

储能规划清晰, 展望2024年出货高增

投资要点

- 事件:** 公司发布2023年报及2024一季报。2023年实现收入487.84亿元, 同比+34.38%; 实现归母净利润40.50亿元, 同比+15.42%。24Q1实现收入93.17亿元, 同比-16.70%; 实现归母净利润10.66亿元, 同比-6.49%。
- 量:** 下游客户持续开拓, 储能出货占比提升。2023年, 公司动力电池出货28.1GWh, 同比+31%; 储能电池出货26.3GWh, 同比+73%, 储能出货占比显著提升。2023年内, 公司与ABS、EA、PKL、Powin等国际头部企业进行战略合作, 持续匹配下游需求。同时, 公司顺利开展46系大圆柱电池商业化, 实现量产装车。截止2023年12月底, 公司46系大圆柱电池已下线超过425万只, 并拥有50GWh以上规划产能。在储能业务领域, 公司推出了全新一代Mr旗舰系列产品, 拳头产品能量效率达到96%、系统能效高达95%。24Q1, 公司动力电池出货6.5GWh, 同比+6%, 储能电池出货7.0GWh, 同比+113%。预计伴随下游需求旺盛、历史意向订单兑现, 2024年公司储能产品出货有望实现翻倍增长。
- 价:** 成本联动背景下产品降价压力较大。2023年, 公司锂电池产品上游核心原材料碳酸锂价格年内降幅较大, 由年初51万元/吨下跌至9.7万元/吨, 总体维持历史高位, 一定程度缓解了公司成本压力。2023年公司动力产品单价0.85元/Wh, 储能产品单价0.62元/Wh。经测算, 24Q1公司动储产品单价维持在约0.6元/Wh水平, 显著高于市场均价(0.44元/Wh, BAIINFO), 产品认可度较高。
- 利:** 消费类业务打底, 储能、海外需求贡献主要利润。2023年, 公司消费电池实现收入84亿元, 毛利率上涨1pp至24%, 对应利润贡献约10亿元。公司储能产品毛利率达17%, 同比+8pp; 分地区看, 境外客户毛利率达25%, 同比+6pp, 储能、海外需求贡献主要利润。经测算, 2023年公司动储产品单位利润约0.03元/Wh, 贡献净利润约17亿元; 24Q1单位利润微降至0.03元/Wh以下, 预计2024年动储产品单位利润维持在0.02~0.03元/Wh区间。同时, 伴随下游库存消化, 消费类小动力产品需求较好, 年内有望贡献利润增量, 预计2024年消费类产品利润贡献达到13亿元以上。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2024-2026年EPS分别为2.31元、3.05元、3.81元, 对应PE分别为16倍、12倍、10倍。公司24年储能业务规划目标积极, 动力业务出货量跻身全球前列, 研发布局清晰、产品矩阵完整, 伴随供给侧出清, 看好公司市占率提升、盈利能力增强, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 汇率波动风险; 政策变动风险; 原材料价格波动风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	48783.59	63750.00	80750.00	96000.00
增长率	34.38%	30.68%	26.67%	18.89%
归属母公司净利润(百万元)	4050.17	4724.10	6244.43	7801.81
增长率	15.42%	16.64%	32.18%	24.94%
每股收益EPS(元)	1.98	2.31	3.05	3.81
净资产收益率ROE	11.89%	12.16%	14.13%	15.27%
PE	19	16	12	10
PB	2.18	1.95	1.71	1.49

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
分析师: 胡泽邦
执业证号: S1250524030003
邮箱: huzb@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)	32.03-70.36
总市值(亿元)	756.30
总资产(亿元)	962.34
每股净资产(元)	17.50

相关研究

- 亿纬锂能(300014): 盈利能力环比提升, 公司成长性趋于清晰 (2023-09-01)

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：公司储能产品销量 2024-2026 年分别为 55GWh、75GWh、90GWh；动力产品销量 2024-2026 年分别为 34GWh、43GWh、53GWh。

假设 2：公司储能、动力产品价格参考 2023 年、24Q1 水平。

假设 3：公司储能产品毛利率 2024-2026 年维持在 18% 水平，动力产品毛利率 2024-2026 年伴随着供给逐步出清，向头部优质公司水平修复，分别为 15.5%、16.5%、18%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 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		2023A	2024E	2025E	2026E
动力电池	收入	23984	22400	27400	33400
	增速	31.4%	-6.6%	22.3%	21.9%
	毛利率	14.4%	15.5%	16.5%	18.0%
储能电池	收入	16340	30250	41250	49500
	增速	73.2%	85.1%	36.4%	20.0%
	毛利率	17.0%	18.0%	18.0%	18.0%
消费电池	收入	8362	11000	12000	13000
	增速	-1.8%	31.5%	9.1%	8.3%
	毛利率	23.7%	24.0%	24.0%	24.0%
其他	收入	97.4	100	100	100
	增速	-9.6%	2.7%	0.0%	0.0%
	毛利率	99.1%	99.0%	99.0%	99.0%
合计	收入	48784	63750	80750	96000
	增速	34.4%	30.7%	26.7%	18.9%
	毛利率	17.0%	18.3%	18.5%	18.9%

数据来源：Wind, 西南证券

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，其中宁德时代为行业龙头，已实现全球化布局，体量较大、多品类覆盖，且研发能力领先；国轩高科、鹏辉能源是细分赛道优质企业，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)			
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
300750.SZ	宁德时代	8912	202.60	10.03	11.10	13.31	15.66	16	18	15	13
002074.SZ	国轩高科	335	18.76	0.53	0.65	0.90	1.20	41	29	21	16
300438.SZ	鹏辉能源	121	23.96	0.09	0.83	1.15	1.49	330	29	21	16
平均值								129	25	19	15
300014.SH	亿纬锂能	756	36.97	1.98	2.31	3.05	3.81	19	16	12	10

数据来源：Wind, 西南证券整理

从 PE 角度看，公司 2024 年估值为 16 倍，行业平均值为 25 倍，显著低于行业平均估值水平。伴随公司未来储能产品出货增长、前期战略合作、意向订单兑现等因素，业绩将呈现高质量增长趋势，看好利润端进一步的弹性释放，给予 2024 年 22 倍估值，对应目标价 50.82 元，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	48783.59	63750.00	80750.00	96000.00	净利润	4520.27	5174.10	6844.43	8501.81
营业成本	40473.30	52094.00	65825.00	77859.00	折旧与摊销	1658.09	2614.24	2614.24	2614.24
营业税金及附加	158.13	206.02	259.23	309.37	财务费用	199.15	289.37	355.46	547.15
销售费用	648.57	828.75	969.00	1152.00	资产减值损失	-364.91	0.00	0.00	0.00
管理费用	4299.63	5227.50	6460.00	7488.00	经营营运资本变动	5572.98	1215.11	3523.42	1502.55
财务费用	199.15	289.37	355.46	547.15	其他	-2909.31	-103.95	-144.41	-155.14
资产减值损失	-364.91	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	8676.26	9188.87	13193.14	13010.62
投资收益	608.50	400.00	400.00	400.00	资本支出	-12175.61	-3000.00	-3000.00	-3000.00
公允价值变动损益	12.36	0.00	0.00	0.00	其他	6254.54	400.00	400.00	400.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-5921.07	-2600.00	-2600.00	-2600.00
营业利润	4845.74	5504.36	7281.31	9044.48	短期借款	-173.43	-20.97	-100.00	-100.00
其他非经营损益	-16.95	0.00	0.00	0.00	长期借款	163.57	0.00	0.00	0.00
利润总额	4828.79	5504.36	7281.31	9044.48	股权融资	684.39	0.00	0.00	0.00
所得税	308.52	330.26	436.88	542.67	支付股利	-326.84	-810.03	-944.82	-1248.89
净利润	4520.27	5174.10	6844.43	8501.81	其他	-316.64	-4170.61	-355.46	-547.15
少数股东损益	470.09	450.00	600.00	700.00	筹资活动现金流净额	31.04	-5001.62	-1400.28	-1896.04
归属母公司股东净利润	4050.17	4724.10	6244.43	7801.81	现金流量净额	2694.19	1587.26	9192.87	8514.58
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	10506.21	12093.47	21286.33	29800.91	成长能力				
应收和预付款项	14570.27	21499.37	26305.35	31385.04	销售收入增长率	34.38%	30.68%	26.67%	18.89%
存货	6316.01	10390.84	12389.27	15104.32	营业利润增长率	37.98%	13.59%	32.28%	24.21%
其他流动资产	5393.95	4525.57	4891.69	5220.12	净利润增长率	23.10%	14.46%	32.28%	24.21%
长期股权投资	14410.65	14410.65	14410.65	14410.65	EBITDA 增长率	38.35%	25.44%	21.92%	19.07%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	35800.98	36441.02	37081.06	37721.10	毛利率	17.04%	18.28%	18.48%	18.90%
无形资产和开发支出	2062.45	1847.08	1631.71	1416.34	三费率	8.23%	9.95%	9.64%	9.57%
其他非流动资产	5294.81	5255.90	5216.99	5178.08	净利率	9.27%	8.12%	8.48%	8.86%
资产总计	94355.34	106463.90	123213.06	140236.56	ROE	11.89%	12.16%	14.13%	15.27%
短期借款	1120.97	1100.00	1000.00	900.00	ROA	4.79%	4.86%	5.55%	6.06%
应付和预收款项	31070.39	42754.12	53277.02	62773.68	ROIC	15.81%	15.76%	20.67%	25.90%
长期借款	14000.79	14000.79	14000.79	14000.79	EBITDA/销售收入	13.74%	13.19%	12.69%	12.71%
其他负债	10157.92	6075.96	6502.60	6876.52	营运能力				
负债合计	56350.07	63930.87	74780.41	84551.00	总资产周转率	0.55	0.63	0.70	0.73
股本	2045.72	2045.72	2045.72	2045.72	固定资产周转率	2.99	3.10	4.43	6.06
资本公积	18562.39	18562.39	18562.39	18562.39	应收账款周转率	4.19	4.09	4.00	3.91
留存收益	14611.86	18525.92	23825.53	30378.45	存货周转率	5.16	5.85	5.51	5.45
归属母公司股东权益	34732.86	38810.63	44110.24	50663.16	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	69.28%	—	—	—
少数股东权益	3272.40	3722.40	4322.40	5022.40	资本结构				
股东权益合计	38005.27	42533.03	48432.65	55685.57	资产负债率	59.72%	60.05%	60.69%	60.29%
负债和股东权益合计	94355.34	106463.90	123213.06	140236.56	带息债务/总负债	31.20%	27.46%	23.35%	20.53%
					流动比率	0.97	1.07	1.15	1.23
					速动比率	0.80	0.84	0.93	1.00
					股利支付率	8.07%	17.15%	15.13%	16.01%
业绩和估值指标					每股指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	6702.98	8407.97	10251.01	12205.87	每股收益	1.98	2.31	3.05	3.81
PE	18.67	16.01	12.11	9.69	每股净资产	16.98	18.97	21.56	24.77
PB	2.18	1.95	1.71	1.49	每股经营现金	4.24	4.49	6.45	6.36
PS	1.55	1.19	0.94	0.79	每股股利	0.16	0.40	0.46	0.61
EV/EBITDA	11.74	8.69	6.22	4.52					
股息率	0.43%	1.07%	1.25%	1.65%					

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。

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
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
上海	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	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
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@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	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@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
