

亿纬锂能 (300014.SZ)

强烈推荐 (维持)

Q3 业绩超预期，动力、储能业务盈利持续向上

公司公告：2022年前三季度公司实现营收、归母、扣非净利润分别 242.83 亿元、26.22 亿元、21.77 亿元，分别同比增长 112%、20.3%、2.19%。其中公司 Q3 营收、归母、扣非净利润分别 93.57 亿元、13.06 亿元、9.83 亿元，分别同比增长 91.43%、81.18%、39.44%。

- Q3 业绩超预期。** Q3 公司本部实现营收 93.57 亿元，环比增长 14%，毛利率约 17.3%，环比增长 1.34 个百分点，归母净利润约 10.9 亿元，同比增长 229%，环比增长 92%。公司在 Q3 实现量利齐升主要系：1、动力、储能电池出货持续增长。2、投资收益贡献可能较大，公司 Q3 除思摩尔外投资净收益约 2.6 亿元，其中兴华锂盐贡献可能较大。3、公司 Q3 非经常损益约 3.23 亿元，数额较大，主要来自政府补贴。
- 动力、储能电池收入继续快速增长，盈利能力明显修复。** 预计软包出货近 2GWh，环比持平，估算收入约 20 亿元。预计铁锂出货约 5-6GWh，估算收入超过 50 亿元，环比快速增长。主要系公司在新客户上持续突破，目前已相继向小鹏、零跑、江淮等多家车企配套磷酸铁锂电池，估算动力、及储能业务净利率约 4-5%，合计贡献约 3 亿元。
- 锂资源的投资布局开始贡献。** 22H1 公司参股的兴华锂盐、金昆仑锂业合计贡献投资收益约 0.63 亿元。公司在 22 年 1 月购得兴华锂盐 49% 股权，尚未公告工商登记办理完成，可能导致 H1 部分股权投资收益尚未计入，预计该部分已在 Q3 冲回，预计贡献净利润约 2 亿元以上。随着 23 年金海锂业新增产能的投放，预计将带来较大利润弹性，同时有效保障锂资源的供给。
- 锂原、圆柱保持稳定。** 预计 Q3 锂原电池收入约 5 亿元，贡献约 1 亿元+，而消费类锂电池中，预计 Q3 圆柱电池收入约 15 亿元，出货环比略有下滑，可能主要系下游电动工具市场需求不及预期，客户存在一定去库存需求，预计整体消费类锂电池利润贡献约 1.5 亿元。
- 投资建议：** 公司在客户、产品方面都已达到一定高度，管理上也支撑了小型锂电、动力储能大锂电两大差异化业务的并行发展，到目前成功发展成中等规模企业。公司当前仍在快速发展阶段，考虑到其资源端贡献的变化以及考虑激励费用的影响，预计 2022、2023 年归母净利润约 31、71 亿元（已经分别扣除 6.5 和 3.5 亿股权激励费用），调整至 110-120 元目标价。
- 风险提示：** 动力客户开拓低于预期，多业务管理风险，新型烟草政策与竞争。

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	8162	16900	36265	55665	79323
同比增长	27%	107%	115%	53%	42%
营业利润(百万元)	1929	3091	3616	8347	12099
同比增长	18%	60%	17%	131%	45%
归母净利润(百万元)	1652	2906	3111	7111	10222
同比增长	9%	76%	7%	129%	44%
每股收益(元)	0.87	1.53	1.64	3.75	5.38
PE	95.4	54.3	50.7	22.2	15.4
PB	11.0	8.8	7.8	5.9	4.4

资料来源：公司数据、招商证券

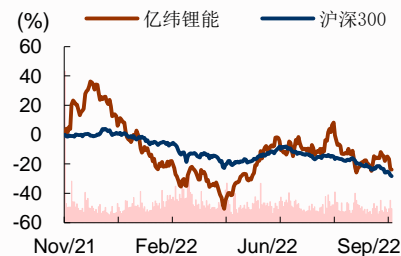
中游制造/电力设备及新能源
目标估值：110.00 - 120.00 元
当前股价：83.04 元

基础数据

总股本 (万股)	189879
已上市流通股 (万股)	183974
总市值 (亿元)	1577
流通市值 (亿元)	1528
每股净资产 (MRQ)	10.6
ROE (TTM)	16.7
资产负债率	66.3%
主要股东	西藏亿纬控股有限公司
主要股东持股比例	31.99%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-7	39	-28
相对表现	0	48	-1



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《亿纬锂能 (300014) — Q2 业绩符合预期，动力、储能业务盈利拐点清晰》2022-08-30
- 《亿纬锂能 (300014) — 公司实控人包揽 90 亿元定增》2022-06-08
- 《亿纬锂能 (300014) — 一季报业绩超预期，动力电池收入高增长》2022-05-04

游家训 S1090515050001

✉ youjx@cmschina.com.cn

刘巍 S1090522070003

✉ liuwei24@cmschina.com.cn

表 1: 年度业绩摘要

百万元	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2021Q1-Q3	2022Q1-Q3	同比变化 (%)
营业收入	4351.19	6411.64	8161.81	16899.80	11447.74	24283.33	112.12
营业成本	3318.32	4506.35	5794.13	13254.28	8735.10	20431.61	133.90
毛利润	1032.88	1905.29	2367.68	3645.53	2712.65	3851.72	41.99
销售税金	18.70	46.54	39.14	59.11	38.10	79.26	108.02
毛利润 (扣除销售税金)	1014.17	1858.75	2328.53	3586.41	2674.55	3772.46	41.05
销售费用	169.11	175.33	225.90	389.43	245.89	310.78	26.39
管理费用	139.61	188.78	269.90	572.46	279.75	554.00	98.03
研发费用	314.83	458.66	684.36	1310.40	923.58	1431.66	55.01
经营利润	390.63	1035.99	1148.37	1314.13	1225.33	1476.03	20.46
资产和信用减值损失	-84.28	-174.32	-103.59	-229.35	-170.30	-241.44	41.77
财务费用	93.29	95.31	59.80	131.84	62.63	9.02	-85.60
投资收益	364.57	839.89	837.33	1757.52	1304.15	874.96	-32.91
资产处置收益	-1.13	-0.52	-4.57	-6.04	-3.45	-6.49	88.41
公允价值变动净收益	0.00	0.00	4.67	9.09	2.49	-48.83	-2057.47
其他收益	28.11	27.87	106.43	377.85	103.92	658.26	533.45
营业外收入	1.78	0.40	0.44	5.38	0.47	0.90	90.70
营业外支出	0.80	7.78	11.31	55.38	29.29	14.02	-52.11
利润总额	605.59	1626.23	1917.97	3041.36	2370.70	2690.35	13.48
所得税	22.65	77.41	236.66	-108.13	-42.98	32.28	-175.10
税后净利润	582.94	1548.82	1681.31	3149.49	2413.68	2658.07	10.13
少数股东损益	12.23	26.82	29.28	243.70	197.87	-7.47	-103.78
归母净利润	570.71	1522.01	1652.03	2905.79	2215.80	2665.55	20.30
非经常性损益	74.54	30.75	126.42	358.68	85.76	488.82	469.98
扣非归母净利润	496.17	1491.26	1525.61	2547.12	2130.04	2176.73	2.19
%							百分点变化
毛利率	23.74	29.72	29.01	21.57	23.70	15.86	-7.83
销售费用率	3.89	2.73	2.77	2.30	2.15	1.28	-0.87
管理费用率	3.21	2.94	3.31	3.39	2.44	2.28	-0.16
研发费用率	7.24	7.15	8.38	7.75	8.07	5.90	-2.17
财务费用率	2.14	1.49	0.73	0.78	0.55	0.04	-0.51
经营利润率	8.98	16.16	14.07	7.78	10.70	6.08	-4.63
所得税率	9.40	9.84	21.90	-8.42	-4.03	1.78	5.81
净利率	13.40	24.16	20.60	18.64	21.08	10.95	-10.14
扣非净利率	11.40	23.26	18.69	15.07	18.61	8.96	-9.64

资料来源: 公司公告, 招商证券

表 2: 单季度业绩摘要

百万元	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q3 同比 (%)	22Q3 环比 (%)
营业收入	3602.26	4887.98	5452.06	6733.93	8192.40	9357.00	91.43	14.22
营业成本	2739.42	3834.86	4519.18	5808.06	6884.97	7738.58	101.80	12.40
毛利润	862.84	1053.12	932.88	925.87	1307.43	1618.42	53.68	23.79
销售费用	55.87	120.90	143.54	71.70	93.19	145.89	20.66	56.54
管理费用	97.49	117.70	292.71	141.37	190.23	222.40	88.95	16.91
研发费用	338.18	372.13	386.81	406.36	482.78	542.52	45.79	12.37
财务费用	37.99	17.22	69.21	67.55	-63.19	4.66	-72.96	-107.37
所得税	-94.35	-17.94	-65.15	-39.09	-20.35	91.72	-611.37	-550.74
归母净利润	847.86	721.10	689.99	521.17	837.89	1306.49	81.18	55.93
非经常性损	37.05	16.37	272.92	86.25	78.74	323.83	1878.08	311.28
扣非归母净	810.81	704.73	417.07	434.92	759.15	982.66	39.44	29.44

百万元	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q3 同比 (%)	22Q3 环比 (%)
%							百分点同比变动	百分点环比变动
毛利率	23.95	21.55	17.11	13.75	15.96	17.30	-4.25	1.34
销售费用率	1.55	2.47	2.63	1.06	1.14	1.56	-0.91	0.42
管理费用率	2.71	2.41	5.37	2.10	2.32	2.38	-0.03	0.05
研发费用率	9.39	7.61	7.09	6.03	5.89	5.80	-1.82	-0.09
财务费用率	1.05	0.35	1.27	1.00	-0.77	0.05	-0.30	0.82
所得税率	-31.55	-4.96	-29.98	-17.62	-3.46	9.12	14.08	12.58
净利率	23.54	14.75	12.66	7.74	10.23	13.96	-0.79	3.74
扣非净利率	22.51	14.42	7.65	6.46	9.27	10.50	-3.92	1.24

资料来源：公司公告，招商证券

表 3: 现金流情况

%	2017	2018	2019	2020	2021	2021Q1-Q3	2022Q1-Q3	百分点变化 (%)
赊销比	51.07	48.14	52.06	43.41	33.72	47.61	34.46	-13.14
存货营收比	30.42	27.59	17.62	21.00	21.96	25.62	32.59	6.97
销售商品、劳务获现金/营收	74.87	72.61	78.00	84.46	82.19	76.31	78.50	2.19
经营现金流净额/税后净利润	20.08	76.13	74.81	93.68	64.11	17.97	108.10	90.14

资料来源：公司公告，招商证券

表 4: 负债情况

	2017	2018	2019	2020	2021	2021Q1-Q3	2022Q1-Q3	同比变化 (%)
负债率%	57.15	63.10	52.67	35.13	54.22	46.83	66.30	19.47
短期借款 (百万元)	504.25	815.20	518.80	200.16	1,199.53	1,189.45	1,354.47	13.87
一年内到期的非流动负债 (百万元)	105.78	306.45	655.24	96.98	712.01	514.43	1,785.65	247.11
长期借款 (百万元)	477.39	585.81	134.00	1,105.08	5,480.70	3,433.49	13,725.7	299.76
应付债券 (百万元)					2,197.20		2,457.33	
长期应付款 (百万元)	626.50	1,114.59	1,887.52	85.00	586.11	85.00	698.22	721.43
在手现金 (百万元)	264.45	1,122.49	2,097.33	3,803.68	6,808.72	4,035.80	5,237.15	29.77

资料来源：公司公告，招商证券

表 5: 固定资产和在建工程情况

百万元	2017	2018	2019	2020	2021	2021Q1-Q3	2022Q1-Q3	同比变化 (%)
固定资产	1,470.90	2,485.96	4,022.06	6,322.28	8,321.03	7,872.47	8,681.74	10.28
在建工程	1,600.77	1,272.65	970.59	1,386.31	3,362.39	1,362.86	10,451.07	666.85

资料来源：公司公告，招商证券

表 6: 资产回报率情况

%	2017	2018	2019	2020	2021	2021Q1-Q3	2022Q1-Q3	百分点变
ROE	18.83	17.07	25.49	18.97	18.11	14.20	14.02	-0.18
ROA	7.31	6.67	11.77	8.01	8.97	7.76	4.77	-2.99
ROIC	13.04	13.91	22.83	12.72	12.99	11.37	8.01	-3.36

资料来源: 公司公告, 招商证券

盈利预测

表 7: 盈利预测

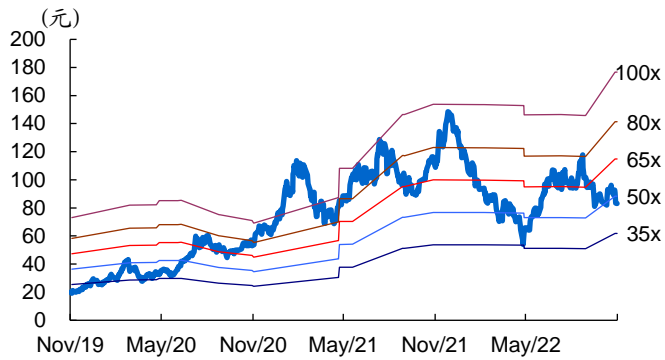
		2020	2021	2022E	2023E	2024E
锂原电池	收入(百万元)	1,491.4	1,852.6	1,991.8	2,163.0	2,352.3
	YoY	-21%	24%	8%	9%	9%
	毛利率	42%	42%	39%	40%	42%
消费电池	收入(百万元)	2,606.7	4,861.4	8,964.6	10,203.5	13,035.4
	YoY	8%	86%	84%	14%	28%
	毛利率	28%	25%	25%	29%	30%
锂离子電池	收入(百万元)	4,063.7	10,172.5	25,292.0	43,282.3	63,918.4
	YoY	93%	150%	149%	71%	48%
	毛利率	25%	17%	18%	24%	25%
总收入(百万元)		8,161.8	16,899.8	36,265.0	55,665.4	79,322.6
YoY		27%	107%	115%	53%	42%
毛利率		29%	22%	21%	26%	26%

资料来源: 公司公告, 招商证券

风险提示

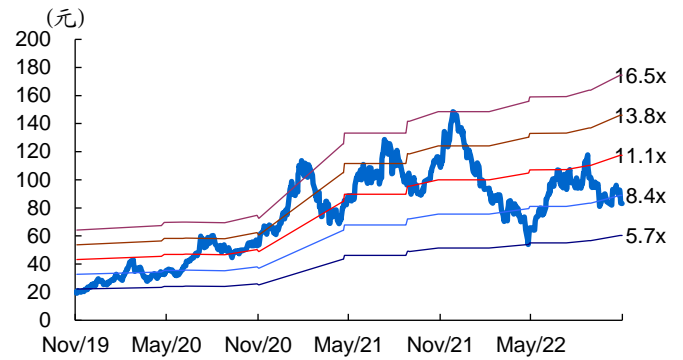
- 1) 公司工业消费电池新业务放量低于预期:** 公司消费类 ETC、圆柱电池比较稳健, 但 TWS 业务可能因为专利、产能问题, 导致交货量与盈利情况低于预期。
- 2) 动力客户的落地低于预期:** 公司已开拓宝马、戴姆勒、现代-起亚、小鹏等客户, 相应电池产能开始建设与投放, 如果客户需求最后不达预期, 可能有资产闲置或浪费的风险。
- 3) 扩张中的管理风险:** 公司实现了从小公司到中型公司的跨越, 但公司现在业务方面, 小电池、动力电池都有比较强的专业性, 管理难度比较大, 管理可能跟不上。
- 4) 新型烟草政策波动与竞争:** 思摩尔国际贡献投资收益较大, 目前在归上利润中占比高。全球的电子烟与加热低温烟的监管都在加强, 国内市场电子烟监管一定会更严格和规范, 可能会对市场需求有短期扰动甚至打击; 另外, 除思摩尔等长期从事新型烟草研发的企业之外, 深圳一批电子制造企业也在参与竞争, 不排除代工制造的盈利回报下降。

图 1: 亿纬锂能历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 亿纬锂能历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 点评报告: Q2 业绩符合预期, 动力、储能业务盈利拐点清晰, 2022.08.30
- 点评报告: 公司实控人包揽 90 亿元定增, 2022.06.08
- 点评报告: 业绩符合市场预期, 动力与储能、圆柱业务出货高增长, 2022.02.07
- 点评报告: 动力与储能电池加速扩产, 并发布新的股权激励计划, 2021.11.09
- 点评报告: 营收高增长, 原材料涨价、电子烟子公司影响盈利增长, 2021.10.31
- 点评报告: 业绩符合预期, 软包、圆柱电池贡献显著增长, 2021.08.29
- 深度报告: 动力电池盈利超预期, 消费电池态势良好, 2021.04.21
- 点评报告: 接连发布扩产计划, 动力电池业务将支撑未来几年高增长, 2021.03.12
- 点评报告: 思摩尔业绩超预期, 动力板块正在酝酿新的增长动力, 2021.1.25
- 深度报告: 在动力储能领域积蓄新的驱动力, 未来成长更加清, 2021.1.18
- 点评报告: 动力与圆柱电池将站上新高度, 公司仍将保持强成长, 2020.11.9
- 点评报告: ETC 需求下滑影响锂原业绩, 动力业务逐步收获, 2020.11.1
- 点评报告: 动力电池经营持续向好, 消费类电池稳健增长, 2020.8.29
- 点评报告: 连续获得全球顶级车企定点, 动力电池竞争力再被认可, 2020.7.22
- 点评报告: 动力板块酝酿突破, 新型烟草投资收益将重回快速增长, 2020.6.15
- 深度报告: 动力电池开始收获, “金豆”微型电池成为新增长要素, 2020.04.25
- 深度报告: 年报业绩符合预期, 内生业务持续高增长, 2020.04.21
- 点评报告: 小电池业务可能达到更高的高度, 动力板块将迎来收获, 2020.02.12

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	11342	18221	31603	48877	72907
现金	3804	6809	6347	11085	19278
交易性投资	1075	14	14	14	14
应收票据	567	696	1494	2293	3268
应收款项	2976	5002	10691	16411	23385
其它应收款	60	299	643	986	1405
存货	1714	3712	8055	11583	16328
其他	1146	1689	4360	6506	9229
非流动资产	14358	26312	28027	29580	30985
长期股权投资	4810	8142	8142	8142	8142
固定资产	6322	8321	10217	11924	13462
无形资产商誉	527	985	886	798	718
其他	2699	8865	8782	8716	8663
资产总计	25700	44534	59630	78457	103892
流动负债	7160	14906	27436	39178	54956
短期借款	200	1200	0	0	0
应付账款	5841	11571	25162	36183	51008
预收账款	223	294	638	918	1294
其他	895	1841	1636	2076	2654
长期负债	1870	9241	9241	9241	9241
长期借款	1105	5481	5481	5481	5481
其他	765	3760	3760	3760	3760
负债合计	9029	24146	36677	48418	64196
股本	1889	1898	2041	2041	2041
资本公积金	7792	8480	8480	8480	8480
留存收益	4695	7556	9718	16207	25007
少数股东权益	2295	2454	2714	3311	4168
归属于母公司所有者权益	14376	17934	20239	26728	35527
负债及权益合计	25700	44534	59630	78457	103892

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1548	1863	3021	5364	9634
净利润	1681	3149	3372	7708	11079
折旧摊销	556	872	1009	1171	1319
财务费用	85	173	100	120	80
投资收益	(837)	(1758)	(2062)	(2843)	(2789)
营运资金变动	(23)	(476)	567	(826)	(96)
其它	85	(99)	36	34	41
投资活动现金流	(2259)	(7384)	(665)	116	62
资本支出	(2038)	(6270)	(2727)	(2727)	(2727)
其他投资	(221)	(1114)	2062	2843	2789
筹资活动现金流	2293	8216	(2818)	(742)	(1502)
借款变动	(1123)	5113	(1912)	0	0
普通股增加	920	9	143	0	0
资本公积增加	4416	687	0	0	0
股利分配	(48)	(378)	(949)	(622)	(1422)
其他	(1871)	2784	(100)	(120)	(80)
现金净增加额	1582	2694	(461)	4737	8194

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	8162	16900	36265	55665	79323
营业成本	5794	13254	28822	41447	58428
营业税金及附加	39	59	127	195	277
营业费用	226	389	907	1392	1983
管理费用	270	572	1704	2282	2697
研发费用	684	1310	2792	4286	6108
财务费用	60	132	100	120	80
资产减值损失	(108)	(235)	(259)	(440)	(440)
公允价值变动收益	5	9	9	9	9
其他收益	106	378	378	378	378
投资收益	837	1758	1676	2456	2402
营业利润	1929	3091	3616	8347	12099
营业外收入	0	5	0	0	0
营业外支出	11	55	55	55	55
利润总额	1918	3041	3560	8291	12043
所得税	237	(108)	188	583	964
少数股东损益	29	244	261	596	857
归属于母公司净利润	1652	2906	3111	7111	10222

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	27%	107%	115%	53%	42%
营业利润	18%	60%	17%	131%	45%
归母净利润	9%	76%	7%	129%	44%
获利能力					
毛利率	29.0%	21.6%	20.5%	25.5%	26.3%
净利率	20.2%	17.2%	8.6%	12.8%	12.9%
ROE	15.1%	18.0%	16.3%	30.3%	32.8%
ROIC	11.5%	15.2%	11.9%	23.8%	27.2%
偿债能力					
资产负债率	35.1%	54.2%	61.5%	61.7%	61.8%
净负债比率	5.5%	16.6%	9.2%	7.0%	5.3%
流动比率	1.6	1.2	1.2	1.2	1.3
速动比率	1.3	1.0	0.9	1.0	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.5	0.7	0.8	0.9
存货周转率	4.1	4.9	4.9	4.2	4.2
应收账款周转率	2.4	3.7	4.1	3.6	3.5
应付账款周转率	1.2	1.5	1.6	1.4	1.3
每股资料(元)					
EPS	0.87	1.53	1.64	3.75	5.38
每股经营净现金	0.82	0.98	1.59	2.82	5.07
每股净资产	7.57	9.45	10.66	14.08	18.71
每股股利	0.20	0.50	0.33	0.75	1.08
估值比率					
PE	95.4	54.3	50.7	22.2	15.4
PB	11.0	8.8	7.8	5.9	4.4
EV/EBITDA	82.2	51.2	42.9	21.0	15.0

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

游家训：浙江大学硕士，曾就职于国家电网公司上海市电力公司、中银国际证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业首席分析师。

刘巍：德国斯图加特大学车辆工程硕士，曾就职于保时捷汽车、沙利文咨询公司，2020 年加入招商证券，覆盖新能源车汽车产业链、工控自动化。

赵旭：中国农业大学硕士，曾就职于川财证券，2019 年加入招商证券，覆盖风电、光伏产业。

张伟鑫：天津大学电气工程硕士，曾就职于国金证券，2021 年加入招商证券，覆盖新能源发电产业。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。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；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。