太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

锂电池行业|公司深度研究报告

证券研究报告
2025/2/20

亿纬锂能深度报告——

底部逆势扩张彰显宏图，优质资产估值有望重塑

证券分析师：谭甘露
分析师登记编号：S1190524110001
证券分析师：刘强
分析师登记编号：S1190522080001

报告摘要

1、公司财务及运营良好，属于优质资产，有望穿越周期成长

公司从做消费电池起家，目前公司消费电池在多个细分市场保持领先地位；动储电池进入产能释放期，营收逐渐超越消费电池，目前动储电池是公司主要营收来源。从盈利能力看，公司动储电池的毛利率位于第一梯队，消费电池业务毛利率行业领先。从经营管理看，公司销售费用率低于行业龙头、财务费用管理能力较强。从创新能力看，公司重视研发投入，研发费用率高于龙头企业。我们认为公司财务及运营良好，属于优质资产，有望穿越周期成长。

2、底部逆势扩张，大圆柱电池有望塑造差异化竞争优势

目前行业产能过剩下动储电池企业整体资本开支大幅减少，而公司积极发行可转债为新项目募资，助力产能建设正常推进。公司新建项目基本为大圆柱项目，主要项目包括“23GWh圆柱磷酸铁锂储能动力电池项目”和“21GWh大圆柱乘用车动力电池项目”。我们预计公司大圆柱产能将于2026-2027年集中释放，目前公司大圆柱电池已获主要客户意向性需求260GWh+，未来订单确定性强，公司有望通过大圆柱电池提升全球市占率。

3、海外储能有望保持高增，消费电池景气度向上

1）储能业务方面，伴随欧美主要经济体降息周期来临，储能性价比优势预计更加凸显。随着新增产能的投产及全球订单的交付，未来公司储能出货有望保持高增。2）消费电池方面，下游景气度持续提升，公司消费类圆柱电池产品实现满产满销，随着马来西亚基地的投产，公司消费电池销量有望持续增长。

4、投资建议：公司是处于周期底部的优质资产，短期财务稳健，长期机会清晰，看好公司底部布局机会。考虑原材料价格带来的波动，预计公司2024/2025/2026年公司营业收入分别为454.99/530.11/679.72亿元,同比增长-6.73%/16.51%/28.22%；归母净利润分别为37.91/52.01/82.99亿元（原预测49.83/72.78/102.43亿元），同比增长-6.40%/37.19%/59.59%。对应EPS 1.85/2.54/4.06元。当前股价对应PE 24.07/17.54/10.99。维持“买入”评级。

5、风险提示：新产品进展不及预期、行业需求不及预期

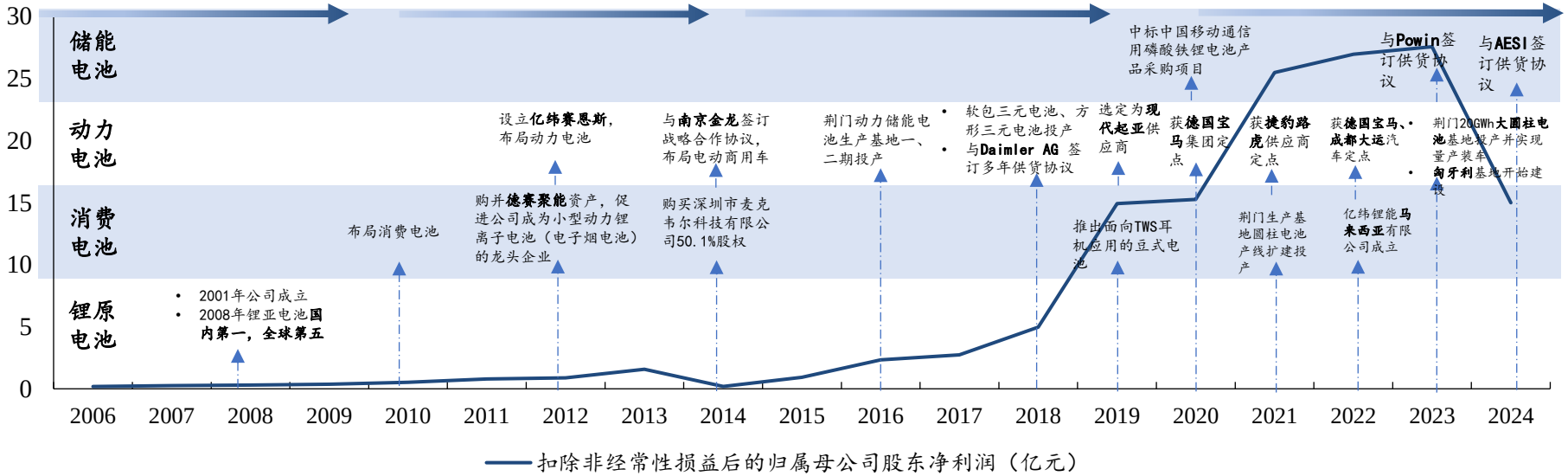
目录

1、财务及运营稳健，有望穿越周期成长
2、底部逆势扩张，大圆柱电池有望塑造差异化竞争优势
3、海外储能有望保持高增，消费电池景气度向上
4、风险提示

1.1 公司发展历程：从锂原电池国产替代迈向动储电池领军出海

- 阶段一：以创始人技术背景为起点，攻克锂原电池技术难点，借国外品牌打入国内市场，而后实现应用于水电表等领域**锂原电池的国产替代**。
- 阶段二：上市后快速研发并生产小型软包锂离子电池、TWS“豆式电池”等，拓展电子烟、TWS耳机、3C等**消费电池**市场。
- 阶段三：攻克戴姆勒、宝马、现代、小鹏、广汽埃安、大运等**动力客户**，并通过**大圆柱电池**塑造产品差异化优势。
- 阶段四：积极出海建厂、持续获得海外**储能订单**，受益于全球动储能市场需求快速增长实现出货高速增长。

图表1：公司逐步由锂亚电池龙头发展为动储电池领先企业



资料来源：公司官网、公司公告、太平洋研究院整理

1.2 公司产品主要包括消费电池、动力电池及储能电池

公司的主要业务是消费电池（包括锂原电池、小型锂离子电池、圆柱电池）、动力电池（包括新能源汽车电池及其电池系统）和储能电池的研发、生产和销售。

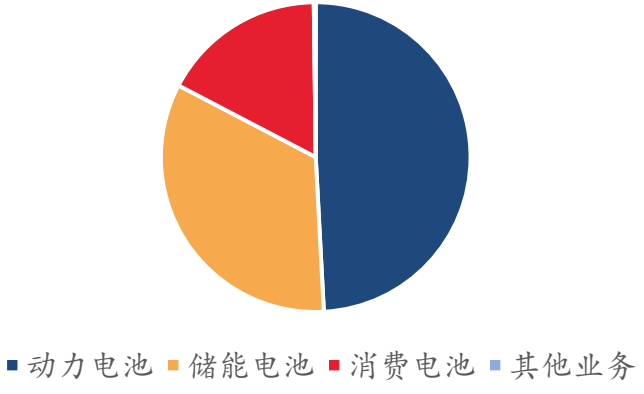
公司消费电池在多个细分市场保持领先地位；动力电池及储能电池已完成第一阶段的产能建设并开始进入产能释放期，营收逐渐超越消费电池，目前动储电池是公司主要营收来源。

图表2：公司产品主要包括消费电池、动力电池及储能电池

产品种类	技术路线	主要产品型号	技术参数情况			下游主要应用领域
			电芯质量能量密度	倍率性能	循环寿命	
锂亚硫酰氯电池	负极锂、正极活性物质亚硫酰氯	ER系列电池	612Wh/kg			智能表计
锂二氧化锰电池	负极锂、正极活性物质二氧化锰	CR2032HT	210Wh/kg			胎压监测系统
三元锂离子电池	正极材料为镍钴锰的锂离子电池	小型软包	400-800Wh/L	1-2000	常规>500周，可满足>1,000周	电子雾化器、可穿戴设备、蓝牙设备及其他物联网终端等
		方形、圆柱	BEV:240Wh/kg-385Wh/kg; HEV:100Wh/kg-130Wh/kg	BEV:1C-5C; HEV:1C-50C	BEV:1,000-6,000周；HEV:40,000周	新能源乘用车领域
		软包	150-280wh/kg	0.5C-8C	1,400-6,000次	EV、PHEV、家庭储能、便携式储能、工商业储能、UPS等
磷酸铁锂电池	正极为磷酸铁锂的锂离子电池	方形	160-190Wh/Kg	0.25C-5C	4,000-15,000次	电力储能、商用车、电动船舶、乘用车等
		圆柱	170-190Wh/kg	1C-5C	2,500-6.000次	乘用车、户用储能、便携储能、电动自行车、电摩、电动工具、UPS等

数据来源：各国官网、太平洋研究院整理

图表3：公司各业务中动力电池营收占比最高



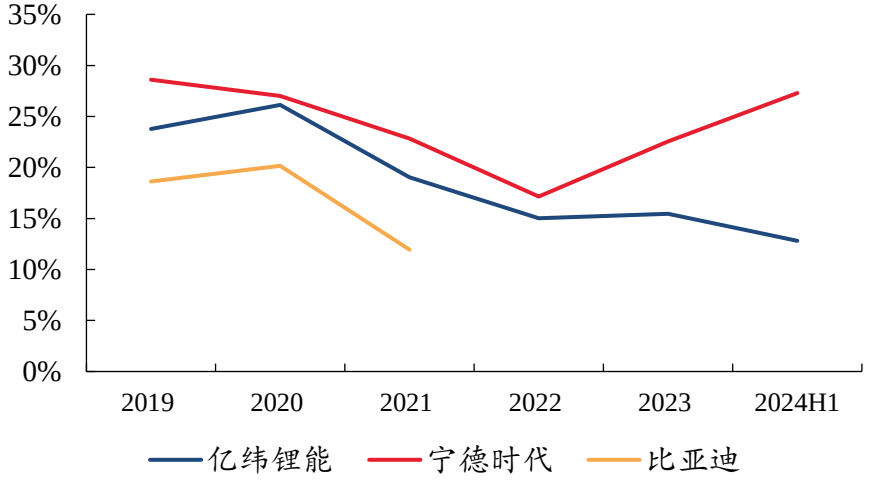
数据来源：公司公告、太平洋研究院整理

1.3 公司动储电池的毛利率位于第一梯队，消费电池业务毛利率行业领先

动储电池方面，近两年公司毛利率有所下滑，下滑至15%左右，主要原因在于原材料价格大幅提升，但公司盈利水平保持在第一梯队。随着上游材料价格的回调，公司毛利率逐步修复。

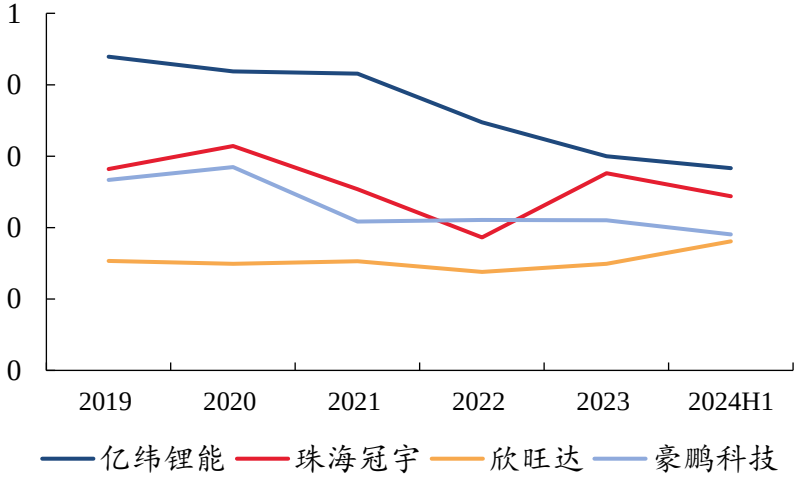
消费电池方面，近两年公司毛利率有所下滑，但保持在30%以上，行业领先，我们预计消费电池业务毛利率有望修复，将为公司贡献稳定增长的利润。

图表4：公司动储电池毛利率水平位于第一梯队



数据来源：公司公告、太平洋研究院整理

图表5：亿纬锂能消费电池业务毛利率行业领先



数据来源：公司公告、太平洋研究院整理

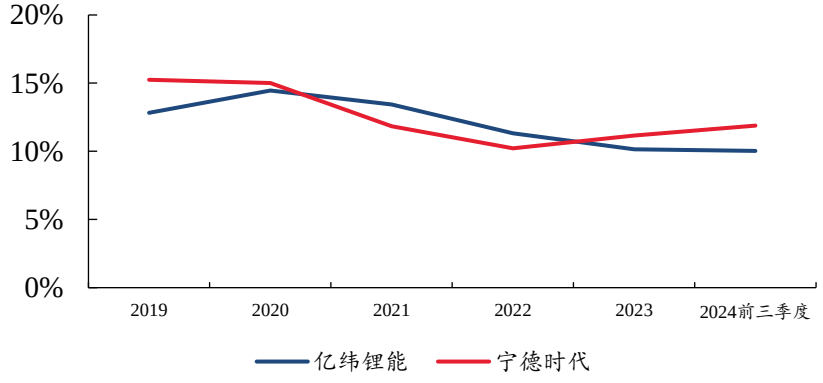
1.4 公司费用管理能力持续提升，重视研发投入

公司费用管理能力持续提升，销售费用、管理费用、财务费用比率整体持续优化。公司销售费用率低于行业龙头，主要原因在于公司售后综合服务费较低。2022年及2023年公司管理费用增长较多，主要系计提了股权激励费用所致。

公司重视研发投入，研发费用率高于龙头企业。近年来公司研发费用率保持在6%左右，高于行业龙头，主要原因在于公司对于研发人员的职工薪酬、折旧及摊销费、开发设计费等费用较高，体现公司对产品研发的重视。

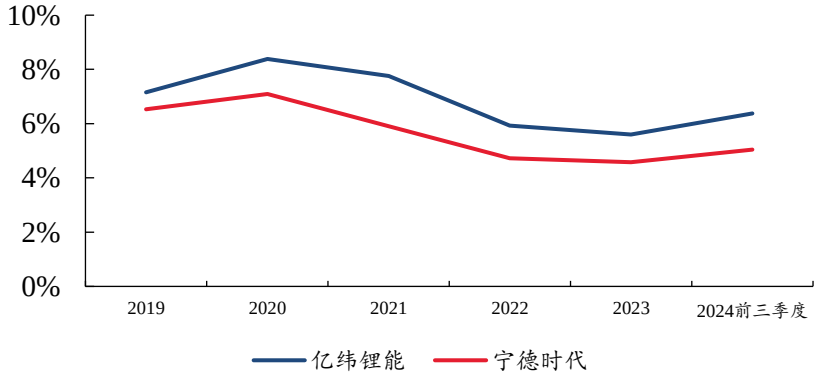
近年来公司财务费用比率整体呈下降趋势，其中利息收入及汇兑损失管理能力较强，利息收入占营收比率持续提升，汇兑持续三年实现正收益。

图表6：公司销售费用、管理费用、财务费用比率整体持续下降



数据来源：公司公告、太平洋研究院整理

图表7：公司研发费用率高于行业龙头



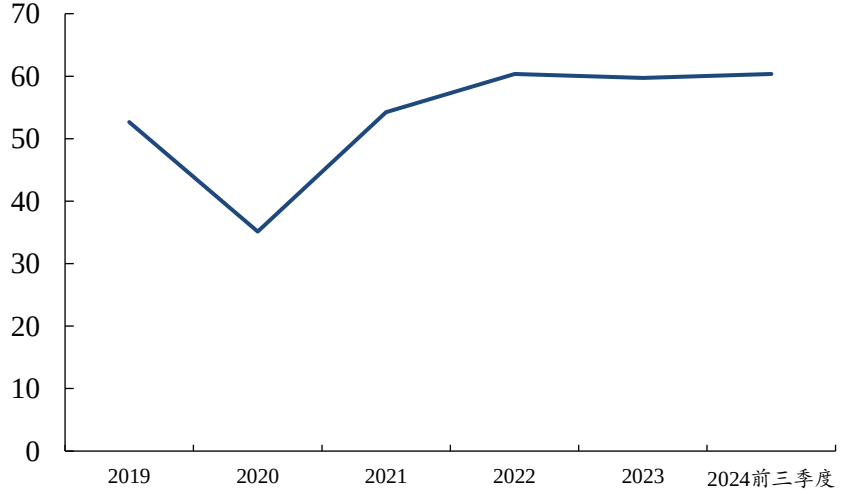
数据来源：公司公告 、太平洋研究院整理

1.5 公司资本结构保持稳定，现金流情况良好

近年公司资产负债率较稳定，保持在60%左右，略低于行业主要动力、消费电池公司，债务具备上调空间。

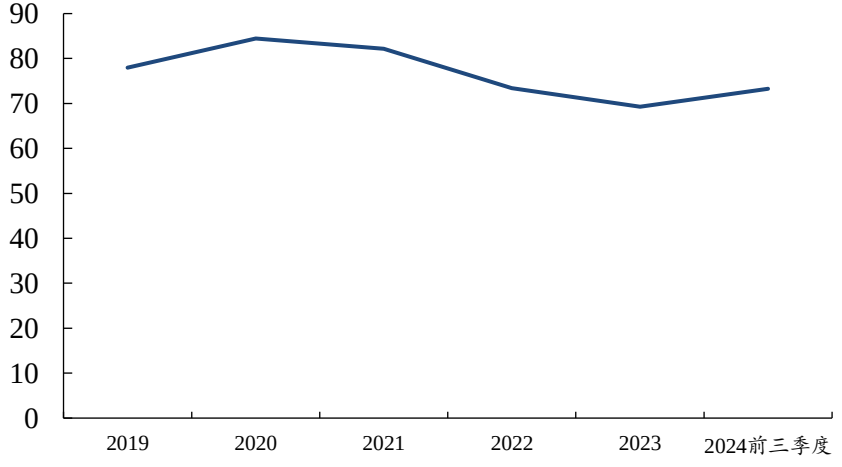
近年公司现金流情况良好，期末现金及现金等价物余额持续大幅提升，其中经营活动产生的现金流量近两年呈现爆发式增长，公司现金储备较为充裕。同时，公司销售商品提供劳务收到的现金占营业收入比例基本保持在70%以上，回款能力较强，我们预计公司未来现金流情况将保持良好。

图表8：公司公司资产负债率较稳定



数据来源：公司公告、太平洋研究院整理

图表9：销售商品提供劳务收到的现金占营业收入比例基本保持在70%以上



数据来源：公司公告、太平洋研究院整理

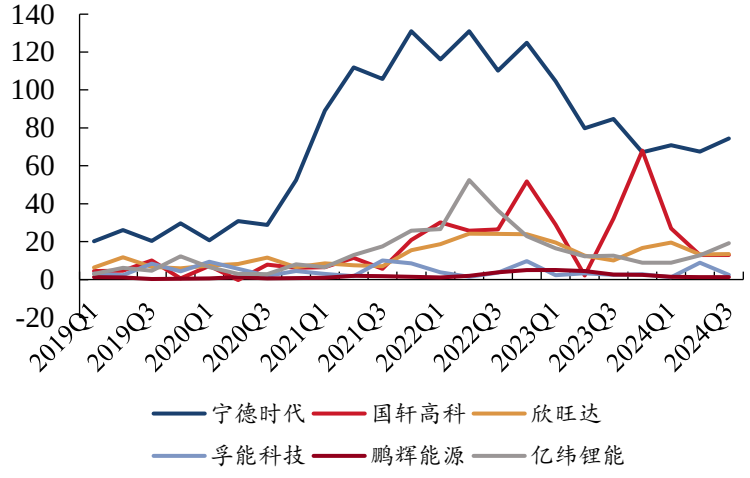
目录

1、财务及运营稳健，有望穿越周期成长
2、底部逆势扩张，大圆柱电池有望塑造差异化竞争优势
3、海外储能有望保持高增，消费电池景气度向上
4、风险提示

2.1 行业整体产能建设增速放缓，公司发行可转债逆势扩张

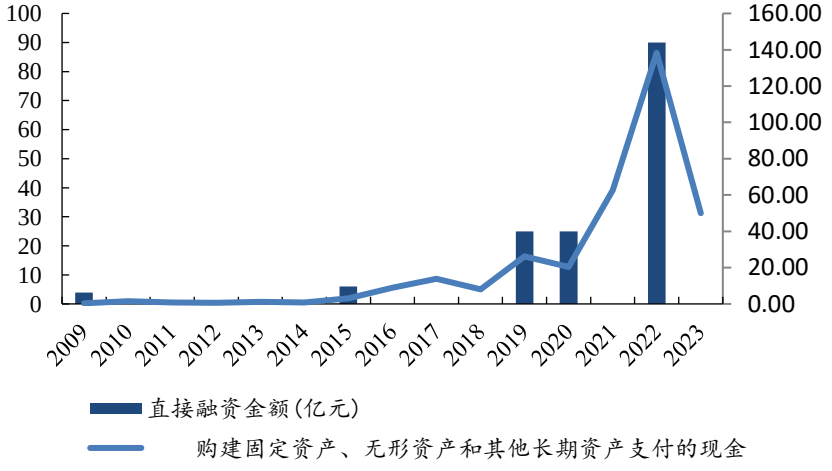
2024年行业产能过剩下动储电池企业整体资本开支大幅减少，而公司发行可转债为新项目募资，产能建设正常推进。我们认为公司有望通过逆势扩张进一步提升市占率：1）复盘历史，公司在过去的周期底部，如2015、2019年均进行了直接融资并加大产能建设力度，从而在上行周期实现了产品力和市占率的提升；2）行业过剩的产能主要为同质化竞争的产能，而公司新扩产能为具备差异化竞争优势、订单确定性较强的优质产能。

图表10：行业主要企业购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金整体处于下降趋势（单位：亿元）



数据来源：公司公告、太平洋研究院整理

图表11：公司在历史周期底部进行直接融资并逆势扩张



数据来源：公司公告、太平洋研究院整理

2.2 公司大圆柱电池产品供不应求，新建项目基本为大圆柱项目

公司现阶段圆柱磷酸铁锂和三元大圆柱电池的现有产能相对仍较少，产品供不应求。公司圆柱磷酸铁锂产品现有产能仅包括湖北荆门3GWh圆柱磷酸铁锂电池项目，2023年全年和2024年一季度产能利用率分别为78%、86%，产销率分别为108%、90%，产销情况良好；三元大圆柱产品现有产线项目乘用车锂离子动力电池项目、沈阳亿纬大圆柱动力电池项目仍在建设中，预计目前仅能释放约2-4GWh产能，已成功应用于江淮瑞风、 长安启源等系列车型上。

据2023年年报，公司产能建设进度50%以下的项目基本为大圆柱项目，项目预计将于2026-2027年集中释放。我们预计未来公司大圆柱产能在公司整体动储电池产能中的占比将快速提升，其中公司在海外规划/建设的动储电池基本为大圆柱电池，**预计未来大圆柱电池将先后成为公司动储电池产品在海外、国内的主力军。**

图表12：公司产能建设进度50%以下的项目基本为大圆柱项目

项目名称	预算数	工程累计投入占预算比例
储能与动力电池一期工程圆柱电池项目	16.63	0.46%
乘用车大圆柱电池项目	97.42	0.21%
亿纬马来西亚项目	25.25	4.02%
23 GWh 圆柱磷酸铁锂储能动力电池项目	53.22	19.58%
乘用车锂离子动力电池项目	43.75	49.09%
21 GWh 大圆柱乘用车动力电池项目	49.46	7.01%

资料来源：公司公告、太平洋研究院整理

图表13：公司大圆柱项目产能预计将于2026-2027年集中释放

项目	2024年	2025年	2026年	2027年
23GWh圆柱磷酸铁锂储能动力电池项目	0	7	14	21
21GWh大圆柱乘用车动力电池项目	0	6	13	19

资料来源：公司公告、太平洋研究院整理

2.3 公司大圆柱电池已获主要客户意向性需求286GWh+，未来订单确定性较强

公司圆柱磷酸铁锂储能动力电池项目所面向的客户包括户用储能领域客户以及部分乘用车客户。46系列三元大圆柱电池所面向的客户主要为新能源车企。

2023年末，公司圆柱磷酸铁锂电池已取得的未来5年的主要客户意向性需求合计约77GWh，三元大圆柱电池已取得未来5年的主要客户意向性需求合计约286GWh，未来订单确定性强。

图表14：公司圆柱磷酸铁锂电池未来5年意向性需求约77GWh

23GWh 圆柱磷酸铁锂储能动力电池项目				
主要客户名称	签署协议状况	产品验证阶段	预计完成全流程验证时间	意向性需求
客户1	已取得意向性需求	已完成验证	已完成验证	未来5年合约29.15GWh
客户2	产能合作协议	已完成验证	已完成验证	未来5年合约16.16GWh
客户3	框架合作协议	已完成验证	已完成验证	未来5年合约4.76GWh
客户4	已取得定点	已完成验证	已完成验证	未来5年合约18.12GWh
客户5	已批量供货	已完成验证	已完成验证	未来5年合约8.93GWh

资料来源：公司公告、太平洋研究院整理

图表15：公司三元大圆柱电池未来5年主要客户意向性需求约286GWh

21GWh大圆柱乘用车动力电池项目						
主要客户名称	签署协议状况	产品验证阶段	开始验证时间	预计完成全流程验证时间	意向性需求	是否为公司现有客户及销售的主要产品
客户A	已取得定点	生产流程验证中	2021年	2024年	未来9年合计约110GWh,其中未来5年合计约62.50GWh	是，方形三元
客户B	框架合作协议	产品整体验证中	2022年	2024年	未来5年合计约46.10GWh	是，方形磷酸铁锂，方形三元
客户C	已批量供货	已完成验证	2022年	2024年	未来5年合计约12.58GWh	是，圆柱磷酸铁锂、三元大圆柱
客户D	已取得定点	产品整体验证中	2023年	2024年	未来5年合计约16.60GWh	是，方形磷酸铁锂
客户E	已批量供货	已完成验证	2022年	2023年	未来5年合计约23.38GWh	是，三元大圆柱
客户F	已取得意向性需求	性能指标验证已完成	2023年	2026年	未来5年合计约51.67GWh	否
客户G	已取得定点	生产流程验证中	2021年	2025年	未来5年合计约73.39GWh	否
合计					**未来5年合计约286.22GWh**	

资料来源：公司公告、太平洋研究院整理

2.4 海外客户对大圆柱电池接受度较高，公司有望通过大圆柱电池提升全球市占率

相比于方形电池，大圆柱电池具备安全性好，电芯机械结构稳定等优势，且更适用于高镍、硅基等高能量密度的材料体系。相比于小圆柱电池，大圆柱电池具备生产效率高，制造成本低的优势。三元大圆柱主要面对中高端乘用车市场，磷酸铁锂圆柱主要应用于户用储能、通信储能及入门级乘用车市场。

海外客户对大圆柱动力电池的接受度较高：1）动力客户中高端乘用车车型较多，对三元大圆柱电池需求较大，如特斯拉率先推出并上车4680电池，宝马与宁德时代签订大圆柱电池供货长协、通用与三星签订大圆柱电池协议等；2）储能客户对户用储能的需求旺盛，对磷酸铁锂圆柱电池需求较大。**我们认为公司有望率先通过大圆柱电池提升海外动储市占率，后续随着国内市场对大圆柱电池接受度的提升，提升全球市占率。**

图表16：海外客户对大圆柱动力电池的接受度较高

电池厂商	产能与进度	客户
特斯拉	2023年6月底公司4680电池累计产量超1000万颗，总产量约1GWh;到2023年10月累计完成产量超2000万颗，总产量达到2GWh	自供
松下	2022年在美国堪萨斯州30GWh动力电池工厂正式动工，23年开始导入生产设备，2024年4-9月量产，预计2031年前在美国新建两家或以上工厂提高4680电池产能	特斯拉
三星	韩国工厂相关测试在22年年底完工，同步开发马来西亚工厂46系产能，预计满产产能约20GWh,2023年3月与通用汽车签署协议，在美国新建电池合资工厂(约30GWh),主要生产大圆柱电池	宝马、通用、特斯拉
LG新能源	2022年6月宣布在韩国梧仓新建9GWh的4680电池厂；预计2023-2024年开始生产	特斯拉
宁德时代	与宝马签订2025年供货长协，在欧洲和中国建造2座年产能20GWh工厂；已规划8条产线，设计产能12GWh,预计2024年投产	宝马
远景动力	美国南卡罗来纳州大圆柱电池工厂在2023年6月开工建设，产能10GWh,计划2026年投产	宝马

数据来源：公司公告、太平洋研究院整理

图表17：公司有望通过大圆柱产品提升动力电池市占率

序号	企业	2023年	
		动力电池装机量（GWh）	全球市场占有率
1	宁德时代	259.7	**36.8%**
2	比亚迪	**111.4**	**15.8%**
3	LG新能源	95.8	**13.6%**
4	松下	44.9	6.4%
5	SK On	34.4	4.9%
6	中创新航	33.4	4.7%
7	三星SDI	32.6	4.6%
8	国轩高科	17.1	2.4%
9	亿纬锂能	16.2	2.3%
10	欣旺达	10.5	1.5%
	小计	**656.0**	**93.0%**

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

目录

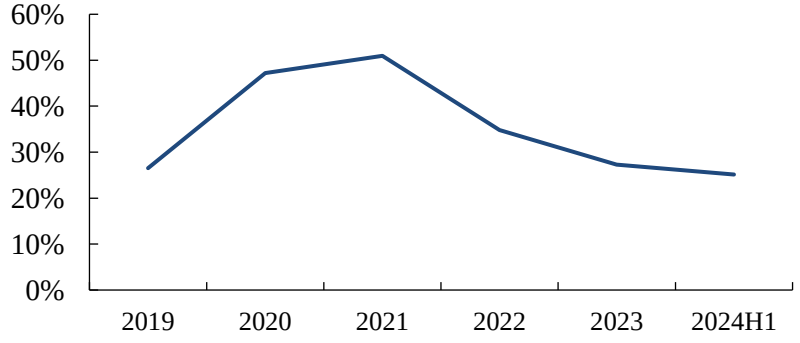
1、财务及运营稳健，有望穿越周期成长
2、底部逆势扩张，大圆柱电池有望塑造差异化竞争优势
3、储能出货有望保持高增，消费电池景气度向上
4、风险提示

3.1 储能：降息下北美大储市场有望迎来较大弹性，公司储能出货有望保持高增

伴随欧美主要经济体降息周期来临，储能性价比优势预计更加凸显：1）北美大储市场预计还将迎来更大的需求弹性；2）欧洲可再生能源发电比例逐步提升，储能商业模式逐渐闭环，电力交易市场逐渐完善，电力储能需求快速增加；欧洲户用储能在经历较长的去库周期后，预计户用储能需求也将迎来增长。

公司储能订单饱满，出货有望保持高增。2024年上半年，公司储能电池出货20.95GWh，同比增长133.18%，实现翻倍以上增长；根据InfoLink 数据显示，上半年公司储能电芯出货量位列全球第二。展望未来：1）产能方面，公司荆门60GWh超级工厂投产、马来西亚工厂储能项目成功启动建设，未来将支持全球储能电池交付；2）订单方面，公司已与多家海外客户签订供货协议，包括AESI（供货19.5GWh）、Powin（10GWh）等。随着产能的落地及全球订单的交付，未来公司储能出货有望保持高增。

图表18：公司储能产品出口有望带动公司境外收入占比提升



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表19：公司已与多家海外客户签订供货协议及合作协议

名称	披露日期
公司与匈牙利Debrecen政府的子公司签订意向书	2022年3月29日
亿纬动力与Powin签订10GWh供货协议	2023年6月14日
公司与EA签订谅解备忘录	2023年7月27日
子公司与Rimac签订谅解备忘录	2023年9月7日
子公司与Aksa签订谅解备忘录	2024年1月15日
子公司与Powin签订谅解备忘录	2024年6月20日
公司与AESI签订19.5GWh供货协议	2024年9月11日

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

3.2 消费电池：消费电池下游需求复苏，公司订单饱满

随着消费电池下游景气度提升，公司消费电池业务有望边际向好：1）受益于全球物联网行业的快速增长和智能表计产品进入更换周期等因素的驱动下，锂原电池需求保持良好态势；2）小型锂离子电池在巩固原有客户和细分市场份额的基础上，持续推进海内外头部新客户开拓，产品已在多个新细分市场中取得突破；3）圆柱电池持续深化与大客户合作，带动消费类圆柱电池产品实现满产满销，电动工具、两轮车等下游需求逐步增加，上半年消费类圆柱电池单月产销量突破1亿只。随着马来西亚基地的投产，公司消费电池销量有望持续增长。

图表20：公司消费类圆柱电池品种丰富

资料来源：公司官网，太平洋研究院整理

图表21：公司“麟驹”系列电池匹配电动自行车、电动摩托车、城市换电等市场

资料来源：公司官网，太平洋研究院整理

目录

1、财务及运营稳健，有望穿越周期成长
2、底部逆势扩张，大圆柱电池有望塑造差异化竞争优势
3、海外储能有望保持高增，消费电池景气度向上
4、盈利预测及风险提示

4.1 投资建议：底部逆势扩张彰显宏图，优质资产估值有望重塑

我们认为公司是处于周期底部的优质资产，短期财务稳健，长期机会清晰，看好公司底部布局机会：

1）公司财务稳健、运营良好，属于优质资产；

2）公司底部逆势扩张，大圆柱电池有望塑造差异化竞争优势，未来动储市占率提升空间较大，公司估值有望重塑；

3）全球储能需求有望保持高增，消费电池景气度向上，公司盈利能力有望边际向上。

考虑原材料价格带来的波动，我们下调盈利预测，预计公司2024/2025/2026年公司营业收入分别为454.99/530.11/679.72亿元，同比增长-6.73%/16.51%/28.22%；归母净利润分别为37.91/52.01/82.99亿元（原预测49.83/72.78/102.43亿元），同比增长-6.40%/37.19%/59.59%。对应EPS 1.85/2.54/4.06元。当前股价对应PE 24.07/17.54/10.99。维持“买入”评级。

图表22：盈利预测和财务指标、分业务拆分

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	48,784	45,499	53,011	67,972
营业收入增长率(%)	34.38%	-6.73%	16.51%	28.22%
归母净利（百万元）	4,050	3,791	5,201	8,299
净利润增长率(%)	15.42%	-6.40%	37.19%	59.58%
摊薄每股收益（元）	1.98	1.85	2.54	4.06
市盈率（PE）	21.31	24.07	17.54	10.99

业务（单位：亿元）	2024E			2025E			2026E		
	收入金额	毛利率	YOY	收入金额	毛利率	YOY	收入金额	毛利率	YOY
动力电池	169	11%	-30%	168	14%	-1%	222	14%	32%
储能电池	179	19%	10%	234	22%	31%	305	26%	30%
消费电池	106	26%	27%	128	23%	20%	153	24%	20%
其他	1	100%	-40%	0	0%	-100%	0	0%	0%

资料来源：携宁、太平洋研究院整理

图表23：可比公司估值信息表

公司代码	公司简称	归母净利润（亿元）			PE		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
300750.SZ	宁德时代	506.89	635.7	902.08	23.47	18.72	13.19
300014.SZ	亿纬锂能	37.91	52.01	82.99	24.07	17.54	10.99
002074.SZ	国轩高科	9.93	14.10	18.90	40.61	28.60	21.34
300438.SZ	鹏辉能源	1.42	3.83	5.13	107.19	39.74	29.67
300207.SZ	欣旺达	17.08	21.47	25.53	26.14	20.80	17.49
平均					44.30	25.08	18.54

资料来源：携宁、Wind、太平洋研究院整理，国轩高科、鹏辉能源、欣旺达的估值信息来自2025年2月20日Wind一致预期

4.2 附录：财务预测摘要

图表24：财务预测摘要

资产负债表（百万）	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	8,979	10,506	11,890	20,650	34,890
应收和预付款项	12,881	14,428	15,971	17,717	21,765
存货	8,588	6,316	6,026	6,872	8,586
其他流动资产	6,409	5,536	8,171	10,226	12,559
流动资产合计	36,857	36,786	42,058	55,466	77,801
长期股权投资	11,505	14,411	14,411	14,411	14,411
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	10,857	21,748	27,350	26,581	24,825
在建工程	13,298	14,053	10,118	7,285	5,245
无形资产开发支出	1,417	1,997	2,015	2,015	2,015
长期待摊费用	422	389	339	339	339
其他非流动资产	46,139	41,758	48,016	61,340	83,634
资产总计	83,638	94,355	102,249	111,971	130,469
短期借款	1,294	1,121	1,321	1,321	1,321
应付和预收款项	25,286	30,186	28,884	32,939	41,156
长期借款	13,837	14,001	16,001	16,001	18,001
其他负债	10,060	11,043	15,094	16,770	18,623
负债合计	50,478	56,350	61,300	67,031	79,100
股本	2,042	2,046	2,046	2,046	2,046
资本公积	17,882	18,562	18,562	18,562	18,562
留存收益	10,875	14,612	17,484	21,374	27,583
归母公司股东权益	30,413	34,733	37,575	41,427	47,636
少数股东权益	2,747	3,272	3,374	3,512	3,734
股东权益合计	33,160	38,005	40,949	44,939	51,369
负债和股东权益	83,638	94,355	102,249	111,971	130,469

现金流量表（百万）	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	2,860	8,676	5,826	12,089	16,129
投资性现金流	-19,917	-5,921	-7,679	-1,221	-993
融资性现金流	18,121	31	3,201	-2,108	-895
现金增加额	1,107	2,694	1,384	8,760	14,240

利润表（百万）	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	36,304	48,784	45,499	53,011	67,972
营业成本	30,338	40,473	37,404	42,655	53,295
营业税金及附加	112	158	205	239	306
销售费用	513	649	678	790	1,013
管理费用	1,447	1,568	1,410	1,855	2,243
财务费用	147	199	554	581	495
资产减值损失	-126	-365	0	0	0
投资收益	1,242	609	696	811	1,040
公允价值变动	-13	12	0	0	0
营业利润	3,512	4,846	4,150	5,693	9,084
其他非经营损益	-14	-17	0	0	0
利润总额	3,498	4,829	4,149	5,693	9,084
所得税	-174	309	257	353	563
净利润	3,672	4,520	3,892	5,340	8,521
少数股东损益	163	470	101	139	221
归母股东净利润	3,509	4,050	3,791	5,201	8,299

预测指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	16.43%	17.04%	17.79%	19.54%	21.59%
销售净利率	9.67%	8.30%	8.33%	9.81%	12.21%
销售收入增长率	114.82%	34.38%	-6.73%	16.51%	28.22%
EBIT 增长率	67.02%	81.67%	5.93%	33.39%	52.68%
净利润增长率	20.76%	15.42%	-6.40%	37.19%	59.58%
ROE	11.54%	11.66%	10.09%	12.55%	17.42%
ROA	5.73%	5.08%	3.96%	4.99%	7.03%
ROIC	4.80%	6.96%	6.52%	8.21%	11.21%
EPS(X)	1.84	1.98	1.85	2.54	4.06
PE(X)	47.77	21.31	24.07	17.54	10.99
PB(X)	5.90	2.49	2.43	2.20	1.92
PS(X)	4.94	1.77	2.01	1.72	1.34
EV/EBITDA(X)	52.01	15.89	13.06	9.77	6.34

资料来源：携宁、太平洋研究院整理

风险提示

- 新产品进展不及预期
- 行业需求不及预期

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上；

中性：预计未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间；

看淡：预计未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在15%以上；

增持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于5%与15%之间；

持有：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与5%之间；

减持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路926号同德广场写字楼31楼

太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机 构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。