

## 盈利能力环比提升, 公司成长性趋于清晰

### 投资要点

- 事件:** 公司发布2023年半年报, 上半年实现收入229.8亿元, 同比+53.9%; 实现归母净利润21.5亿元, 同比+58.3%; 实现扣非归母净利润12.6亿元, 同比+5.2%。其中单Q2实现收入117.9亿元, 同比+43.9%, 环比+5.4%; 实现归母净利润10.1亿元, 同比+20.7%, 环比-11.3%; 实现扣非归母净利润6.4亿元, 同比-15.1%, 环比+5.4%。
- 量:** 储能+动力销售齐开花, 实现高速增长。23H1, 公司实现锂电池销售21.6GWh, 同比接近翻倍增长。经测算, 单Q2实现锂电池销售11.6GWh, 环比小幅增加。结构上, 储能电池销售约4.8GWh, 储能装机需求在碳酸锂价格企稳后, 于Q2显著恢复; 动力销售约6.7GWh, 主要受益于国内大客户端放量。预计23H2伴随着碳酸锂价格进一步下降, 储能需求持续修复, 公司在手订单充沛、新增产能落地, 预计销量领先行业增长, H2实现出货超16GWh, 对应全年销售约25GWh; 动力端需求季节性较强, H2将显著优于H1, 预计销量伴随行业增长, H2环比+40%以上, 对应实现出货超17GWh。对应全年出货超30GWh。公司年内储能、动力销量均实现高水平增长, 成长性趋于清晰。
- 价:** 受原材料跌价影响, 电池价格快速下降。百川盈孚数据显示, 23H1公司核心原材料碳酸锂价格大幅波动, 其中Q1碳酸锂均价约40.4万元/吨, Q2碳酸锂均价约25.5万元/吨, 降幅约15万元/吨, 导致公司电池产品价格受锂价联动影响环比下滑。经测算, 23Q2公司储能电芯均价约0.75元/Wh, 环比-0.1元/Wh; 铁锂动力电芯均价约0.85元/Wh, 环比-0.1元/Wh。然而, 受汇率波动影响, 三元软包电池均价或逆势上涨, 利润空间增大。
- 利:** 成本端压力骤减, 盈利能力成长性兑现。23Q2, 公司实现扣非归母净利润6.4亿元, 经测算, 其中碳酸锂贡献利润约0.3亿元, 参股公司贡献利润1.0亿元, 对应储能+动力产品实现利润约5.6亿元, 环比+101%。其中, Q2储能产品单位利润达0.04元/Wh, 动力产品单位利润达0.03元/Wh, 较Q1均存在显著增长。经测算, 碳酸锂价格每下降1万元/吨, 对应锂电池成本下降约0.5分/Wh(0.005元/Wh), 公司通过技术降本、优质客户导入、供应链整合等途径实现降本, 成本下降幅度超过价格下降幅度, 降本增效撑起电池产品利润空间, 体现利润端成长性。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2023-2025年EPS分别为2.50元、3.32元、4.48元, 对应PE分别为19倍、15倍、11倍。公司规划目标积极, 改革动作、新增产能持续落地, 看好中长期成长, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 汇率波动风险, 锂电池政策变动风险, 原材料价格波动风险, 竞争加剧风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	36303.95	53870.00	70870.00	87120.00
增长率	114.82%	48.39%	31.56%	22.93%
归属母公司净利润(百万元)	3508.96	5106.69	6793.53	9156.37
增长率	20.76%	45.53%	33.03%	34.78%
每股收益EPS(元)	1.72	2.50	3.32	4.48
净资产收益率ROE	11.07%	14.21%	16.15%	18.20%
PE	28	19	15	11
PB	3.27	2.84	2.44	2.05

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨  
执业证号: S1250520100002  
电话: 021-58351923  
邮箱: hch@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	20.46
流通A股(亿股)	18.62
52周内股价区间(元)	48.6-104.85
总市值(亿元)	994.22
总资产(亿元)	896.81
每股净资产(元)	15.92

### 相关研究

- 亿纬锂能(300014): 收入持续高增, 成本端承压(2022-05-04)

## 盈利预测与估值

### 关键假设：

假设 1：受益于锂电池价格下降，全球储能装机需求维持高增，2023-2025 年公司储能电池销量 25GWh、40GWh、55GWh。

假设 2：公司动力锂电池市占率较 2022 年提升，2023-2025 年达到 4.7%、5.4%、5.7%，对应动力电池出货约 30GWh、45GWh、60GWh；

假设 3：随着碳酸锂价格下降、出货结构变动，2023-2025 年公司储能电池单价 0.75 元/Wh、0.65 元/Wh、0.60 元/Wh，动力电池（不含软包产品）单价 0.85 元/Wh、0.75 元/Wh、0.70 元/Wh，高端软包产品单价 1.00 元/Wh、0.95 元/Wh、0.90 元/Wh；

假设 4：随着公司降本增效，2023-2025 年公司电池产品毛利率逐年提升；

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
动力电池 (2022 年为锂离子电 销售数据)	收入	34050.8	27000.0	35750.0	44000.0
	增速		-20.7%	32.4%	23.1%
	毛利率	15.0%	14.5%	15.0%	16.0%
储能电池	收入		18750.0	26000.0	33000.0
	增速			38.7%	26.9%
	毛利率		16.0%	16.5%	17.5%
消费电池 (2022 年为锂原电 销售数据)	收入	2145.5	8000.0	9000.0	10000.0
	增速		272.9%	12.5%	11.1%
	毛利率	34.7%	21.5%	21.5%	21.5%
其他	收入	107.7	120.0	120.0	120.0
	增速		11.4%	0.0%	0.0%
	毛利率	97.9%	98.0%	98.0%	98.0%
合计	收入	36303.9	53870.0	70870.0	87120.0
	增速	114.8%	48.4%	31.6%	22.9%
	毛利率	16.4%	16.2%	16.5%	17.3%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 538.7 亿元（+48.4%）、708.7 亿元（+31.6%）和 871.2 亿元（+22.9%），归母净利润分别为 51.1 亿元（+45.5%）、67.9 亿元（+33.0%）、91.6 亿元（+34.8%），EPS 分别为 2.50 元、3.32 元、4.48 元，对应 PE 分别为 19 倍、15 倍、11 倍。

综合考虑业务范围，选取了锂电池行业 3 家上市公司作为估值参考，其中宁德时代、国轩高科为锂电池行业龙头，已实现全球化布局，体量较大，且多品类覆盖；珠海冠宇为消费锂电供应商，体量相对较小。

**表 2：可比公司估值**

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
300750.SZ	宁德时代	10038	228.34	12.58	10.54	13.93	18.04	31	22	16	13
002074.SZ	国轩高科	413	23.19	0.18	0.60	1.00	1.32	165	39	23	18
688772.SH	珠海冠宇	220	19.6	0.08	0.40	0.92	1.31	230	49	21	15
平均值									37	20	15
300014.SZ	亿纬锂能	994	48.6	1.72	2.50	3.32	4.48	28	19	15	11

数据来源：Wind, 西南证券整理

从 PE 角度看，公司 2024 年估值为 15 倍，行业平均值为 20 倍，显著低于行业平均估值水平。伴随公司未来储能、动力客户持续开拓，出货维持高水平增长，看好利润端进一步的弹性释放，给予 2024 年 20 倍估值，对应目标价 66.4 元，维持“买入”评级。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	36303.95	53870.00	70870.00	87120.00	净利润	3671.89	5400.69	7119.38	9509.17
营业成本	30338.44	45117.40	59164.90	72037.40	折旧与摊销	1185.98	995.32	995.32	995.32
营业税金及附加	111.96	188.93	238.45	293.19	财务费用	147.01	53.87	70.87	87.12
销售费用	513.30	646.44	850.44	1045.44	资产减值损失	-126.26	0.00	0.00	0.00
管理费用	1447.12	4309.60	5669.60	6969.60	经营营运资本变动	1778.27	2713.56	1318.21	1121.29
财务费用	147.01	53.87	70.87	87.12	其他	-3796.68	-358.81	-870.03	-540.07
资产减值损失	-126.26	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>2860.22</b>	<b>8804.63</b>	<b>8633.75</b>	<b>11172.82</b>
投资收益	1241.74	1000.00	1000.00	1000.00	资本支出	-12987.56	-2000.00	-2000.00	-2000.00
公允价值变动损益	-13.40	0.00	0.00	0.00	其他	-6929.69	1000.00	1000.00	1000.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-19917.25</b>	<b>-1000.00</b>	<b>-1000.00</b>	<b>-1000.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>3511.93</b>	<b>4553.76</b>	<b>5875.74</b>	<b>7687.25</b>	短期借款	94.87	105.59	100.00	100.00
其他非经营损益	-13.81	1800.00	2500.00	3500.00	长期借款	8356.53	6000.00	4000.00	2000.00
<b>利润总额</b>	<b>3498.13</b>	<b>6353.76</b>	<b>8375.74</b>	<b>11187.25</b>	股权融资	9545.80	0.00	0.00	0.00
所得税	-173.77	953.06	1256.36	1678.09	支付股利	-303.50	-701.79	-1021.34	-1358.71
净利润	3671.89	5400.69	7119.38	9509.17	其他	427.49	-2620.64	-70.87	-87.12
少数股东损益	162.93	294.00	325.85	352.80	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>18121.19</b>	<b>2783.16</b>	<b>3007.79</b>	<b>654.17</b>
归属母公司股东净利润	3508.96	5106.69	6793.53	9156.37	<b>现金流量净额</b>	<b>1106.65</b>	<b>10587.78</b>	<b>10641.54</b>	<b>10827.00</b>
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	8978.71	19566.49	30208.03	41035.02	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	13817.70	21553.22	27752.23	34159.44	销售收入增长率	114.82%	48.39%	31.56%	22.93%
存货	8587.98	12941.26	17202.56	20848.26	营业利润增长率	13.60%	29.67%	29.03%	30.83%
其他流动资产	5472.71	4553.72	4930.31	5290.29	净利润增长率	16.59%	47.08%	31.82%	33.57%
长期股权投资	11504.51	11504.51	11504.51	11504.51	EBITDA 增长率	18.30%	15.65%	23.90%	26.33%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	24154.46	25351.66	26548.85	27746.05	毛利率	16.43%	16.25%	16.52%	17.31%
无形资产和开发支出	1482.76	1332.49	1182.22	1031.94	三费率	5.80%	9.30%	9.30%	9.30%
其他非流动资产	9638.98	9596.75	9554.51	9512.27	净利率	10.11%	10.03%	10.05%	10.92%
<b>资产总计</b>	<b>83637.81</b>	<b>106400.08</b>	<b>128883.22</b>	<b>151127.78</b>	ROE	11.07%	14.21%	16.15%	18.20%
短期借款	1294.41	1400.00	1500.00	1600.00	ROA	4.39%	5.08%	5.52%	6.29%
应付和预收款项	26042.78	40960.38	52699.96	64194.18	ROIC	21.59%	16.53%	21.00%	26.16%
长期借款	13837.23	19837.23	23837.23	25837.23	EBITDA/销售收入	13.35%	10.40%	9.80%	10.07%
其他负债	9303.22	6207.91	6753.43	7253.31	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>50477.63</b>	<b>68405.52</b>	<b>84790.61</b>	<b>98884.72</b>	总资产周转率	0.57	0.57	0.60	0.62
股本	2041.76	2045.72	2045.72	2045.72	固定资产周转率	3.79	5.15	7.34	9.84
资本公积	17881.96	17878.00	17878.00	17878.00	应收账款周转率	4.66	3.98	3.68	3.63
留存收益	10875.11	15280.01	21052.20	28849.86	存货周转率	4.79	4.11	3.90	3.78
归属母公司股东权益	30413.45	34953.84	40726.03	48523.69	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	73.38%	—	—	—
少数股东权益	2746.73	3040.73	3366.58	3719.38	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>33160.18</b>	<b>37994.56</b>	<b>44092.61</b>	<b>52243.07</b>	资产负债率	60.35%	64.29%	65.79%	65.43%
负债和股东权益合计	83637.81	106400.08	128883.22	151127.78	带息债务/总负债	34.75%	34.57%	32.72%	30.18%
					流动比率	1.15	1.33	1.42	1.48
					速动比率	0.88	1.04	1.11	1.17
					股利支付率	8.65%	13.74%	15.03%	14.84%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	4844.93	5602.94	6941.93	8769.69	每股收益	1.72	2.50	3.32	4.48
PE	28.33	19.47	14.63	10.86	每股净资产	14.87	17.09	19.91	23.72
PB	3.27	2.84	2.44	2.05	每股经营现金	1.40	4.30	4.22	5.46
PS	2.74	1.85	1.40	1.14	每股股利	0.15	0.34	0.50	0.66
EV/EBITDA	20.21	16.23	12.16	8.63					
股息率	0.31%	0.71%	1.03%	1.37%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com

---

	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn

---