

亿纬锂能 (300014 CH, 买入, 目标价: RMB64.30)

买入

持有

卖出

目标价: RMB64.30 当前股价: RMB49.44

股价上行/下行空间 +30%

52 周最高/最低价 (RMB) 58.54/30.53

市值 (US\$mn) 14,202

当前发行数量(百万股) 2,046

三个月平均日交易额 (US\$mn) 200

流通盘占比 (%) 100

主要股东 (%)

西藏亿纬控股有限公司 32

骆锦红 4

刘金成 4

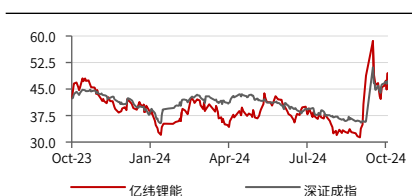
按 2024 年 10 月 25 日收市数据

资料来源: FactSet

主要调整

	现值	原值	变动
评级	买入	买入	N/A
目标价 (RMB)	64.30	55.30	16%
2024E EPS (RMB)	2.28	2.21	3%
2025E EPS (RMB)	3.19	3.19	0%
2026E EPS (RMB)	3.82	3.55	7%

股价表现



资料来源: FactSet

华兴对比市场预测 (差幅%)

	2024E	2025E
营收 (RMBmn)	53,588 (-4%)	68,331 (-6%)
EPS (RMB)	2.31 (-2%)	2.88 (+11%)

注: 所示市场预测来源于 Wind。正差幅 = 华兴预测高于市场预测; 负差幅 = 华兴预测低于市场预测。

3Q24 毛利率大幅改善, 看好 2025/26 年海外储能业务占比提升

- 3Q24 毛利率环比大幅提升至 19.0%，扣非归母净利润环比增速亮眼。
- 预计 2025/26 海外储能业务占比持续提升；首个全球合作经营模式项目进展顺利。
- 维持“买入”评级，上调目标价至 64.30 元。

3Q24 毛利率环比大幅提升至 19.0%，扣非归母净利润环比增速亮眼。根据亿纬锂能 3Q24 季报，公司 3Q24 营业收入为 123.9 亿元，同比下滑 1.3%、环比增长 0.4%；毛利率为 19.0%，同环比增长 0.7/3.4 个百分点；归母净利润为 10.5 亿元，同环比下降 17.4%/1.9%；扣非归母净利润 10.0 亿元，同环比增长 11.4%/25.5%，扣非环比增速亮眼。费用端，当季研发费用率同环比增加 0.3/0.4 个百分点至 6.1%，销售及管理费用率同环比下降 0.4/0.1 个百分点至 3.3%，销管费用管控良好。我们认为公司毛利率大幅提升主要系 1) 动力、储能电池的产能利用率提升；2) 动力、储能电池价格维稳的同时原材料成本降低。

预计 2025/26 海外储能业务占比持续提升，首个全球合作经营模式项目进展顺利。拆分业务来看，1) 动力电池：根据公司 3Q24 季报，由于部分乘用车大客户车型销量不及预期，公司 1Q24-3Q24 累计出货 20.7GWh，仅同比增长 5.0%。在 3Q24 业绩会上，管理层表示 4Q24 有望迎来新客户零跑汽车的放量，电池出货量和产能利用率将稳步提升。2) 储能电池：根据公司 3Q24 季报，前三季度出货量为 35.7GWh，同比增长 115.6%。根据 InfoLink 数据，2024 年上半年，公司储能电芯出货量全球排名第二，首次超越前期第二名的比亚迪。管理层预计 2025/26 年海外储能业务的占比会逐年提升。3) 消费电池：根据公司 3Q24 季报，自 1Q24 去库完成后，截至目前已连续 6 个月满产满销，管理层在业绩会上预计满产满销将持续至年底，并表示马来西亚工厂建设进展顺利。新业务方面，根据公司 3Q24 业绩会，公司首个全球合作经营 Cooperation License Service (CLS) 模式项目 ACT 公司 (Amplify Cell Technologies LLC) 进展顺利，且目前多个项目正处于洽谈阶段。ACT 项目由亿纬锂能、康明斯、戴姆勒卡车、佩卡共同投资，在美国密西西比州建设一座年产能约为 21GWh 的方形磷酸铁锂电池工厂，主要应用于指定的北美商用车领域，并预计于 2026 年开始出货。

维持“买入”评级，上调目标价至 64.30 元。基于 3Q24 业绩以及管理层指引，我们下调公司 2024-2026 年营业收入至 513.9/642.5/805.6 亿元，上调 2024-2026 年归母净利润预测至 46.5/65.3/78.1 亿元，同比增长 14.9%/40.2%/19.6%。估值方面：考虑到 1) 公司动力电池业务产能利用率有望从 4Q24 开始逐季修复；2) 储能电池和消费电池有望维持满产满销；以及 3) 我们预计公司 2025 年归母净利润同比增速为 40.2%，我们给予亿纬锂能电池板块 2025 年 19 倍 P/E 估值，对应板块估值为 1,124.0 亿元。叠加在思摩尔总的投资份额，我们最终得到亿纬锂能总估值为 1,316.3 亿元，并得到最新目标价为 64.30 元（原目标价 55.30 元），重申“买入”评级。

风险提示：1) 新能源汽车销量不及预期；2) 行业竞争加剧；3) 思摩尔业务不及预期。

研究团队

王一鸣, 分析师

证书编号: S1680521050001

电话: +86 21 6015 6850

电邮地址: ymwang@huaxingsec.com

王梓溢, 分析师

证书编号: S1680524060001

电话: +86 6015 6877

电邮地址: ziyiwang@huaxingsec.com

财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (RMBmn)	36,305	48,784	51,385	64,254	80,563
息税前利润 (RMBmn)	3,897	5,308	5,939	7,859	9,136
归母净利润 (RMBmn)	3,509	4,050	4,654	6,528	7,810
每股收益 (RMB)	1.83	1.97	2.28	3.19	3.82
市盈率 (x)	48.8	30.2	21.7	15.5	13.0

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。资料来源: Wind, 华兴证券预测

图表 1:亿纬锂能--主要季度财务数据

单位: 百万元	3Q23A	2Q24A	3Q24A
营业收入	12,553	12,342	12,390
同比	34.2%	4.7%	-1.3%
环比	6.5%	32.5%	0.4%
毛利润	2,302	1,920	2,355
同比	42.2%	8.1%	2.3%
环比	29.5%	16.8%	22.6%
毛利率	18.3%	15.6%	19.0%
研发费用	725	700	750
同比	33.6%	43.3%	3.5%
环比	48.4%	-3.2%	7.2%
销售及管理费用	464	420	411
同比	26.1%	16.8%	-11.4%
环比	29.1%	2.0%	-2.1%
归母净利润	1,273	1,072	1,051
同比	-2.5%	6.3%	-17.4%
环比	25.9%	0.5%	-1.9%

资料来源: 公司公告

盈利预测

基于 3Q24 业绩以及管理层指引, 我们下调亿纬锂能 2024-2026 年营业收入预测 14.8%/13.7%/10.7%至 513.9/642.5/805.6 亿元, 同比增长 5.3%/25.0%/25.4%。我们上调 2024-2026 年的毛利率预测, 以反映公司产能利用率提升以及动力和储能电池材料成本下降。我们下调对 2024-2026 年研发和销售管理费用的预测, 以反映相关费用随营收规模的下降而减少, 以及公司经营效率的持续提升。综上, 我们上调 2024-2026 年归母净利润预测至 46.5/65.3/78.1 亿元, 同比增长 14.9%/40.2%/19.6%。

图表 2: 核心盈利预测变化

单位: 百万元	调整后			调整前			变动		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
营业收入	51,385	64,254	80,563	60,294	74,427	90,166	-14.8%	-13.7%	-10.7%
毛利	9,159	11,951	15,348	10,441	13,402	16,731	-12.3%	-10.8%	-8.3%
毛利率 (%)	17.8%	18.6%	19.1%	17.3%	18.0%	18.6%	0.5ppts	0.6ppts	0.5ppts
研发费用	3,083	3,727	4,512	3,316	4,019	4,688	-7.0%	-7.3%	-3.8%
销售及管理费用	1,798	2,120	3,585	2,498	2,712	4,611	-28.0%	-21.8%	-22.3%
归母净利润	4,654	6,528	7,810	4,529	6,524	7,267	2.8%	0.1%	7.5%
每股收益 (元)	2.28	3.19	3.82	2.21	3.19	3.6	2.8%	0.1%	7.5%

资料来源: 公司报告, 华兴证券预测

估值

考虑到 1) 动力电池业务产能利用率有望从 4Q24 开始逐季修复；2) 储能电池和消费电池有望维持满产满销；3) 我们预计公司 2025 年归母净利润同比增速为 40.2%，我们给予其电池板块 2025 年 19 倍 P/E 估值，对应板块估值为 1,124.0 亿元。叠加在思摩尔总的投资份额，我们最终得到亿纬锂能的总估值为 1,316.3 亿元，并得到最新目标价为 64.30 元（原目标价 55.30 元），重申“买入”评级。

图表 3: 分部加总法估值

分部估值	
锂电池业务板块	
2025 年预测归母净利润（去除 Smoore 投资收益部分）	5,916
P/E 倍数	19x
估值(百万元)	112,402
思摩尔股权投资部分	
思摩尔以港币计算的估值 (基于思摩尔市值和亿纬锂能 30.98%持股比例计算) (百万港币)	20,896
人民币/港币 汇率	0.92
人民币估值(百万元)	19,224
总估值(百万元)	131,626
总股本(百万股)	2,045.72
目标价 (人民币/股)	64.30

资料来源: Wind，华兴证券预测

图表 4: 可比公司估值

股票代码	公司	现价	市值 (亿元)	归母净利润			市盈率 (倍)			PEG
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
300750.SZ	宁德时代	256.24	11,000	51,135	63,051	71,234	22	17	15	0.75
002074.SZ	国轩高科	23.16	415	1,492	2,127	2,945	28	20	14	0.46
3931.HK	中创新航	12.52	222	3,533	6,783	N/A	6	3	N/A	0.04
平均			3,879	18,720	23,987	N/A	19	13	N/A	0.41
300014.SZ	亿纬锂能	49.44	1,011	4,654	6,528	7,810	22	15	13	0.39

注：基于 2024 年 10 月 28 日收盘价；人民币/港币汇率：0.92；中创新航股价为港币，其余公司为人民币。

可比公司均为华兴证券预测。

资料来源：公司官网，Wind，华兴证券预测

图表 5: 亿纬锂能 P/E 估值表



资料来源：公司公告，华兴证券

图表 6: 亿纬锂能 P/B 估值表



资料来源：公司公告，华兴证券

风险提示

- **新能源汽车销量不及预期：**若补贴退坡对新能源车销量的负面影响加大，则将导致公司动力电池销量不及预期。
- **电池行业竞争加剧：**随着新能源车行业从高速增长步入中低速增长以及电池产能的不断投放，中游电池厂商将面临更激烈的市场竞争，若开启价格战则会影响公司的收入增长及盈利能力。
- **思摩尔业务不及预期：**因公司持有思摩尔国际 30.98%的股份，若未来思摩尔收益减少，将对公司净利润产生不利影响。

附：财务报表

年结: 12月
利润表

(RMBmn)	2023A	2024E	2025E	2026E
锂离子及锂聚合物组合电池	40,324	43,200	52,710	66,404
锂原电池	8,362	8,107	11,458	14,064
营业收入	48,784	51,385	64,254	80,563
营业成本	(40,473)	(42,226)	(52,303)	(65,215)
毛利润	8,310	9,159	11,951	15,348
管理及销售费用	(4,948)	(4,882)	(5,847)	(8,097)
其中：研发支出	(2,732)	(3,083)	(3,727)	(4,512)
其中：市场营销支出	(649)	(771)	(932)	(2,256)
其中：管理支出	(1,568)	(1,028)	(1,189)	(1,329)
息税前利润	5,308	5,939	7,859	9,136
息税折旧及摊销前利润	7,006	7,153	9,021	9,451
利息收入	200	141	134	120
利息支出	(479)	(496)	(471)	(424)
税前利润	4,846	5,444	7,388	8,712
所得税	309	272	369	436
净利润	4,520	5,172	7,019	8,276
调整后息税折旧及摊销前利润	9,645	10,970	14,744	17,292
调整后净利润	4,050	4,654	6,528	7,810
基本每股收益 (RMB)	1.98	2.28	3.19	3.82
稀释每股调整收益 (RMB)	1.97	2.28	3.19	3.82

资产负债表

(RMBmn)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	36,786	31,717	33,707	52,902
货币资金	10,506	8,210	8,309	10,830
应收账款	12,428	10,311	11,352	13,526
存货	6,316	6,479	7,308	21,441
其他流动资产	7,537	6,718	6,738	7,106
非流动资产	57,569	56,160	57,519	47,700
固定资产	21,748	19,573	20,563	15,658
无形资产	1,896	1,990	2,090	2,194
商誉	66	66	66	66
其他	17,938	20,050	20,207	16,597
资产	94,355	87,877	91,227	100,602
流动负债	37,891	35,509	41,063	48,601
短期借款	1,121	1,121	1,121	1,121
预收账款	0	0	0	0
应付账款	23,987	21,156	23,928	28,415
长期借款	14,001	8,372	4,264	1,235
非流动负债	18,458	13,066	9,270	6,643
负债	56,349	48,575	50,333	55,244
股份	2,046	2,046	2,046	2,046
资本公积	18,562	18,562	19,491	20,465
未分配利润	14,155	14,805	15,469	18,959
归属于母公司所有者权益	34,733	36,030	37,621	42,086
少数股东权益	3,272	3,272	3,272	3,272
负债及所有者权益	94,355	87,877	91,227	100,602

注：历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源：公司公告，华兴证券预测

现金流量表

(RMBmn)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	4,520	5,172	7,019	8,276
折旧摊销	1,698	1,214	1,162	315
利息（收入）/支出	184	(367)	(349)	(314)
其他非现金科目	(229)	(629)	(627)	(626)
其他	650	551	567	586
营运资本变动	1,853	(1,332)	(1,076)	1,847
经营活动产生的现金流量	8,676	4,608	6,696	10,085
资本支出	(5,003)	(4,111)	(4,176)	(4,834)
收购及投资	(2,503)	(15)	(15)	(15)
处置固定资产及投资	37	44	52	61
其他	1,548	1,542	1,534	1,524
投资活动产生的现金流量	(5,921)	(2,541)	(2,606)	(3,264)
股利支出	(1,074)	(608)	(512)	(559)
债务筹集（偿还）	5,599	6,159	6,775	7,452
发行（回购）股份	0	0	0	0
其他	(4,494)	(9,220)	(10,162)	(11,102)
筹资活动产生的现金流量	31	(3,668)	(3,899)	(4,208)
现金及现金等价物净增加额	2,694	(1,693)	99	2,521
自由现金流	3,673	497	2,520	5,251

关键假设

	2023A	2024E	2025E	2026E
锂电池销量 (GWh)	54.4	78.0	98.6	124.8

财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
YoY (%)				
营业收入	34.4	5.3	25.0	25.4
毛利润	39.3	10.2	30.5	28.4
息税折旧及摊销前利润	36.8	2.1	26.1	4.8
调整后息税折旧及摊销前利润	28.7	13.7	34.4	17.3
净利润	23.1	14.4	35.7	17.9
调整后净利润	15.4	14.9	40.2	19.6
稀释每股调整收益	7.6	14.9	40.2	19.6
调整后稀释每股调整收益	7.7	15.5	40.2	19.6
盈利率 (%)				
毛利率	17.0	17.8	18.6	19.1
息税折旧摊销前利润率	14.4	13.9	14.0	11.7
调整后息税折旧摊销前利润率	19.8	21.3	22.9	21.5
息税前利润率	10.9	11.6	12.2	11.3
净利率	9.3	10.1	10.9	10.3
调整后净利率	8.3	9.1	10.2	9.7
净资产收益率	13.0	14.4	18.7	19.7
总资产收益率	4.8	5.9	7.7	8.2
流动资产比率 (x)				
流动比率	1.0	0.9	0.8	1.1
速动比率	0.8	0.7	0.6	0.6
估值比率 (x)				
市盈率	30.2	21.7	15.5	13.0
市净率	3.2	2.6	2.5	2.2
市销率	2.1	2.0	1.6	1.3
企业价值倍数	23.6	21.8	16.0	13.3
调整后企业价值倍数	23.6	21.8	16.0	13.3

附录

【分析师声明】

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认，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。

【法律声明】

一般声明

本报告由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有由中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的特定客户及其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

本公司研究报告的信息均来源于公开资料，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但该等信息并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，仅供投资者参考之用，在任何情况下，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，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所在的意见、评估及预测仅为本报告出具日的分析师观点和判断，可在不发出通知的情况下作出更改，在不同时期，本公司可发出与该报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同的假设和标准、采取不同的分析方法而口头或书面发表于本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接受者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，华兴证券有限公司可能会持有或交易报告中提及公司所发行的证券或投资标的，也可能为这些公司提供或争取建立业务关系或服务关系（包括但不限于提供投资银行业务或财务顾问服务等）。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制或转载，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

【评级说明】

公司评级体系以报告发布日后 6-12 个月的公司股价涨跌幅相对同期公司所在证券市场大盘指数（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）涨跌幅为基准：分析师估测“买入”公司股票相对大盘涨幅在 10% 以上；“持有”公司股票相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“卖出”公司股票相对大盘涨幅低于 -10%。

行业评级体系以报告发布日后 6-12 个月的行业指数涨跌幅相对同期相关证券市场（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）大盘指数涨跌幅为基准：分析师估测“超配”行业相对大盘涨幅在 10% 以上；“中性”行业相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“低配”行业相对大盘涨幅低于 -10%。