

# 亿纬锂能 (300014)

## 2022 年三季报点评: 动力+储能双驱动, 业绩亮眼

买入 (维持)

2022 年 10 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

证券分析师 岳斯瑶

执业证书: S0600522090009  
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	36,775	72,105	108,341
同比	107%	118%	96%	50%
归属母公司净利润 (百万元)	2,906	3,851	7,003	10,038
同比	76%	33%	82%	43%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.53	2.03	3.69	5.29
P/E (现价&最新股本摊薄)	60.59	45.72	25.14	17.54

#业绩超预期

### 投资要点

- **Q3 业绩超预告上限, 略好于市场预期。** Q3 收入 94 亿元, 同环比 +91%/+14%, 归母净利 13 亿元, 同环比 +81%/+56%, 扣非归母 9.8 亿元, 同环比 +39%/+29%; 毛利率 17.3%, 环比 +1pct, 归母净利率 14%, 环比 +4pct。前三季度收入 243 亿元, 同比 +112%; 归母净利 26.7 亿元, 同比 +20%, 扣非净利 21.8 亿元, 同比 +2%。
- **Q3 动力储能电池环增 30%+, 储能需求旺盛上修预期。** 公司 Q3 出货 8-9GWh, 其中三元 2.5GWh, 铁锂 6GWh 左右。Q3 储能预计 3GWh 左右, 环比大增 50%, 占总出货占比提升至 35%。Q4 我们预计出货环比再增 20%, 全年出货 30GWh (三元 10GWh, 铁锂 20GWh, 其中储能出货上修至 10GWh)。明年出货我们预计 65-70GWh (铁锂 45GWh+, 三元软包 10GWh, 三元方形+大圆柱 10GWh), 其中储能出货预计 30GWh, 占比提升至 40%+, 大储主要受益于华为、阳光电源、林洋能源等集成商拉动, 产品销售至国内及美国, 户储主要受益于沃太需求拉动, 产品多销往欧洲。
- **动力+储能电池盈利逐步恢复, 一体化布局大幅增厚利润。** Q3 三元软包均价小幅提升, 铁锂电池价格稳定, 毛利率提升至 17%, 环增 2pct, 净利率 5%以上, 贡献 3.5 亿元左右利润, 单 wh 净利提升至 0.04 元/wh。Q4 动力储能毛利率预计进一步修复, 全年贡献 9-10 亿元利润, 23 年有望贡献 30 亿元+净利润。同时 Q3 兴华锂业按 49%股权比例确认投资收益, 且股权比例追溯至 Q2, 预计贡献投资收益 2 亿元+。
- **Q3 传统业务微降, 思摩尔环比下滑, 其他收益大幅确认。** 消费电池维持稳定。我们预计公司 Q3 圆柱电池受需求影响, 收入环比略降, 小 3C 电池收入基本稳定, 合计收入 16 亿元左右, 毛利率 20%+; 锂原电池预计 Q3 收入 5 亿元, 毛利率 36%左右, 合计贡献 1.5-1.8 亿元利润。思摩尔预计贡献投资收益 2.3 亿元, 同环比下降 42%/16%。此外, 公司其他收益 4.3 亿元, 环比大增 181%, 主要为政府补助。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑到公司 Q3 业绩超预期, 我们上修 22-24 年归母净利润至 38.5/70.0/100.4 亿元 (原预期 32.3/60.9/91.2 亿元), 同增 33%/82%/43%, 对应 46/25/18xPE, 考虑到公司产品结构+技术进一步升级, 给予 23 年 40 倍 PE, 对应目标价 147.5 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 电动车销量布局预期, 上游原材料价格大幅波动。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	92.72
一年最低/最高价	52.45/152.90
市净率(倍)	8.78
流通 A 股市值(百万元)	170,580.85
总市值(百万元)	176,055.69

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	10.56
资产负债率(% ,LF)	66.30
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): 电池产能扩张提速, 加码锂+负极一体化布局》  
2022-09-28
- 《亿纬锂能(300014): 盈利拐点明确, 全年出货预计翻番增长》  
2022-08-26

22 年前三季度公司归母净利润 26.66 亿元，同比增长 20.3%，超市场预期。2022 年前三季度公司营收 242.83 亿元，同比增长 112.12%；归母净利润 26.66 亿元，同比增长 20.3%；扣非净利润 21.77 亿元，同比增长 2.19%；2022 年前三季度毛利率为 15.86%，同比降低 7.83pct；销售净利率为 10.95%，同比降低 10.14pct。

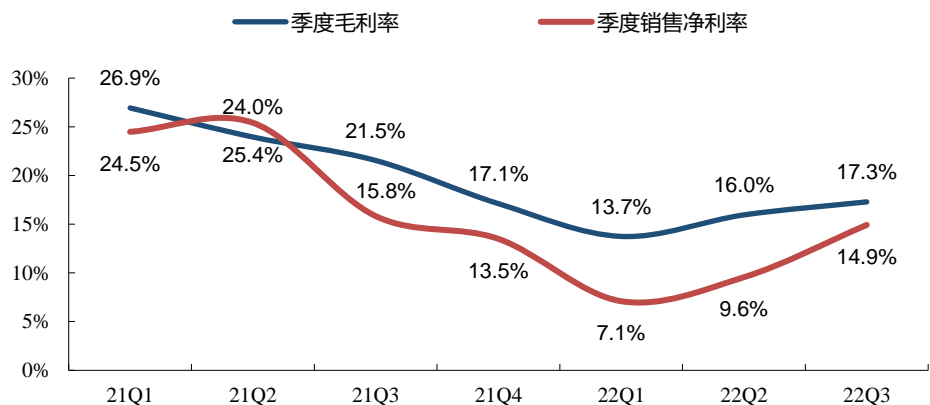
22 年 Q3 归母净利润 13.06 亿元，同环比+81%/+56%，超业绩预告上限。2022 年 Q3 公司实现营收 93.57 亿元，同比增加 91.43%，环比增长 14.22%；归母净利润 13.06 亿元，同比增长 81.18%，环比增长 55.93%，超业绩预告上限（10.82~12.98 亿元）；扣非归母净利润 9.83 亿元，同比增长 39.44%，环比增长 29.44%。盈利能力方面，Q3 毛利率为 17.3%，同比降低 4.25pct，环比提升 1.34pct；归母净利率 13.96%，同比降低 0.79pct，环比提升 3.74pct；Q3 扣非净利率 10.5%，同比降低 3.92pct，环比提升 1.24pct。

图1：公司季度经营情况（百万元）

	2022Q3	2022Q2	2022Q1	2021Q4	2021Q3	2021Q2	2021Q1
营业收入(百万)	9,357.0	8,192.4	6,733.9	5,452.1	4,888.0	3,602.3	2,957.5
-同比	91.43%	127.42%	127.69%	93.19%	125.90%	92.92%	125.98%
毛利率	17.30%	15.96%	13.75%	17.11%	21.55%	23.95%	26.94%
归母净利润(百万)	1,306.5	837.9	521.2	690.0	721.1	847.9	646.8
-同比	81.18%	-1.18%	-19.43%	-2.25%	23.70%	665.37%	156.22%
归母净利率	13.96%	10.23%	7.74%	12.66%	14.75%	23.54%	21.87%
扣非归母净利润(百万)	982.7	759.1	434.92	417.07	704.73	810.81	614.50
-同比	39.44%	-6.37%	-29.22%	-38.67%	22.49%	1318.32%	188.45%
扣非归母净利率	10.50%	9.27%	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

**动力+储能电池：Q3 预计出货 8-9GWh，环增 30%+，储能需求旺盛上修预期。**我们预计公司 22 年 Q3 出货 8-9GWh(三元 2.5GWh,铁锂 6GWh 左右,其中储能 3GWh),环增 30%+, Q3 储能预计 3GWh 左右,环比大增 50%, 占总出货占比提升至 35%, Q4 我们预计出货环比再增 20%。随着新增产能释放,我们预计 22 年出货有望达 30GWh(三元 10GWh,铁锂 20GWh,其中储能出货上修至 10GW),我们预计 23 年出货有望达 65-70GWh(铁锂 45GWh+,三元软包 10GWh,三元方形+大圆柱 10GWh),连续翻番增长,其中储能出货预计 30GWh,占比提升至 40%+,大储主要受益于华为、阳光电源、林洋能源等集成商拉动,产品销售至国内及美国,户储主要受益于沃太需求拉动,产品多销往欧洲。盈利方面,Q3 三元软包均价小幅提升,铁锂电池价格稳定,毛利率提升至 17%,环增 2pct,净利率 5%以上,贡献 3.5 亿左右利润,单 wh 净利提升至 0.04 元/wh。Q4 动力储能毛利率预计进一步修复,全年贡献 9-10 亿利润,23 年有望贡献 30 亿+净利润。同时 Q3 兴华锂业按 49%股权比例确认投资收益,且股权比例追溯至 Q2,预计贡献投资收益 2 亿+。

**1) 方形铁锂：**根据 GGII 数据,公司 22 年 Q1-3 磷酸铁锂装机量 1.15GWh,同比增 116.3%,其中 Q3 装机 0.59GWh,环比增加 69%。我们预计公司铁锂 Q3 出货 6GWh,其中储能 3GWh,动力 3GWh,环比增加 20%左右,全年铁锂出货 20GWh,其中储能 10GWh,动力 10GWh 左右。23 年公司铁锂有望出货 45GWh+,翻番以上增长,其中储能 30GWh,动力 15GWh+,公司动力客户持续开拓,进入广汽埃安供应链,市占率预计持续提升,储能绑定华为、阳光、沃太等,在手订单充足,预计 23 年出货占比提升至 40%+。

**2) 三元：**1) 软包：公司三元软包满产满销,主要配套戴姆勒、现代和小鹏,公司 22 年 Q1-Q3 国内三元装机 0.5GWh,考虑三元软包出口需求,我们预计 Q3 公司三元软包出货 2.5GWh,22 年全年预计出货 9GWh。2) 大圆柱：公司大圆柱已获得成都大运定点,海外客户进入宝马供应链。公司一期 7GWh 预计 22 年年底投产,二期三期预计 23H1 投产,我们预计 23 年出货 5GWh+。此外,公司在海外匈牙利基地规划大圆柱产能 10GWh+,我们预计 2025 年左右建成投产。3) 方形：22 年哪吒等客户开始起量,全年预计出货 1GWh 左右,23 年预计也将贡献增量。

图3: 亿纬锂能 22 年 1-9 月动力电池国内客户结构 (装机口径)

电池企业	配套车企	车辆类别	电池类型	车辆总数 (辆)	电量 (KWh)	占比
亿纬锂能	小鹏汽车	乘用车	三元	6,896	478,035.70	29.11%
		乘用车	磷酸铁锂	3,167	183,767.80	11.19%
	三一汽车	专用车	磷酸铁锂	1,229	407,868.51	24.84%
	吉利商用车	专用车	磷酸铁锂	3,428	244,874.51	14.91%
	东风汽车	客车	磷酸铁锂	163	38,169.32	2.32%
		专用车	磷酸铁锂	925	84,384.50	5.14%
	瑞驰汽车	专用车	磷酸铁锂	2,327	87,974.05	5.36%
	南京金龙	乘用车	三元	44	2,701.14	0.16%
		客车	磷酸铁锂	118	20,617.35	1.26%
		专用车	磷酸铁锂	36	3,549.20	0.22%
	合众新能源	乘用车	三元	182	14,525.54	0.88%
		乘用车	磷酸铁锂	2	108.96	0.01%
	宇通客车	客车	磷酸铁锂	100	14,131.20	0.86%
	九龙汽车	乘用车	磷酸铁锂	14	1,205.40	0.07%
		客车	磷酸铁锂	42	3,616.20	0.22%
		专用车	磷酸铁锂	112	6,731.20	0.41%
	中车时代	专用车	磷酸铁锂	50	11,481.60	0.70%
	武汉客车厂	客车	磷酸铁锂	55	10,633.20	0.65%
	成都大运	专用车	磷酸铁锂	19	5,369.78	0.33%
	广通汽车	客车	磷酸铁锂	46	4,526.00	0.28%
	唐骏欧铃	专用车	磷酸铁锂	67	4,142.21	0.25%
	吉利汽车	客车	磷酸铁锂	18	3,981.23	0.24%
	宇通重工	专用车	磷酸铁锂	31	1,892.26	0.12%
	甘肃建投重工	专用车	磷酸铁锂	6	1,339.84	0.08%
	厦门金龙	专用车	磷酸铁锂	6	1,263.41	0.08%
	成都雅骏	专用车	磷酸铁锂	12	1,230.00	0.07%
	徐工汽车	专用车	磷酸铁锂	13	1,146.08	0.07%
	一汽红塔	专用车	磷酸铁锂	8	692.40	0.04%
	玉柴新能源	专用车	磷酸铁锂	6	519.31	0.03%
	新全义机械	专用车	磷酸铁锂	2	459.26	0.03%
	重汽王牌	专用车	磷酸铁锂	5	432.75	0.03%
	亿鼎新能源	专用车	其它	2	73.92	0.005%
		专用车	磷酸铁锂	1	36.96	0.002%
智电客车	客车	磷酸铁锂	1	90.24	0.01%	
东风柳州汽车	专用车	磷酸铁锂	1	88.17	0.01%	
国泰新能源	专用车	磷酸铁锂	1	82.40	0.01%	
远程汽车	专用车	磷酸铁锂	1	61.82	0.004%	
飞驰汽车	专用车	磷酸铁锂	1	61.82	0.004%	
中恒天智骏	乘用车	三元	1	35.39	0.002%	
恒润高科	乘用车	三元	1	28.90	0.002%	
河北御捷	乘用车	三元	1	22.00	0.001%	
合计				19,140	1,641,951.53	100.00%

数据来源: 高工锂电、东吴证券研究所

储能电池 22 年出货预计 10GWh, 23 年预计 30GWh, 同增超 200%, 大储+户储全面布局。公司储能业务提供铁锂电芯为主, 产品力强下游集成商评价高。1) 大型储能: 通信储能获华为储能大额订单, 中国移动、中国铁塔均为公司核心客户。且公司与

与阳光电源、阿特斯深度合作，合资林洋能源建设 10GWh 储能电池生产基地，我们预计 23 年开始贡献增量，我们预计公司大储电芯占比 80%左右，在手订单充足。公司近期发布 CTT 叠技术超大电芯 LF560K，单块带电量 1.8kWh，循环寿命达 1.2W 次，降本 10%，搭配的超级工厂预计 24 年 Q2 交付，单线产能 10GWh、单工厂规模 40GW，25 年规划 100GWh。2) 户用储能：公司携手沃太开发 SMILES-BAT，为沃太供货电芯进入欧洲户储市场；携手 FP 开发 eFlex5.4kWh LFP Battery，供货 Pack。我们预计户用储能 22 年出货 1-2GWh 左右，23 年出货 4-6GWh 左右。

**一体化产能逐步释放，Q3 股权比例调整完毕，23 年预计贡献 10 亿+利润。**上游方面，兴华锂业按 49%股权比例确认投资收益，Q3 预计贡献 1.5 亿利润。兴华锂业规划产能 0.5 万吨碳酸锂，控股子公司金海锂业一期 1 万吨 22 年 Q3 末投产，Q4 开始贡献增量，二期 2 万吨于 23 年陆续建成，我们预计 23 年公司权益碳酸锂出货有望达 1 万吨+，有望贡献 10 亿+投资收益；此外公司与川能动力、蜂巢能源成立合资公司，与紫金锂业、瑞福锂业合作，远期总权益产能规划超 7 万吨；中游方面，我们预计 23 年铁锂、负极、隔膜、电解液产能逐渐开始贡献盈利，随着新增产能投产，公司成本优势将进一步体现，利润增量可观。

图4：亿纬锂能锂资源布局（截至 2022 年 10 月 26 日）

合作领域	合作公司	持股比例	产能规划 (万吨)	权益产能 (万吨)	合作内容
锂资源	兴华锂盐	49.0%	0.5	0.2	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
	金海锂业	80%	3	2.4	与金昆仑锂业合资设立，持股80%，一期将建设其年产1万吨碳酸锂和氢氧化锂项目
	川能动力、蜂巢能源	24.5%	3	0.7	出资1.8亿元，建设1.5万吨碳酸锂+1.5万吨氢氧化锂生产线
	紫金锂业、瑞福锂业	26%	9	2.3	分期投资建设年产9万吨锂盐项目，项目总投资规模预计30亿元；其中第一期建设年产3万吨碳酸锂锂盐项目
	瑞福锂业	20%	7.5	1.5	拟以自有资金受让骏华新能源持有的瑞福锂业20%股权，标的股权转让价款为8亿元
合计			23.0	7.2	-

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图5：亿纬锂能其他材料端布局（截至 2022 年 10 月 26 日）

合作领域	合作公司	布局形式	合作内容
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
	贝特瑞	增资四川贝特瑞，持股40%	合资建设锂电池负极材料一体化基地，建设形成年产10万吨锂电池负极材料一体化产能

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

进入产能加入释放期，远期产能规划超 360GWh，二线动力电池龙头崛起。公司近期新增沈阳 20GWh 产能规划，叠加此前已公告荆门 174GWh、云南玉溪 10GWh、成都 50GWh、惠州 30GWh、武汉 10GWh、云南曲靖 10GWh 独资产能，以及与 SK 合资 27GWh、与林洋合资 10GWh，合计产能规划达 361GWh。我们预计公司产能 22 年底可超 125GWh，23 年底有望超 230GWh，且产能均匹配需求扩产，有客户意向订单锁定。我们预计公司 22 年出货量 30GWh，23 年翻番至 65-70GWh。

图6: 亿纬锂能产能规划 (GWh)

持股	基地	类型	应用	规划产能	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	
独资	荆门	方形铁锂	动力/储能	104	2.5	2.5	6	37	47	95	103	103	
	惠州	方形铁锂	动力	20				4	20	20	20	20	
	成都	方形铁锂	动力/储能	50						10	20	30	
	玉溪	方形铁锂	动力/储能	10							10	10	
	曲靖	方形铁锂	动力/储能	10							10	10	
	武汉	方形铁锂	储能	10							10	10	
	沈阳	方形铁锂	动力/储能	40							20	40	
	荆门	大圆柱	动力	20					7	20	20	20	
	匈牙利	大圆柱	动力	10+									10
	荆门	方形三元	动力	37		2.5	2.5	2.5	12.5	37	37	37	
	惠州	软包三元	动力	10	1.5	3	9	10	10	10	10	10	
	荆门	圆柱三元	储能	10							10	10	
	荆门	圆柱铁锂	储能/两轮车	3						3	3	3	
		合计	铁锂	动力/储能	247	2.5	2.5	6	41	70	128	196	226
		三元	动力	77	1.5	5.5	11.5	12.5	29.5	77	77	87	
	合计		动力/储能	324	4	8	17.5	53.5	99.5	205	273	313	
合资	SK	软包三元	动力	27				10	27	27	27	27	
	林洋	方形铁锂	储能	10							10	10	
	总合计		动力/储能	361	4	8	17.5	63.5	126.5	232	310	350	

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

**消费锂电池：受需求影响预计收入利润环比微降。**我们预计圆柱电池 Q3 收入环比略降，主要受下游需求影响，盈利方面，我们预计 Q3 毛利率达 20%，环比微降，系产能利用率下降，小 3C 电池收入基本稳定，合计收入 16 亿左右，毛利率 20%+。全年圆柱及小 3C 电池预计贡献 4-5 亿利润。我们预计 22 年 Q3 锂原电池贡献 5 亿元收入，环比微降，毛利率 36%左右，我们预计 22 年公司锂原电池营收 20 亿元，贡献净利润 5-6 亿元，贡献稳定现金流。

**思摩尔 Q3 盈利稳定，贡献投资收益 2.3 亿元。**我们预计 Q3 贡献投资收益 2.3 亿元，同环比下降 42%/16%，我们预计全年预计可为公司贡献 13.5 亿元投资收益，同比下滑 20%。此外，公司 Q3 其他收益 4.3 亿，环比大增 181%，主要为政府补助。

**公司加大研发投入，Q3 期间费用环比提升。**2022 年前三季度公司期间费用合计 23.05 亿元，同比增长 52.49%，费用率为 9.49%，同比增长-3.71pct；其中，2022 年 Q3 期间费用合计 9.15 亿元，同比增长 45.78%，环比增 30.22%，期间费用率为 9.78%，同

比降低 3.06pct, 环比增 1.2pct; 销售费用 1.46 亿元, 销售费用率 1.56%, 同比降 0.91pct, 环比增 0.42pct; 管理费用 2.22 亿元, 管理费用率 2.38%, 同比降低 0.03pct, 环比增 0.05pct; 财务费用 0.05 亿元, 财务费用率 0.05%, 同比降 0.3pct, 环比增 0.82pct; 研发费用 5.43 亿元, 研发费用率 5.8%, 同比降 1.82pct, 环比降 0.09pct。公司 2022Q3 计提资产减值损失 0.32 亿元, 计提信用减值损失 0.29 亿元。

图7: 公司分季度费用率

单位: 百万元	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
销售费用	69.12	55.87	120.90	143.54	71.70	93.19	145.89
-销售费用率	2.34%	1.55%	2.47%	2.63%	1.06%	1.14%	1.56%
管理费用	64.56	97.49	117.70	292.71	141.37	190.23	222.40
-管理费用率	2.18%	2.71%	2.41%	5.37%	2.10%	2.32%	2.38%
研发费用	213.27	338.18	372.13	386.81	406.36	482.78	542.52
-研发费用率	7.21%	9.39%	7.61%	7.09%	6.03%	5.89%	5.80%
财务费用	7.42	37.99	17.22	69.21	67.55	-63.19	4.66
-财务费用率	0.25%	1.05%	0.35%	1.27%	1.00%	-0.77%	0.05%
期间费用	354.36	529.53	627.96	892.28	686.98	703.02	915.46
-期间费用率	11.98%	14.70%	12.85%	16.37%	10.20%	8.58%	9.78%
资产减值损失	-10.28	-1.91	1.19	-38.19	-37.32	-81.68	-31.80
信用减值损失	-37.64	-53.28	-68.37	-20.86	-22.12	-39.40	-29.12

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

**资本开支高增, 经营现金流大幅增长。**2022 年三季度期末公司存货为 79.14 亿元, 较年初增长 113.19%; 应收账款 74.81 亿元, 较年初增长 49.55%; 期末公司合同负债 7.24 亿元, 较年初增长 146.68%。2022 年前三季度公司经营活动净现金流净额为 28.82 亿元, 同比上升 623.87%; 投资活动净现金流净额为 -138.75 亿元, 同比上升 209.9%; 资本开支为 115.47 亿元, 同比上升 212.8%; 账面现金为 52.37 亿元, 较年初降低 23.08%, 短期借款 13.54 亿元, 较年初增长 12.92%。

**投资建议:** 考虑到公司 Q3 业绩超预期, 我们上修 22-24 年归母净利润至 38.5/70.0/100.4 亿元(原预期 32.3/60.9/91.2 亿元), 同增 33%/82%/43%, 对应 46/25/18xPE, 考虑到公司产品结构+技术进一步升级, 给予 23 年 40 倍 PE, 对应目标价 147.5 元, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 电动车销量布局预期, 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>28,408</b>	<b>52,679</b>	<b>79,446</b>	<b>营业总收入</b>	<b>16,900</b>	<b>36,775</b>	<b>72,105</b>	<b>108,341</b>
货币资金及交易性金融资产	6,822	3,691	7,234	11,384	营业成本(含金融类)	13,254	30,203	59,521	89,603
经营性应收款项	6,784	15,217	27,262	40,969	税金及附加	59	129	252	379
存货	3,712	8,275	16,307	24,549	销售费用	389	588	1,082	1,408
合同资产	57	74	144	217	管理费用	572	993	2,091	2,709
其他流动资产	846	1,151	1,732	2,327	研发费用	1,310	2,427	4,326	5,959
<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	474	512	432
长期股权投资	8,142	8,142	8,152	8,162	加:其他收益	378	846	865	867
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	1,369	2,671	2,477
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>4,006</b>	<b>7,690</b>	<b>11,019</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>63,913</b>	<b>97,497</b>	<b>130,997</b>	<b>利润总额</b>	<b>3,041</b>	<b>3,996</b>	<b>7,680</b>	<b>11,009</b>
<b>流动负债</b>	<b>14,906</b>	<b>30,568</b>	<b>57,552</b>	<b>81,596</b>	减:所得税	-108	26	461	661
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,912	2,184	3,292	100	<b>净利润</b>	<b>3,149</b>	<b>3,970</b>	<b>7,219</b>	<b>10,348</b>
经营性应付款项	11,571	26,368	51,962	78,224	减:少数股东损益	244	119	217	310
合同负债	294	669	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,906</b>	<b>3,851</b>	<b>7,003</b>	<b>10,038</b>
其他流动负债	1,129	1,347	2,298	3,272	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.53	2.03	3.69	5.29
非流动负债	9,241	9,241	9,241	9,241	EBIT	1,314	2,435	4,833	8,283
长期借款	5,481	5,481	5,481	5,481	EBITDA	2,205	2,751	6,441	10,789
应付债券	2,197	2,197	2,197	2,197	毛利率(%)	21.57	17.87	17.45	17.30
租赁负债	33	33	33	33	归母净利率(%)	17.19	10.47	9.71	9.26
其他非流动负债	1,529	1,529	1,529	1,529	收入增长率(%)	107.06	117.61	96.07	50.25
<b>负债合计</b>	<b>24,146</b>	<b>39,809</b>	<b>66,792</b>	<b>90,837</b>	归母净利润增长率(%)	75.89	32.52	81.85	43.34
归属母公司股东权益	17,934	21,532	27,915	37,060					
少数股东权益	2,454	2,573	2,789	3,100					
<b>所有者权益合计</b>	<b>20,388</b>	<b>24,105</b>	<b>30,704</b>	<b>40,160</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>44,534</b>	<b>63,913</b>	<b>97,497</b>	<b>130,997</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	5,536	11,879	15,532	每股净资产(元)	9.45	11.34	14.71	19.52
投资活动现金流	-7,384	-8,150	-8,258	-6,772	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	-517	-88	-4,620	ROIC(%)	5.66	7.56	12.00	17.36
现金净增加额	2,676	-3,131	3,533	4,139	ROE-摊薄(%)	16.20	17.88	25.09	27.08
折旧和摊销	891	317	1,608	2,506	资产负债率(%)	54.22	62.29	68.51	69.34
资本开支	-6,269	-9,520	-10,919	-9,239	P/E(现价&最新股本摊薄)	60.59	45.72	25.14	17.54
营运资本变动	-838	2,000	4,609	4,064	P/B(现价)	9.81	8.17	6.31	4.75

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>

