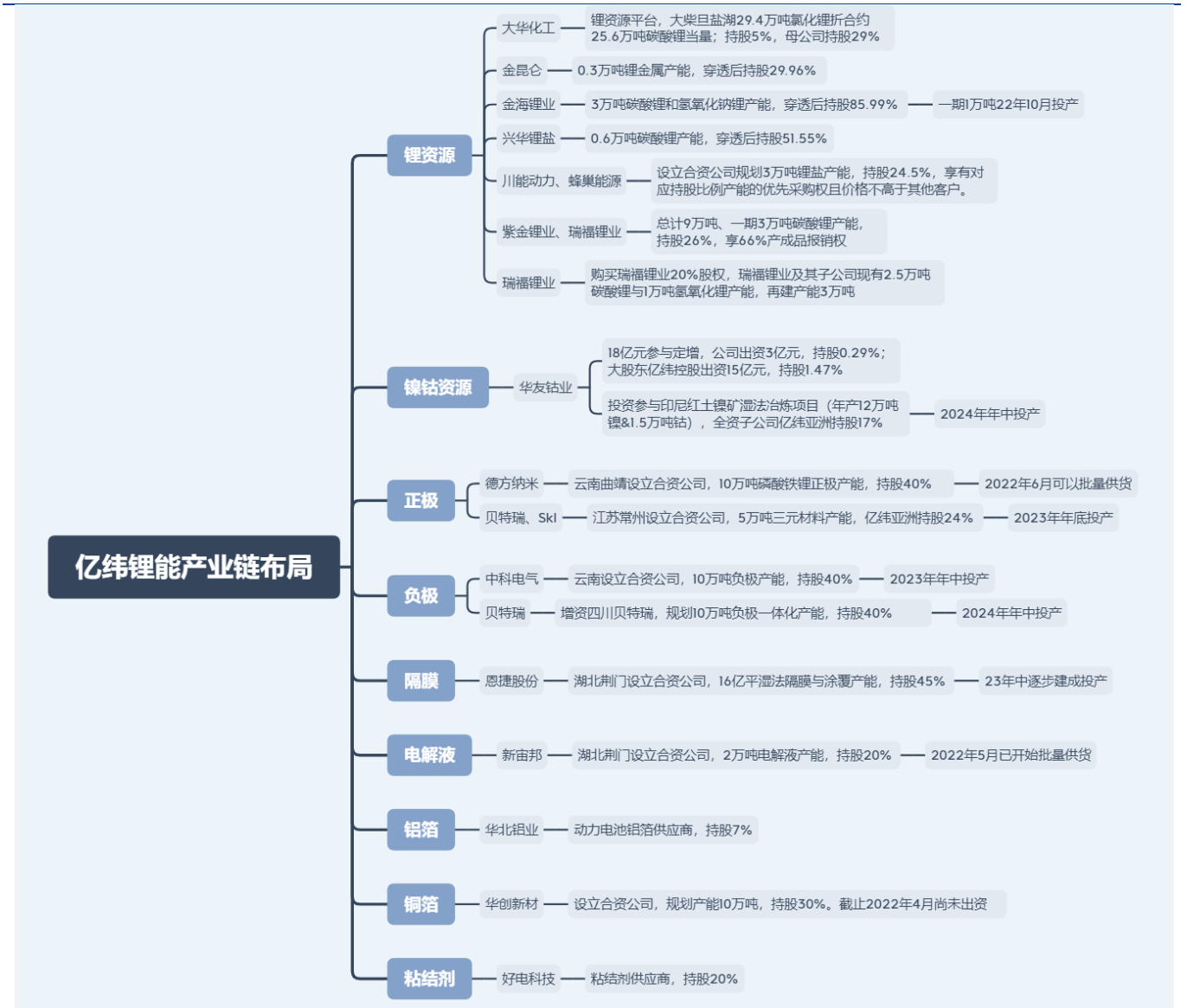
		2022Q2						2022Q3			
电池技术路线	材料	单耗	消耗量单位	价格单位	单价	单kwh成本(元)	成本占比	单价	单kwh成本(元)	成本占比	
NCM523	正极	1740	(吨/GWh)	万元/吨	34.89	537.12	51%	32.73	503.86	51%	
	负极	1000	(吨/GWh)	万元/吨	5.26	46.53	4%	5.30	46.90	5%	
	隔膜	1610	(万平/GWh)	元/平	2.17	30.90	3%	2.17	30.90	3%	
	电解液	1080	(吨/GWh)	万元/吨	10.75	102.74	10%	7.81	74.64	8%	
	铜箔	720	(吨/GWh)	万元/吨	10.31	65.69	6%	8.77	55.88	6%	
	铝箔	650	(吨/GWh)	万元/吨	3.34	19.21	2%	3.16	18.18	2%	
	PVDF	36	(吨/GWh)	万元/吨	81.34	25.91	2%	68.23	21.74	2%	
	结构件								31.95	3%	
	其他材料								31.95	3%	
	其他材料								34.98	3%	
	其他材料								34.98	4%	
	电池材料小计						895.04	85%		819.03	84%
	BMS及电气设备								61.9	6%	
	制造费用								47.5	5%	
	其中：折旧								28.5	3%	
其中：电费	20		(度/KWh)	元/度	0.55			11	1%		
其中：其他								8	1%		
人工费用								50	5%		
营业成本								1054.48	100%		
环比变动										-7%	
		2022Q2						2022Q3当期			
电池技术路线	材料	单耗	单耗单位	材料单位	单价	单kwh成本(元)	成本占比	单价	单kwh成本(元)	成本占比	
LFP	正极	2280	(吨/GWh)	万元/吨	15.88	320.41	41%	15.50	312.74	43%	
	负极	1100	(吨/GWh)	万元/吨	5.26	51.18	7%	5.30	51.59	7%	
	隔膜	2280	(万平/GWh)	元/平	2.17	43.76	6%	2.17	43.76	6%	
	电解液	1430	(吨/GWh)	万元/吨	8.59	108.71	14%	6.29	79.60	11%	
	铜箔	760	(吨/GWh)	万元/吨	10.31	69.34	9%	8.77	58.98	8%	
	铝箔	700	(吨/GWh)	万元/吨	3.34	20.69	3%	3.16	19.58	3%	
	PVDF	40	(吨/GWh)	万元/吨	64.04	22.67	3%	54.23	19.20	3%	
	结构件								31.95	4%	
	其他								34.98	5%	
	其他								34.98	5%	
	电池材料小计						703.69	91%		652.38	89%
	BMS及电气设备								61.9	8%	
	制造费用								47.5	7%	
	其中：折旧								28.5	4%	
	其中：电费	20		(度/KWh)	元/度	0.55			11	2%	
其中：其他								8	1%		
人工费用								50	7%		
营业成本								775.05	100%		
环比变动										-1%	
										-5.9%	

数据来源：公司公告，鑫椏锂电，华福证券研究所

### 2.3 长期看点：产业链一体化布局，稳供应&降波动&增收益

产业链纵向一体化布局，产能投产效益即将显现。公司在上游锂钴镍资源、中游四大材料、各类辅材中前瞻布局，产业链布行业领先。随着参股或战略合作公司的产能投产，将有利于稳定公司原材料供应，降低公司盈利能力波动，并为公司提供额外投资收益。

图表 16: 亿纬锂能产业链布局情况



数据来源: 公司公告, 问询函回复, 华福证券研究所

**稳供给, 降波动:** 下游需求快速放量叠加长产能释放周期, 锂资源供不应求价格维持高位。碳酸锂产量已成电池上游资源短板, 头部电池厂争相布局。公司通过股权收购、合资建厂、战略合作等多途径布局锂资源, 目前已布局青海、西藏、成都、云南、湖南五大供应基地。综合考虑公司权益锂盐产能与拥有包销权的产能, 我们预计公司 2022-2024 年碳酸锂可自供比例分别为 14%/29%/33%, 规划产能来看碳酸锂可自供比例高达 49%。高碳酸锂可自供比例将保证公司锂资源的稳定供给, 并缩小因原材料供给不足带来的生产与盈利波动。

**图表 17: 亿纬锂能碳酸锂自供比例测算**

项目	2022	2023	2024	规划总计
兴华锂盐	4000	6000	6000	6000
穿透后持股 (%)	51.6%	51.6%	51.6%	51.6%
金海锂业	833	6500	10000	30000
穿透后持股 (%)	86.0%	86.0%	86.0%	86.0%
川能动力合资				30000
持股比例 (%)	24.5%	24.5%	24.5%	24.5%
紫金锂业合资		7500	24000	90000
可包销比例	66.0%	66.0%	66.0%	66.0%
瑞福锂业				65000
持股比例 (%)	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
碳酸锂可自供量 (吨)	2779	13632	27532	108640
动力储能电池产量 (Gwh)	29.5	73.3	127.75	341
碳酸锂单耗 (吨/Gwh)	650	650	650	650
碳酸锂总需求 (吨)	19175	47645	83037.5	221650
碳酸锂可自供比例	14%	29%	33%	49%

数据来源:公司公告,华福证券研究所;注释:此处碳酸锂自供量的统计包含公司拥有的包销权部分,瑞福锂业股权收购时间未定,仅纳入规划总计的碳酸锂可自供比例计算。

**增收益:** 锂资源的布局也将为公司带来可观投资收益,中性预期下,我们预计公司 2022-2024 年将获得 6.95/17.36/17.54 亿投资收益。

**图表 18: 亿纬锂能碳酸锂收益贡献测算**

项目	2022		2023		2024	
兴华锂盐	4000		6000		6000	
穿透后持股 (%)	51.6%		51.6%		51.6%	
金海锂业	833		6500		10000	
穿透后持股 (%)	86.0%		86.0%		86.0%	
权益碳酸锂产能 (吨)	2779		8682		11692	
碳酸锂售价判断	悲观	乐观	悲观	乐观	悲观	乐观
单吨盈利假设 (万元/吨)	20	30	15	25	10	20
碳酸锂盈利贡献(亿元)	5.56	8.34	13.02	21.71	11.69	23.38
碳酸锂盈利贡献中枢(亿元)	6.95		17.36		17.54	

数据来源:公司公告,华福证券研究所

注释:1)此处盈利仅测算矿产自供部分,加工收益不计算在内;2)2022年H1兴华锂盐因工商登记变更尚未完成仅按14%权益占比计算投资收益;3)瑞福锂业股权收购时间未定,暂不纳入收益贡献测算。

**与优质材料公司合资建厂,将持续贡献可观投资收益。**公司目前已与上游材料头部公司恩捷股份、中科电气、新宙邦、贝特瑞、德方纳米、华友钴业等建立合资厂,随着合资厂产能的逐步释放,公司将获得可观的投资收益。据初步测算,我们预计公司 2022-2024 年产业链除锂以外的投资收益约为 1.6/5.4/15.6 亿元,设计产能满产后将为公司贡献约 22.3 亿元额外收益。

**图表 19：亿纬锂能除碳酸锂外材料端投资收益**

材料名	合作方	规划产能	单位	权益占比	项目	2022	2023	2024	满产后预计利润贡献
镍	华友钴业	12	万吨	17%	出货(万吨)			6	12
					单位盈利(万元/吨)			2.5	2.5
					投资收益小计(亿元)			2.6	5.1
钴	华友钴业	1.5	万吨	17%	出货(万吨)			0.8	1.5
					单位盈利(万元/吨)			20.0	20.0
					投资收益小计(亿元)			2.6	5.1
铁锂正极	德方纳米	10	万吨	40%	出货(万吨)	5	10	10	10
					单位盈利(万元/吨)	0.8	0.7	0.6	0.6
					投资收益小计(亿元)	1.6	2.8	2.4	2.4
三元正极	贝特瑞、SKI	5	万吨	24%	出货(万吨)			5	10
					单位盈利(万元/吨)			0.5	0.5
					投资收益小计(亿元)			0.6	1.2
负极	中科电气	10	万吨	40%	出货(万吨)		5	10	10
					单位盈利(万元/吨)		0.6	0.5	0.5
					投资收益小计(亿元)		1.2	2	2
	贝特瑞	10	万吨	40%	出货(万吨)			5	10
					单位盈利(万元/吨)			0.5	0.5
					投资收益小计(亿元)			1	2
隔膜	恩捷股份	16	亿平	45%	出货(亿平)		4	16	16
					单位盈利(元/平)		0.7	0.6	0.6
					投资收益小计(亿元)		1.3	4.3	4.3
电解液	新宙邦	2	万吨	20%	出货(万吨)		1	2	2
					单位盈利(万元/吨)		0.5	0.4	0.4
					投资收益小计(亿元)		0.1	0.2	0.2
投资收益合计						1.6	5.4	15.6	22.3

数据来源：公司公告，华福证券研究所

注释：1) 投产时间根据公司公告推算；2) 假设合资工厂售价略低于市价，对应单吨净利润低于合资公司自身单位盈利。3) 钴为镍冶炼附带产品，因此其成本可忽略不计。4) 此表意在表明公司产业链一体化布局将会贡献较多投资收益，所涉及单位净利润为估算值，或与未来真实情况存在差异。

### 三、 盈利预测

#### 3.1 盈利预测

假设 1：电池需求快速增长。预计 2022-2024 年全球新能源汽车销量达到 1067/1483/1999 万辆，对应动力锂电池需求量（产量口径）654/953/1342GWh，储能锂电池需求约为 95/141/202GWh、消费等领域锂电池需求约为 152/183/219GWh，全球锂电池需求约为 902/1277/1764 GWh。

假设 2：价格传导顺畅，一体化布局放量。公司动力、储能电池价格调整逐步落地，上游参控股的锂、镍、钴资源，以及四大材料、其他辅材产能逐步达产，稳定原材料供给的同时，贡献额外投资收益。

假设 3：公司产能顺利投放，客户拓展顺利。公司各基地产能逐步投产，国内外动力储能客户需求饱满，预计公司 2022-2024 年动力储能电池出货分别为：30/73/128Gwh。

预计公司 2022-2024 年归母净利润将达到 32.0/66.8/97.9 亿元，同比增长 10%/109%/47%，对应 EPS 为 1.69/3.52/5.16 元/股，2023-2024 年 CAGR 为 75%，当前股价对应市盈率 48.7/23.3/15.9。

**图表 20：亿纬锂能 2022-2024 年业绩拆分**

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>动力与储能电池</b>					
营业收入 (亿元)	26.55	95.84	237.73	526.99	893.93
yoy		261%	148%	122%	70%
营业成本 (亿元)	20.56	79.40	202.90	446.77	751.78
yoy		286%	156%	120%	68%
毛利率	22.6%	17.2%	14.7%	15.2%	15.9%
<b>消费类电池</b>					
营业收入 (亿元)	40.15	54.46	83.69	102.61	109.29
yoy		36%	54%	23%	7%
营业成本 (亿元)	28.72	42.36	67.25	81.29	85.68
yoy		48%	59%	21%	5%
毛利率	26.0%	21.0%	19.0%	20.0%	21.0%
<b>XHEV 电池 12V/48V</b>					
营业收入 (亿元)				7.86	13.07
yoy					66%
营业成本 (亿元)				5.97	10.06
yoy					68%
毛利率				24.0%	23.0%
<b>锂原电池</b>					
营业收入 (亿元)	14.91	18.53	21.13	23.32	25.17
yoy		24%	14%	10%	8%
营业成本 (亿元)	8.67	10.83	13.31	14.34	15.35
yoy		25%	23%	8%	7%
毛利率	41.9%	41.6%	37.0%	38.5%	39.0%
<b>合计</b>					
营业收入 (亿元)	81.62	169.00	342.55	660.78	1041.45
yoy		107%	103%	93%	58%
营业成本 (亿元)	57.94	132.54	283.46	548.38	862.87
yoy		129%	114%	93%	57%
毛利率	29.0%	21.6%	17.3%	17.0%	17.1%

数据来源：公司公告，华福证券研究所

### 3.2 估值分析和投资建议

选取比亚迪、宁德时代、国轩高科、孚能科技、欣旺达作为可比公司，2022-2024 年公司 PE 低于行业平均水平 56/25/18。我们认为亿纬锂能估值仍处于偏低水平，主要原因为：1) 聚焦储能与动力快车道，初入行业营收净利增速除行业增速外还受益于市占率的提升；2) 短期部分材料成本下降，盈利能力有望边际改善；3) 长期凭借产业链一体化布局，产能投放稳供给、将波动的同时即将贡献额外收益。

考虑到公司业绩高确定性增长,23-24 年 CAGR 为 75%。我们给予公司 2023 年 40 倍 PE，对应目标价 140.72 元/股，给予“买入”评级。

**图表 21：可比公司估值**

简称	市值	营业收入(亿)			归母净利润(亿)			归母净利润增速				P/E			ROE		
		2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	23-24年CAGR	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
比亚迪	7313	3774	5395	6934	100	181	261	227%	82%	44%	62%	73	40	28	9.5%	14.9%	18.0%
宁德时代	9588	3084	4245	5457	267	425	576	67%	59%	36%	47%	36	23	17	21.5%	25.7%	26.2%
国轩高科	538	273	407	510	6	17	25	530%	171%	42%	96%	84	31	22	3.1%	7.7%	10.3%
孚能科技	280	152	271	373	0	16	29			76%		17	10		-0.1%	15.0%	20.7%
欣旺达	390	487	616	742	13	24	32	40%	89%	31%	57%	30	16	12	9.1%	14.8%	16.5%
平均值								216%	100%	46%	66%	56	25	18	8.6%	15.6%	18.3%
<b>亿纬锂能</b>	<b>1559</b>	<b>343</b>	<b>661</b>	<b>1041</b>	<b>32</b>	<b>67</b>	<b>98</b>	<b>10%</b>	<b>109%</b>	<b>47%</b>	<b>75%</b>	<b>49</b>	<b>23</b>	<b>16</b>	<b>13.7%</b>	<b>22.5%</b>	<b>25.1%</b>

数据来源：Wind，华福证券研究所；注：基于 Wind 一致预期，截至 2022 年 10 月 10 日收盘价

## 四、 风险提示

### 4.1 出货量波动的风险

出货的波动风险主要来自：1) 新能源车、储能需求不及预期风险，2) 行业竞争加剧，客户拓展不及预期。原材料价格高企、宏观经济不景气、新能源车补贴退坡等外部因素下，电动车、储能需求可能不及预期，从而影响公司销售量。高增长的万亿级市场促使较多新老行业参与者加速扩产，行业整体产能规划较大；公司作为动力储能赛道新星，虽已取得海外优质客户定点并与国内新势力形成战略合作，在较强的行业竞争下，客户拓展仍存一定的不确定性。

### 4.2 原材料价格波动，上游资源达产不及预期

当前锂价仍处于高位震荡区间，随供需关系波动，价格可能短期快速上涨。公司上游锂、镍资源布局产能若不能按期落地，成本压力缓解可能有限。

### 4.3 投资收益波动的风险

受制于电子烟政策，思摩尔国际的盈利存在一定的波动性；此外产业链一体化布局的投资收益受中上游材料售价变动影响较大。公司投资收益在归母净利润中的占比较高，投资收益的波动会对公司整体盈利造成一定影响。

### 4.4 估值风险

公司为动力储能电池领域新星，我们基于其 23-24 年业绩快速增长，给予其更高的估值，如果业绩不达预期会对目标估值带来负面影响。



**图表 22: 财务预测摘要**

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	6,809	6,851	13,216	20,829	营业收入	16,900	34,255	66,078	104,145
应收票据及账款	5,698	11,276	21,223	33,136	营业成本	13,254	28,346	54,838	86,287
预付账款	551	1,178	2,280	3,587	税金及附加	59	127	264	416
存货	3,712	7,804	15,562	24,138	销售费用	389	514	925	1,458
合同资产	57	74	178	351	管理费用	572	1,315	1,618	2,483
其他流动资产	1,451	2,457	4,902	8,076	研发费用	1,310	2,055	3,899	6,040
流动资产合计	18,221	29,567	57,182	89,766	财务费用	132	161	305	266
长期股权投资	8,142	9,624	9,624	9,624	信用减值损失	-180	-122	-159	-190
固定资产	8,321	11,603	17,568	23,450	资产减值损失	-49	-78	-101	-122
在建工程	3,362	4,362	5,862	5,862	公允价值变动收益	9	-15	0	-2
无形资产	858	1,012	1,188	1,412	投资收益	1,758	1,308	2,565	2,849
商誉	66	66	66	66	其他收益	378	330	350	360
其他非流动资产	5,564	9,078	9,316	9,553	营业利润	3,091	3,154	6,878	10,084
非流动资产合计	26,312	35,746	43,624	49,968	营业外收入	5	5	5	5
<b>资产合计</b>	<b>44,534</b>	<b>65,313</b>	<b>100,807</b>	<b>139,734</b>	营业外支出	55	33	44	39
短期借款	1,200	3,352	5,292	5,788	<b>利润总额</b>	<b>3,041</b>	<b>3,126</b>	<b>6,839</b>	<b>10,050</b>
应付票据及账款	11,571	25,690	50,952	77,901	所得税	-108	-13	68	151
预收款项	0	107	69	145	<b>净利润</b>	<b>3,149</b>	<b>3,139</b>	<b>6,771</b>	<b>9,899</b>
合同负债	294	511	1,313	1,811	少数股东损益	244	-62	91	109
其他应付款	360	360	468	562	<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,905</b>	<b>3,201</b>	<b>6,680</b>	<b>9,790</b>
其他流动负债	1,482	2,497	3,391	4,799	EPS (摊薄)	1.53	1.69	3.52	5.16
流动负债合计	14,906	32,517	61,485	91,006					
长期借款	5,481	5,531	5,461	5,541					
应付债券	2,197	2,317	2,317	2,317					
其他非流动负债	1,563	1,662	1,791	1,902					
非流动负债合计	9,241	9,509	9,568	9,760					
<b>负债合计</b>	<b>24,146</b>	<b>42,026</b>	<b>71,053</b>	<b>100,765</b>					
归属母公司所有者权益	17,934	20,895	27,271	36,378					
少数股东权益	2,454	2,391	2,482	2,591					
<b>所有者权益合计</b>	<b>20,388</b>	<b>23,286</b>	<b>29,753</b>	<b>38,969</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>44,534</b>	<b>65,313</b>	<b>100,807</b>	<b>139,734</b>					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,863</b>	<b>7,188</b>	<b>11,592</b>	<b>13,305</b>	<b>成长能力</b>				
现金收益	4,154	4,296	8,424	12,138	营业收入增长率	107.1%	102.7%	92.9%	57.6%
存货影响	-1,998	-4,092	-7,758	-8,576	EBIT 增长率	60.4%	3.6%	117.3%	44.4%
经营性应收影响	-2,188	-6,127	-10,946	-13,099	归母净利润增长率	75.9%	10.2%	108.7%	46.6%
经营性应付影响	5,970	14,227	25,331	27,119	<b>获利能力</b>				
其他影响	-4,075	-1,115	-3,460	-4,277	毛利率	21.6%	17.3%	17.0%	17.1%
<b>投资活动现金流</b>	<b>-7,384</b>	<b>-9,004</b>	<b>-6,489</b>	<b>-5,319</b>	净利率	18.6%	9.2%	10.2%	9.5%
资本支出	-5,299	-5,433	-8,989	-8,079	ROE	14.3%	13.7%	22.5%	25.1%
股权投资	-3,332	-1,482	0	0	ROIC	17.7%	17.9%	26.8%	28.3%
其他长期资产变化	1,247	-2,089	2,500	2,760	<b>偿债能力</b>				
<b>融资活动现金流</b>	<b>8,216</b>	<b>1,858</b>	<b>1,262</b>	<b>-373</b>	资产负债率	54.2%	64.3%	70.5%	72.1%
借款增加	8,187	2,322	1,871	576	流动比率	1.2	0.9	0.9	1.0
股利及利息支付	-125	-764	-1,242	-1,654	速动比率	1.0	0.7	0.7	0.7
股东融资	318	1	0	0	<b>营运能力</b>				
其他影响	-164	299	633	705	总资产周转率	0.4	0.5	0.7	0.7
					应收账款周转天数	85	78	77	82
					存货周转天数	74	73	77	83
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	1.53	1.69	3.52	5.16
					每股经营现金流	0.98	3.79	6.10	7.01
					每股净资产	9.45	11.00	14.36	19.16
					<b>估值比率</b>				
					P/E	54	49	23	16
					P/B	9	7	6	4
					EV/EBITDA	341	322	163	112

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

## 分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

## 联系方式

### 华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区滨江大道 5129 号陆家嘴滨江中心 N1 幢

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn